



BANCO CENTRAL EUROPEU  
EUROSISTEMA

# Boletim Económico

Número 6 / 2024



# Índice

<b>Evolução económica, financeira e monetária</b>	<b>2</b>
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	8
2 Atividade económica	14
3 Preços e custos	23
4 Evolução do mercado financeiro	30
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	36
6 Evolução orçamental	42
<b>Caixas</b>	<b>45</b>
1 Crescimento da produtividade do trabalho na área do euro e nos Estados Unidos: evolução a curto e longo prazo	45
2 Contabilizar a natureza na atividade económica da área do euro	50
3 Por que motivo as famílias da área do euro ainda se mostram pessimistas e quais as implicações para o consumo privado?	55
4 Conclusões de um inquérito a empresas líderes sobre as tendências no mercado de trabalho e a adoção de IA generativa	60
5 Evolução recente dos salários e a importância do desvio salarial	65
6 Condições de liquidez e operações de política monetária de 17 de abril a 23 de julho de 2024	71
7 Dinâmica da moeda e do crédito na área do euro e comparação com os Estados Unidos	77

# Evolução económica, financeira e monetária

## Apreciação global

Na reunião de 12 de setembro de 2024, o Conselho do BCE decidiu reduzir a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito – a taxa através da qual define a orientação da política monetária – em 25 pontos base. Com base na avaliação atualizada realizada pelo Conselho do BCE quanto às perspetivas de inflação, à dinâmica da inflação subjacente e à robustez da transmissão da política monetária, afigurou-se apropriado dar mais um passo no sentido de moderar o grau de restritividade da política monetária.

Os dados recentemente disponibilizados sobre a inflação são, em geral, como esperado, e as projeções macroeconómicas de setembro de 2024 elaboradas por especialistas do BCE confirmam as anteriores perspetivas de inflação. Os especialistas do BCE projetam que a inflação global se situe, em média, em 2,5% em 2024, 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026, em consonância com o avançado nas projeções macroeconómicas de junho de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema. A inflação deverá voltar a subir na parte final deste ano, em parte dado que anteriores quedas acentuadas dos preços dos produtos energéticos deixarão de ser incluídas nas taxas homólogas. No segundo semestre do próximo ano, a inflação deverá então descer no sentido do objetivo do Conselho do BCE. Quanto à inflação subjacente, as projeções para 2024 e 2025 foram revistas ligeiramente em alta, visto que a inflação dos serviços foi mais elevada do que o esperado. Ao mesmo tempo, os especialistas do BCE continuam a esperar uma descida rápida da inflação subjacente, de 2,9% em 2024 para 2,3% em 2025 e 2,0% em 2026.

A inflação interna mantém-se alta, dado que os salários continuam a aumentar a um ritmo elevado. Contudo, as pressões sobre os custos do trabalho estão a moderar-se e os lucros estão a amortecer parcialmente o impacto dos salários mais altos na inflação. As condições de financiamento permanecem restritivas e a atividade económica ainda é moderada, refletindo a fraqueza do consumo privado e do investimento. Os especialistas do BCE projetam que a economia cresça 0,8% em 2024, subindo para 1,3% em 2025 e 1,5% em 2026. Tal constitui uma ligeira revisão em baixa face às projeções de junho, que advém sobretudo de um contributo mais fraco da procura interna nos próximos trimestres.

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 decisões do Conselho do BCE sobre as taxas de juro basear-se-ão na sua avaliação das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da robustez

da transmissão da política monetária. O Conselho do BCE não se compromete previamente com uma trajetória de taxas específica.

## Atividade económica

A economia registou um crescimento de 0,2% no segundo trimestre, face a 0,3% no primeiro trimestre, situando-se abaixo do indicado nas projeções macroeconómicas de junho de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema. O crescimento deveu-se principalmente às exportações líquidas e à despesa pública. A procura interna privada enfraqueceu, visto que as famílias consumiram menos, as empresas reduziram o investimento empresarial e o investimento em habitação diminuiu. Embora os serviços tenham apoiado o crescimento, o contributo da indústria e da construção foi negativo. De acordo com indicadores de inquéritos, a recuperação continua a enfrentar alguns fatores adversos.

O mercado de trabalho permanece resiliente. A taxa de desemprego manteve-se globalmente inalterada em julho, em 6,4%. Paralelamente, o crescimento do emprego abrandou para 0,2% no segundo trimestre, face a 0,3% no primeiro. Indicadores de inquéritos recentes apontam para uma nova moderação da procura de mão de obra, com taxa de postos de trabalho por preencher a descer para níveis mais próximo dos registados antes da pandemia.

Os indicadores mais recentes sugerem que o crescimento prosseguirá no curto prazo, mas a taxas inferiores ao avançado nas projeções macroeconómicas de junho de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema. O rendimento disponível real deverá continuar a aumentar, sustentado pelo crescimento robusto dos salários. Aliado a um reforço gradual da confiança, tal apoiaria uma recuperação sustentada pelo consumo. Todavia, o impulso do consumo é um pouco mais fraco do que o indicado nas projeções de junho, com os dados disponibilizados e inquéritos recentes a apontar para uma confiança dos consumidores ainda fraca e para intenções de poupança elevadas por parte das famílias. Dados recentes sobre o investimento empresarial sinalizam igualmente um dinamismo mais fraco do crescimento. A procura interna será, contudo, apoiada pelo desvanecimento dos efeitos do anterior aumento da restritividade da política monetária e pela pressuposta continuação do abrandamento da restritividade das condições de financiamento, em consonância com as expectativas do mercado quanto à trajetória futura das taxas de juro. Além disso, a subida projetada da procura externa sustenta as perspetivas para as exportações da área do euro. Considera-se que o mercado de trabalho permanece resiliente, devendo a taxa de desemprego manter-se em níveis historicamente baixos. 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 0,8% em 2024 e atingir 1,3% em 2025 e 1,5% em 2026. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas ligeiramente em baixa para cada ano do horizonte de projeção.

As políticas orçamentais e estruturais 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. O relatório de Mario Draghi sobre o futuro da competitividade europeia e o relatório de Enrico Letta sobre como capacitar o mercado único sublinham a necessidade urgente de reformas e apresentam propostas concretas nesse sentido. A aplicação plena, transparente e imediata do quadro de governação económica da UE revisto ajudará as administrações públicas a reduzir os défices orçamentais e os rácios da dívida numa base sustentada. As administrações públicas devem agora assegurar que os seus planos de médio prazo em termos de políticas orçamentais e estruturais constituem um passo inicial firme nessa direção.

## Inflação

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga desceu para 2,2% em agosto, face a 2,6% em julho. Os preços dos produtos energéticos registaram uma descida a uma taxa homóloga de 3,0%, após um aumento de 1,2% no mês anterior. A inflação dos preços dos produtos alimentares subiu ligeiramente, situando-se em 2,4% em agosto. A inflação dos preços dos bens e a inflação dos preços dos serviços evoluíram em sentidos opostos. A inflação dos preços dos bens diminuiu para 0,4%, face a 0,7% em julho, enquanto a inflação dos preços dos serviços aumentou, passando de 4,0% para 4,2%.

A maioria das medidas da inflação subjacente permaneceu, em geral, inalterada em julho. A inflação interna desceu apenas ligeiramente, passando de 4,5% em junho para 4,4%, com fortes pressões sobre os preços resultantes sobretudo dos salários. O crescimento dos salários negociados permanecerá elevado e volátil no resto do ano, devido ao peso significativo de pagamentos pontuais em alguns países e ao carácter faseado dos ajustamentos salariais. Ao mesmo tempo, o crescimento global dos custos do trabalho está a moderar-se. O crescimento da remuneração por empregado diminuiu novamente, pela quarta vez consecutiva, situando-se em 4,3% no segundo trimestre, e os especialistas do BCE projetam que abrandará de forma acentuada novamente no próximo ano. Não obstante a fraca produtividade, os custos unitários do trabalho apresentaram um crescimento menos forte no segundo trimestre do ano, com uma taxa de 4,6% face a 5,2% no primeiro trimestre. Os especialistas do BCE esperam que o crescimento dos custos unitários do trabalho continue a diminuir ao longo do horizonte de projeção, devido a um menor crescimento dos salários e a uma recuperação da produtividade. Por último, os lucros continuam a compensar parcialmente os efeitos inflacionistas dos custos do trabalho mais elevados.

O processo de desinflação deverá ser apoiado pela diminuição das pressões sobre os custos do trabalho e pela transmissão gradual do passado aumento da restituidade da política monetária aos preços no consumidor. A maior parte das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se em torno de 2%, tendo as medidas baseadas no mercado descido para um nível mais próximo desse valor desde a reunião do Conselho do BCE de 18 de julho de 2024.

Na sequência da sua recente moderação, projeta-se que a inflação global suba ligeiramente no último trimestre deste ano, descendo depois novamente no sentido do objetivo de inflação até ao final de 2025. O esperado aumento no curto prazo reflete sobretudo efeitos de base decorrentes dos preços dos produtos energéticos. No médio prazo, a inflação dos preços dos produtos energéticos deverá estabilizar em taxas positivas baixas, tendo em conta as expectativas do mercado quanto aos preços das matérias-primas energéticas e aos preços por grosso, bem como as medidas orçamentais planeadas relacionadas com as alterações climáticas. Nos últimos trimestres, a inflação dos preços dos produtos alimentares diminuiu consideravelmente, com o abrandamento das pressões acumuladas devido aos preços mais baixos das matérias-primas energéticas e alimentares. A inflação dos preços dos produtos alimentares deverá movimentar-se sobretudo lateralmente, registando depois uma nova moderação a partir do final de 2025. A inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá permanecer acima da inflação global durante quase todo o horizonte de projeção, mas prosseguir a sua trajetória desinflationista. A inflação dos preços dos serviços manteve-se persistentemente elevada nos últimos meses. Porém, ainda se espera uma descida gradual mais adiante no horizonte de projeção, com o abrandamento do crescimento dos salários e de outras pressões sobre os custos, enquanto o impacto desfasado do anterior aumento da restritividade da política monetária continua a repercutir-se nos preços no consumidor. Nos últimos trimestres, o crescimento dos salários nominais começou a descer de níveis elevados e mais do que o anteriormente projetado. Espera-se uma nova diminuição gradual do crescimento dos salários nos próximos anos, com a continuação do desvanecimento dos efeitos em sentido ascendente das pressões para compensação pela inflação num mercado de trabalho restritivo. Uma retoma do crescimento da produtividade deverá apoiar a moderação das pressões sobre os custos do trabalho. Além disso, o crescimento dos lucros diminuiu significativamente e amortecerá, em parte, a transmissão dos custos do trabalho aos preços, em especial no curto prazo. Em geral, nas projeções macroeconómicas de setembro de 2024 elaboradas por especialistas do BCE, a inflação global média anual deverá diminuir de 5,4% em 2023 para 2,5% em 2024, 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação global permanecem inalteradas. A inflação excluindo produtos energéticos e alimentares surpreendeu ligeiramente em sentido ascendente nos últimos meses, conduzindo a pequenas revisões em alta para 2024 e 2025.

## Análise dos riscos

Os riscos para o crescimento económico permanecem enviesados em sentido descendente. Uma menor procura de exportações da área do euro, devido, por exemplo, a uma economia mundial mais fraca ou a um recrudescimento das tensões comerciais entre as principais economias, afetaria 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 desfasados do passado aumento da restritividade 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 alta para a inflação também decorrem das tensões geopolíticas acrescidas, que podem fazer subir os preços dos produtos energéticos e os custos de frete no curto prazo e criar perturbações no comércio mundial. Além disso, fenómenos meteorológicos extremos, e a atual crise climática, mais em geral, podem fazer subir os preços dos produtos alimentares. Em contraste, a inflação poderá surpreender em baixa, se a política monetária atenuar a procura mais do que o previsto ou se a conjuntura económica no resto do mundo se deteriorar inesperadamente.

## Condições monetárias e financeiras

As taxas de juro do mercado desceram de forma acentuada desde a reunião do Conselho do BCE de 18 de julho de 2024, devido sobretudo a perspetivas mais fracas quanto ao crescimento mundial e a menores preocupações acerca das pressões inflacionistas. As tensões nos mercados mundiais durante o verão levaram a um aumento temporário da restritividade das condições financeiras nos segmentos de mercado de maior risco.

Em geral, os custos de financiamento mantêm-se restritivos, com os anteriores aumentos das taxas de juro diretoras pelo Conselho do BCE a continuar a surtir efeitos ao longo da cadeia de transmissão. As taxas de juro médias dos novos empréstimos às empresas e do novo crédito à habitação permaneceram elevadas em julho, situando-se em 5,1% e 3,8%, respetivamente.

O crescimento do crédito permanece lento, num contexto de procura fraca. Os empréstimos bancários às empresas registaram uma taxa de crescimento homóloga de 0,6% em julho, tendo descido ligeiramente em relação a junho, e o crescimento dos empréstimos às famílias subiu um pouco, passando para 0,5%. A moeda em sentido lato – medida pelo agregado monetário largo M3 – cresceu 2,3% em julho, tal como em junho.

## Decisões de política monetária

Na reunião de 12 de setembro de 2024, o Conselho do BCE decidiu reduzir a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito em 25 pontos base. Esta é a taxa através da qual o Conselho do BCE define a orientação da política monetária. Além disso, como anunciado em 13 de março de 2024 após a revisão do quadro operacional, o diferencial entre a taxa de juro das operações principais de refinanciamento e a taxa de juro da facilidade permanente de depósito foi fixado

em 15 pontos base. O diferencial entre a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez e a taxa das operações principais de refinanciamento permanecerá inalterado em 25 pontos base. Assim, a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito foi reduzida para 3,50%. As taxas de juro das operações principais de refinanciamento e da facilidade permanente de cedência de liquidez foram reduzidas para 3,65% e 3,90%, respetivamente. As alterações entraram em vigor em 18 de setembro de 2024.

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

O Eurosistema já não reinveste todos os pagamentos de capital de títulos vencidos adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP), reduzindo 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

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 decisões do Conselho do BCE sobre as taxas de juro basear-se-ão na sua avaliação das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da 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

*O crescimento mundial foi resiliente no segundo trimestre de 2024 e projeta-se que se mantenha estável no terceiro trimestre. Contudo, os dados que têm vindo a ser disponibilizados sugerem que a indústria transformadora está a abrandar, ao passo que continua a existir uma política monetária restritiva. Estes sinais, aliados às elevadas tensões geopolíticas e à volatilidade dos mercados financeiros, sugerem que fatores adversos ao crescimento poderão intensificar-se no curto prazo. As perspetivas para o crescimento mundial e a inflação, refletidas nas projeções macroeconómicas de setembro de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, permanecem globalmente inalteradas face às projeções macroeconómicas de junho de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Projeta-se que o comércio mundial recupere este ano e cresça posteriormente em maior consonância com a atividade mundial. Relativamente a 2024, o comércio mundial foi revisto ligeiramente em alta para refletir resultados mais fortes no segundo trimestre, mas as perspetivas de curto prazo incorporadas nas projeções de setembro sugerem que o forte crescimento observado no segundo trimestre não será sustentado. A inflação nas principais economias avançadas e emergentes de mercado deverá diminuir gradualmente no horizonte de projeção.*

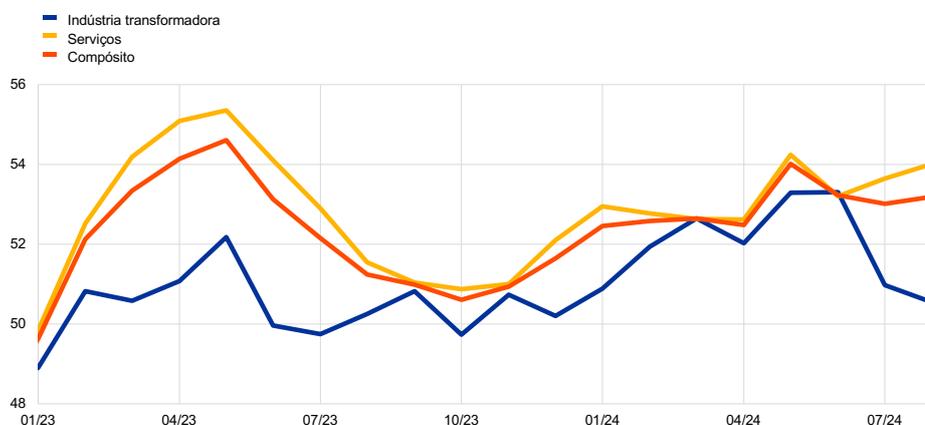
**O dinamismo do crescimento mundial permanece positivo, mas fatores adversos poderão intensificar-se no curto prazo.** O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) subiu para 53,2 em agosto, face a 53,0 em julho. Esta subida foi apoiada por níveis acima da média do índice do produto no setor dos serviços, enquanto o produto no setor da indústria transformadora desceu para um nível ligeiramente acima do limiar neutro (gráfico 1)<sup>1</sup>. Esta queda refletiu um abrandamento pronunciado da atividade na indústria transformadora dos Estados Unidos em agosto, enquanto a produção na indústria transformadora da China melhorou ligeiramente em agosto, após uma forte diminuição no mês anterior. Os dados concretos e indicativos que têm vindo a ser disponibilizados sugerem que o ciclo da indústria transformadora a nível mundial está a abrandar num contexto de políticas monetárias ainda restritivas e de uma moderação do crescimento dos salários. Estes sinais, aliados a tensões geopolíticas elevadas e à recente volatilidade dos mercados financeiros mundiais, sugerem que fatores adversos ao crescimento mundial poderão intensificar-se no curto prazo. Estima-se que o PIB mundial tenha aumentado 0,7% no segundo trimestre, ligeiramente abaixo do ritmo registado no primeiro trimestre. No entanto, esteve ainda em consonância com as projeções de junho elaboradas por especialistas do Eurosistema, devendo manter-se estável no terceiro trimestre.

---

<sup>1</sup> 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 agosto de 2024.

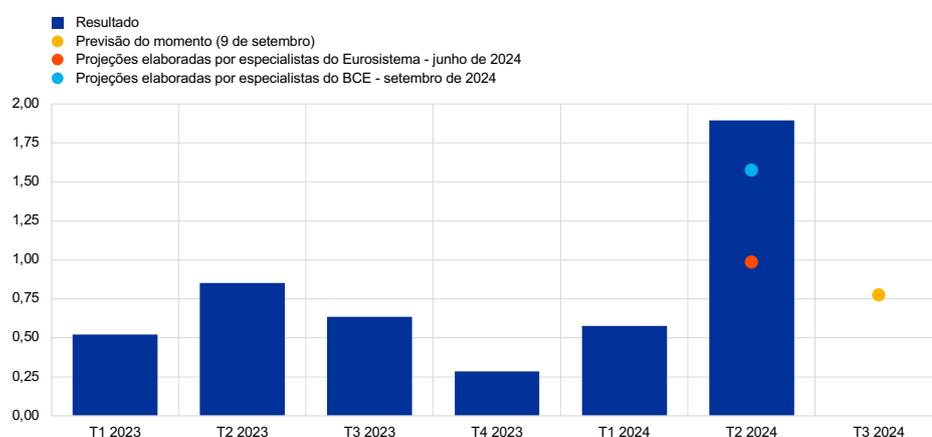
**Projeta-se que o crescimento mundial se expanda a um ritmo moderado, globalmente inalterado em comparação com as projeções de junho.** Após uma expansão de 3,5% em 2023, projeta-se que o PIB real mundial registre um crescimento de 3,4% tanto em 2024 como em 2025, e de 3,3% em 2026. Este ligeiro abrandamento do crescimento ao longo do horizonte de projeção reflete o impacto do desvanecimento dos fatores favoráveis às despesas de consumo, no contexto de uma orientação ainda restritiva da política monetária nos primeiros anos do horizonte de projeção, tensões geopolíticas acrescidas e elevada incerteza em termos de políticas económicas. Em comparação com as projeções de junho, o crescimento do PIB real mundial foi revisto em alta em 0,1 pontos percentuais ao longo do horizonte de projeção, o que reflete um crescimento um pouco mais forte nos mercados emergentes em 2024 e um crescimento mais elevado da economia dos Estados Unidos em 2025-2026. Este último crescimento está relacionado com o impacto positivo da migração líquida mais elevada do que o anteriormente previsto e com o pressuposto de que os cortes nos impostos de 2017 para as famílias com rendimentos mais baixos serão alargados, pois faz parte das plataformas eleitorais de ambos os candidatos presidenciais.

**O crescimento do comércio mundial aumentou fortemente no segundo trimestre, num contexto de antecipação das importações de bens nas economias avançadas.** No segundo trimestre, as importações mundiais subiram 1,9% em termos trimestrais em cadeia, um ritmo três vezes superior ao registado no início deste ano e muito acima das projeções de junho. Este forte crescimento foi apoiado por uma antecipação das importações da China e de outros países emergentes da Ásia nas economias avançadas. Os dados mensais relativos ao comércio indicam que as empresas reconstituíram as existências para a época de Natal cerca de seis semanas mais cedo do que num ano típico, refletindo provavelmente receios de novos estrangulamentos no abastecimento e tensões comerciais num contexto de crescentes riscos geopolíticos. Embora os dados do comércio mundial se mantenham inerentemente voláteis, as projeções de setembro sugerem que esse crescimento forte não será sustentado no curto prazo, à

medida que o impacto da antecipação se desvanece<sup>2</sup>. Esta evolução está 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). Mais especificamente, as fracas encomendas de exportações indicadas pelos inquéritos do IGC, bem como as estimativas para o volume de negócios do comércio com base nos movimentos de navios, apontam para um abrandamento do comércio no terceiro trimestre. No entanto, a normalização do ciclo das existências e uma composição mais favorável da procura deverão continuar a apoiar a evolução do comércio na parte final do ano.

## Gráfico 2 Importações mundiais

(taxas de variação trimestrais (%))



Fontes: Fontes nacionais (através da Haver Analytics) e cálculos de 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 agosto de 2024 para a previsão do momento.

**Projeta-se que o comércio mundial recupere este ano e que cresça mais em consonância com a atividade mundial ao longo do resto do horizonte de projeção.** Após um período de fraca dinâmica de crescimento, no contexto do reequilíbrio da procura de bens em favor dos serviços após a pandemia, o comércio mundial recuperou na viragem do ano, tendo a antecipação das importações nas economias avançadas no segundo trimestre contribuído para esta recuperação. Em geral, projeta-se que o crescimento das importações mundiais totalize 3,1% no ano corrente, ou seja, 0,5 pontos percentuais acima das projeções de junho, o que reflete, sobretudo, um dinamismo mais forte no segundo trimestre, enquanto o crescimento trimestral deverá permanecer inalterado no segundo semestre de 2024. O crescimento das importações mundiais deverá aumentar para 3,4% em 2025 e 3,3% em 2026.

**Os dados que têm vindo a ser disponibilizados sugerem que a desinflação gradual será retomada, não obstante um ligeiro aumento da inflação observado em julho.** A inflação global medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e

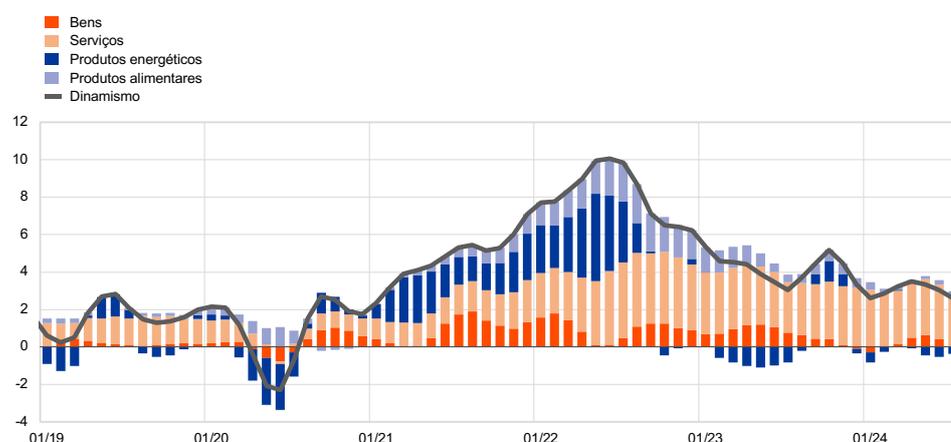
<sup>2</sup> Caso as compras antecipadas das empresas sejam suficientes para satisfazer a procura dos consumidores, o comércio mundial também poderá enfraquecer no curto prazo.

Desenvolvimento Económico (OCDE) fixou-se em 3,0% em julho, uma subida face a 2,8% em junho<sup>3</sup>. A inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e produtos alimentares) também aumentou ligeiramente em julho, para 3,2%, face a 3,1% em junho. O menor dinamismo da inflação global medida pelo IPC – medida como uma taxa de variação percentual trimestral em cadeia anualizada – indica que a desinflação nos países da OCDE será retomada no curto prazo (gráfico 3), apoiada pelo arrefecimento em curso dos mercados de trabalho nas principais economias.

### Gráfico 3

#### Dinamismo da inflação global medida pelo IPC nos países da OCDE

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



Fontes: OCDE e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Os contributos das respetivas componentes do dinamismo da inflação global nos países da OCDE apresentados no gráfico são determinados utilizando uma abordagem ascendente com base em dados nacionais disponíveis, que, em conjunto, representam 84% do agregado dos países da OCDE. A inflação dos 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 julho de 2024.

**Os preços do petróleo diminuíram desde a última reunião do Conselho do BCE, ao passo que os preços do gás na Europa aumentaram.** Os preços do petróleo bruto Brent caíram quase 10% em comparação com os níveis observados por ocasião da última reunião do Conselho do BCE, o que se deveu a uma combinação de fatores, incluindo, do lado da procura, a queda das importações de petróleo bruto para a China para os níveis mais baixos registados desde há anos, em resultado da fraca atividade económica. Um sentimento de risco negativo na sequência da venda generalizada no mercado no início de agosto também contribuiu para a descida dos preços do petróleo bruto, enquanto notícias do lado da oferta relacionadas com tensões no Médio Oriente e cortes na produção dos campos de petróleo da Líbia fizeram subir os preços do petróleo bruto. Os preços do gás na Europa aumentaram 17,7% em resposta a preocupações geopolíticas, entre as quais se incluem o agravamento das tensões no Médio Oriente e a incursão de tropas ucranianas no território russo. Esta última deu origem a receios dos investidores relativamente a potenciais perturbações do abastecimento na rota de trânsito do gás da Ucrânia.

<sup>3</sup> 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 5,4% em julho de 2024 (5,6% em junho) e 5,4% em julho de 2024 (5,9% em junho), respetivamente.

**Nos Estados Unidos, a atividade económica ainda é robusta no contexto do ajustamento em curso do mercado de trabalho e da descida gradual da inflação.**

O PIB real aumentou 0,7% no segundo trimestre, apoiado pela forte procura interna e pelas existências, que mais do que compensaram a pressão exercida por um grande aumento das importações. Despesas de consumo robustas apoiaram a atividade. Os indicadores de elevada frequência apontam para um crescimento sustentado, embora ligeiramente decrescente no curto prazo, sem indícios de recessão iminente. Os receios dos mercados quanto a uma potencial recessão aumentaram em agosto, na sequência do relatório de julho sobre o emprego dos Estados Unidos e da subsequente volatilidade nos mercados financeiros mundiais, que tem diminuído desde então. Tanto as previsões do momento dos especialistas do BCE como as publicadas pelos bancos regionais da Reserva Federal apontam para uma ligeira desaceleração do crescimento no terceiro trimestre, o que está em consonância com os efeitos desfasados da política monetária restritiva da Reserva Federal sobre a atividade económica. O mercado de trabalho dos Estados Unidos continuou a abrandar, mas manteve-se, em geral, sólido. Um aumento do emprego não agrícola em agosto situou-se ligeiramente abaixo das expectativas de mercado e dos ganhos mensais médios nos 12 meses anteriores. Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego registou uma descida marginal para 4,2%, enquanto a taxa de participação se manteve estável. A inflação global homóloga medida pelo IPC desceu ligeiramente mais do que o esperado em agosto, para 2,5%, face a 2,9% em julho, traduzindo-se no menor aumento da inflação global homóloga desde março de 2021. Em contrapartida, a inflação subjacente homóloga medida pelo IPC situou-se em 3,2% em agosto, mantendo-se inalterada face a julho.

**A atividade económica está a abrandar na China, enquanto o novo apoio ao setor imobiliário ainda não estabilizou o mercado da habitação.**

O crescimento do PIB real diminuiu acentuadamente no segundo trimestre, para 0,7%, face a 1,5% no primeiro trimestre, uma vez que o abrandamento do imobiliário operou como um entrave às despesas de consumo e o impulso dado por um programa de estímulo no final de 2023 desvaneceu. Os dados relativos à atividade em julho foram sobretudo fracos, não obstante alguns sinais positivos em certos setores da indústria transformadora e das exportações. O crescimento das vendas a retalho foi moderado, enquanto a produção industrial abrandou novamente. Além disso, o investimento em ativos fixos manteve-se anémico, à medida que o investimento em imobiliário se contraía, apesar do investimento relativamente forte na indústria transformadora e em infraestruturas. As exportações continuaram a ser o principal fator impulsionador do crescimento, dinamizadas pela descida dos preços das exportações. O crescimento homólogo das exportações nominais ainda se manteve robusto em julho, apesar de ser mais moderado do que o esperado. Os produtores chineses registaram ganhos consideráveis nos volumes de exportação em todas as principais categorias de produtos, uma vez que a queda dos preços das exportações contribuiu para a sua competitividade. O mercado imobiliário ainda não mostra sinais de que tenha atingido o seu nível mínimo, continuando assim a ser um entrave ao crescimento, enquanto o novo pacote de medidas de política anunciado em meados de maio e as medidas anteriores ainda não surtiram efeitos. Dadas as perspetivas de crescimento bastante dececionantes,

as autoridades chinesas têm-se mostrado cada vez mais preocupadas por falharem o seu objetivo de crescimento de “cerca de 5%” e, em 30 de julho, o Politburo – a cúpula dirigente – do Partido Comunista chinês apelou à adoção de mais medidas de política para apoiar o consumo. A inflação global medida pelo IPC na China aumentou ligeiramente em agosto, ao passo que a inflação subjacente dos preços no consumidor e a inflação dos preços no produtor voltaram a diminuir. A procura interna lenta, principalmente no consumo privado e impulsionada por fatores adversos no mercado imobiliário e preços industriais fracos, sugere que as pressões inflacionistas na economia chinesa se manterão moderadas.

**No Reino Unido, o crescimento do PIB real aumentou fortemente no segundo trimestre, enquanto a inflação subiu.** O PIB real aumentou 0,6% no segundo trimestre de 2024, apenas ligeiramente abaixo dos 0,7% registados no primeiro trimestre. Após uma recessão técnica pouco profunda no ano transato, a economia do Reino Unido registou uma recuperação surpreendentemente robusta no primeiro semestre deste ano, impulsionada pela procura interna. As importações, particularmente de mercados emergentes, expandiram-se a um ritmo forte, possivelmente refletindo um movimento de antecipação, também aparente à escala mundial. Espera-se que o dinamismo do crescimento se atenuar no segundo semestre do ano corrente. Apesar da atual robustez da atividade, projeta-se que o crescimento diminua num contexto de continuação de políticas orçamental e monetária restritivas. O novo governo trabalhista comprometeu-se a observar regras orçamentais consagradas há muito, o que limita a margem de que dispõe para estimular a procura. Do lado monetário, as taxas reais aumentaram substancialmente à medida que a inflação desceu para próximo do objetivo do banco central do Reino Unido nos últimos meses. Não obstante estes fatores adversos, estão a surgir alguns riscos em sentido ascendente, decorrentes da atual resiliência das famílias e das empresas. Com o rácio de poupança ainda a subir e os salários reais a expandirem-se, sustentados por um crescimento robusto dos salários e por aumentos apenas ligeiros do desemprego, as famílias do Reino Unido poderão ter margem para aumentar as suas despesas não obstante as políticas restritivas. A inflação global medida pelo IPC aumentou para 2,2% em julho, face a 2,0% em maio e junho. Este aumento era esperado e refletiu o desvanecimento dos efeitos de base negativos dos preços dos produtos energéticos. A inflação subjacente medida pelo IPC (excluindo produtos energéticos e produtos alimentares) diminuiu de 3,5% em junho para 3,3% em julho, em resultado de uma queda da inflação dos preços dos serviços. Esta moderação da inflação dos preços dos serviços foi superior ao esperado tanto pelos mercados como pelo banco central do Reino Unido e reflete, em parte, um desvanecimento gradual dos efeitos de segunda ordem dos preços elevados dos produtos energéticos. Contudo, persistem riscos em sentido ascendente para o processo de desinflação, dado que a inflação dos preços dos serviços foi mais rígida do que o previsto este ano. O banco central do Reino Unido iniciou um ciclo de menor restritividade dependente de dados em julho, reduzindo a sua taxa diretora de 5,25% para 5,0%.

## 2 Atividade económica

*A economia cresceu 0,2% no segundo trimestre, após registar um crescimento de 0,3% no primeiro trimestre, ficando aquém das projeções macroeconómicas de junho de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema. O comércio líquido deu um contributo positivo para o crescimento no segundo trimestre, enquanto a procura interna registou uma contração. A informação que tem vindo a ser disponibilizada aponta para um crescimento contínuo, embora lento, no terceiro trimestre de 2024. Os resultados dos inquéritos às empresas enfraqueceram ligeiramente, exacerbados por um sentimento mais fraco no mercado de trabalho. Nos vários setores, os serviços continuam a liderar a recuperação, tendo recebido um impulso significativo dos Jogos Olímpicos de Paris no terceiro trimestre. Simultaneamente, observa-se um enfraquecimento contínuo no setor industrial, quer do produto quer das encomendas, num contexto de elevada incerteza. Numa análise prospetiva, o PIB real deverá continuar a recuperar, com o novo aumento dos rendimentos reais, o fortalecimento da procura externa e o desvanecimento dos efeitos atenuantes provocados pela política monetária restritiva. Espera-se que a continuação do aumento do rendimento disponível real apoie o consumo privado, que deverá tornar-se o principal fator impulsionador do crescimento a partir do segundo semestre de 2024. O mercado de trabalho ainda resiliente, a par do aumento gradual da confiança dos consumidores e da diminuição da incerteza, deverá também apoiar a despesa das famílias.*

*Estas perspetivas encontram-se globalmente refletidas nas projeções macroeconómicas de setembro de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, as quais indicam que o crescimento do PIB real anual se situará em 0,8% em 2024, recuperando depois para 1,3% e 1,5% em 2025 e 2026, respetivamente<sup>4</sup>.*

**De acordo com a estimativa mais recente do Eurostat, o PIB real cresceu 0,2%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2024, após uma expansão de 0,3% no trimestre anterior (gráfico 4).** O contributo do comércio líquido para o crescimento no segundo trimestre foi positivo, enquanto o da procura interna foi negativo e o da variação de existências foi neutro. A melhoria do valor acrescentado total ficou a dever-se inteiramente aos serviços, com quedas na indústria e na construção.

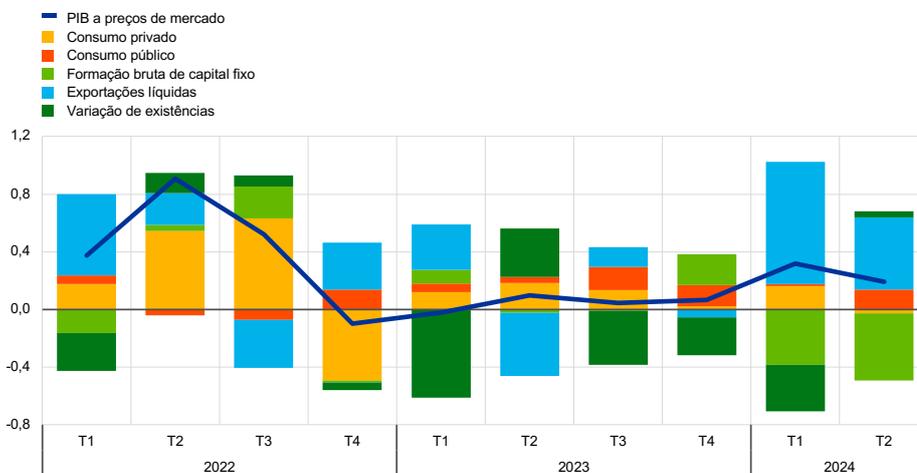
---

<sup>4</sup> Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2024](#).

## Gráfico 4

### PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2024.

### Os dados de inquéritos apontam para o prosseguimento da expansão impulsionada pelos serviços no terceiro trimestre de 2024.

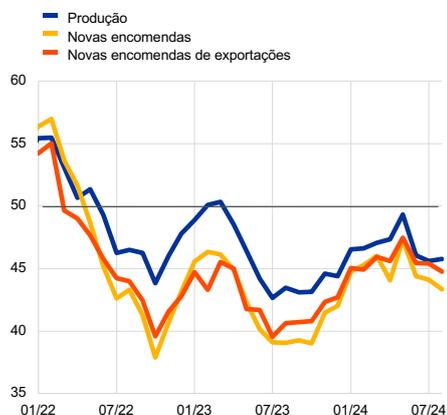
O Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto situou-se em 50,6, em média, em julho e agosto, face a 51,6 no segundo trimestre de 2024. Assim, o índice, que continua a indicar crescimento, tem-se mantido estável desde que iniciou o seu movimento ascendente em outubro de 2023, embora tenha abrandado recentemente. Entre setores, o indicador do IGC para a produção na indústria transformadora manteve-se em níveis contracionistas ao longo de julho e agosto, interrompendo o movimento ascendente que teve início no verão de 2023 (gráfico 5, painel a). O índice relativo a novas encomendas, que deverá ser mais prospetivo, apresenta um padrão semelhante. Em termos gerais, estes indicadores sugerem que o setor industrial continuará a enfraquecer no futuro, num contexto de procura moderada de bens e de impacto do anterior aumento de restritividade da política monetária. Os dados do IGC para o setor dos serviços, que até ao momento liderou a recuperação da atividade, continuam a apontar para um crescimento positivo quer da atividade quer das novas operações (gráfico 5, painel b). Os serviços também beneficiaram do impulso dado pelos Jogos Olímpicos de Paris à despesa em serviços com uma grande componente de contacto. A evolução do IGC sugere que a recente divergência setorial deverá persistir no curto prazo.

## Gráfico 5

### Indicadores do IGC entre setores da economia

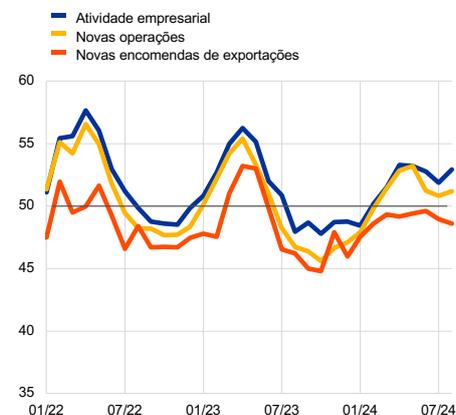
#### a) Indústria transformadora

(Índices de difusão)



#### b) Serviços

(Índices de difusão)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

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

#### O crescimento do emprego abrandou no segundo trimestre de 2024.

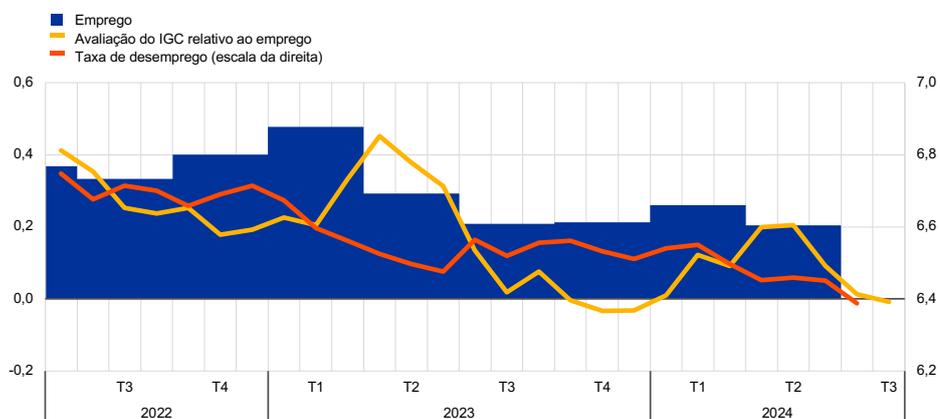
O emprego aumentou 0,2% no segundo trimestre do ano (gráfico 6, painel a), devido sobretudo à expansão contínua, embora mais lenta, da população ativa. A produtividade por trabalhador e a média de horas trabalhadas mantiveram-se estáveis no segundo trimestre de 2024. A taxa de desemprego desceu ligeiramente para 6,4% em julho, face a 6,5% em junho, devido ao menor número de desempregados e ao abrandamento do crescimento da população ativa. A procura de mão de obra diminuiu ligeiramente face aos níveis elevados observados após a pandemia, tendo a taxa de postos de trabalho por preencher caído para 2,6% no segundo trimestre, 0,3 pontos percentuais abaixo do valor registado no trimestre anterior e mais próximo do seu pico pré-pandemia.

## Gráfico 6

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

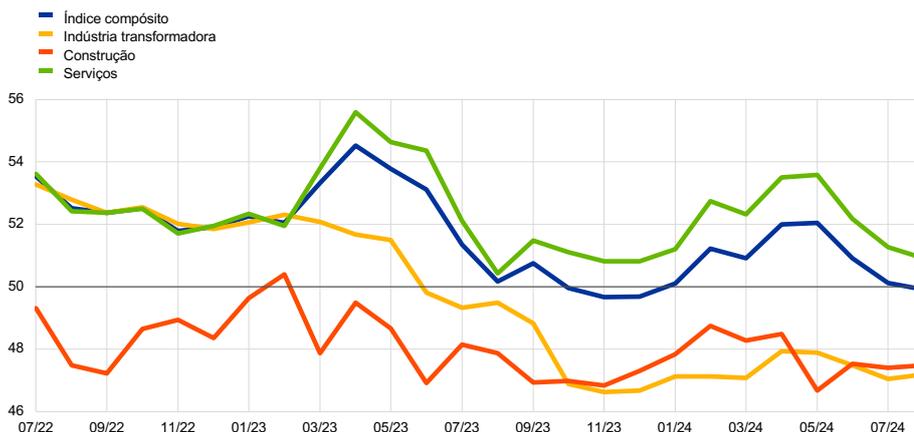
#### a) Emprego, avaliação do IGC relativo ao emprego e taxa de desemprego

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



#### b) IGC relativos 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 e posteriormente dividido por 10 para determinar o crescimento trimestral em cadeia do emprego. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2024 para o emprego, a agosto de 2024 para a avaliação do IGC relativo ao emprego e a julho de 2024 para a taxa de desemprego. No painel b), as últimas observações referem-se a agosto de 2024.

#### Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho apontam para um crescimento apenas ligeiro do emprego no terceiro trimestre de 2024.

O indicador mensal do IGC composto do emprego permaneceu globalmente inalterado em 49,9 em agosto, ligeiramente abaixo do valor registado em julho, 50,1, o que sugere que o crescimento do emprego deverá continuar a abrandar (gráfico 6, painel b). O indicador do IGC relativo aos serviços diminuiu de 51,3 em julho para 50,9 em agosto. Em contrapartida, os indicadores do IGC para a indústria transformadora e a construção aumentaram ligeiramente, mas permaneceram em níveis contracionistas.

**O consumo privado enfraqueceu no segundo trimestre de 2024, mas espera-se uma melhoria.**

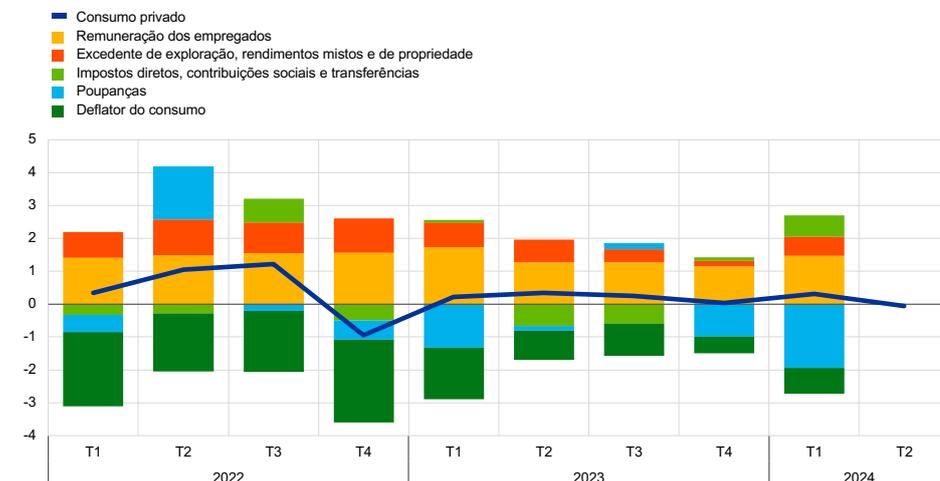
O consumo privado diminuiu ligeiramente no segundo trimestre de 2024, após um crescimento médio fraco nos trimestres anteriores. Esta trajetória de crescimento fraco contrasta com a melhoria acentuada do poder de compra das famílias desde o final de 2023, refletindo a menor inflação e a subida dos rendimentos do trabalho e não relacionados com o trabalho (gráfico 7, painel a). O aumento do rendimento sustentou um aumento da poupança das famílias, o que parece também refletir a maior restritividade das condições de financiamento (com taxas de juro elevadas e critérios ainda restritivos na concessão de crédito ao consumo) e um endividamento fraco, bem como uma menor necessidade de recurso a poupanças num contexto em que o mercado de trabalho é resiliente. Além disso, persiste ainda a incerteza e a confiança dos consumidores mantém-se moderada (ver a caixa 3). Os dados de inquéritos que têm vindo a ser disponibilizados sugerem que a despesa das famílias aumentará no curto prazo. Os indicadores da Comissão Europeia relativos às expetativas das empresas para a procura de serviços com uma grande componente de contacto e as expetativas do comércio a retalho para os próximos três meses melhoraram em agosto – permanecendo acima, e aproximando-se, das suas médias pré-pandemia, respetivamente (gráfico 7, painel b). As expetativas dos consumidores quanto a compras importantes nos próximos doze meses, que aumentaram para um nível superior ao registado antes da pandemia em julho e se mantiveram próximo desse nível em agosto, também indicam um fortalecimento da procura por parte dos consumidores. De igual modo, o mais recente inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores (*Consumer Expectations Survey* – CES) mostrou uma propensão crescente para gastar em bens importantes nos próximos doze meses, enquanto as compras esperadas de férias permaneceram num nível elevado.

## Gráfico 7

Decomposição do crescimento do consumo privado e expetativas para os serviços com uma grande componente de contacto, comércio a retalho e compras importantes com uma grande componente de contacto, comércio a retalho e compras importantes

### a) Decomposição do crescimento do consumo privado

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



### b) Expetativas

(saldos harmonizados em percentagem)



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: No painel a), as últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2024 para o consumo privado e ao primeiro trimestre de 2024 para os contributos. No painel b), as expetativas das empresas para a procura de serviços com uma grande componente de contacto e as expetativas do comércio a retalho referem-se aos três meses seguintes, enquanto as expetativas dos consumidores de efetuarem compras importantes se referem aos 12 meses seguintes. A primeira série é harmonizada no período de janeiro de 2005 a 2019, devido à disponibilidade de dados, enquanto as restantes duas séries são harmonizadas no período de 1999 a 2019. "Serviços com uma grande componente de contacto" inclui alojamento, viagens e serviços de restauração. As últimas observações referem-se a agosto de 2024.

**O investimento empresarial registou um crescimento modesto no segundo trimestre de 2024, mas é provável que registe um menor crescimento no segundo semestre.** O investimento noutros setores exceto construção, excluindo ativos intangíveis irlandeses, aumentou 0,7% no segundo trimestre de 2024 (e diminuiu 3,7%, incluindo ativos intangíveis irlandeses). Os indicadores de curto prazo disponíveis até agosto sugerem um novo enfraquecimento no setor dos bens de investimento no terceiro trimestre (gráfico 8, painel a): o IGC relativo ao produto apresentou sobretudo um movimento globalmente lateral no presente ano, e o indicador de confiança da Comissão Europeia aumentou ligeiramente nos últimos meses, partindo de um nível baixo. Observou-se uma queda nos indicadores

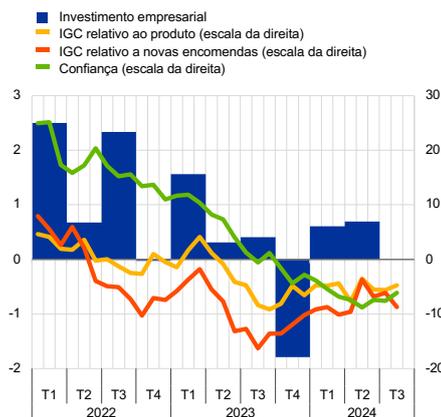
prospetivos para o setor, como o indicador do IGC relativo às novas encomendas de agosto. O investimento deverá ser refreado pela fraca procura no curto prazo, num contexto de menor utilização da capacidade produtiva e de incerteza ainda elevada. De acordo com o inquérito da Comissão para o terceiro trimestre de 2024, publicado em julho, a procura está a dar menor apoio à produção no setor dos bens de investimento do que no passado. Os dados do inquérito da Comissão, que refletem a menor utilização da capacidade produtiva e a perceção de que as considerações relativas a espaços e equipamento estão a limitar em menor grau a produção na economia, indicam que a necessidade imediata de aumentar o investimento também abrandou. Os planos de investimento podem também ser adiados devido à elevada incerteza, bem como a riscos geopolíticos. No médio prazo, espera-se a continuação do crescimento do investimento empresarial, impulsionado pelo aumento projetado da procura, pelo desvanecimento do impacto das condições de financiamento restritivas e pelas grandes necessidades de investimento ecológico e digital.

## Gráfico 8

### Dinâmica do investimento real e dados de inquéritos

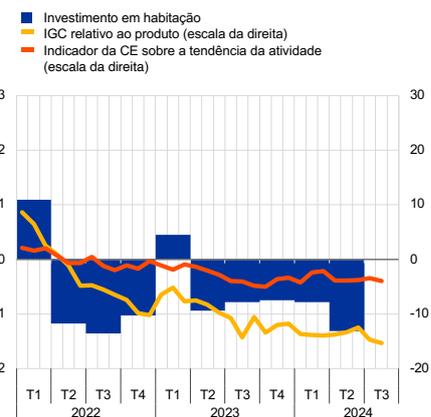
#### a) Investimento empresarial

(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 e cálculos do BCE.

Notas: As linhas indicam a evolução mensal, enquanto as barras se referem a 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 irlandeses). As linhas do IGC referem-se a respostas do setor de bens de investimento. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2024 para o investimento empresarial e a agosto 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 dos setores de construção de edifícios e de 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 segundo trimestre de 2024 para o investimento em habitação e a agosto de 2024 para o IGC relativo ao produto e para o indicador da Comissão Europeia sobre a tendência da atividade.

### O investimento em habitação registou uma queda significativa no segundo trimestre de 2024 e projeta-se que continue a descer no curto prazo, embora a um ritmo mais lento.

O investimento em habitação na área do euro caiu 1,3% no segundo trimestre de 2024, enquanto a produção na atividade de construção de edifícios e em atividades especializadas de construção diminuiu 0,2%.

Os indicadores de atividade baseados em inquéritos apontam para uma nova descida do investimento em habitação no terceiro trimestre de 2024, sendo que tanto o IGC relativo à construção de habitação como o indicador da Comissão Europeia relativo à atividade de construção de edifícios e atividades especializadas de construção nos três meses anteriores permaneceram em níveis contracionistas

até agosto (gráfico 8, painel b). No entanto, a redução do investimento em habitação deverá abrandar. De acordo com o inquérito da Comissão, as intenções a curto prazo das famílias de renovar, comprar ou construir uma casa registaram uma nova melhoria no terceiro trimestre de 2024. Paralelamente, o CES do BCE mostra que a proporção de famílias que consideram a habitação um bom investimento continuou a aumentar em julho, num contexto de estabilização das expectativas quanto à taxa de juro. Além disso, no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito de julho, os bancos esperavam um novo aumento da procura de empréstimos para aquisição de habitação no terceiro trimestre do corrente ano. Tudo isto aponta para uma melhoria gradual da procura de habitação, que deverá levar o investimento em habitação a atingir o seu nível mínimo, voltando a subir subsequentemente.

**O crescimento das exportações da área do euro abrandou acentuadamente no segundo trimestre de 2024.** Após um aumento no primeiro trimestre, o crescimento das exportações da área do euro abrandou para 0,1%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2024 (excluindo a Irlanda, devido à elevada volatilidade dos dados). Este abrandamento salienta os atuais desafios em termos de competitividade enfrentados pelos exportadores da área do euro, mesmo num contexto de recuperação da procura mundial. Em contraste, as exportações de serviços continuaram a impulsionar o desempenho global das exportações, impulsionadas pela procura robusta de viagens, serviços prestados a empresas e serviços de tecnologias de informação e comunicação. Em termos prospetivos, os IGC mais recentes relativos às encomendas de exportações sugerem que o desempenho das exportações permanecerá moderado no curto prazo. Ao mesmo tempo, a anterior recuperação do crescimento das importações da área do euro parece estar a perder dinamismo. O crescimento das importações estagnou no segundo trimestre (e situou-se em zero quando se exclui a Irlanda), com os fabricantes da área do euro a reduzirem as aquisições de fatores de produção em resposta a uma procura mais fraca. Esta descida resultou, em grande medida, do enfraquecimento das exportações de bens. As exportações líquidas deram um contributo positivo de 0,5% para o PIB no segundo trimestre, refletindo o desempenho mais forte das exportações em relação às importações. No entanto, com a estabilização dos preços das importações, a melhoria dos termos de troca está agora a estagnar.

**Espera-se que a economia da área do euro continue a recuperar no médio prazo, em grande medida devido ao aumento do consumo privado.** Numa análise prospetiva, o PIB real deverá recuperar com o novo aumento dos rendimentos reais, o fortalecimento da procura externa e o desvanecimento dos efeitos atenuantes provocados pela política monetária restritiva. Espera-se que a continuação do aumento do rendimento disponível real apoie o consumo privado, que deverá tornar-se o principal fator impulsionador do crescimento a partir do segundo semestre de 2024. O mercado de trabalho resiliente, a par do aumento gradual da confiança dos consumidores e da diminuição da incerteza, deverá também sustentar a despesa das famílias. Projeta-se que o investimento empresarial melhore posteriormente, refletindo sobretudo o desvanecimento do entrave, ainda presente, causado pelo anterior aumento da restritividade da política monetária e apoiado pela procura interna e externa.

**As projeções macroeconómicas de setembro de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE indicam que o crescimento do PIB real anual se situará em 0,8% em 2024, 1,3% em 2025 e 1,5% em 2026.** Trata-se de uma ligeira revisão em baixa face às projeções de junho (-0,1 pontos percentuais para todos os anos), sobretudo devido a um contributo mais fraco da procura interna nos trimestres seguintes.

### 3 Preços e custos

*A inflação global na área do euro caiu para 2,2% em agosto de 2024, face a 2,6% em julho, refletindo sobretudo uma descida da inflação dos preços dos produtos energéticos. A maioria das medidas da inflação subjacente manteve-se praticamente inalterada em julho, com fortes pressões sobre os preços provenientes particularmente dos salários. No entanto, a taxa de crescimento global dos custos do trabalho está a moderar-se, com os lucros a amortecer parcialmente o impacto na inflação do prosseguimento das pressões elevadas sobre os custos do trabalho. Tudo isto apoia a desinflação em curso. Ao longo do período em análise, as medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo permaneceram globalmente estáveis, situando-se, na maioria, em redor de 2%, com as medidas baseadas no mercado a cair para um nível mais próximo desse valor. As projeções macroeconómicas de setembro de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação global diminua gradualmente de 2,5% em 2024 para 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026<sup>5</sup>.*

**A inflação global na área do euro, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), diminuiu para 2,2% em agosto de 2024, face a 2,6% em julho (gráfico 9)<sup>6</sup>.** Esta diminuição resultou de taxas de inflação mais baixas nos preços dos produtos energéticos e dos produtos industriais não energéticos, que mais do que compensaram as taxas de inflação mais elevadas dos preços dos produtos alimentares e dos serviços. A taxa de variação homóloga da inflação dos preços dos produtos energéticos reduziu-se substancialmente, de 1,2% em julho para -3,0% em agosto. Esta descida foi acionada por um efeito de base em sentido descendente, devido a um aumento significativo dos preços dos produtos energéticos em agosto de 2023. A inflação dos preços dos produtos alimentares aumentou ligeiramente para 2,4% em agosto de 2024, face a 2,3% em julho, refletindo uma taxa de variação homóloga mais elevada dos preços dos produtos alimentares não transformados, ao passo que a taxa de variação homóloga dos preços dos produtos alimentares transformados permaneceu inalterada. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) desceu para 2,8% em agosto, depois de se ter situado em 2,9% em julho, devido a uma queda da inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos (0,4% em agosto, face a 0,7% em julho), superando assim o aumento da inflação dos preços dos serviços (4,2% em agosto, face a 4,0% em julho). As taxas de crescimento dos produtos industriais não energéticos, que, entretanto, normalizaram de um modo geral, refletem a diminuição das anteriores pressões acumuladas sobre os preços, enquanto a inflação mais persistente dos preços dos serviços está relacionada com a maior importância dos custos do trabalho em algumas das suas rubricas e com a reavaliação desfasada dos preços em outras.

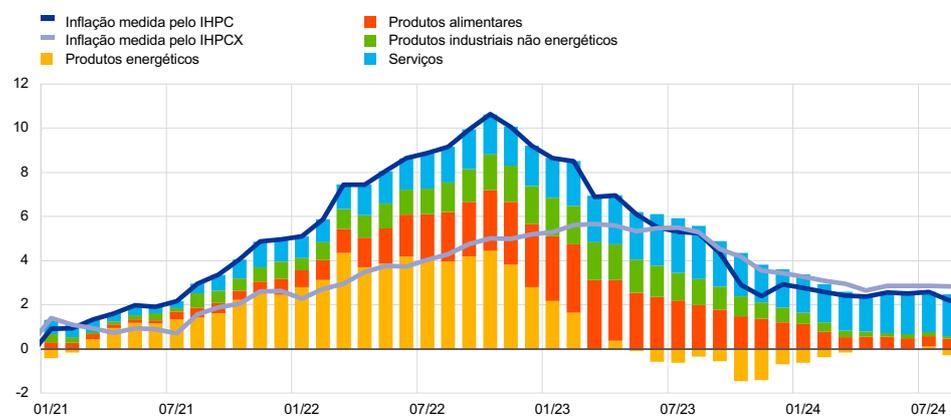
<sup>5</sup> Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2024](#).

<sup>6</sup> A data de fecho dos dados incluídos na presente edição do *Boletim Económico* foi 11 de setembro de 2024. Os dados sobre a inflação medida pelo IHPC divulgados em 18 de setembro de 2024 (estimativa completa) confirmaram que a inflação global se situou em 2,2% em agosto de 2024. No entanto, a inflação dos produtos alimentares manteve-se inalterada em 2,3% em agosto de 2024 (tal como em julho), enquanto a inflação dos preços dos serviços aumentou de 4,0% em julho para 4,1% em agosto.

## Gráfico 9

### Inflação global e respetivas componentes principais

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2024 (estimativas provisórias).

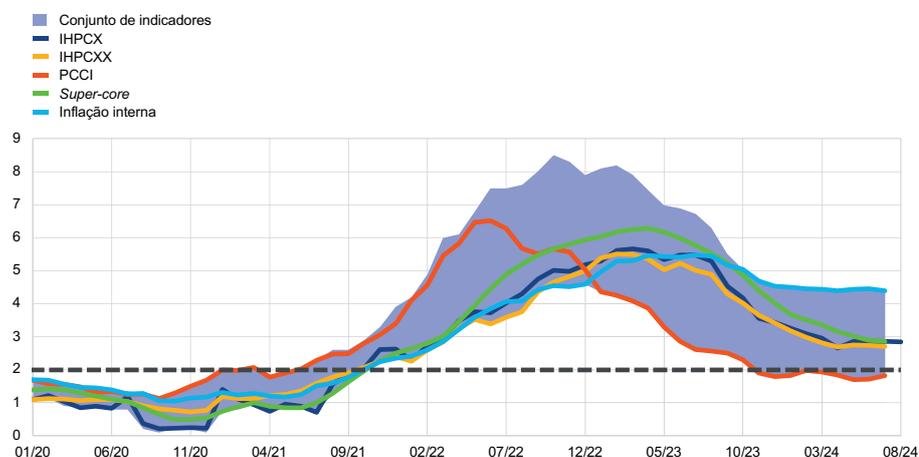
### A maioria dos indicadores da inflação subjacente manteve-se estável em julho, embora em níveis diferentes (gráfico 10).

Em julho de 2024 (dados disponíveis mais recentes), os valores dos indicadores situaram-se num intervalo entre 1,8% e 4,4%. O indicador da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) é construído para identificar a componente comum da inflação num conjunto abrangente de movimentos de preços e é atualmente o melhor barómetro da inflação no médio prazo durante o período após a pandemia. O indicador da PCCI situa-se na base deste intervalo, enquanto o indicador de inflação interna (que exclui rubricas do IHPC com um elevado conteúdo importado) se situa no topo. O indicador *super-core*, que inclui rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo económico, situou-se em 2,9% em julho, mantendo-se inalterado face ao mês anterior. A inflação medida pelo IHPCXX (que se refere à inflação medida pelo IHPCX excluindo rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado) também se manteve inalterada em 2,7% em julho, enquanto o indicador da PCCI aumentou ligeiramente para 1,8% em julho, face a 1,7% em junho. O indicador da inflação interna caiu ligeiramente para 4,4% em julho, mas manteve-se num nível persistentemente elevado, refletindo o forte peso das rubricas de serviços, tais como os serviços recreativos, de seguros e de alojamento.

## Gráfico 10

### Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

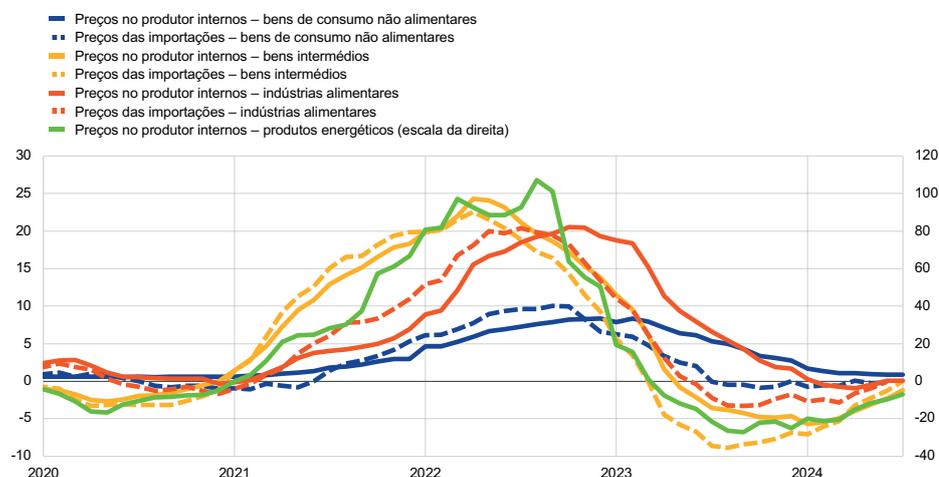
Notas: O conjunto de indicadores da inflação subjacente inclui IHPC excluindo produtos energéticos, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX), IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, 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. O gráfico mostra apenas indicadores selecionados. A linha tracejada a cinzento representa o objetivo de inflação de 2% do BCE no médio prazo. As últimas observações referem-se a agosto de 2024 (estimativas provisórias) para o IHPCX e a julho de 2024 para os restantes indicadores.

**A acumulação de pressões manteve-se moderada, embora estas evidenciem agora sinais de subida face a níveis reduzidos (gráfico 11).** Nas fases iniciais da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor dos produtos energéticos, que tinha sido negativa desde março de 2023, subiu ligeiramente para -6,9% em julho de 2024, face a -9,6% em junho. A taxa de crescimento homóloga dos preços no produtor das vendas internas de bens intermédios também permaneceu negativa, embora menos do que no mês anterior (-1,2% em julho, o que compara com -2,3% em junho). A taxa de crescimento homóloga dos preços das importações correspondente foi nula em julho, depois de se situar em -1,3% em junho. Nas fases a montante da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor internos dos bens de consumo não alimentares permaneceu inalterada em 0,9% em julho, sendo que o mesmo se aplicou à fabricação de produtos alimentares, que se manteve em 0,1%. As pressões sobre os preços das importações de bens de consumo aumentaram em julho, refletindo em parte o facto de a taxa de variação homóloga da taxa de câmbio efetiva nominal do euro se ter tornado globalmente neutra após um aumento anterior. No geral, as pressões acumuladas estabilizaram globalmente e evidenciam agora sinais de subida face a níveis baixos, o que sugere que o abrandamento das pressões acumuladas na sequência de anteriores choques sobre os custos se atenuou.

## Gráfico 11

### Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a junho de 2024 para os preços das importações de bens de consumo não alimentares e aos preços das importações para as indústrias alimentares e a julho de 2024 para os restantes indicadores.

### As pressões internas sobre os custos, medidas pelo crescimento do deflator do PIB, voltaram a diminuir no segundo trimestre de 2024, embora permanecendo globalmente elevadas (gráfico 12).

A taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB diminuiu para 3,0% no segundo trimestre de 2024, face a 3,6% no trimestre anterior. Esta descida refletiu menores contributos das principais componentes, mas com o maior impacto em sentido descendente a ter origem nos custos unitários do trabalho. O impacto reduzido dos custos unitários do trabalho resultou do menor crescimento dos salários, medido em termos de remuneração por empregado, que caiu de 4,8% no primeiro trimestre de 2024 para 4,3% no segundo trimestre. O crescimento dos salários medido em termos de remuneração por hora também diminuiu, para 4,2% no segundo trimestre de 2024, o que compara com 5,0% no primeiro trimestre. O crescimento dos salários negociados diminuiu para 3,5% no segundo trimestre de 2024, face a 4,7% no primeiro trimestre, mas com os dados relativos aos acordos coletivos de trabalho mais recentes no índice prospetivo do BCE de acompanhamento dos salários a apontar para um crescimento mais forte dos salários negociados no terceiro trimestre de 2024<sup>7</sup>. Em termos gerais, porém, a evolução salarial mais recente aponta para uma redução da importância da compensação pela inflação anteriormente elevada e a correspondente recuperação dos salários reais<sup>8</sup>. Projeta-se que o crescimento anual da remuneração por empregado em 2024 se situe, em média, em 4,5%, e espera-se que continue a moderar-se ao longo do horizonte de projeção, permanecendo, porém, acima dos níveis históricos, devido a mercados de trabalho ainda restritivos e à compensação pela inflação que ainda persiste.

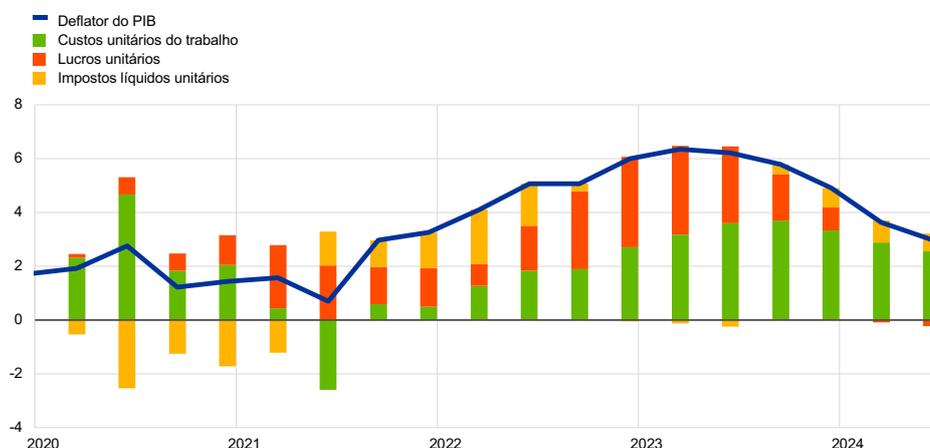
<sup>7</sup> Ver Górnicka e Koester (eds.), *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*, *Série de Documentos Ocasionais*, n.º 338, BCE, fevereiro de 2024.

<sup>8</sup> Ver a caixa intitulada “Evolução recente dos salários e a importância do desvio salarial” na presente edição do *Boletim Económico*.

## 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 segundo trimestre de 2024. 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 mantiveram-se globalmente inalterados, situando-se a maior parte em redor de 2%, enquanto as medidas baseadas no mercado caíram para um nível mais próximo deste valor no período em análise (gráfico 13).**

Tanto no inquérito a analistas profissionais conduzido pelo BCE para o terceiro trimestre de 2024 como no inquérito do BCE a analistas monetários de setembro de 2024, as expectativas médias de inflação a mais longo prazo (para 2029) situaram-se em 2,0%. As medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação (com base no IHPC excluindo o tabaco) nos prazos mais longos da curva de rendimentos diminuíram cerca de 27 pontos base, 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 2,1%. Paralelamente, 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 continuam a esperar que a inflação oscile em torno de 2% a mais longo prazo. As medidas baseadas no mercado dos resultados da inflação na área do euro no curto prazo também diminuíram significativamente, o que sugere que os investidores esperam que a inflação registe uma nova descida e se situe em redor de 2% durante o resto deste ano, antes de estabilizar abaixo de 2% no ano seguinte. As revisões das expectativas dos participantes no mercado podem imputar-se, em parte, à descida dos preços mundiais dos produtos energéticos, nomeadamente os preços do petróleo, mas também às preocupações acerca do crescimento económico nos Estados Unidos. Mais especificamente, ao longo do período em análise, a taxa de *swap* indexada à inflação a 1 ano com uma antecedência de 1 ano caiu 47 pontos base, situando-se atualmente em 1,7%. Do lado dos consumidores, as expectativas quanto à inflação parecem ter estabilizado nos últimos meses. De acordo com o inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores (*Consumer Expectations Survey – CES*) para julho de 2024,

as expetativas medianas para a inflação global no próximo ano permaneceram inalteradas em 2,8% (pelo terceiro mês consecutivo), enquanto as expetativas com uma antecedência de 3 anos aumentaram para 2,4%, face a 2,3% em junho. A perceção da inflação passada diminuiu em julho de 2024, mas mantém-se acima das expetativas de inflação nos horizontes de 1 e 3 anos.

### Gráfico 13

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

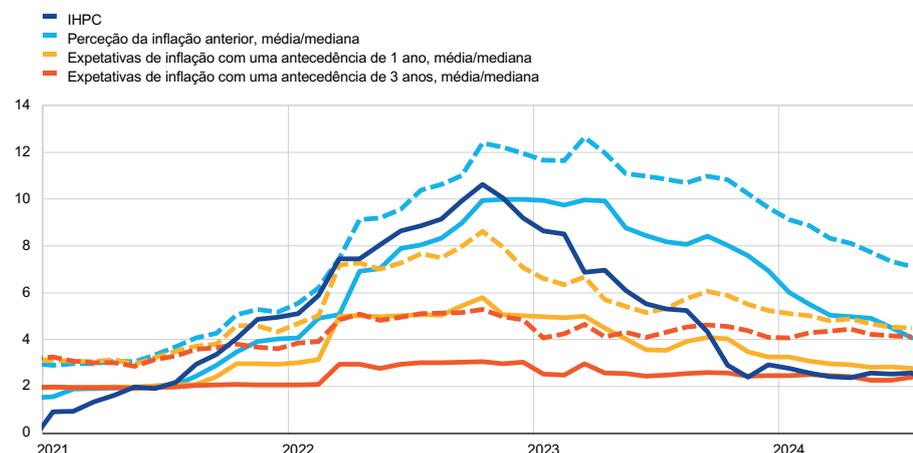
##### a) Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação

(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 6 de junho de 2024. No painel b), as linhas a tracejado representam a média e as linhas contínuas representam a mediana. As últimas observações referem-se a 11 de setembro de 2024 para as taxas a prazo, a agosto de 2024 (estimativas provisórias) para o IHPC e a julho de 2024 para os restantes indicadores.

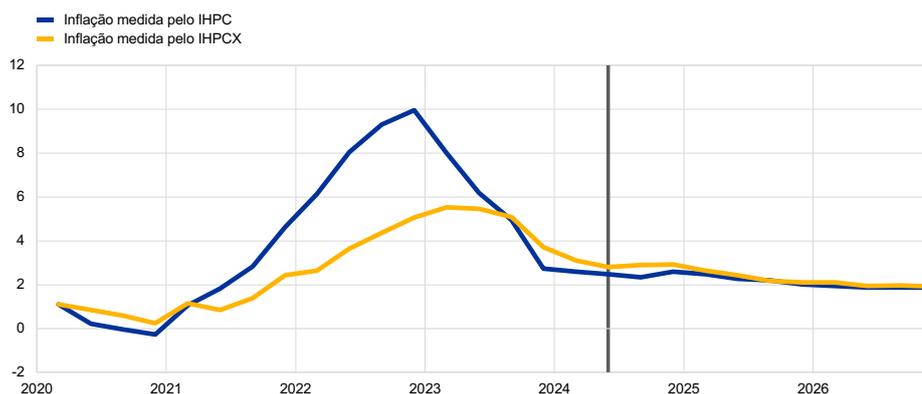
**As projeções macroeconómicas de setembro de 2024 elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação global se situe, em média, em 2,5% em 2024 e registe uma nova descida, para 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026 (gráfico 14).** Projeta-se que a inflação global aumente ligeiramente no último trimestre de 2024, sobretudo devido a efeitos de base nos preços dos produtos

energéticos, antes de regressar a uma trajetória descendente. O decréscimo global em 2024 reflete a continuação do desvanecimento das pressões acumuladas, bem como o impacto da maior restritividade da política monetária. Prevê-se que a restritividade continue a diminuir gradualmente nos próximos anos, à medida que os efeitos em sentido ascendente decorrentes do crescimento dos salários e das pressões da compensação pela inflação num mercado de trabalho restritivo continuam a desvanecer-se. Em comparação com as projeções de junho de 2024, as projeções para a inflação global permaneceram inalteradas. Relativamente à inflação medida pelo IHPCX, as projeções para 2024 e 2025 foram revistas ligeiramente em alta, em 0,1 pontos percentuais, face às projeções de junho de 2024, devido a uma subida superior ao esperado da inflação dos preços dos serviços. Ao mesmo tempo, os especialistas do BCE continuam a prever uma diminuição rápida da inflação subjacente, de 2,9% em 2024 para 2,3% em 2025 e 2,0% em 2026.

### Gráfico 14

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE – setembro 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 segundo trimestre de 2024 (dados) e ao quarto trimestre de 2026 (projeções). As projeções macroeconómicas de setembro de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE foram finalizadas em 29 de agosto de 2024 e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 16 de agosto 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 6 de junho a 11 de setembro de 2024, uma reavaliação geral das perspetivas de crescimento económico e para a inflação levou a uma descida das taxas de juro isentas de risco nas principais economias avançadas. Na área do euro, as taxas a prazo caíram em todos os prazos, com os participantes no mercado a prever cortes cumulativos mais rápidos e pronunciados das taxas diretoras. Mais especificamente, no final do período em análise, as taxas a prazo implicam implicaram cerca de 60 pontos base de cortes cumulativos das taxas de juro até ao final do ano, com os mercados a incorporar totalmente o corte das taxas de juro de 25 pontos base na reunião de setembro do Conselho do BCE. As taxas nominais isentas de risco de longo prazo da área do euro também diminuíram, refletindo sobretudo a queda da compensação pela inflação, tendo as taxas reais de longo prazo também descido ligeiramente. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas registaram igualmente uma descida, embora em menor escala do que as taxas isentas de risco, tendo-se observado alguma volatilidade por altura das eleições antecipadas em França e da venda generalizada nos mercados acionistas mundiais no início de agosto. Os preços dos ativos de maior risco registaram uma volatilidade substancial no decurso do período em análise. No início de agosto, os preços das ações registaram perdas significativas, num contexto de deterioração da apetência pelo risco e de divulgações de dados macroeconómicos fracos a nível mundial. Embora tenham recuperado grande parte do terreno perdido no início de agosto, os preços das ações das empresas da área do euro ainda se situam abaixo dos níveis registados em junho, devido à redução das expectativas de lucros e ao aumento dos prémios de risco. Nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira apreciação face ao dólar dos Estados Unidos, mas manteve-se globalmente estável em termos ponderados pelo comércio.*

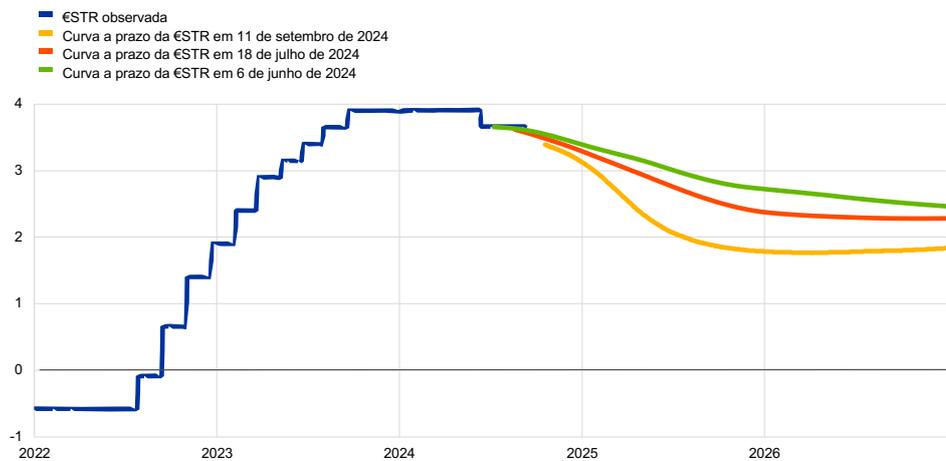
**Desde a reunião de junho do Conselho do BCE, a curva a prazo dos swaps indexados pelo prazo *overnight* deslocou-se em sentido descendente, dado que os participantes no mercado preveem cortes cumulativos mais rápidos e pronunciados das taxas diretoras (gráfico 15).** A taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situou-se, em média, em 3,7% no período em análise, após a decisão do Conselho do BCE na reunião de junho, amplamente esperada, de baixar as taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base. A liquidez excedentária diminuiu cerca de 130 mil milhões de euros entre 6 de junho e 11 de setembro, fixando-se em 3072 mil milhões de euros. Esta diminuição é reflexo, sobretudo, do reembolso em junho de fundos obtidos ao abrigo da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e da redução das carteiras de títulos detidos para fins de política monetária, dado que o Eurosistema deixou de reinvestir os pagamentos de capital de títulos vincendos na carteira do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e apenas reinveste parcialmente os pagamentos de capital no que respeita ao programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP). A curva a prazo dos swaps indexados pelo prazo *overnight* que têm por base a €STR deslocou-se em sentido descendente desde a reunião de junho do Conselho do BCE, num contexto de descidas

significativas das medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação e de divulgações de dados macroeconómicos fracos a nível mundial. Incorporou totalmente o corte de 25 pontos base da taxa de juro na reunião de setembro do Conselho do BCE. De um modo geral, a curva a prazo passou de incorporar (em 6 de junho) cerca de 35 pontos base de cortes cumulativos das taxas de juro no decurso de 2024 para incorporar (em 11 de setembro) cerca de 60 pontos base de cortes cumulativos.

### Gráfico 15

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

(percentagens por ano)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

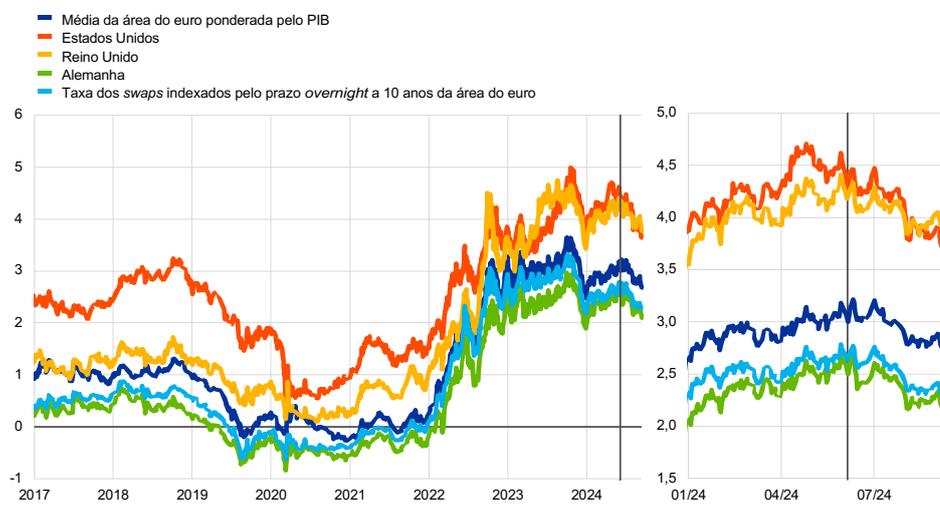
Nota: A curva a prazo é calculada utilizando as taxas dos swaps indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR.

**As taxas isentas de risco de longo prazo da área do euro também diminuíram desde a reunião de junho do Conselho do BCE, embora menos do que as taxas correspondentes dos Estados Unidos (gráfico 16).** A taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos do euro desceu 41 pontos base e terminou o período em análise em torno de 2,2%. Esta descida das taxas nominais isentas de risco de longo prazo refletiu a queda da componente de inflação, em parte em resultado de divulgações de dados macroeconómicos da área do euro e a riscos elevados a nível mundial, mas principalmente em resultado de divulgações de dados dos Estados Unidos – as quais levaram a descidas ainda maiores nas taxas de juro de longo prazo dos Estados Unidos. Mais especificamente, as taxas isentas de risco de longo prazo dos Estados Unidos flutuaram de forma mais significativa e desceram mais acentuadamente durante o período em análise, em especial em dias de divulgações de dados macroeconómicos. Em particular, a taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro a 10 anos dos Estados Unidos diminuiu 63 pontos base para 3,7%. Consequentemente, o diferencial entre as taxas isentas de risco de longo prazo na área do euro e nos Estados Unidos diminuiu aproximadamente 20 pontos base. A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos do Reino Unido desceu 42 pontos base para 3,8%.

## Gráfico 16

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

(percentagens por ano)



Fontes: LSEG e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 6 de junho de 2024. As últimas observações referem-se a 11 de setembro de 2024.

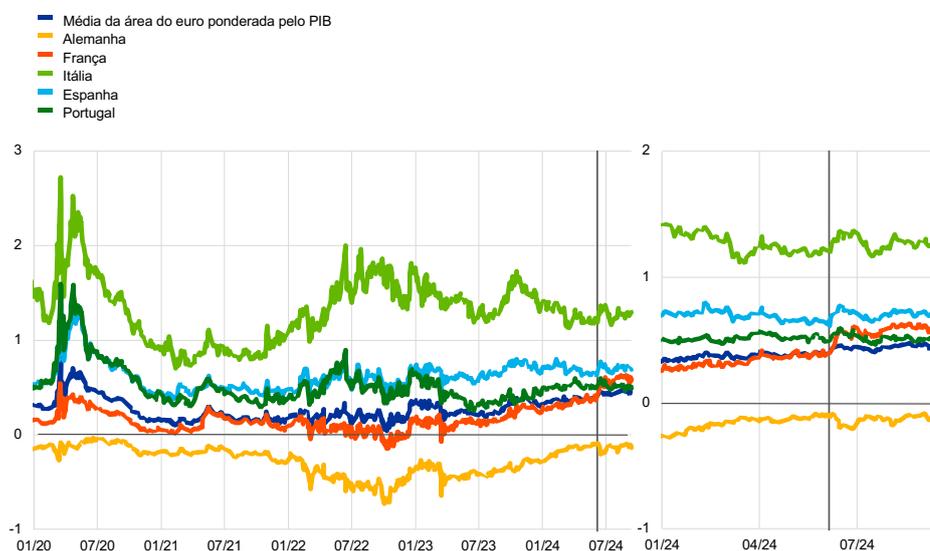
#### As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro também diminuíram, embora em menor escala do que as taxas isentas de risco, o que resultou em diferenciais ligeiramente mais elevados (gráfico 17).

No final do período em análise, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB tinha diminuído cerca de 37 pontos base, para aproximadamente 2,7%, o que conduziu a um aumento de 4 pontos base do seu diferencial em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR. As subidas mais assinaláveis foram observadas no diferencial das obrigações soberanas a 10 anos de França face à taxa de rendibilidade dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos, o qual aumentou acentuadamente após o anúncio, em 9 de junho, de eleições legislativas antecipadas em França, tendo subsequentemente registado uma nova e ligeira diminuição. Em termos globais, o diferencial das obrigações soberanas de França aumentou 17 pontos base no período em análise. Observou-se um aumento dos diferenciais das obrigações soberanas da Grécia, Espanha, Itália e Portugal, nomeadamente por altura das eleições antecipadas em França e da venda generalizada nos mercados acionistas a nível mundial no início de agosto. Contudo, no final do período em análise, à exceção de França, os diferenciais das obrigações soberanas da área do euro tinham regressado globalmente aos níveis observados no início do período.

## 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 6 de junho de 2024. As últimas observações referem-se a 11 de setembro de 2024.

**Os diferenciais das obrigações de empresas aumentaram ligeiramente para empresas com grau de qualidade de investimento e subiram consideravelmente para empresas com elevada rentabilidade.** Os diferenciais das obrigações de empresas com grau de qualidade de investimento oscilaram moderadamente, sendo 14 pontos base mais elevados no final do período em análise. Em contraste, os diferenciais no segmento de elevada rentabilidade aumentaram 57 pontos base, impulsionados pela evolução dos diferenciais das obrigações das sociedades financeiras e não financeiras (SNF), que aumentaram 33 e 64 pontos base, respetivamente.

Os diferenciais das obrigações de empresas com grau de qualidade de investimento oscilaram moderadamente, sendo 14 pontos base mais elevados no final do período em análise. Em contraste, os diferenciais no segmento de elevada rentabilidade aumentaram 57 pontos base, impulsionados pela evolução dos diferenciais das obrigações das sociedades financeiras e não financeiras (SNF), que aumentaram 33 e 64 pontos base, respetivamente.

**Embora tenham recuperado parcialmente face a perdas consideráveis registadas no início de agosto, os preços das ações da área do euro terminaram o período em análise num nível inferior, tendo sido reduzidos pelo agravamento do sentimento quanto ao risco e pelas divulgações de dados macroeconómicos fracos a nível mundial (gráfico 18).** Os preços das ações da área do euro registaram uma volatilidade substancial no período em análise. Começaram por enfraquecer por altura das eleições antecipadas em França, afetando particularmente as empresas francesas e limitando a apetência pelo risco, anteriormente dinâmica. Em seguida, registaram perdas significativas no início de agosto, uma vez que divulgações de dados macroeconómicos fracos desencadearam receios de uma recessão nos Estados Unidos e levaram a uma queda acentuada da apetência pelo risco a nível mundial. Embora os preços das ações em ambos os lados do Atlântico tenham recuperado grande parte do terreno perdido no início de agosto, os preços das ações das empresas da área do euro tiveram um desempenho aquém dos preços das ações dos Estados Unidos. Reduzidos por expectativas de lucros mais baixas e prémios de risco mais elevados,

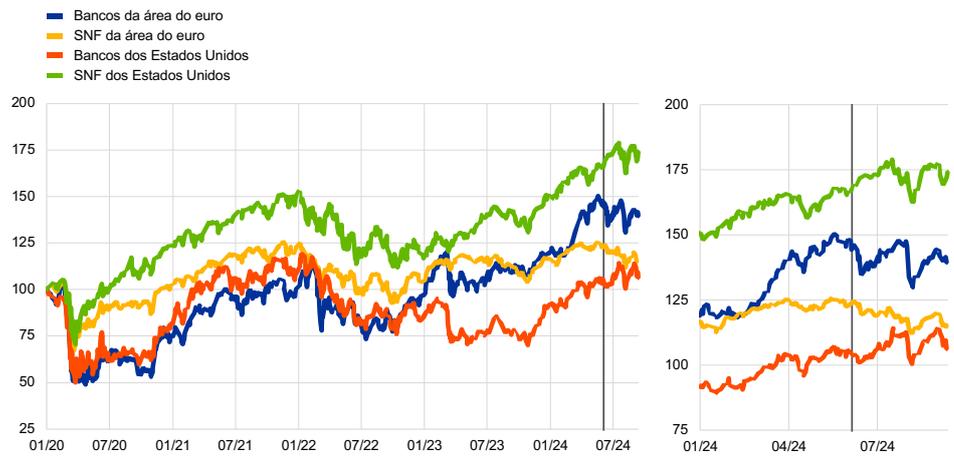
Embora tenham recuperado parcialmente face a perdas consideráveis registadas no início de agosto, os preços das ações da área do euro terminaram o período em análise num nível inferior, tendo sido reduzidos pelo agravamento do sentimento quanto ao risco e pelas divulgações de dados macroeconómicos fracos a nível mundial (gráfico 18). Os preços das ações da área do euro registaram uma volatilidade substancial no período em análise. Começaram por enfraquecer por altura das eleições antecipadas em França, afetando particularmente as empresas francesas e limitando a apetência pelo risco, anteriormente dinâmica. Em seguida, registaram perdas significativas no início de agosto, uma vez que divulgações de dados macroeconómicos fracos desencadearam receios de uma recessão nos Estados Unidos e levaram a uma queda acentuada da apetência pelo risco a nível mundial. Embora os preços das ações em ambos os lados do Atlântico tenham recuperado grande parte do terreno perdido no início de agosto, os preços das ações das empresas da área do euro tiveram um desempenho aquém dos preços das ações dos Estados Unidos. Reduzidos por expectativas de lucros mais baixas e prémios de risco mais elevados,

os índices alargados dos mercados bolsistas na área do euro enfraqueceram 5% no período em análise, embora com alguma divergência entre setores. Os preços das ações das SNF diminuíram 8%, enquanto os preços das ações bancárias desceram 4%. Nos Estados Unidos, o índice global dos preços das ações aumentou no período em análise, com as SNF e os preços das ações bancárias a subir cerca de 3%.

### 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.

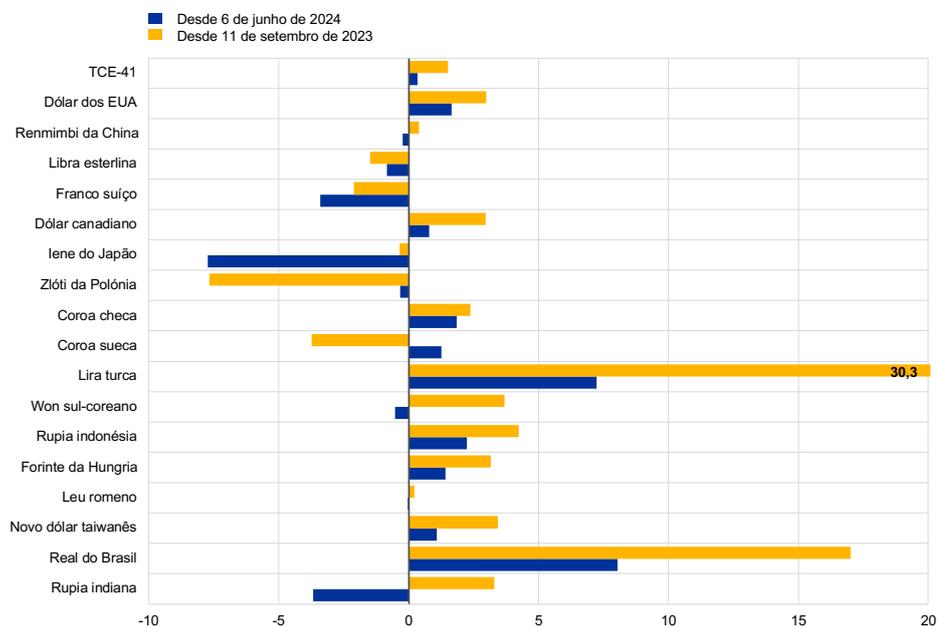
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 6 de junho de 2024. As últimas observações referem-se a 11 de setembro de 2024.

**Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação de 1,6% face ao dólar dos Estados Unidos, mas manteve-se globalmente estável em termos ponderados pelo comércio (gráfico 19).** No período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 41 dos principais parceiros comerciais da área do euro, registou uma apreciação de 0,3%. A apreciação do euro face ao dólar dos Estados Unidos (1,6%) deveu-se, em grande medida, a uma reavaliação em sentido descendente das expectativas dos participantes no mercado quanto à trajetória da taxa de política do Sistema de Reserva Federal no início de agosto, num contexto de sinais de arrefecimento do mercado de trabalho dos Estados Unidos. O euro também se apreciou face às moedas de algumas economias de mercado emergentes. Em contraste, o euro depreciou-se acentuadamente face ao iene do Japão (-7,7%) e ao franco suíço (-3,4%) após o desenrolar de operações de “carry trade” financiadas por estas duas moedas durante o episódio de maior volatilidade no mercado financeiro no início de agosto. Além disso, o euro registou uma depreciação de 0,8% face à libra esterlina.

## Gráfico 19

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

(variações em percentagem)



Fonte: Cálculos do 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 11 de setembro de 2024.

## 5 Condições de financiamento e evolução do crédito

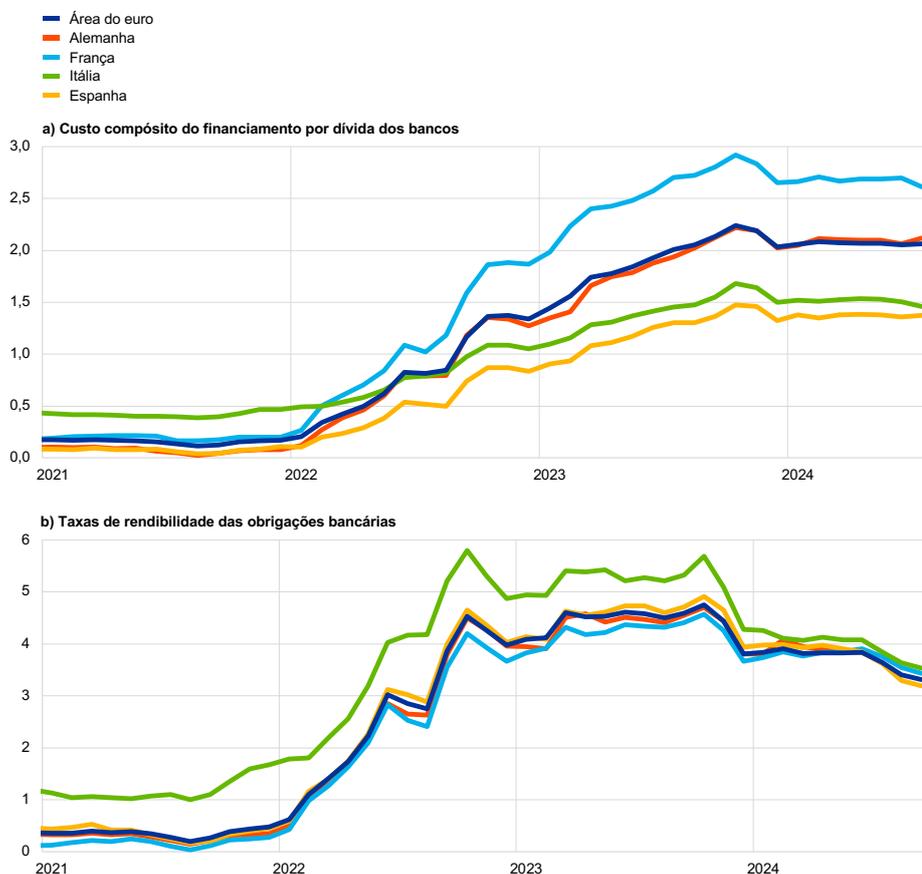
*Os custos de financiamento permaneceram restritivos. Em julho de 2024, os custos compósitos do financiamento dos bancos e as taxas ativas bancárias da área do euro mantiveram-se em níveis de restritividade elevados. As taxas de crescimento dos empréstimos bancários às empresas e às famílias continuaram em níveis reduzidos, refletindo taxas ativas elevadas, fraco crescimento económico e critérios de concessão de crédito restritivos. No período de 6 de junho a 11 de setembro de 2024, o custo para as empresas do financiamento por dívida baseada no mercado caiu significativamente devido a uma redução das taxas de juro isentas de risco, enquanto o custo do financiamento por ações aumentou. A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo (M3) mostrou sinais de estabilização em níveis reduzidos, com as entradas externas líquidas a continuar a dar o principal contributo para o crescimento.*

**Os custos de financiamento dos bancos da área do euro permaneceram elevados.** O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro permaneceu estável em níveis elevados desde janeiro de 2024 e não registou alterações em julho (gráfico 20, painel a). Os custos elevados de financiamento dos bancos persistiram, devido à recomposição, em curso, do financiamento no sentido de fontes mais dispendiosas, como os depósitos a prazo – remunerados a uma taxa mais elevada do que os depósitos *overnight* – e a emissão de obrigações bancárias, num contexto de cessação gradual do financiamento por operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas). As taxas de juro dos depósitos a prazo e, em menor medida, dos depósitos *overnight*, diminuíram entre maio e junho e não se alteraram em julho. As taxas dos depósitos com pré-aviso permaneceram globalmente constantes. As taxas de rentabilidade das obrigações bancárias diminuíram no contexto do corte da taxa diretora em junho e da reavaliação da curva da taxa isenta de risco, ainda que alguma volatilidade nos mercados de obrigações durante o verão tenha impedido um ajustamento maior dos custos de financiamento baseado no mercado (gráfico 20, painel b).

## Gráfico 20

### Custos compósitos do 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 do financiamento bancário são uma média ponderada do custo composto dos depósitos e do financiamento por dívida baseada no mercado sem garantia. O custo composto dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As taxas de rentabilidade das obrigações bancárias são médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. As últimas observações referem-se a julho de 2024 para o custo composto do financiamento por dívida dos bancos (painel a) e a 11 de setembro de 2024 para as taxas de rentabilidade das obrigações bancárias (painel b).

**As taxas ativas bancárias aplicadas às empresas e às famílias desceram ligeiramente em julho em comparação com maio, mas ainda se mantiveram em níveis próximo dos máximos atingidos nos últimos doze anos.** Em julho, as taxas ativas para as sociedades não financeiras (SNF) permaneceram globalmente inalteradas em 5,06%, após uma ligeira queda em junho (gráfico 21, painel a), num contexto de heterogeneidade entre países e prazos na área do euro. As taxas ativas aplicadas a novos empréstimos às famílias para aquisição de habitação diminuíram ligeiramente para 3,75% em julho, após quatro meses de estabilidade geral em cerca de 3,80% (gráfico 21, painel b), ainda que se tenha observado um certo grau de heterogeneidade entre países.

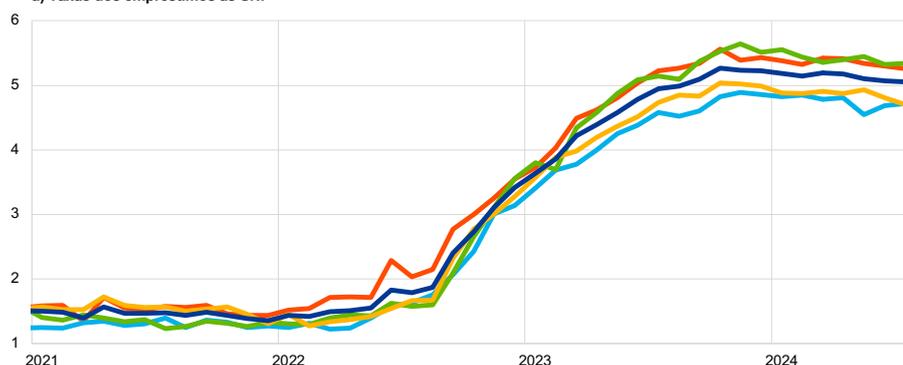
## Gráfico 21

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

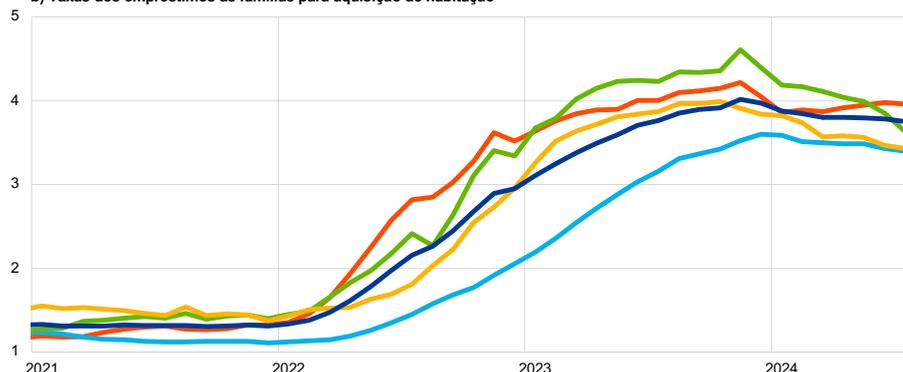
(percentagens homólogas)

— 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 julho de 2024.

**No período de 6 de junho a 11 de setembro de 2024, o custo para as empresas do financiamento por dívida baseada no mercado caiu significativamente, devido a uma redução das taxas de juro isentas de risco, enquanto o custo do financiamento por ações aumentou.** Com base nos dados mensais disponíveis, o custo global para as SNF do financiamento – ou seja, o custo compósito dos empréstimos bancários, do financiamento por dívida baseada no mercado e do financiamento por ações – situou-se em 6,2% em julho, um nível ligeiramente inferior ao registado em junho e abaixo do máximo plurianual atingido em outubro de 2023 (gráfico 22)<sup>9</sup>. Isto decorreu de uma redução de todas as componentes dos custos de financiamento das SNF, à exceção do custo dos empréstimos bancários de curto prazo, que permaneceu praticamente inalterado. Dados diários sobre o período compreendido entre 6 de junho e 11 de setembro de 2024 confirmam uma queda do custo do financiamento por dívida baseada no mercado, devido a uma descida acentuada da taxa de juro isenta de risco – proximada pela taxa dos

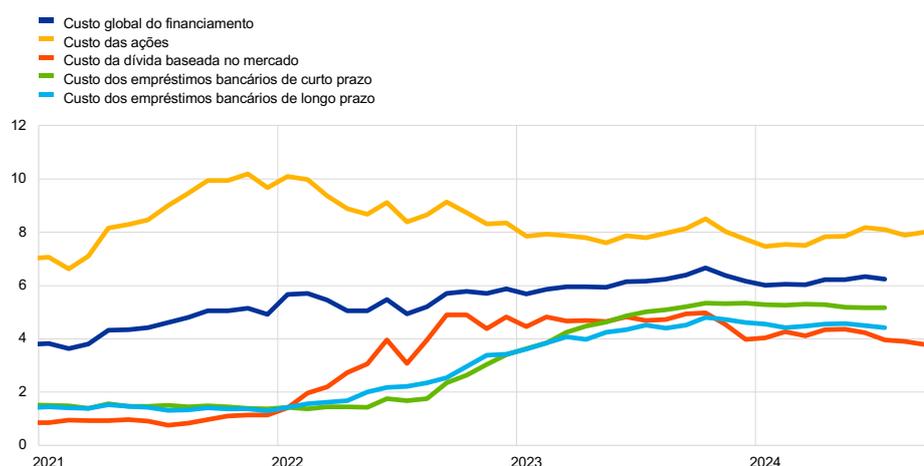
<sup>9</sup> Devido a desfasamentos nos dados disponíveis sobre o custo dos empréstimos bancários, os dados do custo global do financiamento das SNF apenas estão disponíveis até julho de 2024.

*swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos – que foi apenas parcialmente compensada por um ligeiro aumento dos diferenciais das obrigações emitidas por SNF, especialmente nos segmentos de elevada rentabilidade. Não obstante a descida da taxa de juro isenta de risco, o custo do financiamento por ações aumentou no mesmo período, impulsionado pelo aumento do prémio de risco das ações.

## Gráfico 22

### Custo nominal do financiamento externo às empresas da área do euro, desagregado por componente

(percentagens homólogas)



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

Notas: O custo global do financiamento para as sociedades não financeiras (SNF) baseia-se em dados mensais e é calculado como uma média ponderada do custo do financiamento bancário de longo e de curto prazo (dados médios mensais), do financiamento por dívida baseada no mercado e do financiamento por ações (dados em fim de mês), com base nos respetivos saldos. As últimas observações referem-se a 11 de setembro de 2024 para o custo da dívida baseada no mercado e para o custo das ações (dados diários) e a julho de 2024 para o custo global do financiamento e para o custo dos empréstimos bancários (dados mensais).

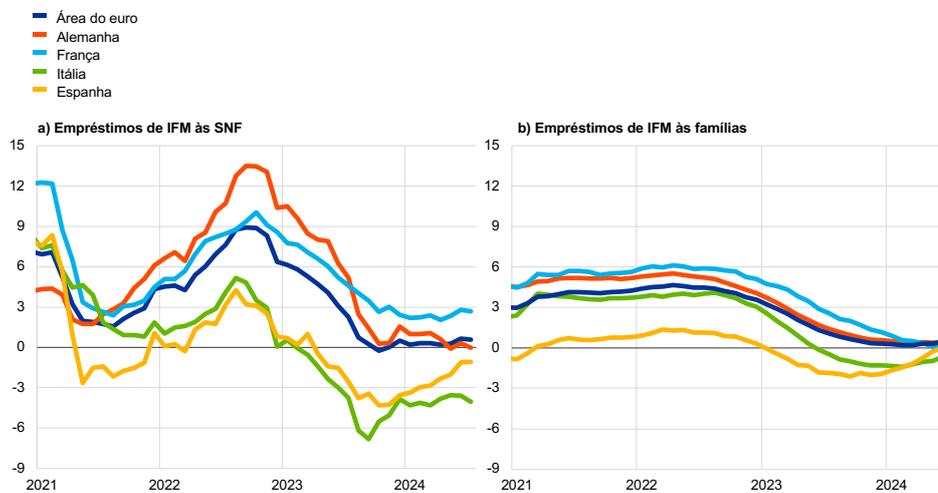
### Os fluxos de financiamento externo das empresas e os empréstimos contratados pelas famílias permaneceram em níveis reduzidos, refletindo taxas ativas elevadas, fraco crescimento económico e critérios de concessão de crédito restritivos.

Em julho, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos bancários às empresas desceu ligeiramente para 0,6%, face a 0,7% em junho (gráfico 23). Enquanto os fluxos dos empréstimos bancários de curto prazo às empresas se mantêm voláteis, os empréstimos com prazos mais longos têm desacelerado, com um crescimento pouco significativo, sendo isto consistente com fraco investimento. A emissão de títulos de dívida pelas empresas foi também, de forma geral, quase nula de maio a julho, num contexto de volatilidade. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias subiu ligeiramente para 0,5% em julho, face a 0,3% em junho, permanecendo fraca. Estes valores reduzidos refletiram a fraca concessão de crédito à habitação (crescimento homólogo de 0,5% em julho) e de empréstimos para outros fins (contração de 2,7% em termos homólogos em julho). No entanto, o crescimento do crédito ao consumo foi mais resiliente (registando um crescimento homólogo de 2,8% em julho). Em julho de 2024, o [inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores](#) confirmou que uma percentagem líquida ainda considerável de inquiridos considerava que o acesso ao crédito se tinha tornado mais difícil nos 12 meses anteriores e tinha expectativas de que este passasse a ser ainda mais difícil nos 12 meses seguintes.

## Gráfico 23

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

(taxas de variação homólogas (%))



**A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo (M3) na área do euro mostrou sinais de estabilização em níveis reduzidos, com as entradas externas líquidas a continuar a dar o principal contributo para o crescimento**<sup>10</sup>.

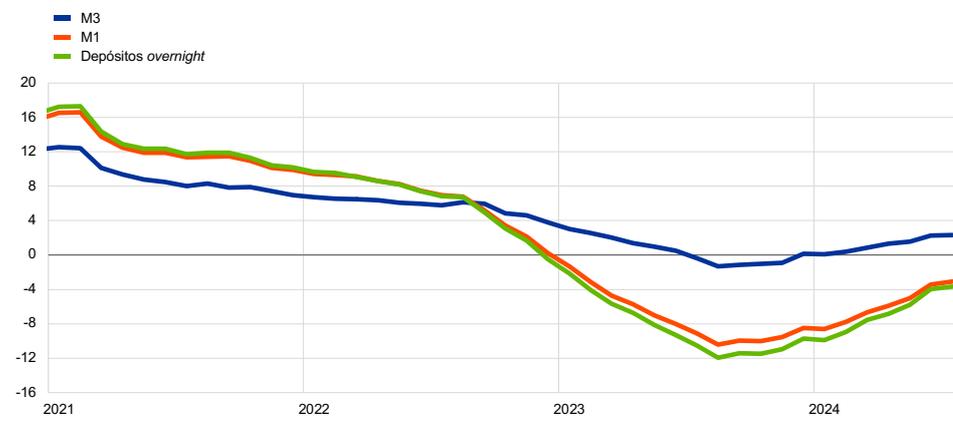
O crescimento do M3 permaneceu inalterado em 2,3% em julho, num ambiente de volatilidade nos fluxos mensais (gráfico 24). O crescimento homólogo do agregado monetário estreito (M1) – que compreende os ativos mais líquidos do M3 – manteve-se em valores negativos, mas registou nova subida, para -3,1% em julho, face a -3,4% em junho. Do mesmo modo, a taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* subiu para -3,6% em julho, face a -4,0% em junho. As entradas externas continuaram a ser o único fator impulsionador positivo consistente do crescimento da moeda, perante a fraca concessão de empréstimos às famílias e às empresas, a continuação da contração do balanço do Eurosistema e a emissão de obrigações bancárias de longo prazo (não incluídas no M3), no contexto da continuação do reembolso dos fundos obtidos nas ORPA direcionadas.

<sup>10</sup> Ver a caixa intitulada “Dinâmica da moeda e do crédito na área do euro e comparação com os Estados Unidos”, na presente edição do *Boletim Económico*.

## Gráfico 24

### M3, M1 e depósitos *overnight*

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



Fonte: BCE.

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

## 6 Evolução orçamental

*De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2024 elaboradas por especialistas do BCE, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro deverá cair de 3,6% do PIB em 2023 para 3,3% do PIB em 2024, caindo novamente para 3,2% em 2025 e 3,0% em 2026. Projeta-se que a orientação orçamental da área do euro se torne significativamente mais restritiva em 2024, voltando a restritividade a aumentar – embora em menor grau – nos dois anos seguintes. O aumento da restritividade previsto para 2024 reflete sobretudo a eliminação progressiva de uma grande parte das medidas de apoio relacionadas com os preços dos produtos energéticos e a inflação. Em 2025 e 2026, a continuação do aumento da restritividade deve-se a uma nova redução das restantes medidas de apoio, a subidas dos impostos diretos e das contribuições para a segurança social e a um crescimento mais lento das transferências orçamentais. As administrações públicas publicarão em breve os seus planos orçamentais e estruturais de médio prazo, pela primeira vez ao abrigo do quadro de governação económica da UE revisto. A aplicação plena, transparente e imediata do quadro revisto ajudá-las-á a reduzir os défices orçamentais e os rácios da dívida numa base sustentada. As administrações públicas devem agora assegurar que os seus planos de médio prazo constituem um passo inicial firme nessa direção.*

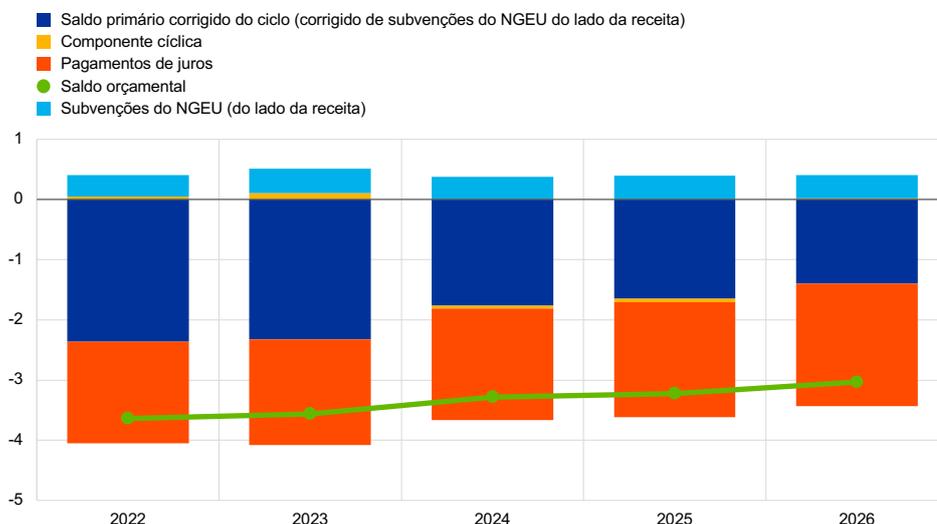
**De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2024 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro melhorará moderadamente ao longo do horizonte de projeção (gráfico 25)<sup>11</sup>.** Embora o défice orçamental da área do euro se tenha mantido estável em 3,6% do PIB em 2022 e 2023, deverá diminuir gradualmente ao longo do horizonte de projeção, para 3,3% do PIB em 2024 e, posteriormente, para 3,2% em 2025 e 3,0% 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 parte da redução ocorrido em 2024, à medida que se verifica a eliminação gradual da maior parte das restantes medidas de apoio face à inflação e aos preços dos produtos energéticos. 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 longos da dívida soberana por liquidar.

<sup>11</sup> Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2024](#).

## Gráfico 25

### Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fontes: Cálculos do BCE e projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro 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 junho de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema, projeta-se que o défice orçamental seja moderadamente mais elevado ao longo de todo o horizonte de projeção.

Estas perspetivas mais adversas são impulsionadas por políticas orçamentais discricionárias reforçadas, uma vez que os planos de consolidação em alguns países parecem agora menos suscetíveis de se materializar na totalidade. Além disso, os efeitos de composição negativos das projeções macroeconómicas atualizadas contribuem para défices primários mais elevados, refletindo revisões em baixa das bases assentes em receitas fiscais, como a remuneração dos empregados e o consumo privado nominal. Consequentemente, o saldo orçamental em percentagem do PIB foi objeto de uma revisão em baixa de 0,2 pontos percentuais em 2024 e em mais 0,4 e 0,5 pontos percentuais em 2025 e 2026, respetivamente.

### Projeta-se ainda 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<sup>12</sup>.

A variação anual do saldo primário corrigido do ciclo, corrigida de subvenções concedidas aos países ao abrigo do programa NGEU, aponta para um aumento significativo da restritividade (0,5 pontos percentuais do PIB) das políticas orçamentais na área do euro em 2024. Este aumento da restritividade reflete sobretudo a eliminação progressiva de uma grande parte das medidas públicas de apoio relacionadas com os preços dos produtos energéticos e a inflação. Projeta-se que o aumento da restritividade da orientação orçamental prossiga – embora a um ritmo muito mais lento – em 2025

<sup>12</sup> A orientação orçamental reflete a direção e a magnitude do estímulo das políticas orçamentais à economia para além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É 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.

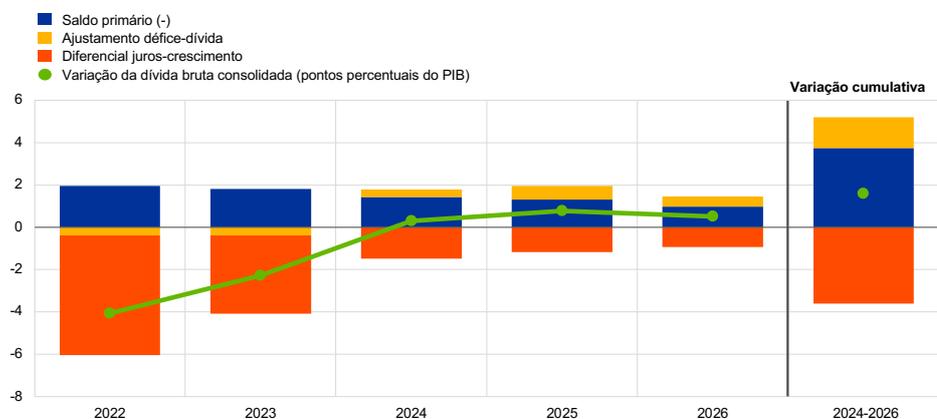
e 2026, devido a uma nova redução das restantes medidas de apoio relativas aos preços dos produtos energéticos, em conjunto com subidas dos impostos diretos e das contribuições para a segurança social, e a um crescimento mais lento das transferências orçamentais. Estes fatores de aumento da restritividade deverão ser apenas parcialmente compensados por aumentos do consumo e do investimento públicos. Consequentemente, o aumento acumulado da restritividade da orientação orçamental no horizonte de projeção de 2024-2026 ascende a 0,9 pontos percentuais do PIB.

**Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro aumente lentamente, partindo de um nível já elevado (gráfico 26).** O rácio da dívida aumentou significativamente durante a pandemia, para cerca de 97% em 2020, embora tenha diminuído então gradualmente. No entanto, esta melhoria parece ter cessado. Espera-se agora que o rácio da dívida aumente lentamente, passando de cerca de 88% do PIB em 2023 para perto de 90% do PIB no final do horizonte de projeção, impulsionado pela continuação de défices primários e pelos ajustamentos défice-dívida positivos esperados, que são apenas parcialmente compensados pela diminuição dos diferenciais entre taxa de juro e taxa de crescimento, embora estes ainda sejam negativos.

### Gráfico 26

#### 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 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro 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, transparente e imediata do quadro de governação económica da UE revisto ajudará as administrações públicas a reduzir os défices orçamentais e os rácios da dívida numa base sustentada.

Como primeiro passo na fase de execução do novo quadro de governação, foi exigido que os Estados-Membros apresentassem os respetivos planos orçamentais e estruturais a médio prazo pela primeira vez à Comissão Europeia até 20 de setembro. No entanto, vários países assinalaram atrasos até 15 de outubro para efeitos de articulação com a apresentação dos projetos de planos orçamentais para 2025. As administrações públicas devem agora avançar de forma determinada neste sentido nos respetivos planos a médio prazo. A nível da área do euro, ao longo dos próximos anos será necessária uma consolidação das finanças públicas, concebida de forma favorável ao crescimento.

# Caixas

## 1 Crescimento da produtividade do trabalho na área do euro e nos Estados Unidos: evolução a curto e longo prazo

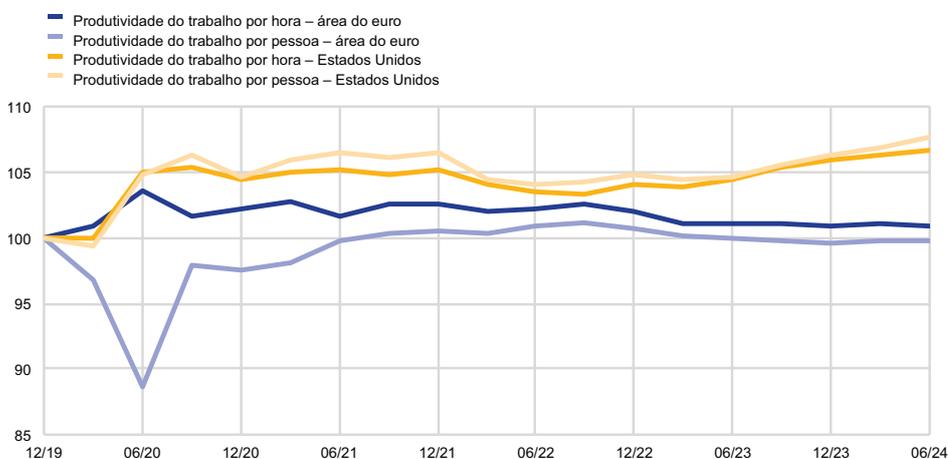
Por António Dias da Silva, Paola Di Casola, Ramón Gómez-Salvador e Matthias Mohr

**Entre o quarto trimestre de 2019 e o segundo trimestre de 2024, a produtividade do trabalho por hora trabalhada aumentou 0,9% na área do euro e 6,7% nos Estados Unidos.** Em termos históricos, o crescimento da produtividade do trabalho na área do euro apresenta um desfasamento face aos Estados Unidos, mas a evolução na área do euro desde o início da pandemia tem sido particularmente fraca. O crescimento da produtividade começou a divergir no segundo trimestre de 2020, dado que o fator trabalho total em percentagem do PIB diminuiu de forma mais pronunciada nos Estados Unidos do que na área do euro, levando a uma recuperação mais significativa da produtividade (gráfico A). Tal ficou a dever-se, em parte, à implementação de regimes de manutenção de postos de trabalho na área do euro, enquanto o desemprego aumentava rapidamente nos Estados Unidos. Após uma breve redução, o desvio no crescimento da produtividade começou novamente a aumentar após meados de 2022, quando se verificou uma contração do crescimento da produtividade na área do euro na sequência do grande choque sobre os preços dos produtos energéticos. Na presente caixa, abordamos a importância da produtividade setorial e da evolução histórica na explicação do recente desvio no crescimento global da produtividade entre as duas regiões. Este desvio reflete tanto fatores cíclicos como estruturais.

## Gráfico A

### Produtividade do trabalho na área do euro e nos Estados Unidos

(T4 2019 =100)



Fontes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis e Bureau of Labour Statistics.  
Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2024.

#### O crescimento mais lento da produtividade do trabalho na área do euro entre o quarto trimestre de 2019 e o primeiro trimestre de 2024 foi bastante generalizado a todos os setores.

Nos Estados Unidos, a produtividade do trabalho por hora trabalhada nos serviços mercantis aumentou 12,4%, enquanto na área do euro aumentou apenas 3,8% no mesmo período (gráfico B). Dois subsectores registaram um crescimento muito mais forte nos Estados Unidos do que na área do euro. Nos Estados Unidos, a informação e as comunicações cresceram 27,2% e os serviços profissionais 18,7%. Em contraste, na área do euro, estes subsectores cresceram apenas 6,5% e 5,0%, respetivamente. No que respeita ao setor da indústria, a produtividade do trabalho por hora trabalhada aumentou 8,8% nos Estados Unidos e apenas 0,8% na área do euro. Contudo, entre o quarto trimestre de 2019 e o primeiro trimestre de 2022, o crescimento da produtividade no setor da indústria foi idêntico em ambas as regiões. Em contrapartida, a subida dos preços do gás a partir de 2021, consideravelmente agravada pelas repercussões da guerra da Rússia contra a Ucrânia, foi mais acentuada e mais duradoura na Europa do que nos Estados Unidos. Teve, assim, um impacto significativamente mais forte no setor da indústria na área do euro, onde o crescimento do produto abrandou e o emprego permaneceu elevado. Dos quatro setores considerados no gráfico B, apenas o setor dos serviços públicos registou um crescimento da produtividade mais elevado na área do euro do que nos Estados Unidos. Uma análise anterior mostrou que o maior crescimento da produtividade nos Estados Unidos desde a pandemia está associado à rotação de mão de obra no mercado de trabalho e a um maior investimento na digitalização<sup>1</sup>. Esta evolução generalizada realça a natureza

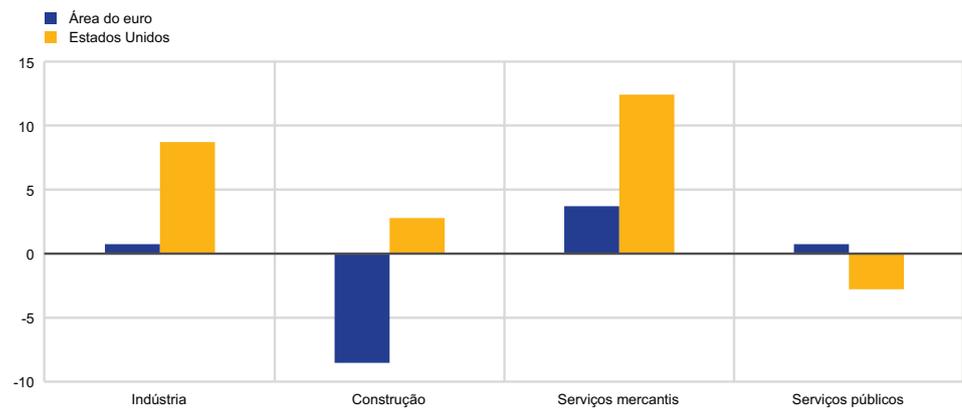
<sup>1</sup> Ver Dao, M. e Platzer, J., [Post-pandemic Productivity Dynamics in the United States](#), *IMF Working Papers*, vol. 2024, n.º 124, FMI. De igual modo, as políticas na esfera industrial nos Estados Unidos – como a lei de redução da inflação e a lei relativa aos *chips* e à ciência – poderão ter sido mais eficazes a incentivar o investimento em setores determinantes, como argumentado em 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*, Washington: Conselho de Governadores do Sistema de Reserva Federal, 17 de maio de 2024. Ver também a caixa intitulada [A recuperação pós-pandemia – por que razão está a área do euro a crescer mais lentamente do que os Estados Unidos?](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2024, onde se observa que o investimento privado foi mais forte nos Estados Unidos do que na área do euro.

cíclica contrastante da produtividade nas duas regiões. Embora a produtividade seja extremamente pró-cíclica na área do euro, tende a ser menos pró-cíclica nos Estados Unidos, onde o trabalho é ajustado de forma mais flexível à produção<sup>2</sup>. Consequentemente, dado que o crescimento do PIB foi mais fraco na área do euro do que nos Estados Unidos, a pró-ciclicidade mais forte na área do euro ampliou as diferenças no crescimento da produtividade.

## Gráfico B

### Crescimento da produtividade do trabalho por hora trabalhada por setores principais

(variação acumulada do quarto trimestre de 2019 ao primeiro trimestre de 2024)



Fontes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis e Bureau of Labour Statistics.

**Em ambas as regiões, o crescimento da produtividade foi impulsionado sobretudo pelo crescimento dentro dos setores e não por uma alteração da composição setorial.** Tal ocorreu apesar das deslocações abruptas da produção entre setores durante a pandemia – inicialmente devido aos confinamentos e, posteriormente, em resultado de perturbações nas cadeias de oferta mundiais<sup>3</sup>. A reafetação do trabalho de setores de baixa produtividade para setores de produtividade elevada (entre componentes) foi positiva em 2020, mas teve um impacto positivo limitado na variação acumulada da produtividade após o primeiro trimestre de 2020 em ambas as regiões (gráfico C). Este impacto limitado refletiu o encerramento e a subsequente reabertura de setores de baixa produtividade. De um modo geral, a reafetação positiva alcançada em 2020 representa metade do crescimento acumulado da produtividade na área do euro entre 2020 e 2023. Este efeito foi igualmente considerável nos Estados Unidos, mas parece mais limitado em termos relativos, devido ao crescimento significativamente mais elevado da produtividade no país.

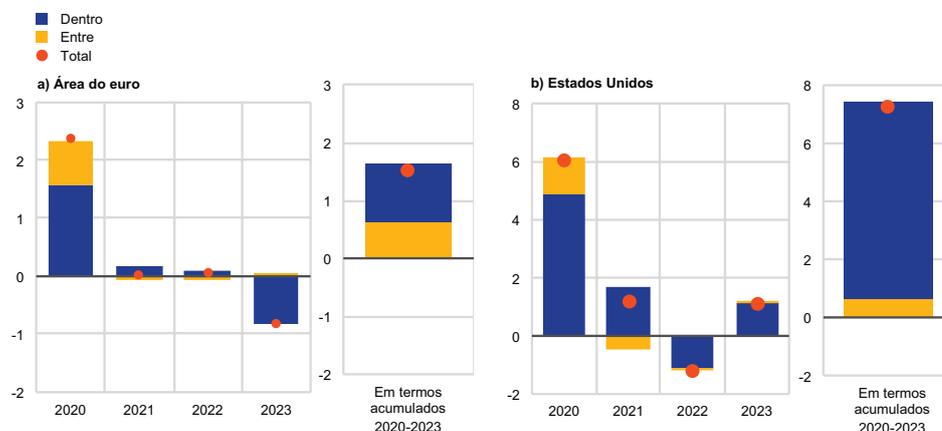
<sup>2</sup> Ver Fernald, J. G. e Wang, J. C., [Why Has the Cyclicity of Productivity Changed? What Does It Mean?](#), *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 2016-07; Arce, Ó. e Sondermann, D., [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), *Blogue do BCE*, 6 de maio de 2024; a caixa intitulada [Fatores impulsionadores do crescimento do emprego na área do euro após a pandemia – uma perspetiva baseada em modelos](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2024; a caixa intitulada [Margens de lucro mais elevadas ajudaram as empresas a acumular mão de obra](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2024; e Arce, Ó., Consolo, A., Dias Da Silva, A. e Mohr, M., [More jobs but fewer working hours](#), *Blogue do BCE*, 7 de junho de 2023.

<sup>3</sup> Ver a caixa intitulada [Recent country-specific and sectoral developments in labour productivity in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2024; o artigo intitulado [The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2024; e Consolo, A. e Petroulakis, F., [Did COVID-19 induce a reallocation wave?](#), *Economica*, a publicar.

## Gráfico C

### Análise de componentes de variação da evolução da produtividade do trabalho por hora trabalhada

(variação anual e acumulada, 2020-2023)



Fontes: Cálculos de especialistas do BCE com base em dados do Eurostat, do Bureau of Economic Analysis e do Bureau of Labor Statistics.

Nota: O cálculo segue a análise de componentes de variação (*shift-share analysis*) de Denis, C., McMorrow, K. e Röger, W., *An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)*, *European Economy – Economic Papers*, n.º 208, Comissão Europeia, julho de 2004, p. 78.

### A evolução após a pandemia contribui para o aumento – que se verifica há duas décadas – do desvio da produtividade entre a área do euro e os Estados Unidos, apontando para a importância de fatores estruturais.

Entre 1995 e 2019, a produtividade do trabalho por hora trabalhada nos Estados Unidos aumentou cerca de 50% – ou 2,1% por ano. Na área do euro, aumentou apenas 28% – ou 1% por ano – durante esse período<sup>4</sup>. Uma decomposição da produtividade em intensificação do capital e produtividade total dos fatores (PTF) mostra que, na primeira década deste século, a produtividade na área do euro foi afetada por uma queda acentuada da PTF (gráfico D). Entre 2014 e 2019, a PTF recuperou ligeiramente, ao passo que o contributo da intensificação do capital foi negativo. Alguns autores consideram que a maior capacidade dos Estados Unidos para criar e utilizar tecnologias digitais no processo de produção é um dos principais fatores impulsionadores do desvio da produtividade entre os Estados Unidos e a área do euro<sup>5</sup>. Embora a subida recente da imigração ilegal possa ter inflacionado um pouco o crescimento da produtividade desde a pandemia, o seu impacto é considerado limitado. Na área do euro, o impacto da digitalização é muito heterogéneo entre setores e menos empresas beneficiam significativamente da digitalização do que nos Estados Unidos. Tal poderá estar, em parte, relacionado com a dimensão relativamente menor das empresas na área do euro<sup>6</sup>. Os nossos próprios cálculos

<sup>4</sup> No mesmo período, a produtividade do trabalho por pessoa empregada nos Estados Unidos aumentou cerca de 44% (ou 1,8% por ano), enquanto na área do euro aumentou apenas 20% (ou 0,8% por ano).

<sup>5</sup> Ver Van Ark, B., O'Mahoney, M. e Timmer, M., *The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes*, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n.º 1, 2008, pp. 25-44; Schivardi, F. e Schmitz, T., *The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades*, *Journal of the European Economic Association*, vol. 8, n.º 5, 2020, pp. 2441-2486; e Hsieh, C.-T., Klenow, P. J. e Shimizu, K., *Romer or Ricardo?*, *Working Papers*, Hoover Institution, 2022.

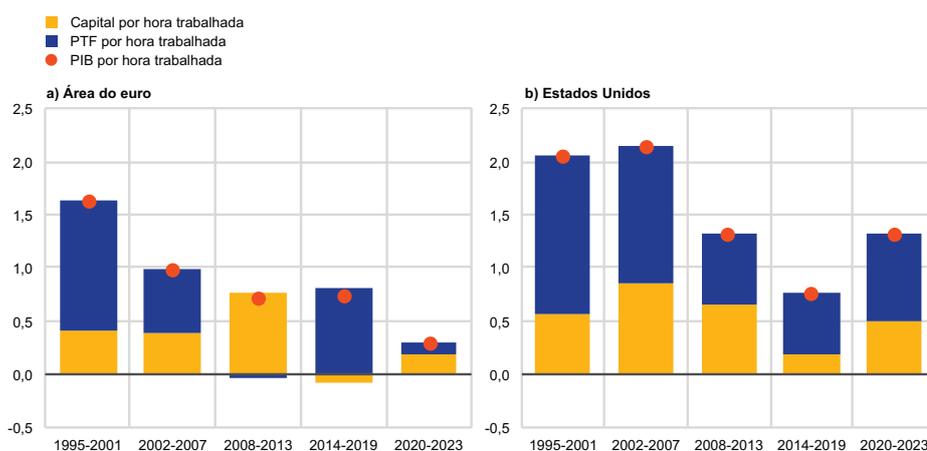
<sup>6</sup> Ver Reis, R., *Letting large European firms grow*, *Think Tank*, Parlamento Europeu, 2024, e Poschke, M., *The Firm Size Distribution across Countries and Skill-Biased Change in Entrepreneurial Technology*, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 10, n.º 3, 2018, pp. 1-41; e Anderton, R., Botelho, V. e Reimers, P., *Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?*, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2794, BCE, Frankfurt am Main, março de 2023.

utilizando dados do projeto EU KLEMS (sobre os fatores de produção capital (K), trabalho (L), energia (E), materiais (M) e serviços (S)) mostram que, no período entre 1995 e 2019, o setor da informação e das comunicações nos Estados Unidos contribuiu com cerca de 20% para o crescimento da produtividade total do trabalho por hora trabalhada no país, ao passo que, na área do euro, o contributo deste setor foi de apenas cerca de 12%.

## Gráfico D

### Decomposição do crescimento da produtividade do trabalho por hora trabalhada

(percentagens anuais)



Fontes: Base de dados AMECO da Comissão Europeia e cálculos de especialistas do BCE.

### Em síntese, a divergência no crescimento da produtividade entre a área do euro e os Estados Unidos apresenta tanto características cíclicas como estruturais.

O crescimento significativamente mais baixo da produtividade na área do euro ao longo dos últimos quatro anos é explicado, em parte, pela natureza cíclica mais pronunciada do crescimento da produtividade nesta região, por uma contenção mais acentuada e mais duradoura da produção e dos rendimentos reais, pela subida dos preços dos produtos energéticos e pelo impacto mais forte da incerteza relacionada com a guerra da Rússia contra a Ucrânia. Todavia, nas duas décadas anteriores à pandemia, a produtividade do trabalho nos Estados Unidos registou um aumento cerca de duas vezes mais rápido do que na área do euro, o que aponta para a importância de fatores estruturais. Os fatores determinantes foram, e continuam a ser, a maior produtividade do setor da informação e das comunicações nos Estados Unidos e a capacidade de inovação comparativamente menor das empresas da área do euro. Estas diferenças estão potencialmente associadas à menor dimensão média das empresas na área do euro. Os contributos mais baixos da intensificação do capital e da PTF na área do euro também ajudam a explicar esta divergência. Medidas para incentivar o investimento produtivo e aumentar o crescimento da PTF poderiam apoiar a produtividade no médio prazo<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> O desvio histórico da produtividade em relação aos Estados Unidos também é discutido a nível da UE em Draghi, M., "O futuro da competitividade europeia – Uma estratégia de competitividade para a Europa", relatório apresentado à Comissão Europeia, 9 de setembro de 2024. Este relatório sugere que, a fim de aumentar a sua competitividade, a Europa deve tomar medidas que visem melhorar as condições para a inovação radical.

## 2 Contabilizar a natureza na atividade económica da área do euro

Por Mariana Martins Cardoso e Miles Parker

**A natureza contribui para a produção económica com um conjunto de serviços críticos, muitos dos quais não são suficientemente contabilizados nas estatísticas económicas padronizadas.** Geralmente designados “serviços de ecossistema”, estes contributos incluem funções cruciais como a polinização, a filtração do ar e da água, o sequestro de carbono e o fornecimento de culturas e madeira e outros recursos. O valor destes serviços raramente é medido diretamente em estatísticas como o PIB. Por exemplo, o preço dos produtos alimentares inclui implicitamente o valor económico da polinização natural, mas, na ausência de uma medição direta, esse valor é atribuído ao setor agrícola.

**Estão em curso esforços para melhor incluir a natureza nas medições da atividade económica.** A presente caixa trata dois desses esforços: o projeto “Contabilidade Integrada do Capital Natural” (*Integrated Natural Capital Accounting* – INCA) elaborado pelo Centro Comum de Investigação (*Joint Research Centre* – JRC) da Comissão Europeia e a iniciativa da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) para medir o crescimento do PIB ajustado de poluição. Embora estas medições só abranjam parcialmente o contributo económico da natureza, oferecem, ainda assim, informações úteis sobre a sua importância na atividade económica da área do euro.

**O INCA baseia-se numa vasta gama de dados geoespaciais e utiliza uma variedade de ferramentas de modelização para calcular o justo valor dos serviços de ecossistema<sup>1</sup>.** Por exemplo, o valor do sequestro de carbono é calculado multiplicando as estimativas do custo social do carbono pelo volume sequestrado, utilizando dados de satélite sobre o coberto vegetal. Em 2019, o valor estimado dos serviços de ecossistema na UE ascendeu a mais de 234 mil milhões de euros, globalmente equivalente ao valor acrescentado bruto combinado dos setores da agricultura e silvicultura (quadro A). Embora estes dois setores representem uma grande parte da utilização dos serviços de ecossistema, outros setores também foram grandes utilizadores destes serviços. As famílias beneficiaram de atividades recreativas na natureza, o serviço de ecossistema de maior valor entre os estudados.

---

<sup>1</sup> Centro Comum de Investigação, [Accounting for ecosystems and their services in the European Union \(INCA\)](#), Comissão Europeia, 2021.

## Quadro A

### Valor estimado dos serviços de ecossistema nos 28 Estados-Membros da UE em 2019

(em milhões de euros)

Serviço de ecossistema	Método de avaliação	Valor
Fornecimento de culturas	Percentagem do preço de mercado das culturas	23 145
Fornecimento de madeira	Percentagem da produção silvícola	16 379
Polinização	Valor de mercado do aumento da produção	4 977
Sequestro de carbono	Custo social do carbono	13 271
Controlo de cheias	Custo dos danos evitados	18 016
Purificação da água	Método do custo de substituição	61 882
Atividades recreativas na natureza	Método do custo de viagem	80 262
Abastecimento de água	Método do custo de substituição	4 887
Filtração do ar de partículas PM2,5	Custos com cuidados de saúde evitados	10 446
Pesca de peixe de água salgada	Resultado líquido	1 042
<b>Total</b>		<b>234 307</b>

Fonte: JRC (2021).

**A incorporação de fatores naturais e ambientais enriquece a análise dos fatores impulsionadores do crescimento económico**<sup>2</sup>. A OCDE calcula o PIB ajustado de poluição subtraindo o custo estimado da poluição, nomeadamente a causada por dióxido de carbono, azoto, enxofre e partículas. Esses custos incluem alterações climáticas, danos causados aos ecossistemas, doenças e mortes<sup>3</sup>. Por conseguinte, o PIB ajustado de poluição é inferior ao PIB apresentado nas contas nacionais. Numa análise contabilística do crescimento padrão, são três os fatores que mais contribuem para o crescimento económico: o capital produzido (como máquinas, edifícios e infraestruturas), o trabalho e a produtividade total dos fatores (PTF). A PTF é geralmente calculada como o valor residual depois de deduzidos os contributos do capital e do trabalho à produção. A OCDE amplia este exercício ao medir igualmente o contributo para o crescimento de uma maior exploração da natureza (através do aumento da exploração mineira ou florestal, por exemplo). A PTF ajustada de fatores ambientais pode então ser calculada como o valor residual resultante da subtração destes contributos ao PIB ajustado de poluição.

**Produzir o mesmo produto com menos fatores de produção faz aumentar o valor acrescentado; de igual modo, gerar o mesmo produto com menos poluição faz aumentar o valor acrescentado, numa perspetiva ambiental a longo prazo.** Entre 1996 e 2018, a poluição diminuiu substancialmente na maioria das economias europeias, adicionando mais de 0,3 pontos percentuais ao crescimento anual do PIB (ajustado de poluição) na Alemanha, França e Itália (quadro B), o que representou mais do dobro do ajustamento em termos de poluição dos Estados Unidos. Na China e na Índia, o crescimento do PIB ocorreu à custa do aumento da poluição. Em termos dos fatores determinantes, a maior exploração da natureza contribuiu muito pouco para o crescimento médio nos países da OCDE, mas deu um contributo modesto na China e na Índia.

<sup>2</sup> Cárdenas Rodríguez, M. *et al.*, [Environmentally adjusted multifactor productivity: Accounting for renewable natural resources and ecosystem services](#), *OECD Green Growth Papers*, novembro de 2023.

<sup>3</sup> Para conhecer um exemplo do custo das partículas, como a poluição atmosférica, que causou 238 mil mortes prematuras na UE só em 2020, ver [Health impacts of air pollution in Europe](#), Agência Europeia do Ambiente, 2022.

## Quadro B

### Contributos ajustados em termos da natureza para o crescimento nas principais economias

(crescimento: variação anual em percentagem; contributo: pontos percentuais)

País	Medidas do crescimento do produto			Contributos para o crescimento do produto			
	Crescimento do PIB	Crescimento do PIB ajustado de poluição	Diferença	Contributo do trabalho	Contributo do capital produzido	Contributo da exploração da natureza	Crescimento da PTF ajustada de fatores ambientais
França	1,61	1,98	0,37	0,30	0,58	0,00	1,11
Alemanha	1,40	1,73	0,33	0,17	0,40	-0,01	1,17
Itália	0,60	0,95	0,36	0,17	0,41	-0,01	0,38
Países Baixos	1,99	2,22	0,22	0,55	0,57	-0,02	1,12
Espanha	2,14	2,25	0,11	0,87	0,76	0,00	0,62
Média da UE27	1,78	2,07	0,28	0,29	0,67	-0,01	1,12
Estados Unidos	2,45	2,62	0,17	0,45	0,70	0,02	1,45
China	8,67	8,09	-0,58	0,33	2,60	0,12	5,05
Índia	6,81	6,28	-0,53	0,54	2,50	0,05	3,19

Fontes: Cárdenas Rodríguez *et al.* (2023) e cálculos do BCE.

Nota: Média para o período 1996-2018.

### Estes ajustamentos ambientais traduzem-se num maior crescimento da produtividade medida na Europa (gráfico A).

Publicações recentes do BCE sublinharam a forma como a redução das emissões durante a transição ecológica poderá reduzir temporariamente a produtividade medida<sup>4</sup>. Estes dados sugerem que este processo pode já estar a ocorrer. As medições da PTF padrão revelam um abrandamento do crescimento médio anual da produtividade no período de 2009 a 2018 em relação ao período de 1996 a 2008 tanto num conjunto de 12 países da área do euro (12PAE) (0,2% face a 0,5%) como nos Estados Unidos (0,6% em comparação com 1,2%)<sup>5</sup>. Embora a PTF ajustada de fatores ambientais também tenha caído entre estes dois períodos, apresenta um cenário menos pessimista do crescimento recente da produtividade. Nesta base, o crescimento da PTF situou-se, em média, em 0,6% no 12PAE e em 1% nos Estados Unidos entre 2009 e 2018<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Ver o artigo intitulado [How climate change affects potential output](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2023; e [Bijnens \*et al.\*, The impact of climate change and policies on productivity](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais do BCE*, n.º 340, 2024.

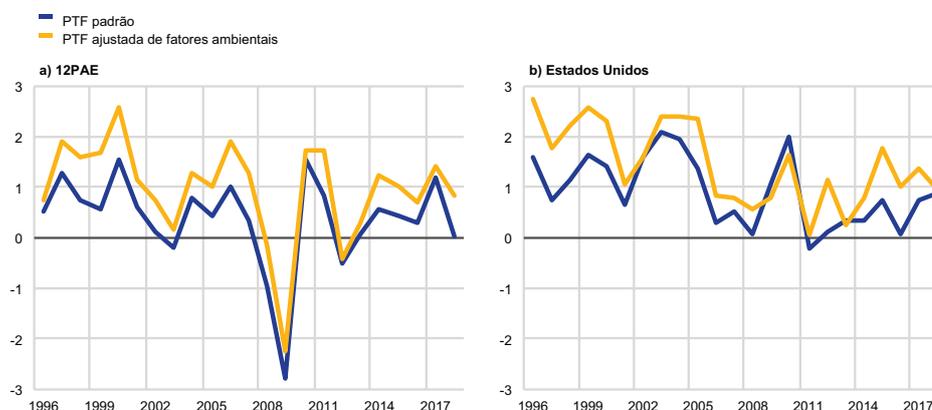
<sup>5</sup> O conjunto 12PAE inclui a Bélgica, a Alemanha, a Irlanda, a Grécia, a Espanha, a França, a Itália, o Luxemburgo, os Países Baixos, a Áustria, Portugal e a Finlândia, ponderados pelo PIB em 2013.

<sup>6</sup> O valor do 12PAE de 2009 influencia fortemente estas médias. Entre 2010 e 2018, o crescimento médio da PTF ajustada de fatores ambientais no 12PAE esteve globalmente em linha com o valor dos Estados Unidos.

## Gráfico A

### Diferença entre PTF padrão e crescimento da PTF ajustada de fatores ambientais

(em percentagem anual)



Fontes: Cárdenas Rodríguez et al. (2023), OCDE e cálculos do BCE.

Nota: O conjunto 12PAE inclui a Bélgica, a Alemanha, a Irlanda, a Grécia, a Espanha, a França, a Itália, o Luxemburgo, os Países Baixos, a Áustria, Portugal e a Finlândia, ponderados pelo PIB de 2013.

**É provável que a verdadeira importância da natureza para a atividade económica exceda as estimativas acima referidas, pelo que a contínua degradação da natureza pode reduzir substancialmente a capacidade produtiva futura<sup>7</sup>.** Muitos serviços de ecossistema ainda não estão quantificados,

o que resulta numa subestimação do seu valor. Além disso, a sua importância económica depende igualmente do facto de poderem ser substituídos por outros fatores de produção. Por exemplo, o trabalho manual já substituiu a polinização natural de algumas culturas de elevado valor, mas seria impossível fazê-lo para todas as culturas. A sobre-exploração dos recursos naturais pode impulsionar a produção no curto prazo, mas pode ser insustentável em horizontes mais longos, uma vez que, em última análise, a degradação da natureza reduz o fluxo de serviços de ecossistema e, por conseguinte, a atividade económica<sup>8</sup>.

**A medição direta dos serviços de ecossistema no PIB é um progresso importante, mas insuficiente para compreender os impactos a longo prazo.**

Estão já previstas algumas melhorias em matéria de dados, com o Eurostat a planear publicar contas dos ecossistemas a partir de 2026, com base no trabalho realizado no âmbito do INCA. Inicialmente, abrangerá sete serviços de ecossistema em unidades físicas (por exemplo, volume de culturas atribuível à polinização selvagem ou toneladas de carbono sequestrado), estando a ser estudada a viabilidade de calcular o valor monetário<sup>9</sup>. No entanto, o produto interno *bruto* não capta todos os impactos da degradação da natureza, uma vez que não inclui a depreciação do capital. Por conseguinte, a degradação da natureza resultante da sua exploração insustentável nunca será incluída no PIB, mesmo quando os

<sup>7</sup> Ver Döhning, B., et al., *Reflections on the Role of Natural Capital for Economic Activity*, *European Economy Discussion Papers*, n.º 180, Comissão Europeia, fevereiro de 2023.

<sup>8</sup> Ver Kuchler, T. et al., *The economics of biodiversity loss*, documento apresentado no Fórum do BCE em Sintra, 2024.

<sup>9</sup> Fornecimento de culturas, polinização de culturas, fornecimento de madeira, filtração do ar, regulação mundial do clima, regulação local do clima e serviços relacionados com o turismo de natureza. Ver [Regulamento que altera o Regulamento \(UE\) n.º 691/2011 no que diz respeito à introdução de novos módulos de contas económicas do ambiente \(COM/2022/329\)](#).

serviços de ecossistema são reconhecidos. Para compreender plenamente as implicações para a produção futura, é necessário prestar atenção ao produto interno líquido, que efetivamente contabiliza a depreciação. Além disso, vários serviços de ecossistema reduzem o impacto dos fenómenos climáticos extremos, como as cheias. Os benefícios económicos podem ser substanciais, mas não são observáveis, e só podem ser calculados utilizando modelos económicos que determinem em que medida a atividade seria menor sem a sua proteção.

**É igualmente necessário que haja avanços na modelização económica para melhor quantificar os benefícios proporcionados pelos serviços de ecossistema e identificar quais os setores que deles dependem.** Este

conhecimento ajudará a identificar os casos em que o investimento na natureza poderia proporcionar benefícios líquidos a médio prazo. Ajudará também a clarificar a forma como as perturbações dos serviços de ecossistema, tanto nacionais como no estrangeiro, se propagam na economia através das cadeias de abastecimento. Tais perturbações abrandarão a atividade económica real, independentemente de os serviços de ecossistema serem ou não diretamente medidos. Ver o artigo 2 da presente edição para uma análise mais pormenorizada dos impactos económicos e financeiros da degradação da natureza e da perda de biodiversidade.

### 3 Por que motivo as famílias da área do euro ainda se mostram pessimistas e quais as implicações para o consumo privado?

Por Alina Bobasu, Dario Esposito e Johannes Gareis

**A confiança dos consumidores da área do euro caiu a pique quando a Rússia lançou a invasão em grande escala da Ucrânia, mantendo-se desde então num nível baixo, não obstante alguma recuperação.**

Houve uma melhoria gradual da confiança dos consumidores face ao mínimo posterior à invasão registado em setembro de 2022, a qual, no entanto, não regressou à média anterior à pandemia, situando-se, em agosto de 2024, muito abaixo dos níveis anteriores à invasão (gráfico A). A presente caixa analisa os fatores subjacentes que explicam esta confiança moderada dos consumidores e avalia as implicações de uma confiança persistentemente baixa para o consumo privado no curto prazo.

**As expetativas das famílias relativamente à situação económica geral em particular estão a afetar a confiança dos consumidores.**

O índice de confiança dos consumidores da Comissão Europeia é um indicador compósito calculado como a média aritmética da série dos saldos (ou seja, a percentagem de respostas positivas menos a percentagem de respostas negativas) para quatro questões do inquérito. Estas questões estão relacionadas com as expetativas das famílias para os próximos 12 meses, no que respeita à sua situação financeira, à situação económica geral e às compras importantes, bem como à perceção da sua situação financeira nos últimos 12 meses<sup>1</sup>. As expetativas das famílias em relação à situação económica geral mantiveram-se, em grande medida, inalteradas desde meados de 2023, impedindo uma nova recuperação da confiança dos consumidores na sequência da melhoria observada após a queda registada depois da invasão (gráfico A). Em contrapartida, as restantes componentes da confiança dos consumidores continuaram a melhorar, com a avaliação das famílias da sua situação financeira passada e da intenção de realizar compras importantes a situar-se, em meados de 2024, ligeiramente acima das médias anteriores à pandemia.

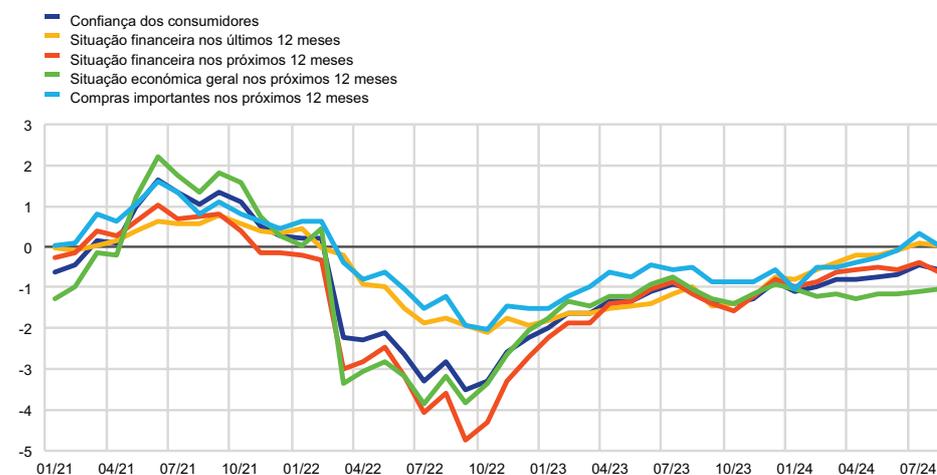
---

<sup>1</sup> Ver [A revised consumer confidence indicator](#), Comissão Europeia, 2018.

## Gráfico A

### Confiança dos consumidores e respetivas componentes

(saldos normalizados em percentagem)



Fontes: Comissão Europeia e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Os dados são normalizados para o período de janeiro de 1999 a dezembro de 2019 e a linha do zero assinala a média anterior à pandemia. As últimas observações referem-se a agosto de 2024.

### Um modelo de regressão linear capta a relação histórica entre a confiança dos consumidores e vários fatores determinantes do consumo privado<sup>2</sup>.

O modelo procede à regressão da confiança dos consumidores numa constante, dois desfasamentos entre a confiança dos consumidores e os valores contemporâneos da taxa de inflação, a taxa de desemprego, uma medida dos custos de financiamento, a variação homóloga em percentagem dos preços das ações, a variação homóloga em percentagem dos preços da habitação e as expetativas das famílias no que respeita à inflação e ao desemprego para os próximos 12 meses<sup>3</sup>. Os desfasamentos permitem uma resposta gradual da confiança dos consumidores a alterações nas outras variáveis. São incluídas as expetativas das famílias quanto à inflação e ao desemprego futuros, uma vez que, frequentemente, refletem melhor a confiança dos consumidores do que os resultados observados, tendo em conta que moldam a perceção do bem-estar das famílias<sup>4</sup>. Refletem também, por definição, a natureza prospetiva da maioria das componentes da confiança dos consumidores<sup>5</sup>.

<sup>2</sup> Ver também Bolhuis, M. A., Cramer, J. N., Schulz, K. O. e Summers, L. H., [The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly](#), *Working Paper*, n.º 32163, National Bureau of Economic Research, fevereiro de 2024.

<sup>3</sup> As expetativas das famílias no que respeita à inflação e ao desemprego são retiradas do inquérito da Comissão Europeia às empresas e aos consumidores. As primeiras referem-se às expetativas de inflação trimestrais para os próximos 12 meses em termos quantitativos, enquanto as segundas se referem às expetativas de desemprego das famílias para os próximos 12 meses em termos qualitativos.

<sup>4</sup> Para informações sobre a pertinência das expetativas de inflação das famílias para a confiança dos consumidores da área do euro, ver [European Business Cycle Indicators 2<sup>nd</sup> Quarter 2024: Low consumer confidence and the economy – Insights from the euro area](#), *Technical Paper*, n.º 074, Comissão Europeia, julho de 2024.

<sup>5</sup> No entanto, uma vez que as expetativas das famílias, em 2022, no que respeita à inflação e ao desemprego no futuro foram colineares com a incerteza geral em torno da invasão da Ucrânia pela Rússia, os coeficientes estimados para estas duas variáveis no modelo podem também captar fatores relacionados com a guerra, excluindo efeitos de inflação e desemprego.

**De acordo com o modelo, a subida da inflação observada e esperada foi a causa inicial da queda da confiança dos consumidores, em comparação com o período anterior à invasão, seguida posteriormente pelos efeitos cada vez mais negativos de custos de endividamento mais elevados, associados à descida dos preços da habitação.** Os resultados do modelo

mostram que a diminuição da confiança dos consumidores na área do euro após a invasão da Ucrânia pela Rússia comparativamente ao quarto trimestre de 2021 foi, em grande medida, explicada pela subida da inflação – quer observada quer esperada (gráfico B). Por seu turno, a subsequente recuperação da confiança dos consumidores foi apoiada sobretudo pela queda da inflação observada e pela descida da inflação esperada. As expetativas de desemprego das famílias também diminuíram em 2023 em comparação com 2022, mas, a partir do segundo trimestre de 2024, permaneceram mais elevadas do que no quarto trimestre de 2021<sup>6</sup>.

Além disso, a maior restritividade da política monetária contribuiu para custos de endividamento mais elevados e para uma descida dos preços da habitação, que começaram a afetar negativamente a confiança dos consumidores a partir de meados de 2022. Por último, tal como indicado pelo contributo negativo dos valores residuais da regressão, a confiança dos consumidores permaneceu ligeiramente mais fraca em comparação com o quarto trimestre de 2021, devido a outros fatores não captados no modelo, possivelmente refletindo a elevada incerteza geopolítica e em matéria de políticas económicas<sup>7</sup>.

---

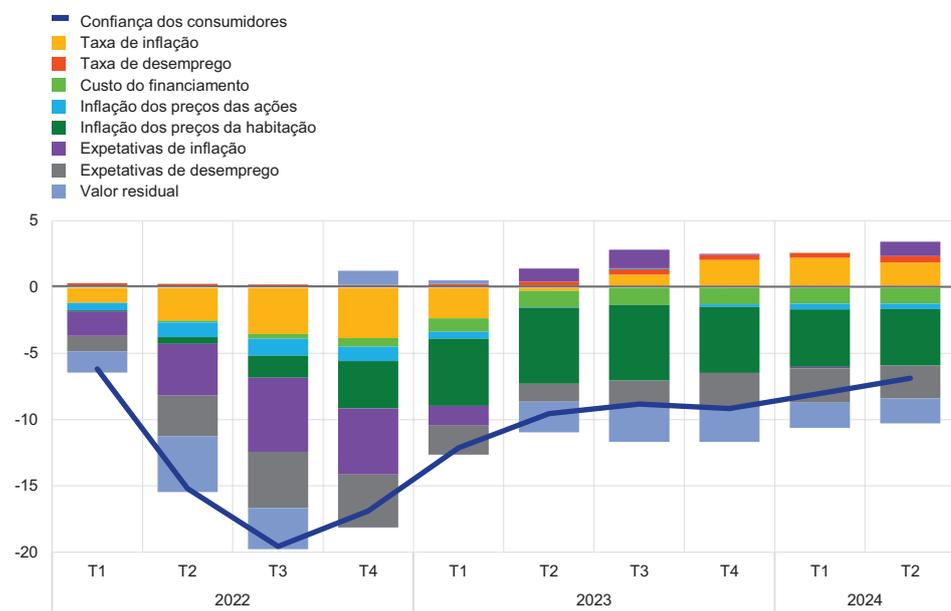
<sup>6</sup> As expetativas de desemprego elevadas comparativamente ao quarto trimestre de 2021 contrastam com os resultados favoráveis no mercado de trabalho, tendo a taxa de desemprego diminuído de forma constante entre o quarto trimestre de 2021 e o segundo trimestre de 2024, apoiando marginalmente a confiança dos consumidores nesse período. As expetativas relativas à taxa de desemprego e ao desemprego apoiaram a confiança dos consumidores no segundo trimestre de 2024, uma vez que ambas se situaram abaixo das respetivas médias anteriores à pandemia.

<sup>7</sup> Esta conclusão está globalmente em consonância com o índice de incerteza dos consumidores da Comissão Europeia, que caiu significativamente desde o pico registado no terceiro trimestre de 2022 até ao segundo trimestre de 2024, mas permaneceu elevado em comparação com o nível registado no quarto trimestre de 2021.

## Gráfico B

### Fatores impulsionadores da confiança dos consumidores baseados em modelos

(saldo em percentagem e contributos em pontos percentuais, desvios face ao T4 de 2021)



Fontes: Comissão Europeia, Eurostat, BCE e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O gráfico mostra os contributos dos regressores para uma regressão da confiança trimestral dos consumidores numa constante, dois desfasamentos entre a confiança dos consumidores e os valores contemporâneos da taxa de inflação, a taxa de desemprego, uma medida dos custos de financiamento, a variação homóloga em percentagem dos preços das ações, a variação homóloga em percentagem dos preços trimestrais da habitação e as expetativas das famílias no que respeita à inflação e ao desemprego para os próximos 12 meses. O custo do financiamento é aproximado pela taxa de juro do crédito ao consumo. O modelo é estimado utilizando dados do primeiro trimestre de 2004 ao segundo trimestre de 2024 e inclui uma variável artificial (*dummy*) para cada trimestre de 2020. Os dados mais recentes referem-se ao segundo trimestre de 2024, à exceção da inflação dos preços da habitação, que se projeta para o segundo trimestre de 2024 utilizando um modelo univariado AR(2).

### A confiança dos consumidores tende a estar fortemente correlacionada com o crescimento do consumo privado.

Como se mostrou acima, a confiança dos consumidores é moldada por variáveis que também são determinantes do consumo privado, o que, por conseguinte, reflete informações fundamentais sobre o estado atual e futuro da economia<sup>8</sup>. A título de exemplo, no período anterior à pandemia, a confiança dos consumidores estava, em geral, fortemente correlacionada com o crescimento trimestral do consumo, especialmente durante abrandamentos económicos<sup>9</sup>.

### O facto de a confiança dos consumidores permanecer moderada sugere que o consumo privado melhorará apenas moderadamente no curto prazo.

Um modelo de equação-ponte (*bridge equation model*) que liga a confiança trimestral dos consumidores ao crescimento trimestral do consumo privado prevê um ligeiro

<sup>8</sup> Uma vantagem óbvia do índice de confiança dos consumidores relativamente aos determinantes do consumo privado é a sua atualidade. Ver igualmente a caixa intitulada [Does consumer confidence predict private consumption?](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2015.

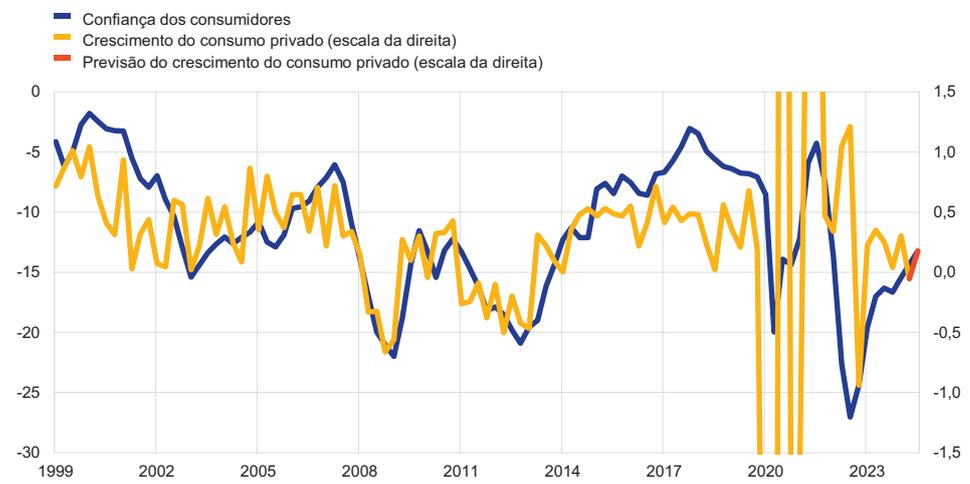
<sup>9</sup> Ver igualmente o artigo intitulado [Confidence indicators and economic developments](#), *Boletim Mensal*, BCE, janeiro de 2013.

aumento das despesas de consumo no terceiro trimestre de 2024 (gráfico C)<sup>10</sup>. Contudo, as perspetivas para o consumo privado encontram-se ensombradas pela incerteza quanto à evolução dos fatores subjacentes que impulsionam a confiança dos consumidores. No futuro, é provável que a confiança dos consumidores da área do euro continue a melhorar à medida que a inflação diminua novamente, os mercados de trabalho resilientes proporcionem apoio contínuo e os rendimentos reais recuperem. No entanto, os efeitos da recente ronda de aumento da restritividade da política monetária deverão persistir durante algum tempo, e a elevada incerteza geopolítica e em matéria de políticas económicas poderá atenuar a sua recuperação.

### Gráfico C

#### Confiança dos consumidores e crescimento do consumo privado

(escala da esquerda: saldos em percentagem; escala da direita: taxas de variação trimestrais em cadeia (%))



Fontes: Comissão Europeia, Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2024 para o crescimento do consumo privado e a agosto de 2024 para a confiança dos consumidores. A linha vermelha reflete a previsão de crescimento do consumo privado para o terceiro trimestre de 2024, com base num modelo de equação-ponte que procede à regressão do crescimento trimestral do consumo privado numa constante, no seu próprio desfasamento e na confiança trimestral contemporânea dos consumidores, utilizando dados do primeiro trimestre de 1999 ao segundo trimestre de 2024 e incluindo uma variável artificial (*dummy*) para cada trimestre em 2020. A previsão para o terceiro trimestre de 2024 pressupõe a confiança trimestral dos consumidores no nível médio de julho e agosto.

<sup>10</sup> Uma avaliação fora da amostra do modelo de equação-ponte mostra que a capacidade de previsão, medida pela raiz quadrada do erro quadrático médio de previsão, se deteriorou significativamente durante a pandemia, mas melhorou a partir do início de 2023. No que respeita às componentes da confiança dos consumidores, a avaliação mostra que as expetativas financeiras das famílias estavam um pouco mais estreitamente correlacionadas com o crescimento do consumo privado do que a confiança global dos consumidores antes da pandemia, mas as diferenças relativas entre o poder preditivo das componentes tornaram-se marginais no período mais recente. De um modo geral, estes resultados da avaliação devem ser interpretados com cautela, tendo em conta a pequena amostra disponível para o período mais recente, e devem ser analisados face aos novos dados entretanto disponibilizados. Ver igualmente a caixa intitulada [Is the PMI a reliable indicator for nowcasting euro area real GDP?](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2024.

## 4 Conclusões de um inquérito a empresas líderes sobre as tendências no mercado de trabalho e a adoção de IA generativa

Por Agostino Consolo, Guzmán González-Torres Fernández, Richard Morris e Christofer Schroeder

**Um inquérito recente do BCE averiguou junto das principais sociedades não financeiras quais os fatores impulsionadores de algumas características-chave do mercado de trabalho da área do euro nos últimos anos.** Estas características incluem uma tendência crescente de as empresas aludirem a dificuldades em termos de recrutamento; emprego elevado e crescente, apesar da estagnação da atividade económica (e, por conseguinte, da redução da produtividade do trabalho); uma queda considerável da média de horas trabalhadas; e um aumento do teletrabalho. Esta parte do inquérito incluiu um conjunto de afirmações genéricas com as quais os inquiridos podiam concordar, concordar plenamente, discordar, discordar plenamente, ou não concordar nem discordar. Solicitou-se aos inquiridos que adotassem uma perspetiva de médio prazo, comparando a atual conjuntura com a de há cinco a dez anos. Caso concordassem, ou concordassem plenamente, com uma afirmação genérica, foi-lhes igualmente pedido que respondessem a um conjunto de sub-afirmações que explorassem as razões para tal.

**As empresas foram também inquiridas sobre a adoção de inteligência artificial generativa (IA generativa).** A IA generativa é o mais recente avanço numa fase de rápido desenvolvimento tecnológico, com potencial para um impacto profundo no mercado de trabalho e na produtividade. O inquérito perguntou às empresas: i) se utilizavam IA generativa numa ótica operacional e, em caso afirmativo, ii) desde quando; iii) qual a percentagem de trabalhadores que utilizava IA generativa no seu trabalho pelo menos uma vez por semana; e iv) quais tinham sido as principais razões para a sua adoção. O inquérito foi enviado às empresas com as quais o BCE mantém contactos regulares para recolher informação sobre as perspetivas para a atividade, os preços e o emprego<sup>1</sup>. Decorreu entre o final de maio e o final de junho de 2024 e recebeu 46 respostas.

**Na sua esmagadora maioria, os inquiridos concordaram que o recrutamento se tinha tornado mais difícil nos últimos anos, salientando a escassez de mão de obra com as competências necessárias (gráfico A).** Mais de 90% concordaram, ou concordaram plenamente, com a afirmação de que o recrutamento dos trabalhadores de que necessitavam se tinha tornado mais difícil do que há cinco a dez anos, o que é indicativo de escassez generalizada de mão de obra. Destes, 90% concordaram que havia escassez de candidatos com as competências de que necessitavam, o que sugere uma escassez de mão de obra qualificada. Uma percentagem um pouco menor – embora significativa – (ligeiramente inferior a 50%) afirmou que existia escassez generalizada de candidatos, independentemente das competências necessárias. As empresas que registaram uma escassez geral de

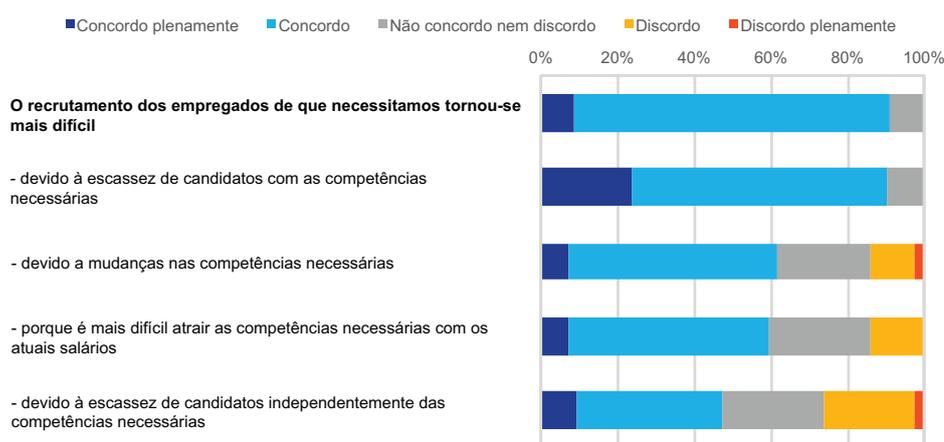
<sup>1</sup> Para mais informações sobre a natureza e a finalidade destes contactos, ver o artigo intitulado [The ECB's dialogue with non-financial companies](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2021.

candidatos foram sobretudo as ativas em setores de serviços que utilizam mais mão de obra ou as que têm uma produção significativa na Alemanha. No que diz respeito aos fatores do lado da procura, cerca de dois terços concordaram que as mudanças nas competências de que precisavam tinham conduzido a maiores dificuldades de contratação, enquanto quase 60% afirmaram que as tabelas salariais prevaletentes tornaram mais difícil atrair trabalhadores com as competências necessárias.

## Gráfico A

### Resumo das respostas relativas à escassez de mão de obra

(percentagens de respostas)



Fonte: BCE.

Notas: As barras indicam as percentagens de inquiridos que deram cada uma das cinco respostas possíveis. Pediu-se a todos os inquiridos que respondessem à afirmação genérica a negrito. Se concordassem, ou concordassem plenamente, eram igualmente convidados a responder às sub-afirmações. As percentagens relativas às sub-afirmações referem-se ao subconjunto de inquiridos que concordou, ou concordou plenamente, com a afirmação genérica.

**Um pouco mais de um terço dos inquiridos concordou que as suas empresas estavam mais predispostas a reter trabalhadores quando as condições de negócio se deterioravam, tendo quase todos associado esta situação à dificuldade esperada de recrutamento quando as condições melhoravam (gráfico B).** Tal aponta para uma forte ligação entre a acumulação e a escassez de mão de obra. Verificou-se um maior desacordo do que acordo com cada uma das

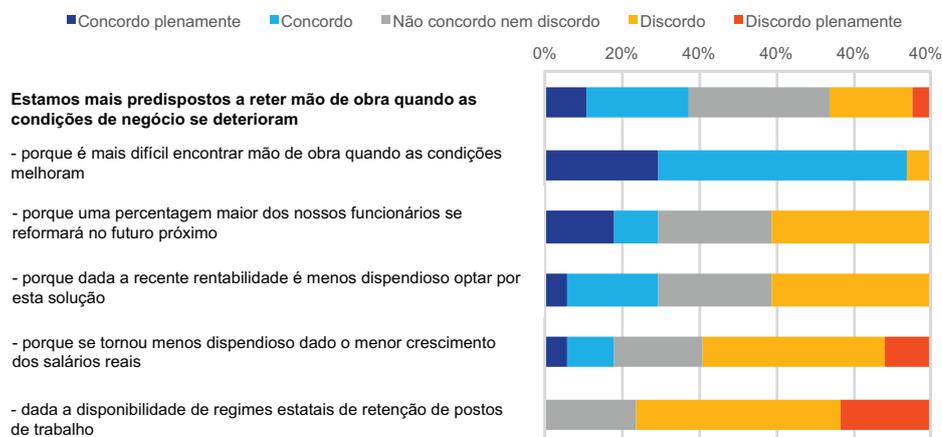
outras sub-afirmações, embora cerca de metade das empresas mais predispostas a reter os empregados tenha concordado que pelo menos um outro fator era relevante. Cerca de um terço afirmou que um aumento esperado das reformas no futuro próximo era um desses fatores. Uma percentagem semelhante concordou que a recente rentabilidade tinha tornado a retenção de mão de obra mais acessível e cerca de 20% concordou que o menor crescimento dos salários reais também contribuía. Tal dá alguma sustentação, embora limitada, a análises anteriores sobre a importância destes fatores para a resiliência do emprego desde o final de 2022<sup>2</sup>. Nenhum dos inquiridos concordou com a afirmação de que os regimes estatais de retenção de postos de trabalho tinham contribuído para esta situação.

<sup>2</sup> Ver as caixas intituladas [Margens de lucro mais elevadas ajudaram as empresas a acumular mão de obra](#) e [Fatores impulsionadores do crescimento do emprego na área do euro após a pandemia – uma perspetiva baseada em modelos](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2024.

## Gráfico B

### Resumo das respostas relativas à acumulação de mão de obra

(percentagens de respostas)



Fonte: BCE.

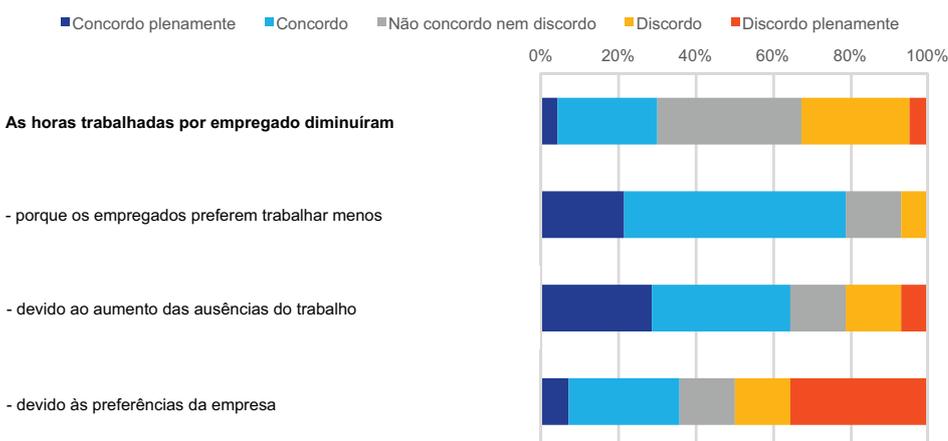
Nota: Ver as notas do gráfico A.

**Entre os inquiridos que concordaram que as horas trabalhadas por empregado tinham diminuído, a razão mais importante dada foi a preferência dos empregados por trabalhar menos (gráfico C).** Dos que concordaram que as horas trabalhadas tinham diminuído, 80% afirmaram que tal era (pelo menos em parte) porque os empregados preferiam trabalhar menos e dois terços que isto se devia a um aumento das ausências do trabalho. Pelo contrário, apenas um terço afirmou que tal refletia as preferências da empresa (embora mais de metade tenha discordado desta sub-afirmação, incluindo um terço que discordou plenamente).

## Gráfico C

### Resumo das respostas relativas às horas trabalhadas

(percentagens de respostas)

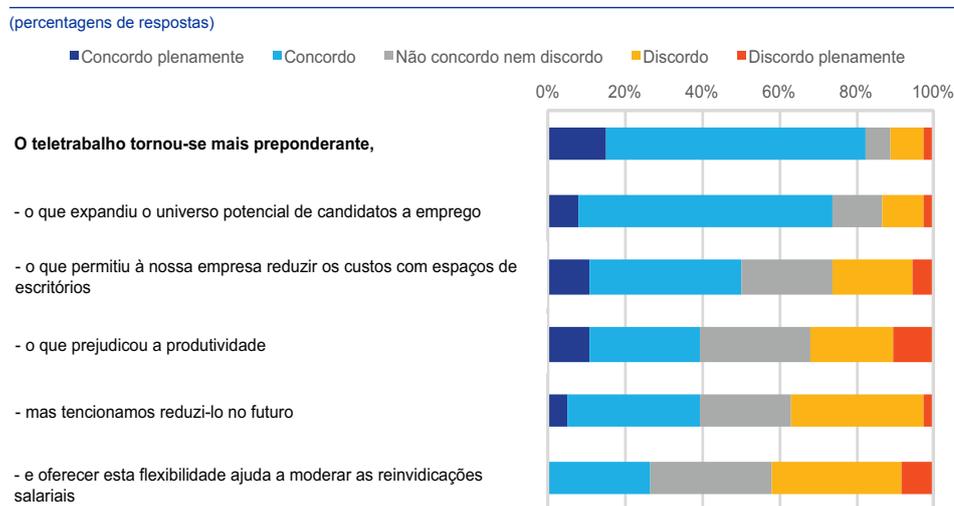


Fonte: BCE.

Nota: Ver as notas do gráfico A.

**Os inquiridos confirmaram o aumento generalizado do teletrabalho, tendo a maioria concordado que este expandia o universo potencial de candidatas a emprego (gráfico D).** Dos pouco mais de 80% que afirmaram que o teletrabalho se tinha tornado mais preponderante, três quartos concordaram que este número tinha expandido o universo potencial de candidatas a emprego. Cerca de metade afirmou ter permitido à empresa reduzir os seus espaços de escritórios e os custos fixos associados. Em contraste, apenas um quarto concordou que tinha ajudado a moderar as reivindicações salariais, enquanto quase metade discordou. Cerca de 40% concordaram com a afirmação de que o aumento do teletrabalho tinha prejudicado a produtividade (com uma percentagem semelhante a afirmar que pretendiam reduzir o teletrabalho no futuro), ao passo que pouco mais de 30% discordaram.

**Gráfico D**  
Resumo das respostas relativas ao teletrabalho



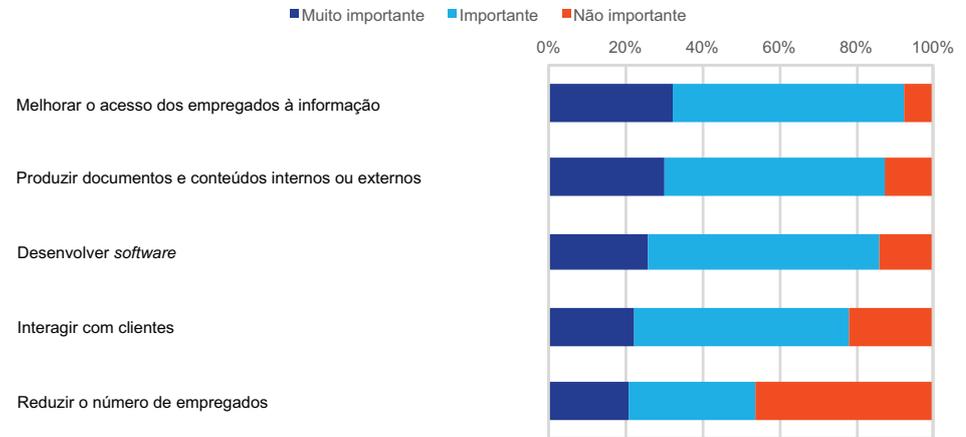
Fonte: BCE.  
Nota: Ver as notas do gráfico A.

**No que respeita às perguntas sobre a utilização de IA generativa, quase três quartos dos inquiridos afirmaram que as suas empresas já estavam a utilizar esta tecnologia e que um amplo leque de razões subjazia à sua utilização (gráfico E).** Entre os que já utilizam IA generativa numa ótica operacional, a maioria tinha começado relativamente recentemente, com uma adesão significativa em 2023. Cerca de metade estimou que não mais de 10% dos seus funcionários utilizava IA generativa pelo menos uma vez por semana, ao passo que apenas 6% indicou que a percentagem de funcionários que utiliza regularmente a tecnologia excedia 25%. No que diz respeito às principais razões para a adoção de IA generativa, a melhoria do acesso dos trabalhadores à informação foi classificada com o primeiro lugar, sendo considerada importante ou muito importante por mais de 90% dos inquiridos. Logo de seguida, referiu-se a utilização de IA generativa para produzir conteúdos, desenvolver *software* e interagir com clientes. Cerca de metade dos utilizadores da tecnologia concordou que a redução do número de empregados era também um motivo importante. Além disso, vários inquiridos salientaram que o uso de IA generativa ainda se encontrava numa fase experimental, com as empresas a aprenderem e a procurarem identificar casos de uso para aumentar a produtividade, a qualidade e a eficiência.

### Gráfico E

#### Resumo das respostas relativas às principais razões subjacentes à adoção de IA generativa

(percentagens de respostas)



Fonte: BCE.

Nota: As barras indicam as percentagens de inquiridos que deram cada uma das três respostas possíveis.

## 5 Evolução recente dos salários e a importância do desvio salarial

Por Colm Bates, Katalin Bodnár e Kathinka Schlieker

**O acompanhamento dos salários é um elemento-chave da forma como o BCE aborda a análise das perspetivas para a inflação.** Tal reflete o papel preeminente dos salários na dinâmica da inflação subjacente, em particular na componente de serviços, a qual permaneceu persistente. As perspetivas de uma nova desinflação nas projeções macroeconómicas de setembro de 2024 elaboradas por especialistas do BCE têm por base, entre outros fatores, a expectativa de moderação do crescimento dos salários.

**O crescimento salarial na área do euro tem sido elevado desde a reabertura após a pandemia, refletindo igualmente o choque inflacionista que se seguiu ao eclodir da guerra injustificada da Rússia contra a Ucrânia, mas apresenta agora sinais de abrandamento.** Um indicador-chave na avaliação do crescimento salarial na área do euro é a taxa de crescimento homóloga da remuneração por empregado. Esta taxa tinha-se fortalecido sucessivamente para o nível elevado de 5,5% no segundo trimestre de 2023, mas abrandou para 4,8% no primeiro trimestre de 2024 e novamente para 4,3% no segundo trimestre, o que representa uma moderação ligeiramente mais forte do que o esperado nas projeções de setembro elaboradas por especialistas do BCE. Outras medidas salariais, como a remuneração por hora, também mostram sinais de abrandamento. Apesar desta moderação, as taxas de crescimento para os diferentes indicadores mantiveram-se elevadas em torno do dobro das respetivas médias históricas (de cerca de 2,1% para todos os indicadores). A média a longo prazo incorpora igualmente períodos de fraco crescimento dos salários e, por conseguinte, não deve ser vista como indicação de um objetivo. Deste modo, as taxas de crescimento também permanecem acima do crescimento dos salários em consonância com o objetivo de 2% para a inflação e de 1% para o crescimento da produtividade. Tal reflete sobretudo o forte impacto da compensação pela anterior inflação elevada e a correspondente recuperação dos salários reais (gráfico A). As diferenças entre o crescimento da remuneração por empregado e o crescimento dos salários negociados indicam que o “desvio salarial” está a contribuir para a dinâmica salarial<sup>1</sup>.

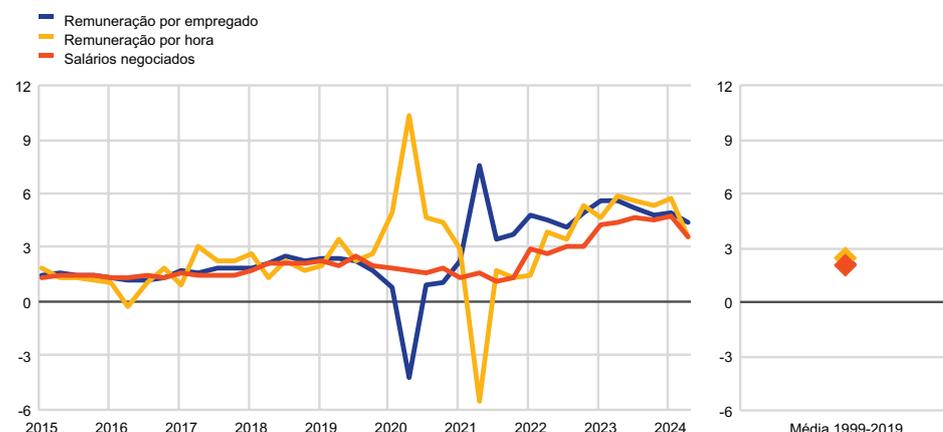
---

<sup>1</sup> Ver também a caixa intitulada [Evolução recente do desvio salarial na área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2018.

## Gráfico A

### Indicadores dos custos do trabalho na área do euro

(taxas de crescimento homólogas (%))



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

Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2024.

**Por definição, o desvio salarial capta todos os elementos dos salários e vencimentos por empregado efetivamente pagos que não estão cobertos por salários negociados coletivamente, tais como pagamentos de bônus individuais e horas extraordinárias.** O crescimento da remuneração por empregado pode ser desagregado em contributos dos salários e vencimentos e das contribuições dos empregadores para a segurança social. O crescimento dos salários e vencimentos por empregado, por seu lado, consiste no crescimento dos salários negociados e do desvio salarial, sendo este último calculado como a diferença entre o crescimento dos salários e vencimentos por empregado e o crescimento dos salários negociados. A série dos salários negociados da área do euro capta o resultado dos processos de negociação coletiva em termos de alterações nas remunerações do empregado médio ou representativo nos setores abrangidos. Inclui igualmente pagamentos pontuais, sempre que estejam abrangidos pelas convenções coletivas. No entanto, os salários e vencimentos têm outras componentes não abrangidas por convenções coletivas, incluindo pagamentos de bônus individuais e aumentos salariais devido a promoções. Estas são captadas no crescimento efetivo dos salários e vencimentos por empregado e, conseqüentemente, no desvio salarial. A nível agregado, o desvio salarial também reflete elementos como as diferenças entre o crescimento dos salários negociados individualmente por oposição aos salários negociados coletivamente, cuja importância aumenta à medida que o número de trabalhadores abrangidos pelos acordos coletivos diminui (e vice-versa). Por último, visto que os salários negociados refletem o salário de um trabalhador representativo ou médio a tempo inteiro, o desvio salarial capta também variações na média de horas trabalhadas (por exemplo, através de horas extraordinárias ou em resultado da alternância entre trabalho a tempo inteiro e a tempo parcial) que determinam a remuneração real.

Alguns destes fatores implicam que o desvio salarial pode refletir alterações de curto prazo nas condições económicas mais rapidamente do que os salários negociados, que são normalmente fixados com algum tempo de antecedência. Deste modo, o desvio salarial é um elemento importante da análise do crescimento efetivo da remuneração dos empregados.

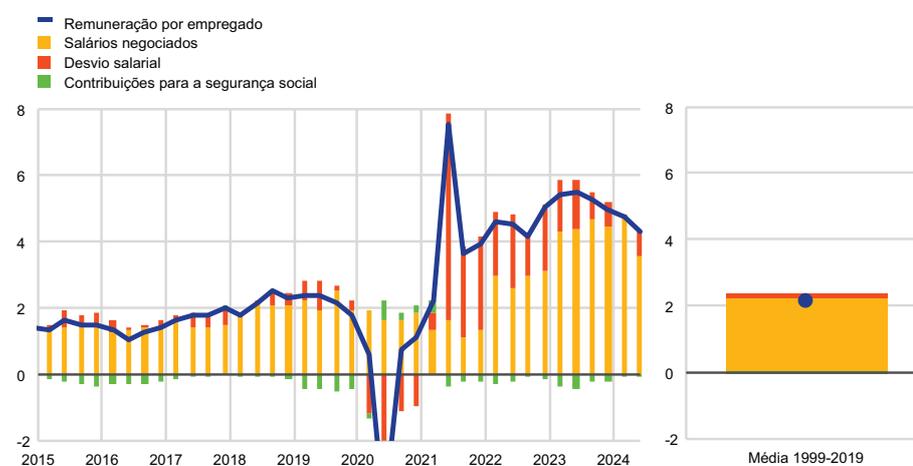
### **A recente moderação do crescimento da remuneração por empregado deveu-se a um abrandamento do desvio salarial.**

O desvio salarial foi um forte fator impulsor do crescimento da remuneração por empregado após a subida acentuada da inflação, o que pode refletir o facto de esta subida ter sido compensada mais cedo nos contratos negociados individualmente ou com antecedência (possivelmente numa base voluntária) nos contratos negociados coletivamente. Os salários negociados tomaram o lugar do desvio salarial na sustentação da pressão em sentido ascendente sobre o crescimento da remuneração por empregado em 2023, o que continuou a verificar-se no segundo trimestre de 2024 (gráfico B). Esta mudança na importância relativa está em consonância com a noção de que, ao longo do tempo, a compensação pela inflação foi “redirecionada” da componente do desvio salarial para os salários negociados, quer sob a forma de aumentos dos salários de base, quer de pagamentos pontuais. O contributo do desvio salarial para o crescimento da remuneração por empregado foi, em média, de 1,5 pontos percentuais em 2022-2023, muito acima do contributo observado antes da pandemia, e, não obstante alguma volatilidade, os níveis recentes ainda se situam acima da média anterior à pandemia (0,2 pontos percentuais entre 1999 e 2019).

### **Gráfico B**

#### **Desagregação do crescimento da remuneração por empregado**

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



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: No painel da esquerda, a escala foi cortada na parte inferior por questões de legibilidade. O valor do crescimento da remuneração por empregado no segundo trimestre de 2020 foi de -4,2%. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2024.

### **O período recente é, assim, um exemplo de como as condições económicas se refletem mais rapidamente no desvio salarial do que no crescimento dos salários negociados.**

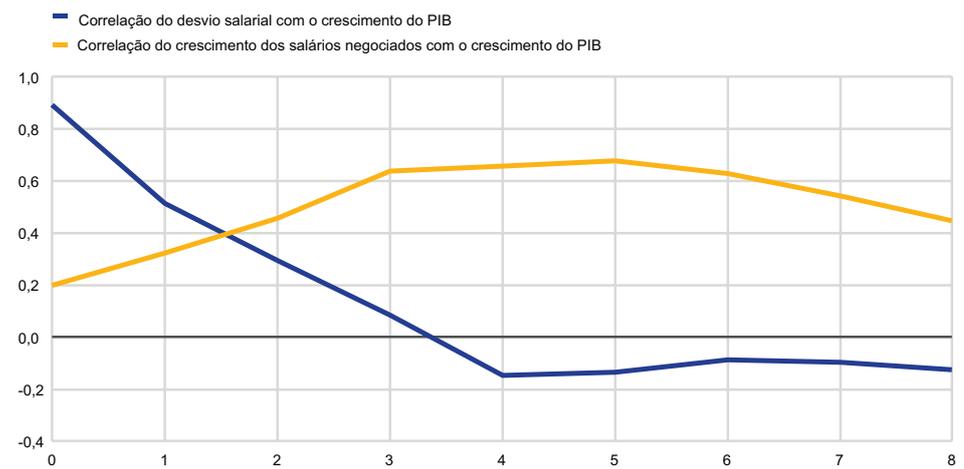
Em geral, num mercado de trabalho restritivo em que os empregadores desejem reter e premiar os empregados, as empresas podem remunerar os empregados recém-contratados ou há algum tempo no ativo com tabelas salariais mais elevadas do que as definidas nos acordos coletivos em vigor, podem promover os empregados para escalões mais elevados em consonância com as tabelas salariais definidas nas convenções coletivas, ou simplesmente pagar bônus para além dos salários acordados coletivamente. Além disso, os empregados não abrangidos por acordos coletivos podem negociar ajustamentos salariais mais

rapidamente do que os sindicatos vinculados pela duração dos contratos. Ambos os fatores conduziriam a um maior desvio salarial. A probabilidade de se verificarem todos estes fatores aumenta numa situação em que os mercados de trabalho restritivos coexistem com perdas substanciais nos salários reais devido à inflação elevada. Porém, à medida que o crescimento dos salários negociados se ajusta à procura de compensação pela inflação, o contributo do desvio salarial atenua-se, acabando por conduzir a movimentos opostos nas duas principais componentes do crescimento salarial. Uma análise com base em correlações simples capta este facto numa reação anterior do desvio salarial ao ciclo económico em comparação com os salários negociados. O gráfico C mostra que o desvio salarial tem uma alta correlação contemporânea positiva com o crescimento do PIB, que depois diminui, ao passo que o crescimento dos salários negociados reage com um desfasamento de vários trimestres.

### Gráfico C

#### Correlação do desvio salarial e dos salários negociados com o crescimento do PIB real

(coeficiente de correlação das taxas de crescimento homólogas)



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

Notas: O eixo dos x mostra o número de trimestres em que o desvio salarial e o crescimento dos salários negociados apresentam um desfasamento face ao crescimento do PIB. Os cálculos têm por base dados entre 1999 e o segundo trimestre de 2024. Os resultados não mudam substancialmente se for considerado apenas o período anterior à pandemia (entre o primeiro trimestre de 1999 e o quarto trimestre de 2019).

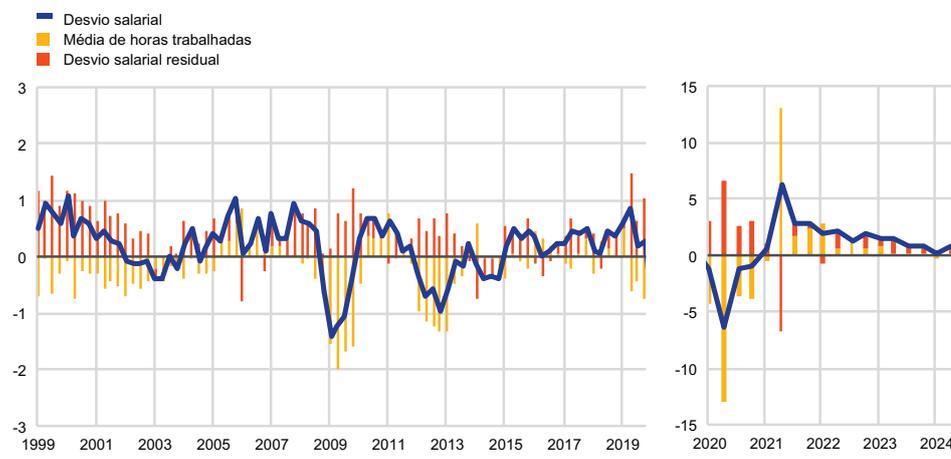
#### A média de horas trabalhadas é um dos canais através dos quais o ciclo económico afeta o desvio salarial.

Quando as empresas registam um aumento da procura, a resposta inicial é normalmente pedir aos empregados que trabalhem mais horas. As horas extraordinárias remuneradas refletem-se então no desvio salarial. O forte contributo da média de horas trabalhadas para o desvio salarial imediatamente após a pandemia é, no entanto, explicado não por este efeito cíclico mas pela recuperação da média de horas trabalhadas à medida que a participação em regimes de manutenção de postos de trabalho diminuía (gráfico D). Este impacto moderou-se recentemente, contribuindo para um abrandamento do desvio salarial. Porém, a diferença entre o desvio salarial e o crescimento da média de horas trabalhadas também registou um ligeiro aumento recentemente, apontando para um contributo da compensação pela inflação.

## Gráfico D

### Desagregação do desvio salarial em crescimento da média de horas trabalhadas e outros fatores

(crescimento homólogo em percentagem e contributos em pontos percentuais)



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

Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2024

#### Na interpretação da evolução do desvio salarial também é necessário ter em conta alguns fatores técnicos.

Os salários e vencimentos médios – e, por conseguinte, o desvio salarial – podem variar quando setores ou níveis de competências estão associados a diferentes taxas de remuneração e a composição do emprego nestas categorias se encontra em fase de mudança. Por exemplo, durante a pandemia, o emprego nos setores relacionados com o turismo, que tipicamente têm tabelas salariais relativamente baixas, foi negativamente afetado. Tal terá tido um impacto em sentido ascendente no crescimento da remuneração por empregado, o que se reflete então num desvio salarial, tornando-o ligeiramente contracíclico e compensando parcialmente outros fatores pró-cíclicos. Além disso, o cálculo do desvio salarial assenta na diferença entre dois indicadores com uma cobertura de países diferente: a série dos salários negociados é agregada a partir de dados nacionais não harmonizados e não abrange todos os países da área do euro, ao passo que a remuneração por empregado é calculada a partir do Sistema Europeu de Contas, que abrange todos os países de forma harmonizada<sup>2</sup>. Devido a esta diferença na cobertura, o desvio salarial inclui um ligeiro enviesamento na agregação, refletindo, por exemplo, o facto de os Estados bálticos não disporem de dados sobre salários acordados coletivamente mas terem registado um crescimento muito elevado da remuneração por empregado<sup>3</sup>. Este enviesamento é normalmente muito reduzido, mas tem sido ligeiramente maior nos últimos trimestres (0,2 pontos percentuais, em média, entre o primeiro trimestre de 2022 e o segundo trimestre de 2024) do que antes da pandemia (0,1 pontos percentuais entre 1999 e 2019). Por

<sup>2</sup> A série dos salários negociados da área do euro é compilada pelo BCE com base em nove países (Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Itália, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia) e abrange aproximadamente 94% das remunerações dos empregados na área do euro.

<sup>3</sup> Embora na maioria dos países da área do euro a maior parte dos trabalhadores esteja abrangida por acordos coletivos de trabalho setoriais, em alguns países a maioria dos empregados é abrangida pela negociação a nível das empresas. Ver também Górnicka, L., e Koester, G. (eds.), *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*, *Série de Documentos Ocasionais*, n.º 338, BCE, fevereiro de 2024.

último, como já referido, o efeito dos regimes de manutenção de postos de trabalho durante a pandemia sobre a remuneração por empregado refletiu-se sobretudo no desvio salarial, uma vez que os salários negociados não foram afetados por estas distorções<sup>4</sup>.

**Em suma, o crescimento da remuneração por empregado pode ser dividido, em termos globais, em crescimento dos salários negociados e desvio salarial, com este último a assumir uma posição preponderante face ao primeiro ao longo do ciclo económico.** Embora a área do euro continue a registar níveis historicamente elevados de crescimento da remuneração por empregado, estamos agora num momento do processo de desinflação em que as pressões em sentido ascendente resultantes do desvio salarial estão a diminuir. Pelo contrário, como a compensação pela inflação está cada vez mais integrada nos acordos coletivos de negociação salarial, o elevado crescimento dos salários negociados tem sustentado os atuais níveis de crescimento da remuneração por empregado. Dado que a subida acentuada da inflação foi interrompida, poderá verificar-se uma certa recuperação residual dos salários reais, mas é provável que a pressão em sentido ascendente sobre o crescimento dos salários negociados diminua.

---

<sup>4</sup> As revisões do crescimento da remuneração por empregado também se refletem sobretudo no desvio salarial, uma vez que os dados relativos ao crescimento dos salários negociados são revistos em menor grau.

## Condições de liquidez e operações de política monetária de 17 de abril a 23 de julho de 2024

Por Samuel Bieber e Christian Lizarazo

**A presente caixa descreve as condições de liquidez e as operações de política monetária do Eurosistema durante o terceiro e quarto períodos de manutenção de reservas de 2024.** No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 17 de abril a 23 de julho de 2024 (o “período em análise”).

**A liquidez excedentária média no sistema bancário da área do euro continuou a diminuir, para 3176,5 mil milhões de euros, durante o período em análise.** Esta diminuição ficou a dever-se ao vencimento da oitava operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e a reembolsos antecipados pelos bancos do saldo de outras ORPA direcionadas III em 26 de junho de 2024. A cedência de liquidez também diminuiu, devido à redução das posições ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), em resultado da descontinuação dos reinvestimentos no âmbito deste programa a partir do início de julho de 2023. As posições ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) começaram também a diminuir a partir do início de julho, sendo que atualmente os pagamentos de capital dos títulos vincendos apenas são parcialmente reinvestidos. A menor cedência de liquidez foi, em parte, compensada pela descida contínua dos fatores autónomos líquidos.

### 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 47,1 mil milhões de euros para 1484,0 mil milhões de euros.** Esta redução deveu-se quase na totalidade a uma diminuição de 47,2 mil milhões de euros nos fatores autónomos líquidos para 1322,5 mil milhões de euros (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”), induzida por um aumento dos fatores autónomos de cedência de liquidez que não foi totalmente compensado por uma subida dos fatores autónomos de absorção de liquidez. As reservas mínimas obrigatórias registaram um ligeiro aumento de 0,1 mil milhões de euros para 161,6 mil milhões de euros.

**Os fatores autónomos de absorção de liquidez aumentaram 20,8 mil milhões de euros para 2640,6 mil milhões de euros no período em análise, principalmente devido ao aumento de outros fatores autónomos.** Em média, os outros fatores autónomos líquidos aumentaram 47,5 mil milhões de euros. Tal deveu-se principalmente a um aumento de 66,4 mil milhões de euros nas contas de reavaliação, associado à subida dos preços do ouro, cujo impacto em termos de

liquidez foi amplamente compensado por disponibilidades líquidas sobre o exterior mais elevadas. Os depósitos das administrações públicas, que caíram, em média, 36,9 mil milhões de euros no período em análise, para 117,7 mil milhões de euros, foram, assim, o principal fator impulsionador da descida dos fatores autónomos líquidos (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”). Esta descida refletiu o prosseguimento da normalização do volume global de depósitos detidos pelos Tesouros nacionais junto do Eurosistema, o que foi igualmente fomentado pelas variações na remuneração que entraram em vigor em 1 de maio de 2023 e que foram subsequentemente confirmadas pelo Conselho do BCE em 16 de abril de 2024 (ver *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2024). O valor médio das notas em circulação aumentou 10,3 mil milhões de euros ao longo do período em análise, para 1554,9 mil milhões de euros. A procura de notas estabilizou em níveis mais baixos, após ter atingido um valor máximo ligeiramente acima de 1600 mil milhões de euros em julho de 2022.

**Os fatores autónomos de cedência de liquidez aumentaram 68,3 mil milhões de euros, situando-se em 1318,6 mil milhões de euros, principalmente devido a um aumento de 65,8 mil milhões de euros nas disponibilidades líquidas sobre o exterior.** O aumento das disponibilidades líquidas sobre o exterior foi impulsionado por uma subida média de 61,4 mil milhões de euros no valor das reservas de ouro que se ficou a dever à subida dos preços do ouro. Os ativos líquidos denominados em euros aumentaram ligeiramente, 2,5 mil milhões de euros, no período em análise.

## Quadro A

### Condições de liquidez do Eurosistema

#### Passivo

(médias; em mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 17 de abril a 23 de julho de 2024						Período em análise anterior: 31 de janeiro a 16 de abril de 2024	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 17 de abril a 11 de junho de 2024		Quarto período de manutenção: 12 de junho a 23 de julho de 2024		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
<b>Fatores autônomos de absorção de liquidez</b>	2 640,6	(+20,8)	2 632,4	(+14,1)	2 651,5	(+19,1)	2 619,7	(-33,7)
Notas em circulação	1 554,9	(+10,3)	1 551,5	(+5,2)	1 559,5	(+8,0)	1 544,6	(-9,1)
Depósitos das administrações públicas	117,7	(-36,9)	119,5	(-18,3)	115,2	(-4,3)	154,6	(-27,7)
Outros fatores autônomos (líquidos) <sup>1)</sup>	968,0	(+47,5)	961,4	(+27,2)	976,8	(+15,4)	920,6	(+3,1)
<b>Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias</b>	5,7	(-1,3)	5,4	(-1,4)	6,2	(+0,8)	7,0	(-1,1)
<b>Reservas mínimas obrigatórias<sup>2)</sup></b>	161,6	(+0,1)	161,3	(-0,3)	161,9	(+0,7)	161,5	(-1,7)
<b>Facilidade permanente de depósito</b>	3 170,8	(-250,6)	3 214,0	(-124,0)	3 113,2	(-100,7)	3 421,3	(-99,1)
<b>Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

1) Corresponde à soma de contas de reavaliação, outros créditos e responsabilidades de residentes na área do euro 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: 17 de abril a 23 de julho de 2024						Período em análise anterior: 31 de janeiro a 16 de abril de 2024	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 17 de abril a 11 de junho de 2024		Quarto período de manutenção: 12 de junho a 23 de julho de 2024		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
<b>Fatores autônomos de cedência de liquidez</b>	1 318,6	(+68,3)	1 311,3	(+39,1)	1 328,3	(+17,1)	1 250,3	(+64,1)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	1 045,4	(+65,8)	1 031,7	(+36,2)	1 063,7	(+32,1)	979,6	(+34,8)
Ativos líquidos denominados em euros	273,2	(+2,5)	279,6	(+2,9)	264,6	(-15,0)	270,7	(+29,3)
<b>Instrumentos de política monetária</b>	4 660,5	(-299,0)	4 702,3	(-150,3)	4 604,9	(-97,4)	4 959,5	(-199,9)
Operações de mercado aberto	4 660,5	(-299,0)	4 702,3	(-150,3)	4 604,9	(-97,4)	4 959,5	(-199,9)
Operações de crédito	134,0	(-199,9)	151,6	(-100,6)	110,6	(-40,9)	334,0	(-123,5)
OPR	3,9	(-0,0)	2,5	(-0,3)	5,7	(+3,2)	3,9	(-3,7)
ORPA com prazo de 3 meses	7,7	(+1,3)	8,1	(+0,2)	7,0	(-1,2)	6,4	(+2,0)
ORPA direcionadas III	122,5	(-201,2)	140,9	(-100,5)	97,9	(-43,0)	323,7	(-121,8)
Carteiras definitivas <sup>1)</sup>	4 526,5	(-99,0)	4 550,7	(-49,7)	4 494,3	(-56,5)	4 625,5	(-76,5)
<b>Facilidade permanente de cedência de liquidez</b>	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período em análise ou de manutenção anterior. "OPR" designa operações principais de refinanciamento, "ORPA" refere-se às operações de refinanciamento de prazo alargado e "ORPA direcionadas III" diz respeito à terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas.

1) Com a descontinuação das aquisições líquidas de ativos, deixa de ser apresentada a desagregação individual das carteiras definitivas.

## Outras informações com base na liquidez

(médias; em mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 17 de abril a 23 de julho de 2024						Período em análise anterior: 31 de janeiro a 16 de abril de 2024	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 17 de abril a 11 de junho de 2024		Quarto período de manutenção: 12 de junho a 23 de julho de 2024		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados <sup>1)</sup>	1 484,0	(-47,1)	1 482,9	(-25,1)	1 485,5	(+2,6)	1 531,2	(-99,7)
Fatores autónomos líquidos <sup>2)</sup>	1 322,5	(-47,2)	1 321,6	(-24,8)	1 323,6	(+1,9)	1 369,7	(-98,0)
Liquidez excedentária <sup>3)</sup>	3 176,5	(-251,8)	3 219,3	(-125,3)	3 119,4	(-100,0)	3 428,3	(-100,2)

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período 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: 17 de abril a 23 de julho de 2024				Período em análise anterior: 31 de janeiro a 16 de abril de 2024			
	Terceiro período de manutenção: 17 de abril a 11 de junho de 2024		Quarto período de manutenção: 12 de junho a 23 de julho 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	
	OPR	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)	4,50	(+0,00)	4,50
Facilidade permanente de cedência de liquidez	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(-0,000)	3,663	(-0,244)	3,907	(+0,01)	3,907	(+0,000)
RepoFunds rate do euro	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)

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 299,0 mil milhões de euros, passando para 4660,5 mil milhões de euros durante o período em análise (gráfico A).** A redução da cedência de liquidez deveu-se principalmente à diminuição das operações de crédito e, em menor medida, à redução das carteiras definitivas.

**O montante médio de liquidez cedida através de operações de crédito caiu 199,9 mil milhões de euros, para 134,0 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 oitava operação ao abrigo das ORPA direcionadas III (47,4 mil milhões de euros) e a reembolsos antecipados de fundos obtidos noutras ORPA direcionadas III (17,1 mil milhões de euros) em 26 de junho de 2024. O saldo médio das ORPA com prazo de 3 meses do Eurosistema aumentou ligeiramente, 1,3 mil milhões de euros, enquanto o montante de operações principais de refinanciamento (OPR) permaneceu globalmente

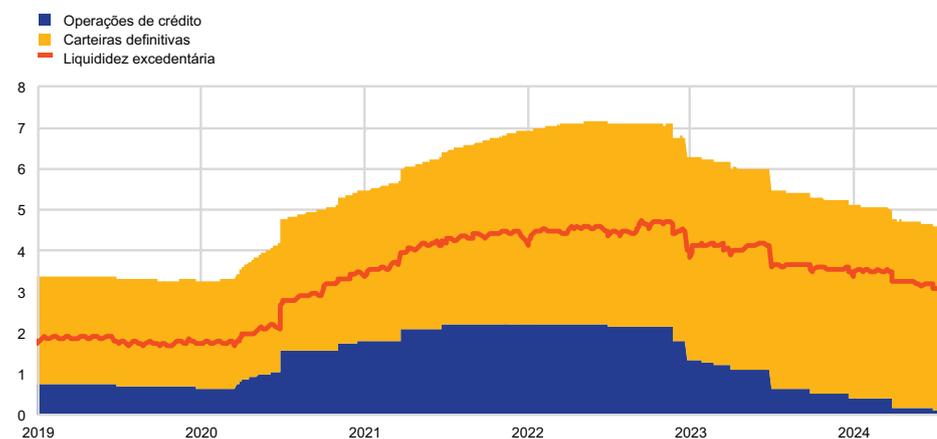
inalterado. A participação limitada dos bancos nestas operações regulares e a sua capacidade de reembolso de fundos consideráveis obtidos nas ORPA direcionadas sem a mudança para operações de refinanciamento regulares refletem as respetivas posições de liquidez confortáveis, em termos agregados, e a disponibilidade de fontes de financiamento alternativas a taxas atrativas.

**O montante médio de liquidez cedida através de detenções de carteiras definitivas diminuiu 99,0 mil milhões de euros para 4526,5 mil milhões de euros durante o período em análise.** Esta diminuição deveu-se à descontinuação dos reinvestimentos no âmbito do APP a partir de 1 de julho de 2023 e, em menor medida, a reinvestimentos parciais ao abrigo do PEPP desde 1 de julho de 2024<sup>1,2</sup>.

### Gráfico A

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

(em biliões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 23 de julho de 2024.

## Liquidez excedentária

**A liquidez excedentária média diminuiu 251,8 mil milhões de euros ao longo do período em análise, situando-se em 3176,5 mil milhões de euros (gráfico A).** A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas dos bancos que ultrapassam as reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez. Reflete a diferença entre a liquidez total cedida ao sistema bancário e as necessidades de liquidez dos bancos para cobrir as reservas mínimas. Após ter atingido um máximo de 4748 mil milhões de euros em novembro de 2022, a liquidez excedentária diminuiu de forma constante.

<sup>1</sup> Os títulos detidos nas carteiras definitivas são escriturados pelo custo amortizado e reavaliados no final de cada trimestre, o que também tem impacto nas médias totais e nas variações das carteiras definitivas.

<sup>2</sup> Em junho de 2024, o Conselho do BCE confirmou que, no segundo semestre de 2024, o BCE reinvestirá apenas parcialmente os pagamentos de capital de títulos vincendos no âmbito do PEPP e descontinuará os reinvestimentos no final de 2024.

## Evolução das taxas de juro

**O Conselho do BCE reduziu as três taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base com efeitos a partir de 12 de junho de 2024.** As taxas de juro

aplicáveis à facilidade permanente de depósitos, às OPR e à facilidade permanente de cedência de liquidez situaram-se em 3,75%, 4,25% e 4,50%, respetivamente, no fim do período em análise.

**A média da taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) refletiu as reduções das taxas diretoras, tendo mantido um diferencial estável com a taxa da facilidade permanente de depósitos do BCE.** Em média, a €STR foi transacionada a 9,0

pontos base abaixo da taxa de juro da facilidade permanente de depósitos durante o período em análise, em comparação com a média de 9,3 pontos base registada nos dois primeiros períodos de manutenção de 2024.

**A *repo rate* média da área do euro, calculada pelo índice da *RepoFunds rate* do euro, continuou a ser transacionada próximo da taxa de juro da facilidade permanente de depósitos.** Em média, a *repo rate* situou-se 4,2 pontos base abaixo

da taxa de juro da facilidade permanente de depósitos no período em análise, face à média de 4,9 pontos base observada nos dois primeiros períodos de manutenção de 2024. Esta evolução reflete a inversão em curso dos fatores que exercem uma pressão em sentido descendente nas *repo rates*, como o aumento das emissões líquidas desde o início do ano, a libertação de ativos mobilizados como garantia em ORPA direcionadas vincendas/reembolsadas e a maior disponibilidade de títulos públicos em resultado do decréscimo dos ativos detidos ao abrigo do APP e do PEPP.

## 7 Dinâmica da moeda e do crédito na área do euro e comparação com os Estados Unidos

Por Ramón Adalid, Lucía Kazarian, Davide Malacrino e Silvia Scopel

**A presente caixa analisa a recente transmissão da política monetária aos volumes de moeda e crédito e às taxas de juro na área do euro. Apresenta também uma comparação com os Estados Unidos, destacando as principais diferenças e semelhanças durante o período da pandemia.** Primeiro, as taxas de juro dos depósitos atingiram níveis mais elevados na área do euro do que nos Estados Unidos, apesar de uma subida menor da taxa diretora e de um ponto de partida mais baixo. Segundo, desde o início do aumento da restritividade da política monetária, o crescimento do crédito diminuiu de forma mais acentuada na área do euro, possivelmente devido a uma procura mais forte e a depósitos mais abundantes nos Estados Unidos. Terceiro, a moderação do crescimento do agregado monetário largo nos Estados Unidos, face ao seu máximo durante a pandemia, parece ser muito maior, uma vez que as compras de ativos pelo Sistema de Reserva Federal durante a pandemia foram quase o dobro das efetuadas pelo Eurosistema, expressas em termos de PIB.

**As taxas de juro dos depósitos de clientes atingiram níveis mais elevados na área do euro, não obstante uma subida menor da taxa diretora e de um ponto de partida mais baixo.** Com o aumento da restritividade da política monetária, as taxas passivas subiram tanto na área do euro como nos Estados Unidos<sup>1</sup>. Os depósitos a prazo reagiram de forma mais rápida e mais forte do que os depósitos *overnight* em ambas as economias – tal como na década de 2000, quando as taxas diretoras se situaram em território bastante positivo (gráfico A, painéis a) e b)). Contudo, a transmissão foi consideravelmente mais forte na área do euro do que nos Estados Unidos. Em março de 2024, apesar de uma taxa diretora mais baixa (4% na área do euro em comparação com 5,25% a 5,50% nos Estados Unidos), a remuneração média ponderada dos depósitos de curto prazo situou-se acima de 3% na área do euro, ao passo que nos Estados Unidos não atingiu 2%. Os depósitos *overnight* revelam um cenário semelhante, situando-se um pouco acima de 0,5% na área do euro e abaixo de 0,1% nos Estados Unidos (gráfico A, painel c).

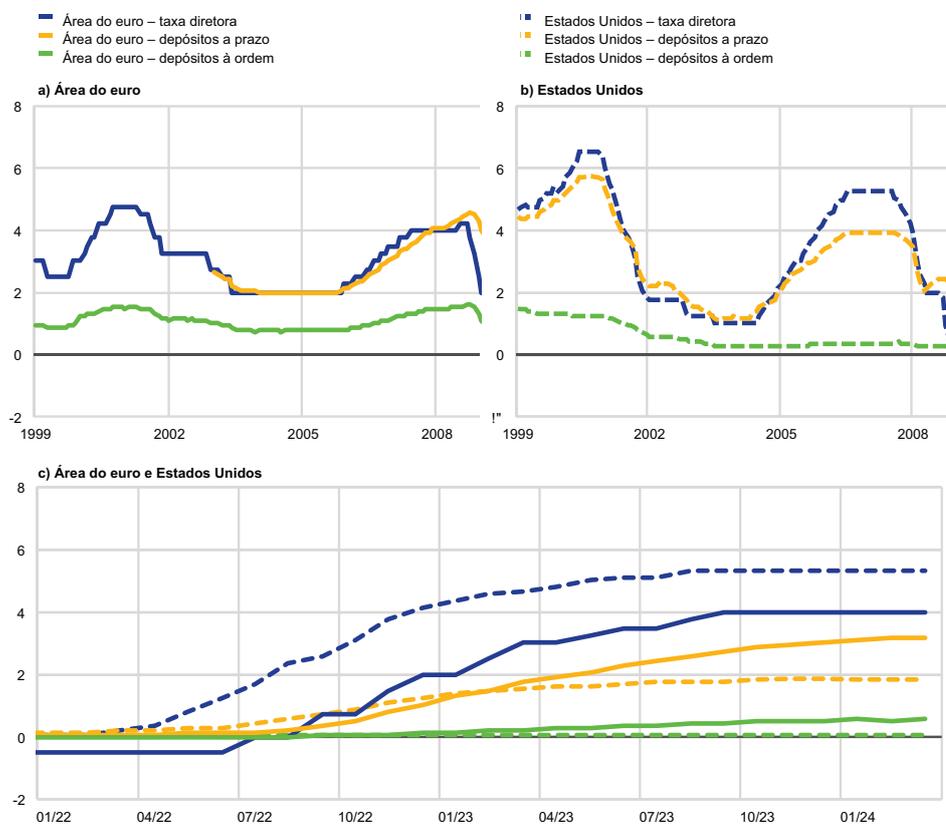
---

<sup>1</sup> Devido à disponibilidade de dados comparáveis, a análise baseia-se nas taxas de juro sobre saldos. Pelo menos para a área do euro, a dinâmica das taxas de juro sobre saldos de depósitos é globalmente semelhante à dinâmica de novos depósitos.

## Gráfico A

### Taxas de juro sobre saldos de depósitos de clientes

(percentagens por ano)



Fontes: BCE (estatísticas de taxas de juro das instituições financeiras monetárias (IFM), dados dos mercados financeiros), RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation e cálculos do BCE.

Notas: "Depósitos à ordem" refere-se a depósitos *overnight* para a área do euro e aos depósitos movimentáveis por cheque para os Estados Unidos. "Depósitos a prazo" refere-se a depósitos com prazo acordado até 2 anos para a área do euro e certificados de depósito com prazo de 12 meses para os Estados Unidos. As últimas observações referem-se a março de 2024.

**Tendo acumulado mais depósitos durante a pandemia, os bancos dos Estados Unidos registaram maiores substituições de depósitos durante o ciclo de maior restritividade, em parte devido aos rendimentos mais elevados das obrigações e à concorrência de fundos do mercado monetário, que tradicionalmente representam uma maior percentagem das carteiras nos Estados Unidos do que na área do euro.** Os depósitos *overnight* registaram um aumento acentuado em ambas as economias durante o período da pandemia, num contexto de taxas de juro baixas, expansão monetária e poupança forçada. Com o aumento da restritividade da política monetária, o rendimento de outros instrumentos de poupança subiu e os fundos começaram a substituir os depósitos mais líquidos. Durante o ciclo de maior restritividade, os depósitos líquidos registaram saídas de 11% do PIB nos Estados Unidos, o que compara com menos de 8% na área do euro, colocando o crescimento do M1 em território profundamente negativo nas duas economias. O volume de depósitos acumulados antes do ciclo de maior restritividade, mais notável nos Estados Unidos do que na área do euro, poderá ter reduzido os incentivos dos bancos para subir as taxas de juro dos depósitos, pelo menos inicialmente. É provável que tal tenha contribuído para manter o diferencial entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública e as taxas de juro dos depósitos consistentemente mais elevado nos Estados Unidos do que na área do euro, desde o segundo trimestre de 2022, e também ajuda a explicar os

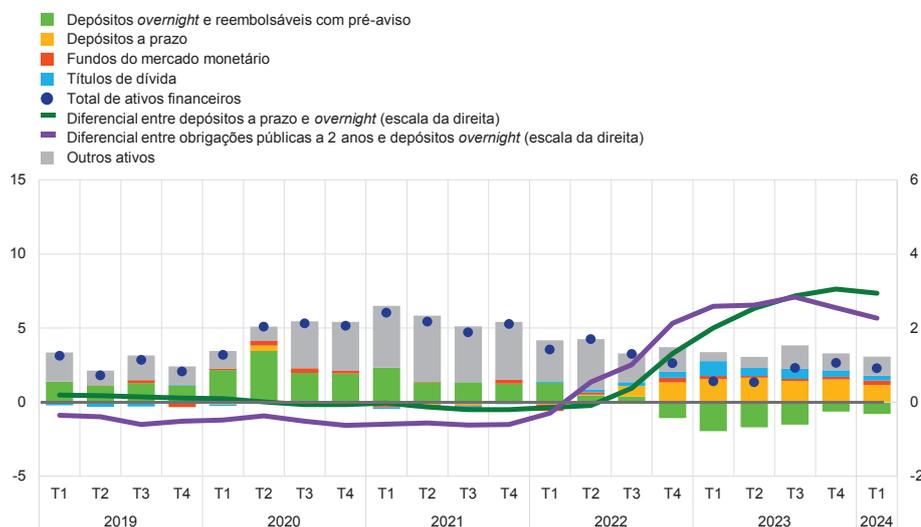
maiores fluxos de saída de depósitos nos Estados Unidos (gráfico B). Deste modo, os titulares de moeda nos Estados Unidos transferiram mais fundos para obrigações (cerca de 10% do PIB) do que para depósitos a prazo (cerca de 8%), enquanto na área do euro os depósitos a prazo receberam a maior parte dos fluxos de entrada (quase 9% do PIB, em comparação com um valor pouco acima de 3% transferido para obrigações). Os fluxos de entrada de fundos do mercado monetário foram também consideravelmente mais elevados nos Estados Unidos (5% do PIB) do que na área do euro (1%), embora tal se deva, em parte, ao período de turbulência, em torno da falência do Silicon Valley Bank, desencadeada por preocupações quanto à solvência dos bancos regionais dos Estados Unidos. Cerca de metade dos fluxos de entrada nos Estados Unidos para fundos do mercado monetário registou-se nesse período. Mais recentemente, com a consolidação do ciclo de maior restritividade, os fluxos de entrada para depósitos a prazo, obrigações e fundos do mercado monetário registaram uma moderação em ambas as economias.

## Gráfico B

### Reequilíbrio de carteiras

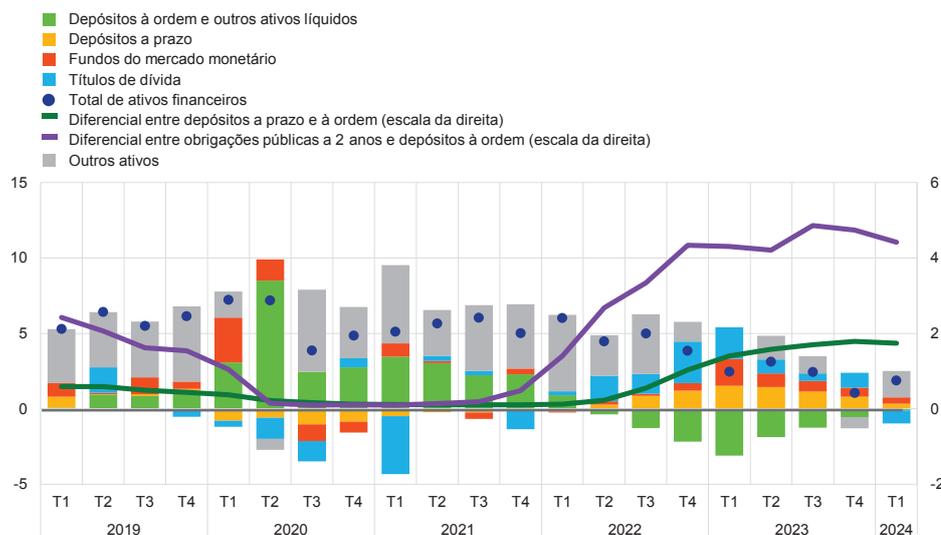
#### a) Área do euro

(escala da esquerda: em percentagem do PIB anual; escala da direita: em pontos percentuais)



#### b) Estados Unidos

(escala da esquerda: em percentagem do PIB anual; escala da direita: em pontos percentuais)



Fontes: Para o painel a), BCE (rubricas do balanço das IFM, contas setoriais trimestrais, estatísticas das taxas de juro das IFM, dados dos mercados financeiros), Eurostat e cálculos do BCE; para o painel b), dados relativos a fluxos de fundos dos Estados Unidos, Federal Reserve Board/Haver Analytics, RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation, conjunto de dados IDCM, Bloomberg e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2024.

**Com a subida das taxas diretoras, o crédito às empresas diminuiu de forma mais acentuada na área do euro do que nos Estados Unidos, ao passo que a transmissão às taxas ativas foi semelhante.** Após grandes oscilações do crescimento do crédito entre 2020 e 2021, o financiamento externo por dívida das empresas começou a contrair-se pouco depois de o BCE e o Sistema de Reserva Federal terem iniciado os seus ciclos de subida. A taxa de crescimento homóloga do crédito às empresas (empréstimos bancários e obrigações de empresas) baixou mais na área do euro, caindo de um máximo de 7,4% em agosto de 2022 para 0,7% num período de 12 meses. As empresas dos Estados Unidos registaram uma menor descida, com a taxa de crescimento a cair de um máximo de 5,4% no terceiro

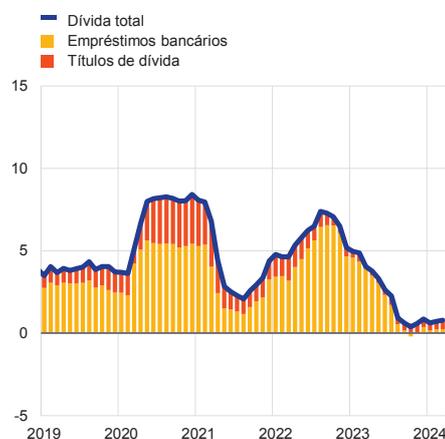
trimestre de 2022 para 2,2% no quarto trimestre de 2023 (gráfico C). Incluindo empréstimos não bancários, as diferenças mantêm-se, mas são ligeiramente menores. A menor diminuição do crescimento do crédito às empresas nos Estados Unidos poderá refletir uma procura de crédito mais forte na economia mais resiliente e a ainda maior abundância de depósitos nos Estados Unidos após a expansão monetária mais forte em resposta à pandemia. Além disso, é provável que reflita uma transmissão ligeiramente mais fraca da política monetária às taxas de juro do crédito às empresas. Com efeito, se bem que o Sistema de Reserva Federal tenha aumentado a sua principal taxa diretora em 525 pontos base entre fevereiro de 2022 e agosto de 2023 – mais 75 pontos base do que o BCE durante o seu ciclo de maior restritividade – as taxas de juro aplicadas a novos empréstimos às empresas aumentaram cerca de 3,8 pontos percentuais, apenas 20 pontos base mais do que na área do euro (gráfico D). O rácio da variação das taxas ativas em relação à variação da taxa diretora foi de 72% nos Estados Unidos, ligeiramente abaixo do valor de 79% na área do euro. No entanto, a variação das taxas médias sobre saldos situou-se próximo de 50% das taxas diretoras nas duas economias. Não obstante, tendo em conta os níveis iniciais mais elevados, as taxas ativas são substancialmente mais elevadas nos Estados Unidos do que na área do euro.

### Gráfico C

#### Total do crédito às empresas excluindo empréstimos não bancários

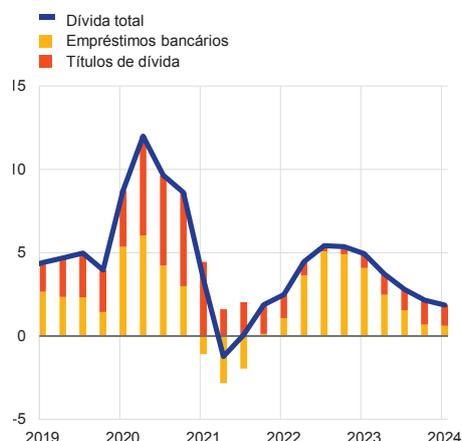
##### a) Área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



##### b) Estados Unidos

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: BCE e dados relativos ao fluxo de fundos dos Estados Unidos.

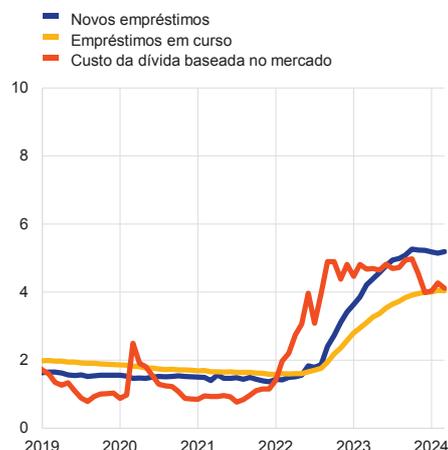
Notas: Na área do euro, os empréstimos bancários são corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa (*cash pooling*). Os dados para a área do euro são mensais, enquanto os dados para os Estados Unidos são trimestrais devido às diferentes frequências das fontes. As últimas observações referem-se a março de 2024 para a área do euro e ao primeiro trimestre de 2024 para os Estados Unidos.

## Gráfico D

### Custo de financiamento por dívida das empresas

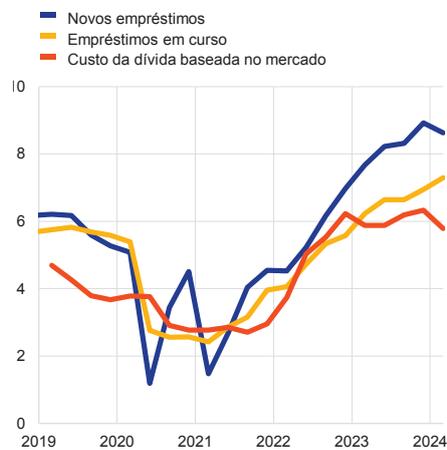
#### a) Área do euro

(percentagens por ano)



#### b) Estados Unidos

(percentagens por ano)



Fontes: BCE (estatísticas das taxas de juro das IFM), dados económicos do Sistema de Reserva Federal, Merrill Lynch, inquérito a pequenas empresas do Federal Reserve Bank of Kansas City e cálculos do BCE.  
Nota: As últimas observações referem-se a março de 2024 para a área do euro e ao primeiro trimestre de 2024 para os Estados Unidos.

**A dinâmica do crédito às famílias foi mais fraca na área do euro, com uma queda do crescimento do crédito hipotecário e uma transmissão mais rápida às taxas aplicadas às hipotecas já existentes, não obstante as taxas de juro aplicadas a novos empréstimos mais baixas do que nos Estados Unidos.**

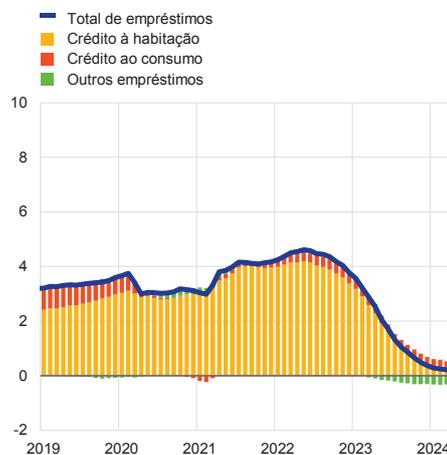
Na área do euro, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias diminuiu do máximo de 4,6% em maio de 2022 para cerca de 0,2% nos últimos meses. Os Estados Unidos registaram uma maior queda, de 5,5 pontos percentuais, entre o primeiro trimestre de 2022 e o quarto trimestre de 2023, mas a diminuição partiu de um nível muito mais elevado, devido ao nível recorde de concessão de hipotecas durante a pandemia. Consequentemente, a taxa de crescimento nos Estados Unidos ainda se situava em 2,7% no final de 2023, com o contributo do crédito à habitação a situar-se próximo do seu nível pré-pandemia (gráfico E). A taxa aplicável a novas hipotecas subiu de forma mais robusta nos Estados Unidos do que na área do euro. As taxas hipotecárias nos Estados Unidos (quer das hipotecas com taxa variável a 5 anos, quer das hipotecas com taxa fixa) subiram cerca de 4 pontos percentuais, ou seja, cerca de 75% do aumento da taxa diretora, o que compara com um aumento de 2,1 pontos percentuais do custo composto do crédito na área do euro, ou seja, próximo de 47%. No entanto, a transmissão às taxas de juro sobre saldos foi significativamente mais lenta nos Estados Unidos. Devido à maior prevalência de hipotecas com taxa fixa nos Estados Unidos, estas taxas aumentaram apenas 43 pontos base, em comparação com 74 pontos base na área do euro (gráfico F).

## Gráfico E

### Empréstimos às famílias

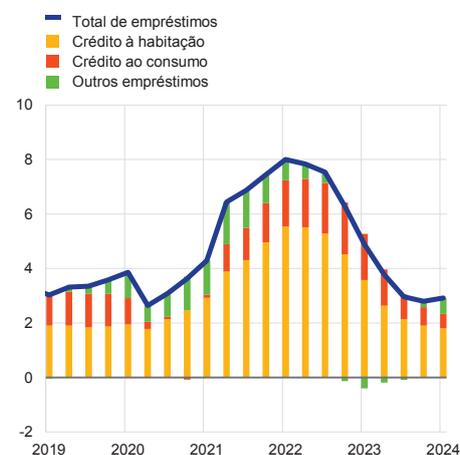
#### a) Área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



#### b) Estados Unidos

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: BCE e dados relativos ao fluxo de fundos dos Estados Unidos.

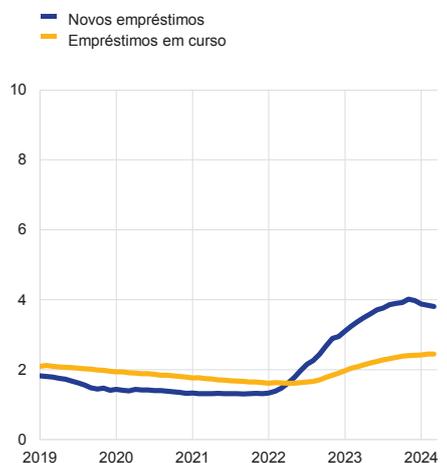
Notas: Na área do euro, os empréstimos às famílias incluem apenas empréstimos bancários; nos Estados Unidos, incluem todos os empréstimos. As últimas observações referem-se a março de 2024 para a área do euro e ao primeiro trimestre de 2024 para os Estados Unidos.

## Gráfico F

### Taxas hipotecárias

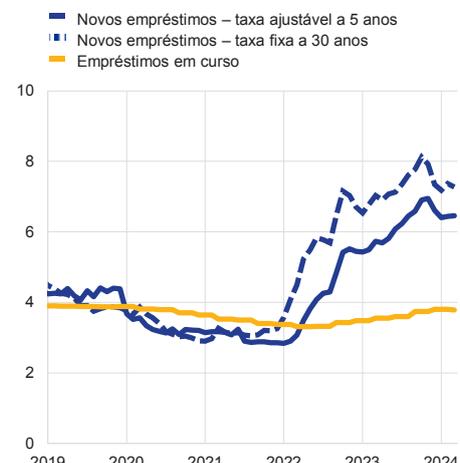
#### a) Área do euro

(percentagens por ano)



#### b) Estados Unidos

(percentagens por ano)



Fontes: BCE e *Wall Street Journal*.

Notas: Para os Estados Unidos, uma hipoteca com taxa ajustável a 5 anos corresponde a um empréstimo com uma taxa que permanece fixa por 5 anos e, depois, é reajustada. Uma hipoteca com taxa fixa a 30 anos corresponde a um empréstimo com vencimento a 30 anos e uma taxa fixa ao longo de todo o período. As últimas observações referem-se a março de 2024.

**Esta evolução espelhou-se no crescimento do agregado monetário largo, com os elevados volumes de depósitos nos Estados Unidos a refletir o aumento muito substancial das compras de ativos relacionadas com a pandemia realizadas pelo Sistema de Reserva Federal.** Pouco antes do início da pandemia, a dinâmica do crescimento do agregado monetário largo era semelhante nas duas economias. O M3 na área do euro e o M2 nos Estados Unidos são os agregados monetários mais importantes e mais comparáveis. Embora existam

algumas diferenças em termos de alcance e definição, não se considera que tal afete as principais tendências em análise. A resposta da política monetária à emergência pandémica foi semelhante em termos qualitativos em ambos os lados do Atlântico, com um forte apoio dado pelo banco central através de compras de ativos, complementado por medidas regulamentares e de redução da restritividade da política monetária, a fim de facilitar o fluxo de crédito para a economia real. Isso impulsionou o crescimento da moeda. A dimensão dessas compras (e da expansão orçamental) foi, no entanto, muito maior nos Estados Unidos (um ano após o início da pandemia, totalizava cerca de 15% do PIB de 2019 nos Estados Unidos, em comparação com menos de 9% na área do euro). Tal traduziu-se num crescimento monetário muito maior nos Estados Unidos, atingindo um máximo de 26,8%, comparativamente a 12,6% na área do euro.

**Durante o ciclo de subida das taxas diretoras, o enfraquecimento da criação de moeda na área do euro foi impulsionado pelo crédito bancário, enquanto nos Estados Unidos outras fontes foram os fatores impulsionadores iniciais, tendo o crédito bancário apenas contribuído mais tarde.** Em agosto de 2022, imediatamente após o primeiro aumento das taxas diretoras, o crescimento do M3 na área do euro foi de cerca de 6%, tendo os empréstimos bancários às empresas e às famílias contribuído com mais de 4,5 pontos percentuais (gráfico G). As compras de ativos pelo Eurosistema adicionaram mais de 3 pontos percentuais, mas foram compensadas por saídas monetárias externas e vendas bancárias de obrigações de dívida pública, ambas influenciadas pelas compras do Eurosistema. Em setembro de 2023, o contributo do crédito bancário tinha passado a ser praticamente nulo e o M3 anual tinha descido para cerca de -1%. Ainda que o crescimento do M2 nos Estados Unidos também tenha passado a ser negativo durante o ciclo de subida, as contrapartidas exceto crédito (nomeadamente, compras de títulos pelos bancos, fluxos monetários externos, financiamento por grosso dos bancos e maior restritividade monetária) desempenharam o papel dominante. Os empréstimos bancários nos Estados Unidos só começaram a contribuir menos para o crescimento homólogo do M2 a partir de março de 2023.

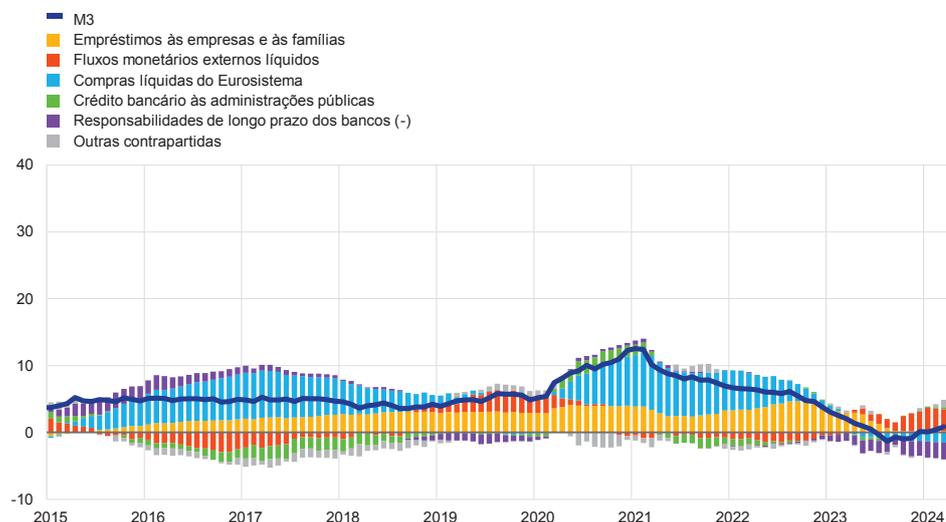
**A inflexão moderada do crescimento do M2 nos Estados Unidos reflete a redução do financiamento por grosso dos bancos e, em menor escala, as compras de obrigações pelos bancos e os fluxos externos, ao passo que as entradas externas são o principal fator subjacente à inflexão do crescimento do M3 na área do euro.** O crescimento do M2 nos Estados Unidos atingiu um mínimo de -4,5% em abril de 2023, tendo sido travado pelo aumento da restritividade monetária do Sistema de Reserva Federal e por todas as outras fontes de criação de moeda, exceto crédito bancário. Desde então, a redução da carteira de títulos detidos pelo Sistema de Reserva Federal fortaleceu o efeito contracionista da restritividade monetária, mas outras contrapartidas, exceto crédito bancário, conduziram o crescimento do M2 no sentido de zero. Enquanto os fluxos externos líquidos dos Estados Unidos foram apoiados pelo investimento de carteira, tal como na área do euro, o défice persistente da balança corrente do país atenuou, em geral, as entradas monetárias do exterior.

## Gráfico G

### Fontes de criação de moeda

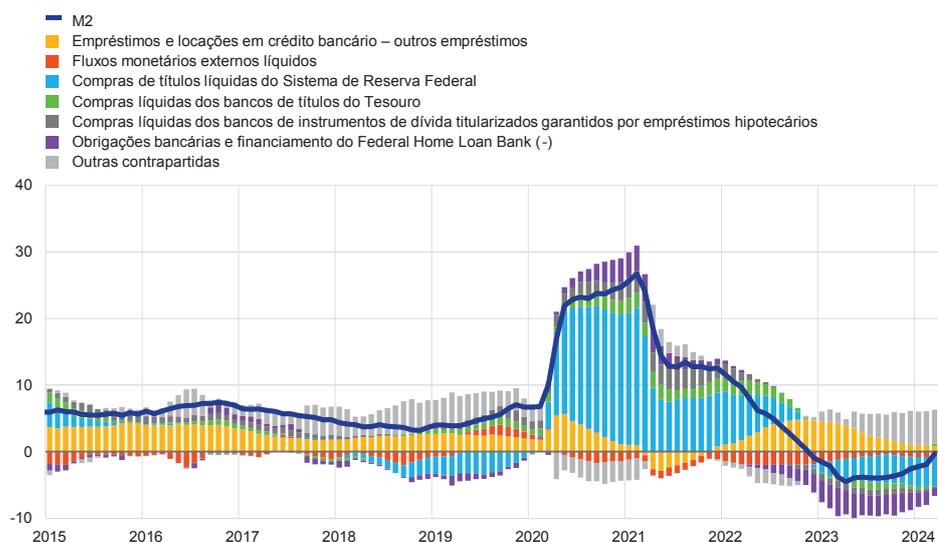
#### a) Área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



#### b) Estados Unidos

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Para o painel a), BCE (rubricas do balanço das IFM) e cálculos do BCE; para o painel b), Federal Reserve Board/Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis e cálculos do BCE.

Notas: No painel b), os “fluxos monetários externos líquidos” (que consistem nas trocas entre o setor não monetário e o resto do mundo) são obtidos subtraindo, da balança de pagamentos dos Estados Unidos, o contributo das instituições autorizadas a receber depósitos e do banco central (sempre que disponível). As últimas observações referem-se a março de 2024.

© Banco Central Europeu, 2024

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

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

As traduções são elaboradas e publicadas pelos bancos centrais nacionais.

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

ISSN 2363-3530 (pdf)  
N.º de catálogo da UE QB-BP-24-006-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep