



BANCO CENTRAL EUROPEU  
EUROSISTEMA

# Boletim Económico

Número 8 / 2024



# Índice

<b>Evolução económica, financeira e monetária</b>	<b>2</b>
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	9
2 Atividade económica	14
3 Preços e custos	21
4 Evolução do mercado financeiro	28
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	34
6 Evolução orçamental	41
<b>Caixas</b>	<b>45</b>
1 O que está subjacente à resiliência dos preços das ações nos Estados Unidos – a estrutura de mercado, os lucros esperados ou os prémios de risco das ações?	45
2 Efeitos do sistema de comércio de licenças de emissão no investimento europeu a curto prazo	51
3 Que sinais económicos transmitem as medidas de incerteza?	56
4 O que explica a elevada taxa de poupança das famílias na área do euro?	60
5 A transmissão da política monetária à inflação dos preços dos bens e serviços: uma perspetiva granular	66
6 Condições de liquidez e operações de política monetária de 24 de julho a 22 de outubro de 2024	71
7 Eliminação gradual das ORPA direcionadas III e condições de concessão de crédito bancário	78

# Evolução económica, financeira e monetária

## Apreciação global

Na reunião de 12 de dezembro de 2024, o Conselho do BCE decidiu reduzir as três taxas de juro diretoras em 25 pontos base. Em particular, a decisão de reduzir a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósitos – a taxa através da qual o Conselho do BCE define a orientação da política monetária – baseia-se na avaliação atualizada das perspetivas de inflação, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária.

O processo desinflationista está bem encaminhado. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, a inflação global deverá situar-se, em média, em 2,4% em 2024, 2,1% em 2025, 1,9% em 2026 e 2,1% em 2027, ano em que passa a estar operacional o Sistema de Comércio de Licenças de Emissão da União Europeia alargado. Relativamente à inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, projeta-se uma média de 2,9% em 2024, 2,3% em 2025 e 1,9% em 2026 e 2027.

A maioria das medidas da inflação subjacente sugere que a inflação estabilizará, numa base sustentada, em torno do objetivo de médio prazo de 2% do Conselho do BCE. A inflação interna desceu ligeiramente, mas permanece elevada, sobretudo porque os salários e os preços em determinados setores ainda se estão a ajustar, com um desfasamento substancial, à anterior subida acentuada da inflação.

A restritividade das condições de financiamento está a diminuir, dado que as recentes reduções das taxas de juro decididas pelo Conselho do BCE estão a tornar gradualmente a contração de novos empréstimos menos onerosa para as empresas e as famílias. No entanto, as condições de financiamento continuam a ser restritivas, dado que a política monetária permanece restritiva e os anteriores aumentos das taxas de juro ainda estão a ser transmitidos ao *stock* de crédito em dívida.

Nas projeções de dezembro de 2024, os especialistas esperam agora uma recuperação económica mais lenta do que o avançado nas projeções macroeconómicas de setembro de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE. Não obstante a recuperação do crescimento no terceiro trimestre, os indicadores de inquéritos sugerem um abrandamento no quarto trimestre. Os especialistas preveem que a economia registará uma taxa de crescimento de 0,7% em 2024, 1,1% em 2025, 1,4% em 2026 e 1,3% em 2027. A recuperação projetada assenta principalmente na subida dos rendimentos reais – que deverá permitir às famílias consumir mais – e no aumento do investimento das empresas. Com o tempo, o desvanecimento gradual dos efeitos da política monetária restritiva deverá apoiar a retoma da procura interna.

O Conselho do BCE está determinado a assegurar que a inflação estabiliza, de forma sustentada, no seu objetivo de médio prazo de 2%. Seguirá uma abordagem dependente dos dados e reunião a reunião para decidir a orientação apropriada da política monetária. Em particular, 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 força da transmissão da política monetária. O Conselho do BCE não se compromete previamente com uma trajetória de taxas específica.

## Atividade económica

A economia cresceu 0,4% no terceiro trimestre, superando as expectativas. Esse crescimento foi impulsionado sobretudo por um aumento do consumo – refletindo, em parte, fatores pontuais que impulsionaram o turismo durante o verão – e pela constituição de existências pelas empresas. Contudo, os dados mais recentes sugerem que está a perder dinamismo. Os inquéritos indicam que a indústria transformadora continua em contração e que o crescimento dos serviços está a abrandar. As empresas estão a adiar despesas de investimento, devido à fraqueza da procura e às perspetivas muito incertas. As exportações também se apresentam fracas e algumas indústrias europeias estão a ter dificuldade em manter a competitividade.

O mercado de trabalho permanece resiliente. O emprego cresceu 0,2% no terceiro trimestre de 2024, ultrapassando novamente o crescimento esperado. A taxa de desemprego manteve-se num mínimo histórico de 6,3% em outubro. Entretanto, a procura de mão de obra continua a enfraquecer. A taxa de postos de trabalho por preencher desceu para 2,5% no terceiro trimestre – 0,8 pontos percentuais abaixo do seu máximo – e os inquéritos apontam igualmente para a criação de menos postos de trabalho no quarto trimestre.

A economia da área do euro deverá prosseguir uma recuperação gradual nos próximos anos, num contexto de considerável incerteza em termos geopolíticos e de políticas. Em particular, o aumento dos salários reais e do emprego, num contexto de mercados de trabalho robustos, deverá apoiar uma recuperação em que o consumo continua a ser um dos principais fatores impulsionadores. A procura interna deverá também ser impulsionada por uma menor restritividade das condições de financiamento, em consonância com as expectativas do mercado quanto à trajetória futura das taxas de juro. Embora rodeadas de elevada incerteza, pressupõe-se que as políticas orçamentais prossigam uma trajetória de consolidação global. No entanto, os fundos do programa “Next Generation EU” deverão sustentar o crescimento até ao fim do programa em 2027. Segundo o pressuposto nas projeções de referência de que as políticas comerciais dos principais parceiros comerciais da Europa permanecem inalteradas, prevê-se que a procura externa se fortaleça e apoie as exportações da área do euro. Consequentemente, o comércio líquido deverá dar um contributo globalmente neutro para o crescimento do PIB, não obstante os atuais desafios em termos de competitividade. A taxa de desemprego deverá continuar a diminuir para níveis historicamente baixos. Com o início do desvanecimento de alguns dos fatores cíclicos que reduziram o crescimento da

produtividade no passado recente, esta deverá recuperar ao longo do horizonte de projeção, embora persistam desafios estruturais. Em geral, de acordo com as projeções de dezembro de 2024, o crescimento médio anual do PIB real deverá situar-se em 0,7% em 2024, 1,1% em 2025 e 1,4% em 2026, registando depois uma moderação para 1,3% em 2027. Em comparação com as projeções de setembro de 2024, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em baixa, devido sobretudo a revisões de dados relativos ao investimento no primeiro semestre de 2024, a expectativas de um menor crescimento das exportações em 2025, e a uma pequena revisão em baixa da expansão projetada da procura interna em 2026.

As políticas orçamentais e estruturais deverão tornar a economia mais produtiva, competitiva e resiliente. É crucial dar rapidamente seguimento – com políticas estruturais concretas e ambiciosas – às propostas no sentido de aumentar a competitividade europeia e capacitar o Mercado Único, apresentadas, respetivamente, por Mario Draghi e Enrico Letta. O Conselho do BCE acolhe com agrado a avaliação efetuada pela Comissão Europeia dos planos de médio prazo dos governos em termos de políticas orçamentais e estruturais, ao abrigo do quadro de governação económica da UE revisto. Os governos devem agora centrar-se na execução, na íntegra e sem atrasos, dos compromissos assumidos no âmbito deste quadro. Tal ajudará a reduzir os défices orçamentais e os rácios da dívida numa base sustentada, priorizando, ao mesmo tempo, o investimento e reformas que promovam o crescimento.

## Inflação

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga subiu para 2,3% em novembro, face a 2,0% em outubro. O aumento era esperado e refletiu sobretudo um efeito de base em sentido ascendente relacionado com os produtos energéticos. A inflação dos preços dos produtos alimentares desceu ligeiramente para 2,8% e a inflação dos preços dos serviços para 3,9%. A inflação dos preços dos bens subiu para 0,7%.

A inflação interna, que segue de perto a inflação dos preços dos serviços, voltou a abrandar um pouco em outubro, mas permanece alta, em 4,2%. Tal reflete as fortes pressões sobre os salários e o facto de os preços de alguns serviços ainda estarem a ajustar-se, com um desfasamento, à anterior subida acentuada da inflação. Posto isto, a inflação subjacente está, em geral, a evoluir em consonância com um retorno sustentado da inflação ao objetivo.

A maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se em torno de 2% e os indicadores baseados no mercado da compensação pela inflação a médio e a mais longo prazo desceram de forma significativa desde a reunião de 17 de outubro de 2024 do Conselho do BCE.

A subida da remuneração por trabalhador registou uma moderação, situando-se em 4,4% no terceiro trimestre de 2024, face a 4,7% no segundo. Num contexto de produtividade estável, tal contribuiu para um crescimento mais lento dos custos unitários do trabalho.

O abrandamento das pressões sobre os custos do trabalho e a continuação do impacto, nos preços no consumidor, do passado aumento pelo Conselho do BCE da restritividade da política monetária deverão ajudar a inflação a estabilizar, de forma sustentada, em torno do objetivo de médio prazo de 2%, atendendo a que as anteriores quedas acentuadas dos preços dos produtos energéticos estão gradualmente a deixar de ser incluídas nas taxas homólogas.

Nas projeções de dezembro de 2024, projeta-se que a inflação global medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) aumente no final de 2024, descendo depois e oscilando em torno do objetivo de inflação de 2% do BCE face ao segundo trimestre de 2025. Espera-se que os efeitos de base em sentido ascendente na componente de preços dos produtos energéticos sejam o principal fator impulsionador da subida temporária da inflação no início do horizonte de projeção. Com base em pressupostos de redução dos preços do petróleo e do gás, a inflação dos preços dos produtos energéticos deverá permanecer negativa até ao segundo semestre de 2025 e manter-se moderada posteriormente, à exceção de uma ligeira subida em 2027 devido à introdução de novas medidas de mitigação das alterações climáticas. Projeta-se que a inflação dos preços dos produtos alimentares aumente até meados de 2025, impulsionada sobretudo pelo ressurgimento da dinâmica dos preços dos produtos alimentares não transformados, antes de diminuir para uma média de 2,2% até 2027. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) deverá diminuir no início de 2025 à medida que desvanecem os efeitos indiretos dos anteriores aumentos dos preços dos produtos energéticos, as pressões sobre os custos do trabalho decrescem e os impactos desfasados do anterior aumento da restritividade da política monetária continuam a repercutir-se nos preços no consumidor. Prevê-se que esta redução será conduzida por uma descida da inflação dos preços dos serviços, a qual tem sido relativamente persistente até à data. No geral, a inflação medida pelo IHPCX deverá moderar-se de 2,9% em 2024 para 1,9% em 2027. O crescimento dos salários manter-se-á elevado numa fase inicial, mas diminuirá gradualmente à medida que desvanecem as pressões da compensação pela inflação. A moderação do crescimento da compensação por trabalhador, a par de uma recuperação do crescimento da produtividade, deverá resultar num crescimento consideravelmente mais lento dos custos unitários do trabalho. Consequentemente, projeta-se que as pressões internas sobre os preços diminuam, com as margens de lucro a amortecerem inicialmente as elevadas pressões sobre os custos do trabalho mas recuperando ao longo do horizonte de projeção. As pressões externas sobre os preços deverão manter-se globalmente moderadas. Em comparação com as projeções de setembro de 2024, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas marginalmente em baixa para 2024 e 2025, devido sobretudo a surpresas em baixa em termos de dados e a pressupostos quanto à descida dos preços do petróleo e da eletricidade.

## Análise dos riscos

Os riscos para o crescimento económico permanecem enviesados em sentido descendente. O risco de mais atritos no comércio mundial poderá pesar sobre o crescimento da área do euro, ao reduzir as exportações e ao enfraquecer a economia mundial. Uma menor confiança poderia impedir uma recuperação do consumo e do investimento tão rápida como o esperado. Tal poderá ser amplificado por riscos geopolíticos, como a guerra injustificada da Rússia contra a Ucrânia e o trágico conflito no Médio Oriente, que poderão causar perturbações no aprovisionamento energético e no comércio mundial. O crescimento também poderá ser inferior, se os efeitos desfasados do aumento da restritividade da política monetária durarem mais do que o previsto. Poderá ser superior, se a menor restritividade das condições de financiamento e a descida da inflação permitirem uma recuperação mais rápida do consumo e do investimento internos.

A inflação poderá revelar-se mais elevada, se os salários ou os lucros aumentarem mais do que o esperado. Os riscos em alta para a inflação decorrem igualmente das tensões geopolíticas acrescidas, que podem fazer subir os preços dos produtos energéticos e os custos de frete no curto prazo e causar perturbações no comércio mundial. Além disso, fenómenos meteorológicos extremos e a atual crise climática, mais em geral, podem elevar os preços dos produtos alimentares mais do que o previsto. Em contraste, a inflação poderá surpreender em sentido descendente, caso a baixa confiança e as preocupações quanto a eventos geopolíticos impeçam uma recuperação do consumo e do investimento tão rápida como o esperado, se a política monetária atenuar a procura mais do que o previsto ou se a conjuntura económica no resto do mundo se deteriorar inesperadamente. Mais atritos no comércio mundial tornariam as perspetivas de inflação na área do euro mais incertas.

## Condições monetárias e financeiras

As taxas de juro de mercado na área do euro registaram uma nova descida desde a reunião de outubro do Conselho do BCE, refletindo a perceção de uma deterioração das perspetivas económicas. Embora as condições de financiamento permaneçam restritivas, as reduções pelo Conselho do BCE das taxas de juro estão gradualmente a tornar a contração de empréstimos menos onerosa para as empresas e as famílias.

A taxa de juro média aplicada a novos empréstimos às empresas situou-se em 4,7% em outubro, ou seja, mais de meio ponto percentual abaixo do máximo registado um ano antes. O custo de emissão de dívida baseada no mercado desceu mais de um ponto percentual desde o seu máximo. A taxa média aplicada a novos empréstimos à habitação situou-se em 3,6% em outubro, ou seja, cerca de meio ponto percentual abaixo do seu nível mais alto em 2023, apesar de ainda se esperar uma subida da taxa média do *stock* de crédito à habitação em dívida.

Os empréstimos bancários às empresas recuperaram gradualmente de níveis baixos, tendo aumentado 1,2% em outubro em comparação com um ano antes. Os títulos de dívida emitidos por empresas subiram 3,1% em termos homólogos, o que é semelhante ao aumento nos meses anteriores. O crédito à habitação continuou a registar uma subida gradual em outubro, a uma taxa de crescimento homóloga de 0,8%.

Em conformidade com a sua estratégia de política monetária, o Conselho do BCE procedeu a uma análise exaustiva das ligações entre a política monetária e a estabilidade financeira. Os bancos da área do euro mantêm-se resilientes, sendo poucos os sinais de tensão nos mercados financeiros. Os riscos para a estabilidade financeira permanecem, ainda assim, elevados. A política macroprudencial continua a ser a primeira linha de defesa contra a acumulação de vulnerabilidades financeiras, reforçando a resiliência e preservando a margem macroprudencial.

## Decisões de política monetária

As taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de depósito, às operações principais de refinanciamento e à facilidade permanente de cedência de liquidez foram reduzidas para, respetivamente, 3,00%, 3,15% e 3,40%, com efeitos a partir de 18 de dezembro 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.

No segundo semestre de 2024, o Eurosistema já não reinvestiu a totalidade dos pagamentos de capital de títulos vencidos adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) para reduzir a carteira do PEPP, em média, em 7,5 mil milhões de euros por mês. O Conselho do BCE descontinuou os reinvestimentos no contexto do PEPP no final de 2024.

Em dezembro de 2024, os bancos reembolsaram os montantes remanescentes dos empréstimos obtidos no contexto das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas, concluindo assim esta parte do processo de normalização do balanço.

## Conclusão

Na reunião de 12 de dezembro de 2024, o Conselho do BCE decidiu reduzir as três taxas de juro diretoras em 25 pontos base. Em particular, a decisão de reduzir a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito – a taxa através da qual o Conselho do BCE define a orientação da política monetária – baseia-se na avaliação atualizada pelo Conselho do BCE das perspetivas de inflação, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária. O Conselho do BCE está determinado a assegurar que a inflação estabiliza, de forma sustentada,

no seu objetivo de médio prazo de 2%. Seguirá uma abordagem dependente dos dados e reunião a reunião para decidir a orientação apropriada da política monetária. Em particular, 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 força 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 estabiliza, de forma sustentada, no seu objetivo de médio prazo de 2% e a preservar o bom funcionamento da transmissão da política monetária.

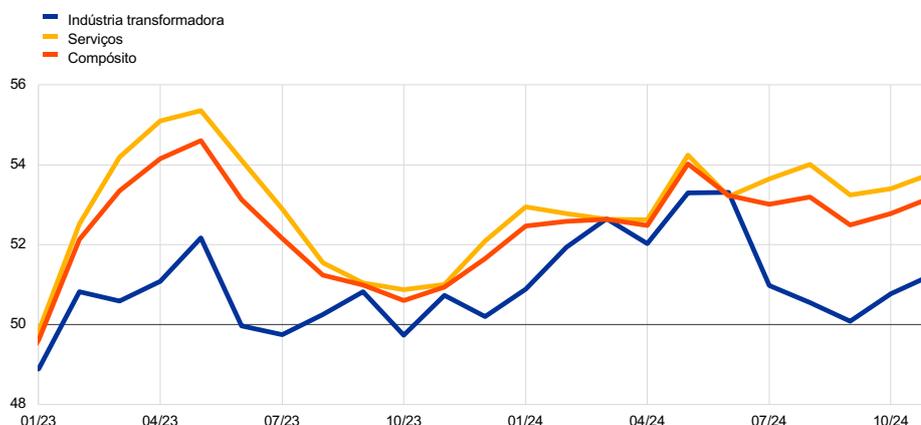
## 1 Conjuntura externa

*Ao longo do período em análise (de 17 de outubro a 11 de dezembro de 2024), o crescimento económico mundial manteve-se forte, apesar do aumento de fatores adversos. Os dados de inquéritos apontaram para melhorias generalizadas nos vários setores, com os serviços a continuarem a registar um forte desempenho. O comércio mundial manteve-se robusto, refletindo, em certa medida, a antecipação das importações de bens num contexto de incerteza em torno da política comercial futura dos Estados Unidos. A inflação continuou a registar uma moderação, mas persistiram pressões em sentido ascendente sobre os preços dos serviços. As perspetivas para o crescimento mundial e a inflação, refletidas nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, permanecem globalmente inalteradas face às projeções macroeconómicas de setembro de 2024 elaboradas por especialistas do BCE. No entanto, os resultados das eleições presidenciais nos Estados Unidos acrescentaram considerável incerteza às políticas relativas ao comércio internacional. As métricas relativas ao comércio mundial foram revistas significativamente em alta, a fim de refletir resultados mais fortes no segundo e terceiro trimestres. Na sequência da recuperação observada em 2024, projeta-se que o comércio mundial cresça mais em consonância com a atividade, embora existam riscos elevados em sentido descendente relacionados com o aumento do protecionismo comercial e uma maior fragmentação. A inflação nas principais economias avançadas e de mercado emergentes deverá diminuir gradualmente ao longo do horizonte de projeção.*

**A atividade económica mundial manteve-se robusta, embora o aumento de fatores adversos coloque em evidência a fragilidade das perspetivas.** O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) permaneceu em terreno claramente expansionista em novembro de 2024, situando-se em 53,2, face a 52,8 em outubro (gráfico 1). Enquanto a atividade no setor dos serviços continuou a registar um fortalecimento, a atividade na indústria transformadora também melhorou, voltando a registar um aumento acima do limiar de não crescimento, para 51,2 em novembro. O aumento do indicador do IGC compósito do produto foi impulsionado em particular pelos Estados Unidos e pela China. No caso da China, tal refletiu uma forte expansão no setor da indústria transformadora, enquanto nos Estados Unidos a atividade no setor dos serviços melhorou significativamente. Dados recentes sugerem que o crescimento mundial permaneceu robusto no quarto trimestre de 2024. Tal é apoiado por dados económicos mais fortes nos Estados Unidos e na China, bem como pelo apoio orçamental recentemente anunciado na China e, em menor medida, no Reino Unido. As tensões geopolíticas, a persistente fragilidade do setor imobiliário chinês e a incerteza quanto às políticas da próxima Administração dos Estados Unidos sugerem também que as perspetivas de crescimento mundial ainda são fracas.

## Gráfico 1 IGC mundial do produto

(índices de difusão)



Fontes: S&P Global Market Intelligence e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: "IGC" significa Índice de Gestores de Compras. As últimas observações referem-se a novembro de 2024.

### **Projeta-se que as perspetivas para a atividade mundial permaneçam fortes, mas registem uma ligeira moderação ao longo do horizonte de projeção.**

Projeta-se que o PIB real mundial cresça 3,4% em 2024 e 3,5% em 2025 e diminua 3,3% em 2026 e 3,2% em 2027. A ligeira diminuição do crescimento mundial mais para o final do horizonte de projeção deve-se principalmente a expectativas de abrandamento do crescimento na China, refletindo uma demografia desfavorável, e a alguma desaceleração nos Estados Unidos. Quanto ao Reino Unido, pressupõe-se que a redução da restritividade orçamental impulse apenas temporariamente o crescimento do PIB real, pois os futuros aumentos dos impostos sobre o rendimento das pessoas coletivas deverão pesar sobre a atividade do setor privado. Os resultados das eleições nos Estados Unidos trouxeram considerável incerteza, dado ser difícil avaliar, nesta fase, as medidas de política da nova Administração dos Estados Unidos. As projeções de dezembro elaboradas por especialistas do Eurosistema incorporam legislação mais rigorosa em matéria de imigração e políticas orçamentais menos restritivas (em particular, o prolongamento das reduções dos impostos sobre o rendimento das pessoas singulares e coletivas introduzidas em 2017 e com fim previsto para 2025).

### **Após um crescimento mais forte do que o esperado no terceiro trimestre, o ritmo do comércio mundial deverá desacelerar no curto prazo.**

As importações mundiais surpreenderam em alta no terceiro trimestre, impulsionadas por um aumento acentuado do comércio dos Estados Unidos. Evidência pontual sugere que as empresas do país anteciparam importações, dada a incerteza quanto às políticas comerciais futuras e perante a expectativa de greves portuárias na costa leste dos Estados Unidos em outubro. Embora o comércio mundial seja inerentemente volátil, os dados que têm vindo a ser disponibilizados apontam para um abrandamento das importações mundiais no quarto trimestre. O abrandamento reflete um ciclo ainda fraco da indústria transformadora e a normalização das importações de bens após um crescimento dinâmico nos trimestres anteriores. Tal é exacerbado por uma composição menos favorável da procura mundial, atualmente influenciada pelo setor dos serviços, menos assente no comércio, e pelo consumo do setor público.

Em linha com a desaceleração do dinamismo do comércio, o IGC mundial (excluindo a área do euro) relativo às novas encomendas de exportações na indústria transformadora manteve-se em níveis contracionistas, situando-se em 49,4 em novembro. Neste contexto, os custos de frete marítimo estão a começar também a normalizar-se após os fortes aumentos observados no segundo trimestre de 2024 que refletiram uma maior procura de transporte marítimo, em consonância com a antecipação das importações.

**Projeta-se que o comércio mundial recupere este ano e que cresça mais em consonância com a atividade mundial no resto do horizonte de projeção, pese embora existam elevados riscos em sentido descendente relacionados com o aumento do protecionismo comercial e uma maior fragmentação.**

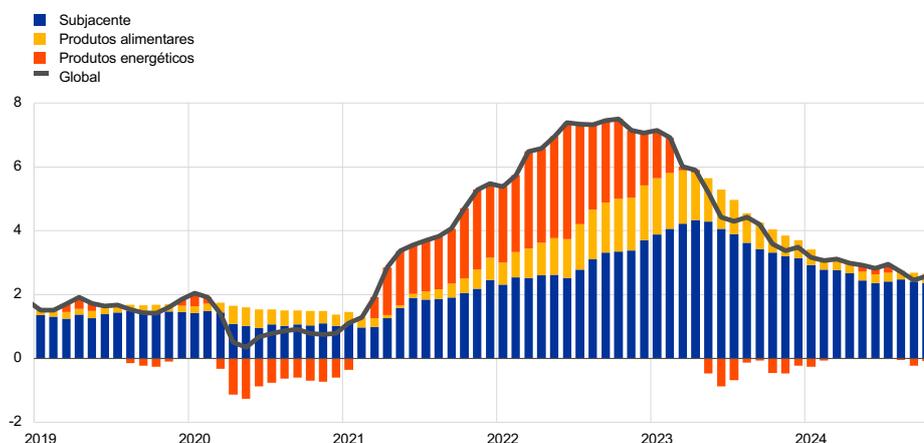
O crescimento do comércio mundial para 2024 foi revisto em alta em 0,9 pontos percentuais, em comparação com as projeções de setembro de 2024, sobretudo devido a resultados mais fortes no segundo e terceiro trimestres. De acordo com as projeções, o comércio mundial aumentará 3,6% em 2025, descendo posteriormente para 3,3% em 2026 e 3,2% em 2027. As perspetivas permanecem, ainda assim, muito incertas. Uma nova antecipação, impulsionada por expectativas de restrições comerciais, poderá fortalecer o comércio no curto prazo. No médio prazo, o comércio poderá voltar a registar um enfraquecimento, devido às atuais tensões geopolíticas, a um aumento considerável do protecionismo comercial e à maior fragmentação.

**A inflação nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) continua a registar uma moderação, mas persistem as pressões subjacentes sobre os preços.** Em outubro, a taxa de inflação global homóloga medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) nos países da OCDE (excluindo a Turquia) aumentou ligeiramente para 2,6%, o que compara com 2,5% no mês anterior (gráfico 2). O ligeiro aumento da inflação global ficou a dever-se à inflação menos negativa dos preços dos produtos energéticos – que se situou em -0,8% em outubro em comparação com -2,5% em setembro – enquanto a inflação subjacente e a inflação dos produtos alimentares se mantiveram estáveis. A inflação subjacente, que representou 90% da inflação global em outubro em comparação com um contributo mediano de 64% antes da pandemia de COVID-19, é impulsionada, nomeadamente, pela inflação elevada dos serviços nas economias avançadas. Dado que, por sua vez, a inflação dos serviços está estreitamente associada ao crescimento dos salários, que se espera que abrande em 2025 à medida que os mercados de trabalho arrefecem, a inflação global nas economias da OCDE deverá continuar a normalizar-se.

## Gráfico 2

### Inflação medida pelo IPC nos países da OCDE

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) e cálculos de especialistas do BCE.  
Notas: O agregado da OCDE exclui a Turquia e é calculado utilizando ponderações anuais do IPC da OCDE. As últimas observações referem-se a outubro de 2024.

### Desde a reunião de outubro do Conselho do BCE, os preços do petróleo bruto Brent caíram 2,9%, enquanto os preços do gás na Europa registaram uma subida de 17,7%<sup>1</sup>.

Os preços do petróleo registaram uma volatilidade significativa durante o período em análise, devido principalmente a tensões geopolíticas no Médio Oriente. Do lado da procura, o forte consumo de combustíveis nos Estados Unidos contribuiu para pressões em sentido ascendente sobre os preços, uma vez que as reservas de petróleo do país tinham caído para o nível mais baixo desde novembro de 2022. Tal foi, no entanto, compensado pelo impacto negativo da procura mais fraca de petróleo na China, que em setembro registou uma contração pelo sexto mês consecutivo. Os preços do gás na Europa aumentaram 17,7% desde a reunião de outubro do Conselho do BCE, impulsionados por fatores do lado da oferta e da procura. Do lado da oferta, o aumento pode dever-se, em grande medida, ao fim iminente da vigência do acordo de trânsito de gás entre a Ucrânia e a Rússia no final de 2024. Além disso, na sequência de uma decisão arbitral contra a Gazprom a favor da empresa austríaca OMV, a Gazprom ameaçou interromper o seu abastecimento de gás. Do lado da procura, a redução da produção eólica em novembro na Europa levou a uma maior dependência da produção de eletricidade alimentada a gás. Este facto, aliado a temperaturas baixas, reduziu de forma significativa os níveis de armazenamento de gás em toda a Europa, contribuindo ainda mais para o aumento dos preços do gás. Entretanto, os preços dos metais diminuíram (-4,5%), tendo o pacote de estímulo da China ficado aquém das expectativas. Os preços dos produtos alimentares aumentaram 15,9%, impulsionados por fatores relacionados com a oferta.

**Nos Estados Unidos, a atividade económica mantém-se robusta.** No terceiro trimestre de 2024, o PIB real continuou a crescer a um ritmo constante de 0,7% em termos trimestrais em cadeia, suportado por uma procura interna privada e um consumo público fortes. Em contraste, o contributo do investimento privado

<sup>1</sup> A data de fecho dos dados incluídos na presente edição do *Boletim Económico* foi 11 de dezembro de 2024.

desacelerou, enquanto as existências do setor privado e o comércio líquido também contribuíram negativamente para o crescimento. O mercado de trabalho dos Estados Unidos continuou a arrefecer, com a taxa de desemprego 0,1 pontos percentuais mais elevada, situando-se em 4,2% em novembro, face a 3,7% no início de 2024. O crescimento homólogo dos salários subiu para 4,0% em outubro – tendo descido ao longo do ano – e manteve-se acima do intervalo de 3% a 3,5% que o Sistema de Reserva Federal considera ser compatível com o seu objetivo para a inflação. A inflação global medida pelo IPC também aumentou ligeiramente, para 2,6% em outubro, face a 2,4% em setembro, enquanto a inflação subjacente permaneceu em 3,3%. O Comité de Operações de Mercado Aberto (Federal Open Market Committee – FOMC) decidiu reduzir a taxa dos fundos federais em 25 pontos base na sua reunião de novembro, o que era amplamente esperado<sup>2</sup>.

### **O dinamismo do crescimento económico na China fortaleceu-se, mas o novo pacote orçamental não deverá proporcionar um grande estímulo.**

Os indicadores mensais para outubro revelaram-se mais fortes do que o esperado, com melhorias significativas no crescimento das vendas a retalho e das exportações. A recuperação das vendas a retalho – que se prolongou até ao início de novembro – foi, em grande medida, impulsionada pelos subsídios em curso destinados à troca de produtos de consumo, com ganhos notáveis em categorias subvencionadas pelo Governo chinês. Ao mesmo tempo, o novo pacote orçamental anunciado em 8 de novembro, embora substancial, não deverá impulsionar significativamente o crescimento. Destinado a fazer face ao risco para a estabilidade financeira associado à dívida da administração local, o pacote representa principalmente uma migração da dívida para obrigações com custos de serviço mais baixos. Por manter inalterado o nível global da dívida, não produz um impulso orçamental direto. É provável que a despesa adicional potencial associada aos custos de financiamento mais baixos seja diminuta, proporcionando apenas um apoio muito limitado ao crescimento. A inflação dos preços no consumidor na China abrandou novamente em novembro, diminuindo para 0,2%, em termos homólogos, face a 0,3% em setembro. A inflação dos preços no produtor permaneceu negativa, situando-se em -2,5% em novembro, o que aumentou as preocupações deflacionistas.

**A atividade no Reino Unido continuou a abrandar, enquanto a inflação global aumentou devido aos preços mais elevados dos produtos energéticos.** No terceiro trimestre de 2024, o PIB do Reino Unido cresceu apenas moderadamente, 0,1% (em termos trimestrais em cadeia). O novo orçamento de outono do Governo implica um aumento da despesa pública de 2% do PIB, o que, juntamente com a redução da restritividade da política monetária em curso, deverá apoiar gradualmente a dinâmica de crescimento em 2025. A inflação global aumentou consideravelmente, para 2,3% em outubro, o que compara com 1,7% em setembro. Na sua reunião de novembro, o Bank of England reduziu a taxa de juro diretora em 25 pontos base para 4,75%<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Na reunião de 18 de dezembro – que decorreu após o período em análise de 17 de outubro a 11 de dezembro – o FOMC baixou novamente o objetivo para a taxa dos fundos federais em 25 pontos base.

<sup>3</sup> Na reunião de 18 de dezembro – que decorreu após o período em análise de 17 de outubro a 11 de dezembro – o Bank of England manteve inalterada a sua taxa diretora.

## 2 Atividade económica

*A economia cresceu 0,4% no terceiro trimestre de 2024, após uma expansão de 0,2% no segundo trimestre, num contexto de recuperação do consumo e de acumulação de existências, enquanto o comércio líquido se contraiu. O emprego aumentou 0,2% no terceiro trimestre, implicando alguma recuperação da produtividade. Entre setores, a atividade na indústria, excluindo produtos de propriedade intelectual irlandeses, continuou a diminuir no terceiro trimestre, refletindo uma procura fraca, perdas de competitividade e o aumento da incerteza. Em contraste, o setor dos serviços continuou a expandir-se, impulsionado sobretudo pelos serviços não mercantis e pelos serviços relacionados com as empresas. Os indicadores baseados em inquéritos apontam para um abrandamento da atividade económica na viragem do ano. No quarto trimestre, os Índices de Gestores de Compras (IGC) para a indústria transformadora e para os serviços foram inferiores aos respetivos níveis do terceiro trimestre, ao passo que as encomendas e as expectativas das empresas diminuíram, indiciando um novo enfraquecimento no início de 2025. No que respeita à procura interna, o consumo privado deverá abrandar no quarto trimestre, após uma forte recuperação no terceiro trimestre, uma vez que a confiança se mantém baixa. Adicionalmente, os indicadores relativos à habitação, ao investimento empresarial e às exportações sugerem uma continuação do enfraquecimento no curto prazo. Em termos prospetivos, a recuperação projetada dos rendimentos reais, apoiada pelo aumento dos salários e pelo mercado de trabalho robusto, deverá permitir às famílias consumir mais. Além disso, a procura externa deverá fortalecer-se e apoiar as exportações da área do euro.*

*Estas perspetivas encontram-se globalmente refletidas nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, segundo as quais o crescimento real anual do PIB se situará em 0,7% em 2024, 1,1% em 2025 e 1,4% em 2026, antes de registar uma moderação para 1,3% em 2027<sup>4</sup>.*

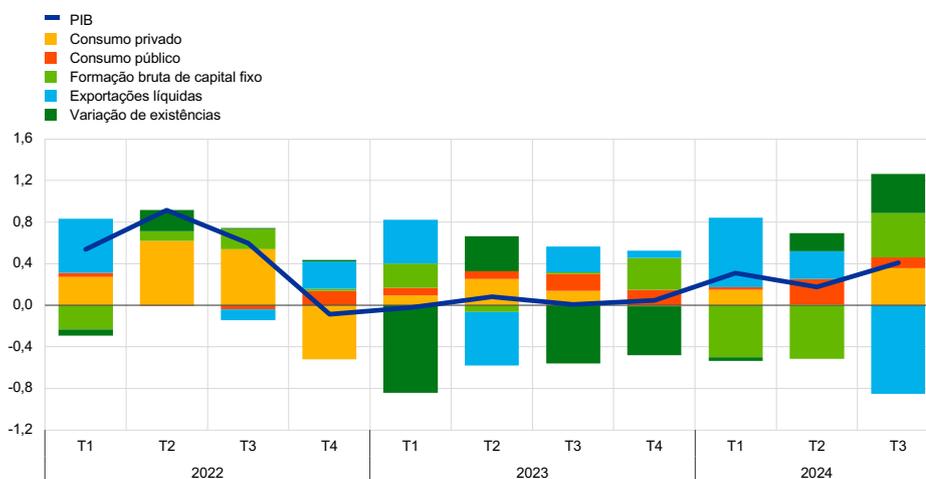
**De acordo com a estimativa mais recente do Eurostat, o PIB real cresceu 0,4%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2024, após uma expansão de 0,2% no segundo trimestre (gráfico 3).** A procura interna e a variação de existências deram um contributo positivo para o crescimento no terceiro trimestre, enquanto o comércio líquido se contraiu. Embora o crescimento do investimento total no terceiro trimestre tenha sido positivo, estima-se que tenha sido negativo quando se exclui um aumento sem precedentes do investimento noutros setores exceto construção na Irlanda.

<sup>4</sup> Ver as [Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2024](#).

### Gráfico 3

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

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

#### Os dados de inquéritos apontam para um enfraquecimento no quarto trimestre de 2024.

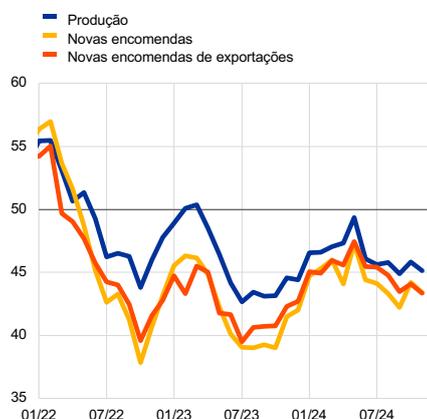
O IGC relativo ao produto caiu para 49,2, em média, em outubro e novembro (face a 50,3 no terceiro trimestre), em resultado de descidas quer nos serviços quer na indústria transformadora. No setor da indústria transformadora, o IGC continuou a registar uma contração no quarto trimestre, tendo o índice permanecido até à data em níveis contracionistas durante 20 meses consecutivos (gráfico 4). O IGC relativo às novas encomendas também permanece abaixo de 50, o que aponta para perspetivas de curto prazo fracas para a indústria. No setor dos serviços, o IGC caiu para um valor inferior a 50 em novembro – pela primeira vez desde janeiro de 2024 – embora a média para outubro e novembro ainda se encontre em terreno positivo mas modesto, situando-se em 50,5. Os indicadores da Comissão Europeia sobre a confiança das empresas revelam um cenário semelhante. Após uma queda em outubro, o Indicador de Sentimento Económico registou um movimento globalmente lateral em novembro, sugerindo que os atuais fatores adversos estão a prejudicar a recuperação. Os resultados do inquérito da Comissão sobre os fatores que limitam a produção no quarto trimestre mostram que a indústria transformadora ainda é afetada por uma procura insuficiente e pela escassez de mão de obra, em comparação com as médias históricas, embora a procura não seja considerada um fator limitativo no setor dos serviços.

## Gráfico 4

### Indicadores do IGC entre setores da economia

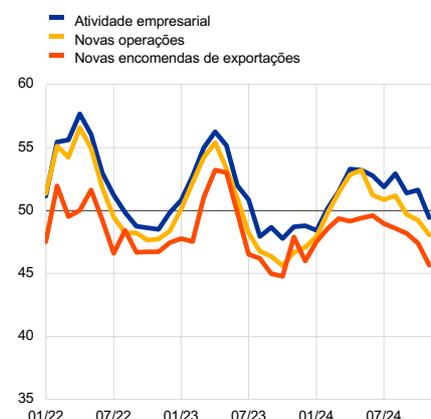
#### a) Indústria transformadora

(Índices de difusão)



#### b) Serviços

(Índices de difusão)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

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

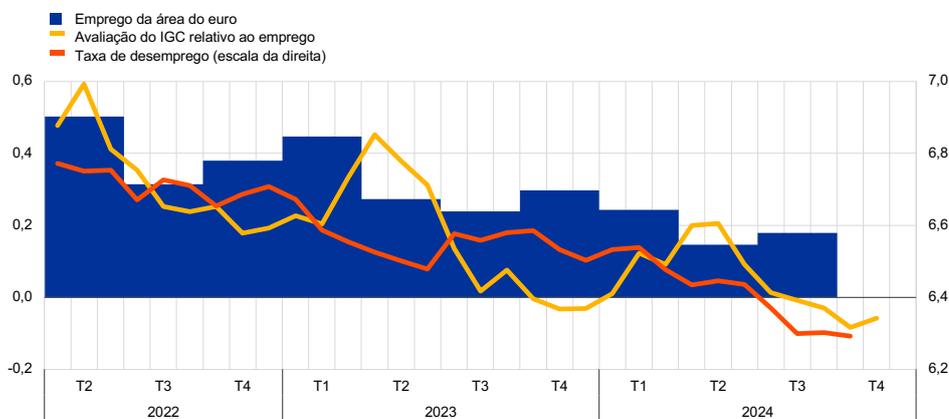
**O emprego subiu 0,2% no terceiro trimestre de 2024.** Esta foi praticamente a mesma taxa observada no primeiro semestre (gráfico 5). O crescimento do emprego esteve mais alinhado com o crescimento do PIB no terceiro trimestre, permitindo alguma recuperação da produtividade, que aumentou 0,2%<sup>5</sup>. O total de horas trabalhadas manteve-se inalterado no terceiro trimestre, conduzindo a uma descida de 0,1% na média de horas trabalhadas. A taxa de desemprego situou-se em 6,3% em outubro, mantendo-se inalterada face a setembro e no seu nível mais baixo desde a introdução do euro. 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 2,5% no terceiro trimestre, 0,1 pontos percentuais abaixo do valor registado no trimestre anterior e mais próximo do seu pico pré-pandemia.

<sup>5</sup> Para uma visão geral do mercado de trabalho da área do euro ao longo dos últimos dois anos, ver o artigo intitulado [Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024](#), na presente edição do *Boletim Económico*.

## Gráfico 5

### Emprego da área do euro, 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)



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

Notas: As duas linhas indicam a evolução mensal, enquanto as barras representam os dados trimestrais. O IGC é expresso num desvio face a 50 e posteriormente dividido por 10 para determinar o crescimento trimestral em cadeia do emprego. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2024 para o emprego da área do euro, a novembro de 2024 para a avaliação do IGC relativo ao emprego e a outubro de 2024 para a taxa de desemprego.

#### Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho apontam para níveis de emprego estáveis no quarto trimestre de 2024.

O indicador mensal do IGC compósito do emprego aumentou ligeiramente, de 49,2 em outubro para 49,4 em novembro, sugerindo que o emprego no quarto trimestre deverá permanecer praticamente inalterado. O indicador do IGC relativo aos serviços aumentou de 50,3 em outubro para 51,0 em novembro, enquanto os indicadores do IGC para a indústria transformadora e a construção se mantiveram em níveis contracionistas.

#### O consumo privado aumentou fortemente no terceiro trimestre de 2024, mas prevê-se que registre uma moderação na viragem do ano.

Após um crescimento médio fraco nos trimestres anteriores, o consumo privado na área do euro aumentou 0,7%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre (gráfico 6), provavelmente impulsionado por fatores temporários, como os Jogos Olímpicos e Paralímpicos de 2024 em Paris, embora de forma limitada. O consumo de bens recuperou e aumentou globalmente em linha com o consumo de serviços no terceiro trimestre, como igualmente sugerido pela subida de 1% nas vendas a retalho, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre, em comparação com a subida mais modesta de 0,2% na produção de serviços. Porém, os dados disponíveis sugerem que a despesa das famílias terá provavelmente registado uma moderação no quarto trimestre, uma vez que as vendas a retalho diminuíram em outubro. O indicador da Comissão Europeia relativo à confiança dos consumidores também diminuiu, regressando em novembro ao nível registado em setembro. No entanto, indicadores mais prospetivos apontam para uma recuperação nos próximos trimestres, como refletido nas mais recentes projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema<sup>6</sup>. Os indicadores da Comissão Europeia relativos às expectativas das empresas para a procura de serviços com

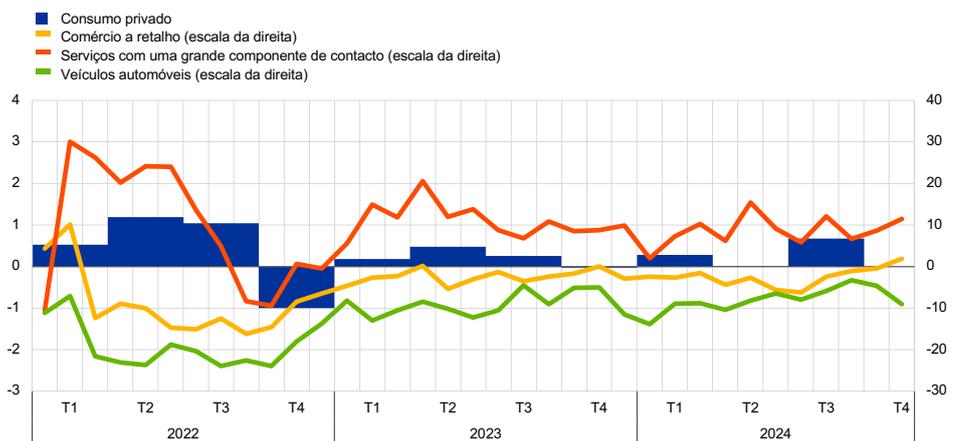
<sup>6</sup> Ver as [Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2024](#).

uma grande componente de contacto continuaram a melhorar em novembro, enquanto o mais recente inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores também mostrou que as compras esperadas de férias permanecem num nível elevado, não obstante algum abrandamento recentemente. As expetativas dos consumidores quanto a compras importantes nos próximos 12 meses registaram uma nova melhoria em novembro, ultrapassando os níveis anteriores à pandemia e indicando um aumento da procura de bens por parte dos consumidores. Prevê-se que o aumento do poder de compra e a continuação dos aumentos dos rendimentos reais do trabalho apoiem o consumo nos próximos trimestres. Ao mesmo tempo, a incerteza permanece elevada e as famílias podem continuar a ter preocupações quanto a questões geopolíticas a mais longo prazo, o que poderá ter um impacto adverso nas suas decisões de despesa (ver a caixa 3).

### Gráfico 6

#### Consumo privado e expetativas das empresas para o comércio a retalho, os serviços com uma grande componente de contacto e os veículos automóveis

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



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: As expetativas das empresas para o comércio a retalho (excluindo veículos automóveis), a procura esperada de serviços com uma grande componente de contacto e as vendas esperadas de veículos automóveis nos próximos três meses referem-se a saldos líquidos em percentagem; "serviços com uma grande componente de contacto" refere-se a alojamento, viagens e serviços de restauração. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2024 para o consumo privado e a novembro de 2024 para as expetativas das empresas para o comércio a retalho, serviços com uma grande componente de contacto e veículos automóveis.

**O investimento empresarial registou uma contração significativa no terceiro trimestre de 2024, sendo provável que permaneça fraco no curto prazo.** Após um crescimento modesto no primeiro semestre, o investimento noutros setores exceto construção, excluindo o investimento em ativos intangíveis irlandeses, caiu 1,1%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre. O crescimento do investimento no quarto trimestre deverá ter continuado a contrair-se, como sugerido pelos indicadores do IGC relativo ao produto e às encomendas e pelos inquéritos de confiança da Comissão Europeia para o setor dos bens de investimento até novembro (gráfico 7, painel a). O último inquérito da Comissão Europeia sobre os fatores que limitam a produção no setor dos bens de investimento revelou uma procura fraca e pouca necessidade de novo investimento em equipamento no quarto trimestre. A elevada incerteza em torno da geopolítica, das tarifas comerciais e da política económica está a atenuar ainda mais o investimento (ver a caixa 3).

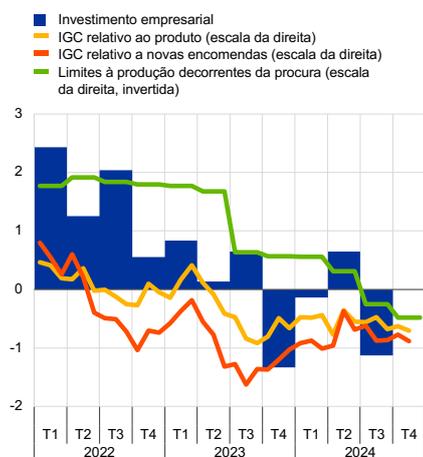
Neste enquadramento, o número de falências continuou a aumentar, situando-se, no terceiro trimestre de 2024, cerca de 23% acima do nível observado em 2019. Em termos prospetivos, o investimento deverá aumentar gradualmente à medida que o impacto das condições de financiamento restritivas diminui, a procura melhora e são implementados planos de investimento ecológico e digital.

## Gráfico 7

### Dinâmica do investimento real e dados de inquéritos

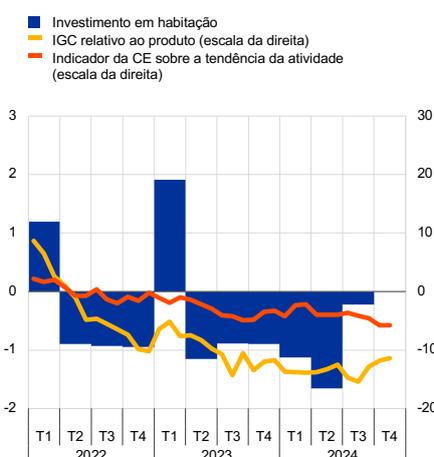
#### a) Investimento empresarial

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%); índices de difusão e dados corrigidos da média)



#### 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 aos dados trimestrais, exceto os dados de inquéritos relativos aos fatores que limitam a produção, que também são 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). Os indicadores de curto prazo referem-se ao setor dos bens de investimento. Os limites à produção decorrentes da procura são expressos como a média no período entre o primeiro trimestre de 1991 e o quarto trimestre de 2019, sendo posteriormente invertida. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2024 para o investimento empresarial e a novembro 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 terceiro trimestre de 2024 para o investimento em habitação e a novembro de 2024 para o IGC relativo ao produto e para o indicador da Comissão Europeia sobre a tendência da atividade.

#### O investimento em habitação diminuiu ligeiramente no terceiro trimestre de 2024 e projeta-se que continue a descer no curto prazo.

O investimento em habitação na área do euro desceu 0,2% no terceiro trimestre, enquanto a produção na atividade de construção de edifícios e em atividades especializadas de construção diminuiu 0,6%. Os indicadores de atividade baseados em inquéritos apontam para um novo enfraquecimento no quarto 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 novembro (gráfico 7, painel b). Porém, o investimento em habitação deverá estabilizar no decurso de 2025. De acordo com o inquérito da Comissão Europeia, as intenções a curto prazo das famílias de comprar ou construir uma casa registaram uma nova melhoria no quarto trimestre de 2024. De igual modo, o inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores mostra que a proporção de famílias que consideram a habitação um bom investimento aumentou significativamente no conjunto de 2024, embora tenha diminuído ligeiramente em

outubro. Esta melhoria do sentimento é apoiada pela queda das taxas hipotecárias e reflete-se numa recuperação gradual do crédito à habitação, como também indicado no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro de outubro.

**O crescimento das exportações da área do euro continuou a abrandar no terceiro trimestre de 2024.**

O crescimento total das exportações da área do euro abrandou 1,5%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre. Esta desaceleração confirma os desafios persistentes em termos de competitividade enfrentados pelos exportadores da área do euro, mesmo num contexto de recuperação da procura mundial. Em termos prospetivos, os inquéritos sugerem que o desempenho das exportações permanecerá moderado no curto prazo. Os IGC mais recentes relativos às encomendas de exportações mantiveram-se bastante abaixo do limiar de não crescimento em novembro no caso da indústria transformadora e apontam para uma crescente fragilidade nos serviços. Ao mesmo tempo, o crescimento das importações registou uma subida moderada de 0,2% no terceiro trimestre, em comparação com o trimestre anterior, em resultado de uma subida modesta do consumo interno. Em termos globais, as exportações líquidas deram um contributo negativo de 0,9 pontos percentuais para o PIB no terceiro trimestre.

**Numa análise prospetiva, prevê-se que a economia da área do euro continue a registar uma recuperação gradual ao longo do horizonte da projeção, embora num contexto de incerteza significativa.**

Na sequência de um aumento estimado do PIB de 0,7% em 2024, o crescimento da atividade deverá fortalecer-se nos próximos três anos. Em particular, espera-se que a subida dos salários reais e do emprego, num contexto de mercados de trabalho robustos, embora com um abrandamento, apoie uma recuperação sustentada do consumo. A procura interna deverá também ser impulsionada por uma menor restritividade das condições de financiamento, em consonância com as expectativas do mercado quanto à trajetória futura das taxas de juro.

**Prevê-se agora que a recuperação económica seja mais lenta do que o indicado nas projeções de setembro de 2024.**

Não obstante a recuperação do crescimento no terceiro trimestre deste ano, os indicadores de inquéritos apontam para um abrandamento no trimestre atual. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2024, a economia deverá crescer 0,7% em 2024, 1,1% em 2025, 1,4% em 2026 e 1,3% em 2027. A recuperação projetada assenta principalmente na subida dos rendimentos reais – que deverá permitir às famílias consumir mais – e no aumento do investimento das empresas. Com o tempo, o desvanecimento gradual dos efeitos da política monetária restritiva deverá apoiar a retoma da procura interna.

### 3 Preços e custos

*A inflação global na área do euro aumentou para 2,3% em novembro de 2024, face a 2,0% em outubro, refletindo sobretudo uma subida da inflação dos preços dos produtos energéticos<sup>7</sup>. Ao mesmo tempo, a inflação subjacente está, em geral, a evoluir em consonância com um regresso sustentado ao objetivo de 2% a médio prazo para a inflação global. O indicador da inflação interna desceu ligeiramente em outubro, mas permanece elevado, refletindo um forte crescimento dos salários e o facto de o preço de algumas rubricas ainda se estar a ajustar, com um desfasamento substancial, à anterior subida acentuada da inflação. A taxa de crescimento global dos custos do trabalho está a moderar-se, ao mesmo tempo que o crescimento dos lucros unitários continua a atenuar parcialmente o impacto na inflação das pressões ainda elevadas sobre os custos do trabalho, apoiando assim a desinflação em curso. Ao longo do período em análise, os indicadores baseados em inquéritos das expectativas de inflação a mais longo prazo mantiveram-se, na sua maioria, globalmente estáveis em redor de 2%, enquanto as medidas baseadas no mercado caíram para um nível mais próximo deste valor no período em análise. As projeções macroeconómicas para a área do euro de dezembro de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação global se situe, em média, em 2,4% em 2024, 2,1% em 2025, 1,9% em 2026 e 2,1% em 2027, ano em que passa a estar operacional o Sistema de Comércio de Licenças de Emissão da União Europeia alargado<sup>8</sup>.*

**A inflação global na área do euro, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), aumentou novamente para 2,3% em novembro de 2024, face a 2,0% em outubro (gráfico 8).** Esta evolução ficou a dever-se sobretudo ao aumento esperado da inflação dos preços dos produtos energéticos, que subiu para -1,9% em novembro, face a -4,6% em outubro, principalmente devido a um efeito de base em sentido ascendente. A inflação dos preços dos produtos alimentares desceu ligeiramente para 2,8% em novembro, face a 2,9% em outubro, refletindo uma taxa de variação homóloga mais baixa dos preços dos produtos alimentares não transformados, ao passo que a taxa de variação homóloga dos preços dos produtos alimentares transformados registou um aumento marginal. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) fixou-se em 2,7% em novembro, mantendo-se inalterada face a outubro e setembro, o que se deveu a uma pequena descida da inflação dos preços dos serviços (3,9% em novembro, face a 4,0% em outubro) que foi compensada por um aumento da inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos (0,7% em novembro, face a 0,5% em outubro). A taxa de inflação homóloga dos preços dos produtos industriais não energéticos permaneceu próximo da sua média de longo prazo de 0,6% registada antes da pandemia de COVID-19, enquanto a inflação mais persistente dos preços dos

<sup>7</sup> A data de fecho dos dados incluídos na presente edição do *Boletim Económico* foi 11 de dezembro de 2024. Esta estimativa provisória do Eurostat foi revista em baixa em 0,1 pontos percentuais, para 2,2%, na divulgação dos dados sobre a inflação medida pelo IHPC em 18 de dezembro de 2024.

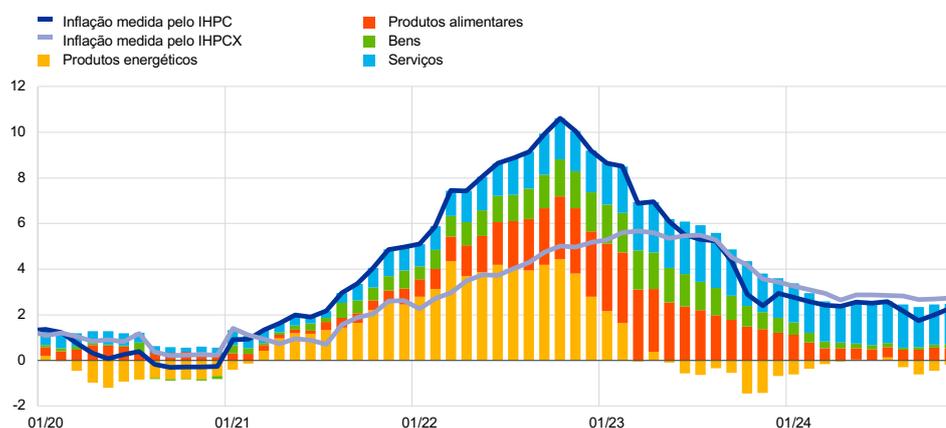
<sup>8</sup> Ver as [Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2024](#).

serviços reflete o impacto de pressões salariais ainda elevadas em algumas das suas rubricas e os efeitos da reavaliação desfasada dos preços em outras.

## Gráfico 8

### Inflação global e respetivas componentes principais

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

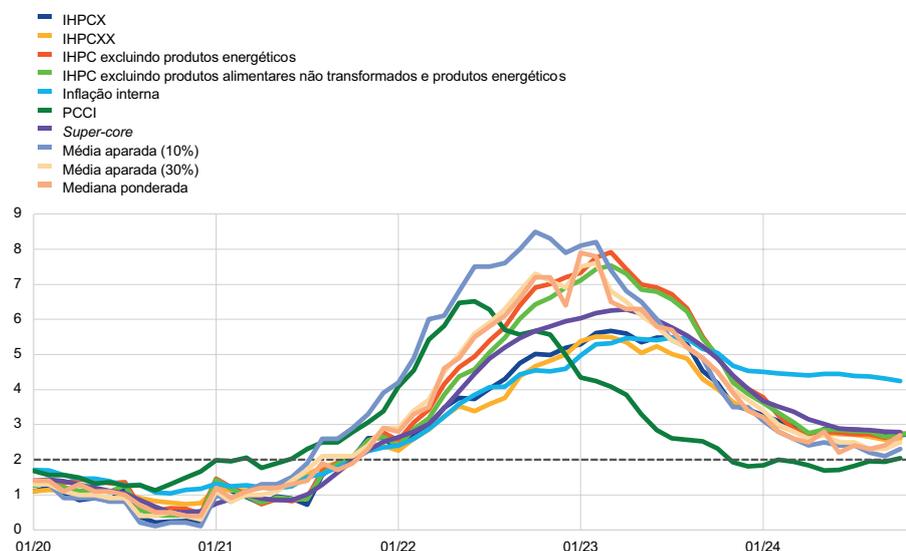
Notas: "Bens" representa a inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos. As últimas observações referem-se a novembro de 2024 (estimativas provisórias).

**As medidas da inflação subjacente sugerem, na sua maioria, que a inflação ainda se irá estabilizar em torno do objetivo de médio prazo de 2%, e houve um estreitamento do intervalo de valores entre elas (gráfico 9).** Em outubro de 2024 – o último mês em relação ao qual estão disponíveis dados –, a maior parte dos valores do indicador variou entre 2,0% e 2,8%<sup>9</sup>. A componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*), que tende a ter um melhor desempenho enquanto elemento de previsão da inflação global futura, encontrava-se na parte inferior deste intervalo, ao passo que o indicador *super-core*, que inclui rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo económico, se manteve inalterado em 2,8%. A inflação medida pelo IHPCX excluindo rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado (IHPCXX) também se manteve inalterada em 2,6%, enquanto as médias aparadas de 10% e 30%, que eliminam 5% e 15% das taxas de variação homólogas de cada aba da distribuição das rubricas do IHPC, aumentaram ligeiramente. Embora tenha permanecido num nível persistentemente elevado, o indicador da inflação interna voltou a cair ligeiramente, para 4,2%, face a 4,3% e 4,4% em setembro e agosto, respetivamente. Esta descida reflete o forte peso das rubricas de serviços, tais como seguros e rendas, relativamente às quais se verifica uma propagação mais lenta das reações às pressões inflacionistas gerais e à redução da contenção da política monetária.

<sup>9</sup> Para mais informações, ver Lane, P. R., [Underlying inflation: an update](#), discurso proferido na conferência intitulada "Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024", organizada pelo Federal Reserve Bank of Cleveland e pelo BCE, Cleveland, 24 de outubro 2024.

## Gráfico 9 Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A linha tracejada a cinzento representa o objetivo de 2% do BCE no médio prazo. As últimas observações referem-se a novembro de 2024 (estimativas provisórias) para o IHPCX, IHPC excluindo produtos energéticos e IHPC excluindo produtos alimentares não transformados alimentares e produtos energéticos e a outubro de 2024 para os restantes indicadores.

### As pressões acumuladas aumentaram em outubro, embora tenham permanecido moderadas em todas as categorias da indústria (gráfico 10).

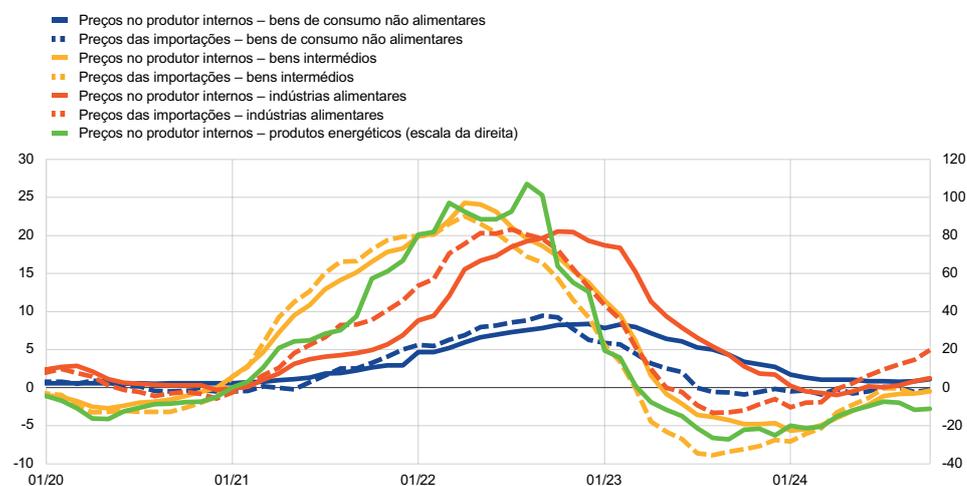
Nas fases iniciais da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor dos produtos energéticos, que tem sido negativa desde abril de 2023, subiu ligeiramente para -11,2% em outubro de 2024, face a -11,5% em setembro. A taxa de crescimento homóloga dos preços no produtor das vendas internas de bens intermédios também permaneceu negativa, embora menos do que no mês anterior (-0,5% em outubro, o que compara com -0,8% em setembro). De igual modo, a correspondente taxa de crescimento homóloga dos preços das importações de bens intermédios fixou-se em -0,4% em outubro, face a -0,8% em setembro. Nas fases mais avançadas da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor internos dos bens de consumo não alimentares aumentou de 0,9% em setembro para 1,1% em outubro.

Registou-se também um aumento da inflação dos preços no produtor internos para a indústria transformadora de produtos alimentares, que subiu para 1,3% em outubro, face a 0,9% em setembro, e na inflação dos preços das importações na indústria transformadora de produtos alimentares, que aumentaram para 4,9% em outubro, possivelmente devido às recentes taxas de crescimento de dois dígitos dos preços internacionais das matérias-primas alimentares. Em termos globais, as pressões acumuladas aumentaram em todas as categorias do setor, embora a partir de níveis ainda moderados, indicando o fim do abrandamento das pressões acumuladas em resultado de anteriores choques sobre os custos.

## Gráfico 10

### Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

### As pressões internas sobre os custos, medidas pelo crescimento do deflator do PIB, voltaram a cair no terceiro trimestre de 2024, embora permanecendo num nível elevado (gráfico 11).

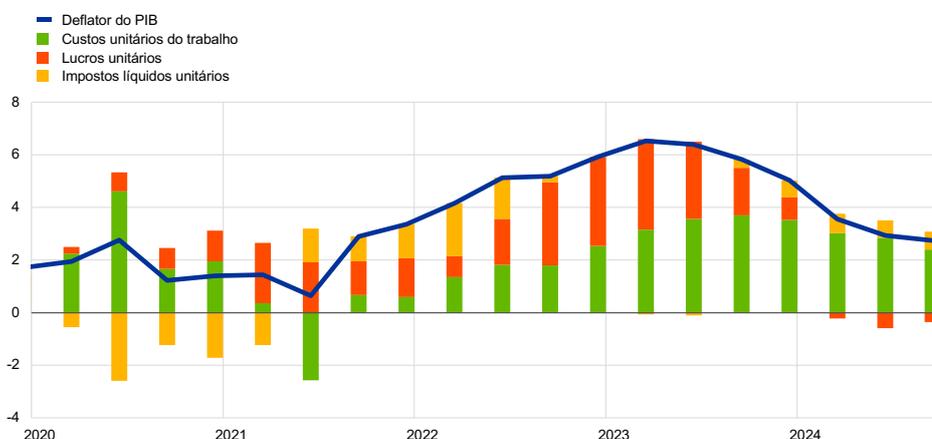
A taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB diminuiu para 2,7% no terceiro trimestre de 2024, face a 2,9% no trimestre anterior. Esta diminuição refletiu um menor contributo dos custos unitários do trabalho, enquanto o contributo dos impostos líquidos unitários se manteve inalterado e o dos lucros unitários aumentou ligeiramente. Não obstante o aumento, o crescimento dos lucros unitários manteve-se em terreno negativo, indicando que continua a atenuar pressões ainda elevadas sobre os custos do trabalho. O contributo reduzido dos custos unitários do trabalho deveu-se ao menor crescimento dos salários, medido em termos de remuneração por empregado, que caiu de 4,7% no segundo trimestre de 2024 para 4,4% no terceiro trimestre. Registou-se uma descida semelhante no crescimento da remuneração por hora. Em contrapartida, o crescimento dos salários negociados aumentou para 5,4% no terceiro trimestre de 2024, face a 3,5% no segundo trimestre, mas os dados relativos aos acordos coletivos de trabalho mais recentes no índice prospetivo do BCE de acompanhamento dos salários apontam para um crescimento mais fraco no quarto trimestre de 2024<sup>10</sup>. Em termos gerais, a evolução salarial mais recente indica que a compensação pela anterior inflação elevada e a correspondente recuperação dos salários reais desempenham um papel decrescente. As projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que o crescimento da remuneração por trabalhador se situe, em média, em 4,6% em 2024 e continue a registar uma moderação, situando-se em 2,8% em 2027. Todavia, deverá permanecer acima dos níveis históricos devido à continuação da restritividade dos mercados de trabalho e à remanescente compensação pela inflação.

<sup>10</sup> Ver 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, Frankfurt am Main, fevereiro de 2024.

## Gráfico 11

### Desagregação do deflator do PIB

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2024. A remuneração por empregado contribui positivamente para variações nos custos unitários do trabalho e a produtividade do trabalho contribui negativamente.

**A maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se em torno de 2%, enquanto os indicadores da compensação pela inflação a médio e a mais longo prazo diminuíram de forma mensurável desde a reunião do Conselho do BCE de 17 de outubro de 2024 (gráfico 12).** Tanto

no inquérito a analistas profissionais conduzido pelo BCE para o quarto trimestre de 2024 como no inquérito do BCE a analistas monetários de dezembro de 2024, as expectativas médias de inflação a mais longo prazo mantiveram-se em 2%. As expectativas a mais curto prazo baseadas em inquéritos para 2025 também se situaram em torno de 2%, mas registaram pequenos movimentos consoante a integração dos últimos resultados de dados e movimentos dos preços das matérias-primas energéticas. Verificou-se um aumento das medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação a curto prazo, medida pelas fixações da inflação (com base no IHPC excluindo o tabaco), o que sugere que os participantes no mercado esperam que a inflação se situe ligeiramente acima de 2% na viragem do ano, antes de atingir um nível próximo de 2% em 2025 e cair para um valor ligeiramente inferior a 2% em 2026. A taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano manteve-se globalmente inalterada, situando-se em 1,7% durante o período em análise. Numa análise a médio e a mais longo prazo, as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação diminuíram ligeiramente para cerca de 2%. Mais especificamente, a taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos caiu 5 pontos base no período em análise, principalmente devido a prémios de risco de inflação mais baixos. As estimativas baseadas em modelos das verdadeiras expectativas de inflação, excluindo prémios de risco de inflação, indicam também que os participantes no mercado continuam a esperar que a inflação se situe em torno de 2% a mais longo prazo. Do lado dos consumidores, as expectativas de inflação permaneceram globalmente estáveis. De acordo com o inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores (*Consumer Expectations Survey – CES*) para outubro de 2024, as expectativas medianas para a inflação global nos próximos 12 meses aumentaram ligeiramente para 2,5%, face a 2,4% em setembro, enquanto as

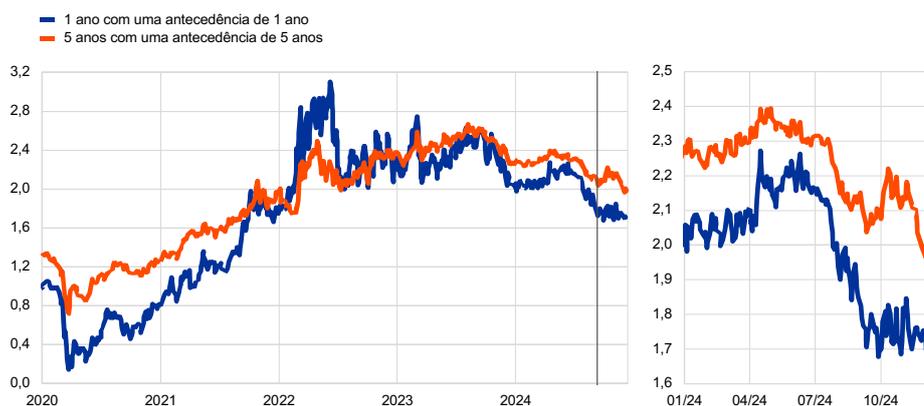
expetativas com uma antecedência de 3 anos se mantiveram inalteradas em 2,1%. A perceção da inflação nos 12 meses anteriores voltou a diminuir para 3,2% em outubro, tendo, por conseguinte, caído mais de 5 pontos percentuais face ao pico de 8,4% atingido em setembro de 2023.

## Gráfico 12

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

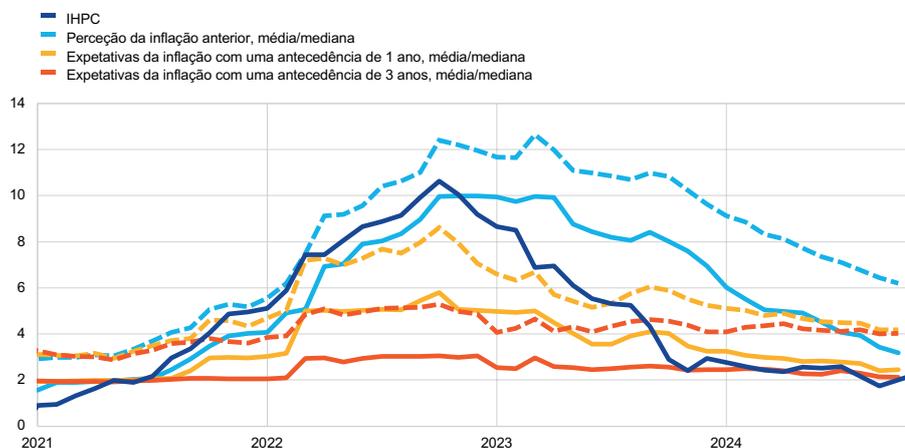
### a) Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação

(taxas de variação homólogas (%))



### b) Inflação global medida pelo IHPC e inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: LSEG, 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. A linha vertical a cinzento indica o início do período em análise em 12 de setembro de 2024. No painel b), as linhas a tracejado representam a taxa média e as linhas contínuas representam a taxa mediana. As últimas observações referem-se a 11 de dezembro de 2024 para as taxas a prazo, a novembro de 2024 (estimativas provisórias) para o IHPC e a outubro de 2024 para os restantes indicadores.

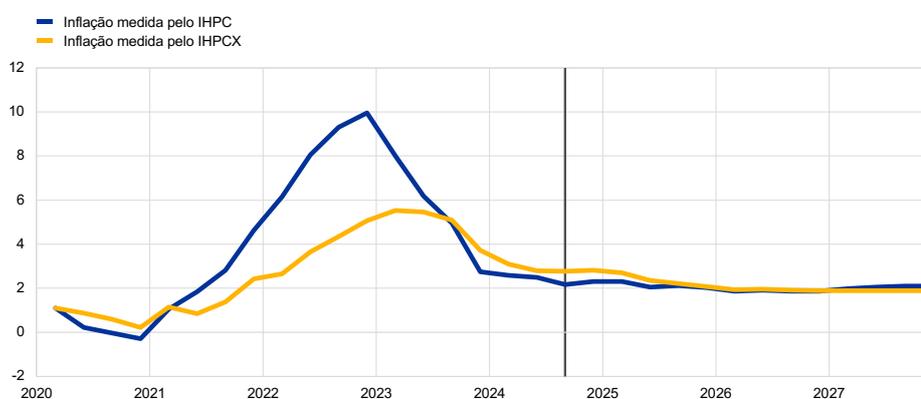
**As projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação global se situe, em média, em 2,4% em 2024 e registe uma nova descida, para 2,1% em 2025 e 1,9% em 2026, antes de registar uma subida para 2,1% em 2027, quando o Sistema de Comércio de Licenças de Emissão da União Europeia alargado entrar em funcionamento (gráfico 13). 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 começar novamente a cair. Deverá assim continuar a diminuir gradualmente nos próximos anos, à medida que as pressões da compensação pela inflação num mercado de trabalho restritivo se continuam a desvanecer e, conseqüentemente, se verifica uma diminuição do crescimento dos salários. O aumento projetado da inflação global em 2027 reflete principalmente um impacto em sentido ascendente, em grande medida temporário, da aplicação do pacote Objetivo 55 da UE – especificamente um novo Sistema de Comércio de Licenças de Emissão (CELE 2) para o aquecimento dos edifícios e para os combustíveis para os transportes. Em comparação com as projeções de setembro de 2024, as perspectivas para a inflação global foram revistas ligeiramente em baixa, em 0,1 pontos percentuais, para 2024 e 2025, devido sobretudo a surpresas em termos de dados em sentido descendente e a pressupostos de preços mais baixos do petróleo e da eletricidade. Ao mesmo tempo, os especialistas do Eurosistema continuam a prever uma diminuição rápida da inflação subjacente, de 2,9% em 2024 para 2,3% em 2025 e 1,9% em 2026 e 2027, principalmente impulsionada por uma descida da inflação dos preços dos serviços. Em comparação com as projeções de setembro de 2024, a inflação medida pelo IHPCX foi revista em baixa, em 0,1 pontos percentuais para 2026.

### Gráfico 13

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2024.

Notas: A linha vertical a cinzento indica o último trimestre antes do início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2024 (dados) e ao quarto trimestre de 2027 (projeções). As projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema foram finalizadas em 27 de novembro de 2024 e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 20 de novembro de 2024. Tanto os dados históricos como os projetados para a inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX são de periodicidade trimestral.

*Durante o período em análise, de 12 de setembro a 11 de dezembro de 2024, fatores importantes subjacentes à evolução do mercado financeiro incluíram as atuais tensões geopolíticas e a avaliação do mercado quanto às implicações das eleições presidenciais nos Estados Unidos. As taxas isentas de risco de curto prazo da área do euro deslocaram-se em sentido descendente, refletindo expectativas de cortes mais profundos e mais rápidos nas taxas de juro diretoras do BCE à medida que os mercados observavam divulgações de dados macroeconómicos mais fracos para a área do euro. Os mercados incorporaram totalmente o corte de 25 pontos base das taxas de juro decidido na reunião de dezembro do Conselho do BCE. As taxas de juro de longo prazo da área do euro isentas de risco também diminuíram, refletindo sobretudo uma queda na componente de taxa real. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas diminuíram menos do que as taxas de swap isentas de risco, com algumas diferenças entre países, num contexto de incerteza nas perspetivas políticas e orçamentais em alguns deles. Os preços das ações na área do euro flutuaram ao longo do período em análise, tendo chegado ao fim do período ligeiramente mais elevados. Os diferenciais das obrigações de empresas estreitaram-se no início do período em análise, mas aumentaram um pouco posteriormente. Nos mercados cambiais, o euro registou uma depreciação face ao dólar dos Estados Unidos, que foi ligeiramente menor em termos ponderados pelo comércio.*

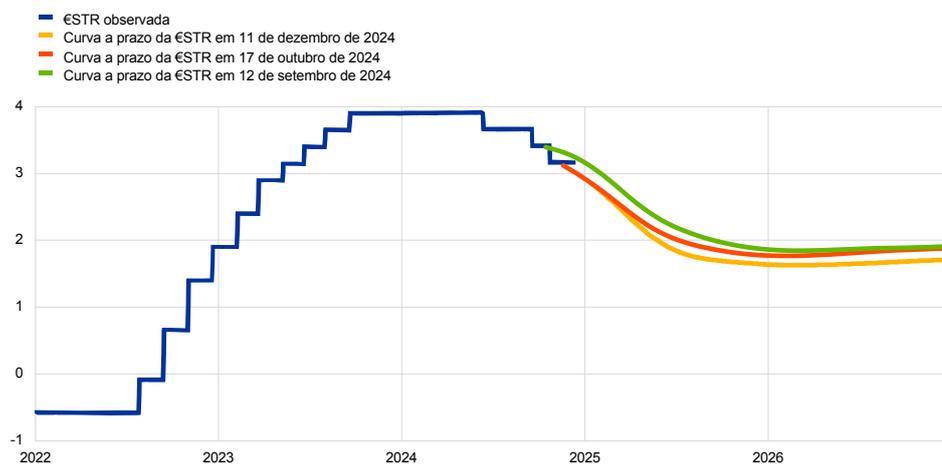
**Após a reunião de setembro do Conselho do BCE, a curva a prazo dos swaps indexados pelo prazo *overnight* deslocou-se em sentido descendente, dado que os participantes no mercado previam cortes cumulativos mais rápidos e pronunciados das taxas diretoras (gráfico 14).** A taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situou-se, em média, em 3,3% no período em análise, depois de o Conselho do BCE ter reduzido a taxa da facilidade permanente de depósito em 25 pontos base, tanto na sua reunião de setembro como na de outubro. A liquidez excedentária diminuiu cerca de 155 mil milhões de euros entre 12 de setembro e 11 de dezembro, fixando-se em 2912 mil milhões de euros. Esta diminuição é reflexo, sobretudo, do reembolso em setembro 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* com base na €STR deslocou-se em sentido descendente em comparação com a data da reunião de setembro do Conselho do BCE, sugerindo uma trajetória mais baixa para as taxas diretoras, num contexto de divulgação de dados macroeconómicos mais fracos para a área do euro e dos resultados das eleições nos Estados Unidos. Em 11 de dezembro, os mercados incorporavam totalmente nos preços o corte de 25 pontos base das taxas de juro decidido na reunião de dezembro do Conselho do BCE. Numa análise prospetiva, a curva a prazo para o período até junho de 2025,

que incorporava cortes acumulados de 123 pontos base nas taxas de juro em 12 de setembro, deslocou-se em sentido descendente ao incorporar cortes acumulados de 133 pontos base em 11 de dezembro.

#### Gráfico 14

##### 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.

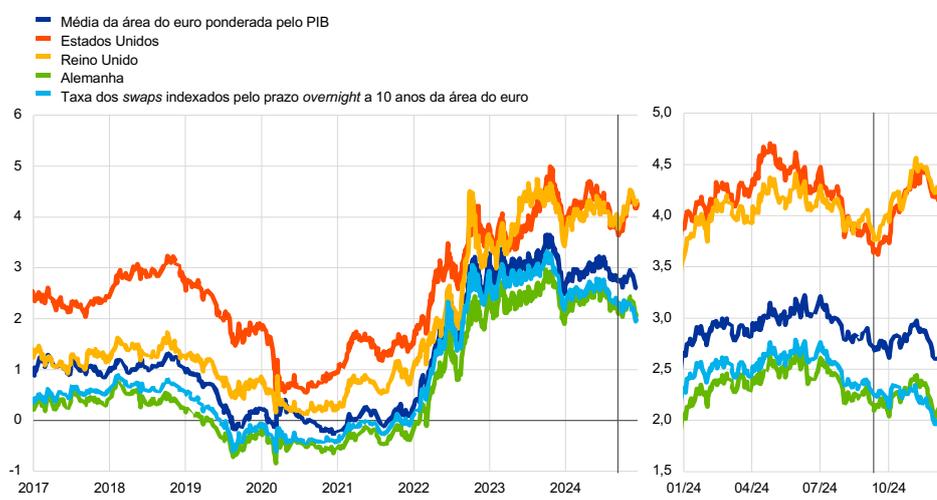
#### As taxas isentas de risco de longo prazo da área do euro também diminuiram desde a reunião de setembro do Conselho do BCE, o que contrasta com as taxas correspondentes dos Estados Unidos (gráfico 15).

A taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos do euro desceu 26 pontos base durante o período e terminou o período em análise em torno de 2,0%. Esta descida das taxas de longo prazo isentas de risco refletiu sobretudo a queda da componente de taxa real. A nível interno, as expectativas de política monetária e a divulgação de dados macroeconómicos pesaram sobre as taxas isentas de risco da área do euro, enquanto as repercussões nos Estados Unidos e a nível mundial contrabalançaram os efeitos negativos nos prazos mais longos. Em contraste, as taxas de longo prazo isentas de risco nos Estados Unidos aumentaram significativamente ao longo do período em análise, apoiadas por taxas reais mais elevadas e por uma maior compensação pela inflação. Em particular, a taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro a 10 anos dos Estados Unidos aumentou cerca de 60 pontos base para 4,3%. Consequentemente, o diferencial entre as taxas isentas de risco a 10 anos na área do euro e nos Estados Unidos aumentou aproximadamente 85 pontos base. A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos do Reino Unido também aumentou 54 pontos, situando-se em torno de 4,3% no fim do período em análise.

## Gráfico 15

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 12 de setembro de 2024. As últimas observações referem-se a 11 de dezembro de 2024.

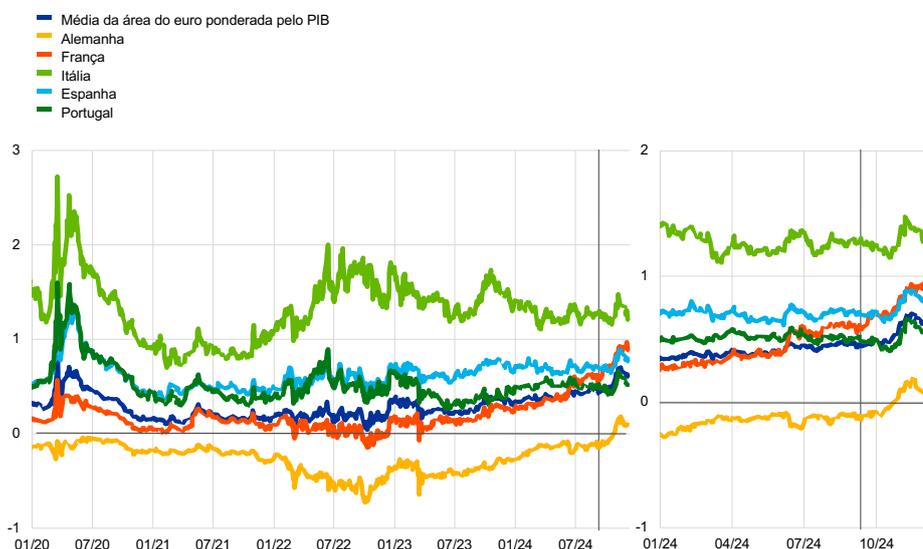
**As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro diminuíram em menor escala do que as taxas isentas de risco, o que resultou em diferenciais ligeiramente maiores (gráfico 16).** No final do período em análise, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB tinha diminuído cerca de 10 pontos base, para aproximadamente 2,6%, o que conduziu a um aumento de 15 pontos base do seu diferencial em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight*.

Uma grande parte do alargamento do diferencial teve lugar antes das eleições nos Estados Unidos, prosseguindo a tendência iniciada em 2022. Após as eleições, o diferencial aumentou mais rapidamente, à medida que as taxas de rendibilidade mais elevadas do Tesouro desse país se repercutiam nos mercados de obrigações soberanas da área do euro. O diferencial das obrigações soberanas a 10 anos na Alemanha também aumentou 23 pontos base ao longo do período em análise, prosseguindo a tendência que refletiu, entre outros aspetos, menores detenções de obrigações do Eurosistema. Durante o período em análise, o diferencial na Alemanha tornou-se positivo pela primeira vez desde 2016, ao passo que o anúncio de eleições antecipadas na Alemanha não teve um efeito significativo. Foram observadas alterações mais notórias na taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos em França, que subiu cerca de 5 pontos base em resultado da incerteza quanto às perspetivas orçamentais francesas e aumentou em 30 pontos base o diferencial em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos. Contudo, as repercussões para a Grécia, Espanha, Itália e Portugal foram limitadas, devido ao sentimento mais positivo em torno das perspetivas orçamentais para alguns destes países. Em termos gerais, o diferencial entre a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas e a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* diminuiu 9 pontos base em Itália, tendo aumentado 4 e 6 pontos base em Portugal e Espanha, respetivamente.

## Gráfico 16

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 12 de setembro de 2024. As últimas observações referem-se a 11 de dezembro de 2024.

**Os diferenciais das obrigações de empresas estreitaram-se no início do período em análise, tendo depois aumentado ligeiramente, em parte na sequência de movimentos nos mercados bolsistas.** Os diferenciais das obrigações de empresas com grau de qualidade de investimento estreitaram-se cerca de 10 pontos base até meados de outubro, mas registaram posteriormente um ligeiro alargamento. A redução do diferencial foi mais pronunciada para as obrigações de sociedades financeiras do que não financeiras (SNF), tendo os diferenciais destas últimas, em termos globais, registado um ligeiro aumento. No segmento de elevada rentabilidade, os diferenciais flutuaram de forma mais significativa, especialmente a partir de meados de outubro, mas diminuíram moderadamente em termos globais.

**Os preços das ações na área do euro flutuaram ao longo do período em análise, tendo terminado o período um pouco acima dos valores registados por ocasião da reunião de setembro do Conselho do BCE (gráfico 17).**

Os preços das ações da área do euro foram sustentados por um aumento acentuado da apetência pelo risco no início do período em análise, que mais do que compensou as revisões em baixa dos lucros esperados. A partir de meados de outubro, a deterioração das perspetivas para a economia da área do euro, refletida, por exemplo, nos valores do Índice de Gestores de Compras de novembro, levou a uma nova descida dos lucros esperados. Os índices alargados dos mercados bolsistas na área do euro desceram para os níveis observados no início do período em análise, antes de acelerarem novamente no final de novembro, também apoiados por uma melhoria da apetência pelo risco. Em geral, os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) e dos bancos diminuíram 2,5% e 3,7%, respetivamente. Nos Estados Unidos, as cotações das ações das SNF e dos bancos aumentaram 9,8% e 20,6%, respetivamente.

## Gráfico 17

### 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.

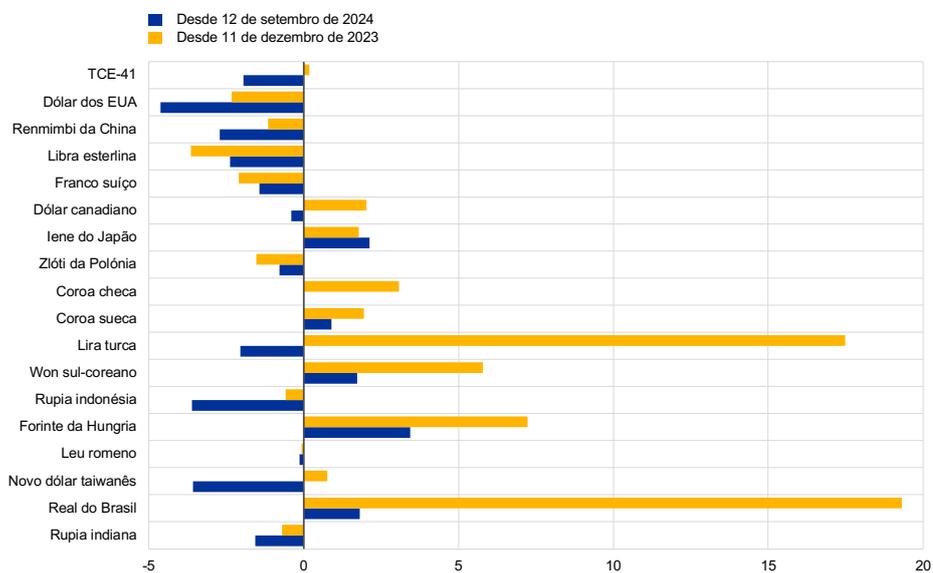
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 12 de setembro de 2024. As últimas observações referem-se a 11 de dezembro de 2024.

**Nos mercados cambiais, o euro registou uma depreciação de 4,6% face ao dólar dos Estados Unidos e de 2,0% em termos ponderados pelo comércio (gráfico 18).** No período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 41 dos principais parceiros comerciais da área do euro, registou uma depreciação de 2,0%. O euro depreciou-se também face ao dólar dos Estados Unidos (4,6%), o que foi largamente impulsionado por uma deslocação em sentido ascendente, no início de novembro, das expectativas dos participantes no mercado quanto à trajetória da taxa diretora do Sistema de Reserva Federal na sequência das eleições presidenciais nos Estados Unidos, bem como de expectativas de potenciais alterações na política comercial, regulamentar e orçamental dos Estados Unidos. O euro depreciou-se 2,4% face à libra esterlina e 1,4% em relação ao franco suíço, bem como face a algumas moedas de mercados emergentes, refletindo variações nas opiniões dos participantes no mercado quanto às perspetivas relativas para as respetivas economias. O euro apreciou-se face ao iene do Japão (2,1%), dado que este último retomou a sua depreciação generalizada num contexto de taxas de política monetária persistentemente mais baixas no Japão do que em outras economias avançadas.

## Gráfico 18

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

(variação percentual)



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 dezembro de 2024.

## 5 Condições de financiamento e evolução do crédito

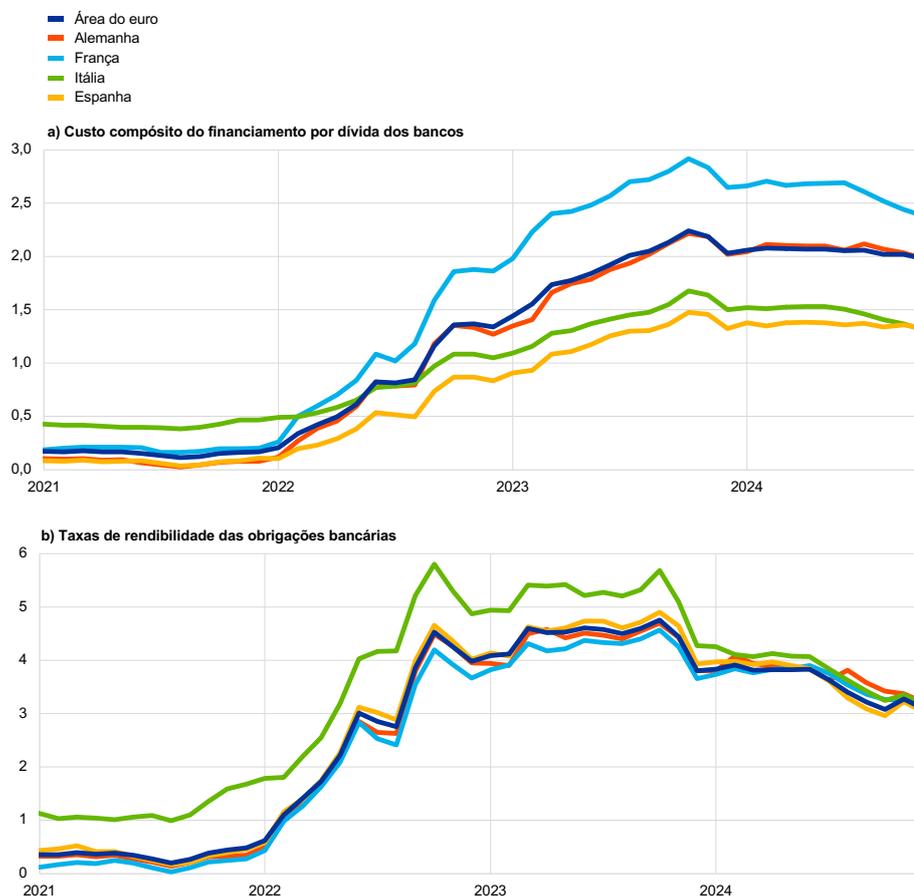
*As reduções recentes e previstas das taxas diretoras do BCE estão gradualmente a tornar a contração de empréstimos menos onerosa para as empresas e para as famílias. Em outubro de 2024, os custos de financiamento dos bancos e as taxas dos empréstimos continuaram a descer face aos seus máximos, embora as condições de financiamento tenham permanecido restritivas. As taxas de juro médias aplicadas aos novos empréstimos a empresas e aos novos créditos à habitação caíram em outubro para 4,7% e 3,6%, respetivamente. O crescimento dos empréstimos às empresas e às famílias manteve-se moderado, refletindo o fraco crescimento económico e critérios de concessão de crédito ainda restritivos. No período de 12 de setembro a 11 de dezembro de 2024, o custo para as empresas do financiamento por dívida baseado no mercado e do financiamento por ações diminuiu, coincidindo com um abrandamento da taxa de juro de longo prazo isenta de risco e com uma redução do prémio de risco das ações. No último inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (Survey on Access to Finance of Enterprises – SAFE), as empresas reportaram que a disponibilidade de empréstimos bancários permaneceu, em geral, inalterada no terceiro trimestre de 2024, tendo poucas expectativas de uma melhor disponibilidade no quarto trimestre. A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo (M3) continuou a recuperar face a níveis reduzidos, com as entradas externas líquidas a continuarem a dar o principal contributo para o crescimento.*

**Os custos de financiamento dos bancos da área do euro desceram face aos seus níveis máximos, refletindo as recentes reduções das taxas diretoras do BCE e a trajetória esperada para as taxas de juro.** O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro diminuiu ligeiramente em outubro de 2024, situando-se em 2,0% (gráfico 19, painel a). A descida dos custos de financiamento dos bancos deveu-se principalmente a uma descida das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias (gráfico 19, painel b), num contexto de queda das taxas de mais longo prazo isentas de risco. Contudo, os elevados custos de financiamento dos bancos persistiram, num contexto de mudança em curso da composição do financiamento para fontes mais dispendiosas. As taxas de juro médias dos depósitos diminuíram apenas ligeiramente no terceiro trimestre de 2024, com a taxa de depósitos compósita a situar-se em 1,3% em outubro. As taxas de juro dos depósitos a prazo caíram de forma mais acentuada do que as dos depósitos *overnight* e com pré-aviso, que registaram apenas uma ligeira descida ao longo desse período.

## Gráfico 19

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

### As taxas de juro bancárias aplicadas aos empréstimos às empresas e às famílias voltaram a diminuir, mas as condições de financiamento permanecem restritivas.

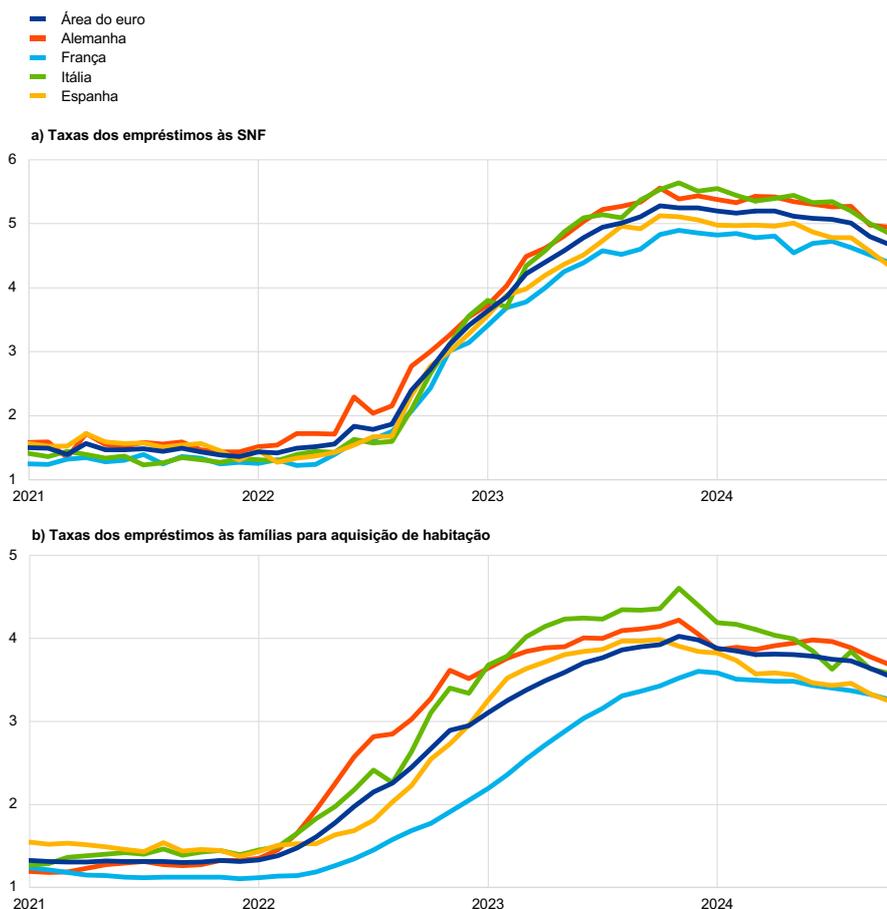
As taxas aplicadas aos empréstimos às empresas e às famílias têm caído nos últimos meses, apoiando uma recuperação gradual da concessão de crédito (gráfico 20). Em outubro de 2024, as taxas aplicadas aos novos empréstimos às SNF caíram 22 pontos base para 4,68%, ou seja, cerca de 60 pontos base abaixo do máximo registado em outubro de 2023 (gráfico 20, painel a), embora com algumas variações entre países da área do euro e prazos de vencimento. O diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos de pequeno e grande montante às empresas reduziu-se novamente em outubro, caindo para 0,34%, um valor próximo do mínimo atingido no verão de 2024. Entre prazos de vencimento, a maior descida verificou-se nos empréstimos com períodos de fixação intermédios (entre 1 e 5 anos). As taxas aplicadas aos novos empréstimos às famílias para aquisição de habitação registaram 3,55% em outubro, face a 3,64% em setembro, situando-se agora cerca de 50 pontos base abaixo do máximo registado em

novembro de 2023 (gráfico 20, painel b), com variações entre países. A descida foi generalizada entre períodos de fixação e esteve alinhada com as taxas dos mercados, tendo os empréstimos para aquisição de habitação com taxa variável permanecido mais dispendiosos do que os concedidos a taxa fixa.

### Gráfico 20

#### Taxas bancárias compósitas dos empréstimos às empresas e às famílias em países da área do euro selecionados

(percentagens homólogas)



Fontes: BCE e cálculos do BCE.

Notas: SNF significa sociedades não financeiras. As taxas bancárias compósitas dos empréstimos 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 outubro de 2024.

**No período entre 12 de setembro e 11 de dezembro de 2024, o custo para as empresas da dívida baseada no mercado e do financiamento por ações diminuiu significativamente.** Com base nos dados mensais disponíveis até outubro, o custo global do financiamento das SNF – ou seja, o custo composto dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações – manteve-se inalterado em outubro face ao mês anterior, situando-se em 5,8%, ainda abaixo do máximo plurianual atingido em outubro de 2023 (gráfico 21)<sup>11</sup>. Embora o custo do

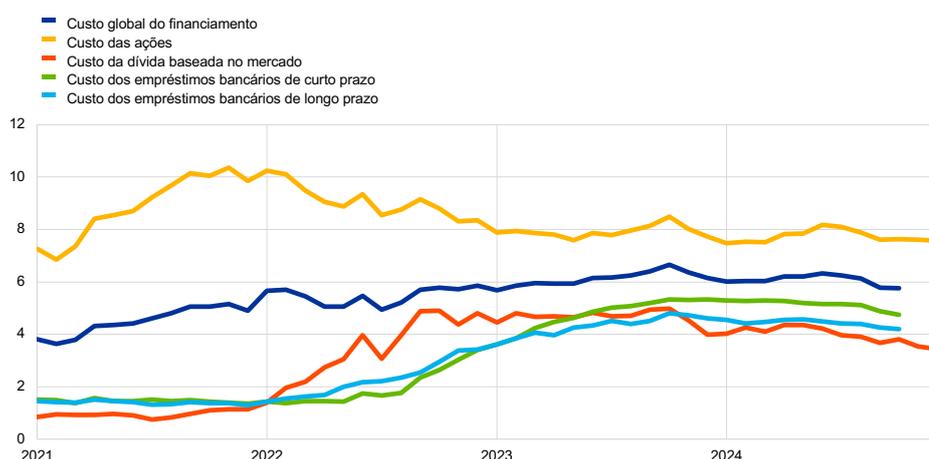
<sup>11</sup> Devido a defasamentos na disponibilização de dados para o custo dos empréstimos bancários, apenas estão disponíveis dados relativos ao custo global do financiamento das SNF até outubro de 2024.

financiamento por ações tenha permanecido praticamente inalterado nesse mês, a ligeira subida do custo da dívida baseada no mercado foi totalmente compensada pela queda do custo dos empréstimos bancários. Os dados diários que abrangem o período de 12 de setembro a 11 de dezembro de 2024 mostram que o custo da dívida baseada no mercado e do financiamento por ações diminuiu. O abrandamento do custo da dívida baseada no mercado foi impulsionado pela deslocação significativa em sentido descendente da curva dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* em todos os prazos até 15 anos, não obstante um ligeiro alargamento dos diferenciais das obrigações emitidas por SNF no segmento com categoria de investimento. A redução do custo do financiamento por ações deveu-se a um prémio de risco das ações mais baixo e a uma queda da taxa de longo prazo isenta de risco – aproximada pela taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos.

### Gráfico 21

#### 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 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 dezembro de 2024 para o custo da dívida baseada no mercado e para o custo das ações (dados diários) e a outubro de 2024 para o custo global do financiamento e para o custo dos empréstimos bancários (dados mensais).

#### A taxa de crescimento dos empréstimos bancários às empresas e às famílias manteve-se moderada, refletindo o fraco crescimento económico e critérios de concessão de crédito ainda restritivos.

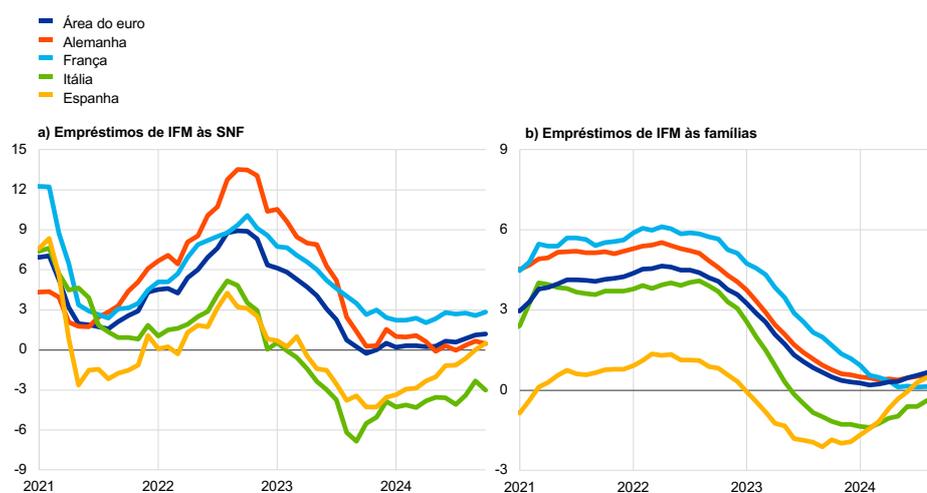
Os empréstimos bancários às empresas recuperaram gradualmente de níveis reduzidos e cresceram para 1,2% em outubro de 2024, face a 1,1% em setembro (gráfico 22, painel a). Os empréstimos contraídos pelas empresas mantiveram-se em 1,6% em outubro, e a emissão líquida positiva de títulos de dívida por parte das empresas não compensou totalmente o fraco crédito bancário. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias aumentou para 0,8% em outubro, face a 0,7% em setembro, num contexto de melhorias na dinâmica de curto prazo (gráfico 22, painel b). O crédito à habitação estabilizou face às suas descidas anteriores, apresentando, neste momento, sinais iniciais de recuperação. O crescimento do crédito ao consumo também aumentou em outubro, ao passo que os outros empréstimos ainda se encontram

em contração, embora a um ritmo em desaceleração. O [inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores](#) de outubro de 2024 fornece provas de que o crescimento do crédito ao consumo se concentra nas famílias com rendimentos mais baixos. Além disso, a percentagem de famílias com a perceção de que o acesso ao crédito foi mais restritivo ainda ultrapassa as que consideraram que foi mais fácil (+14% em setembro).

## Gráfico 22

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

(taxas de variação homologas (%))



Fontes: BCE e cálculos do BCE.

Notas: Os empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). As últimas observações referem-se a outubro de 2024.

No [SAFE](#), as empresas reportaram que a disponibilidade de empréstimos bancários no terceiro trimestre de 2024 havia permanecido, em termos globais, inalterada, com poucas a esperar uma variação positiva no quarto trimestre (gráfico 23). A percentagem líquida de empresas que reportaram uma maior disponibilidade de empréstimos bancários foi de 1% no terceiro trimestre de 2024, face a 2% no trimestre anterior. Esta ligeira diminuição da percentagem líquida em comparação com o trimestre anterior ficou a dever-se às grandes empresas, sendo que as pequenas e médias empresas (PME), em média, não reportaram alterações. Um valor líquido de 2% das empresas esperava que o acesso a empréstimos bancários melhorasse no quarto trimestre de 2024. Ainda que, em termos líquidos, as PME não antecipem uma variação na disponibilidade de empréstimos, as grandes empresas esperavam ver uma melhoria no financiamento externo/por empréstimo.

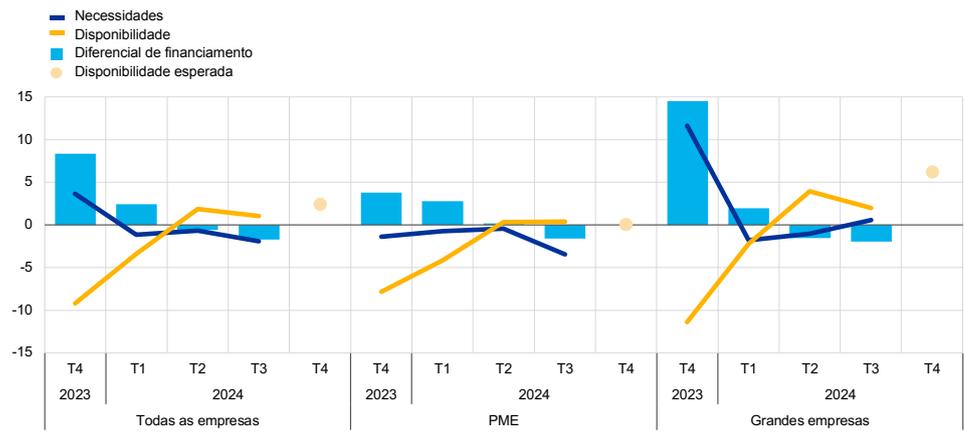
As empresas assinalaram também uma pequena redução da necessidade de empréstimos bancários. No terceiro trimestre de 2024, uma percentagem líquida de 2% das empresas, maioritariamente PME, reportou menores necessidades de empréstimos bancários, ao passo que uma pequena percentagem líquida de grandes empresas indicou uma necessidade acrescida. Consequentemente, o diferencial de financiamento dos empréstimos bancários – a diferença estimada entre a variação das necessidades e da disponibilidade – foi negativo para um

valor líquido de 2% das empresas, sendo este diferencial semelhante tanto para as PME como para as grandes empresas. Embora as grandes empresas já tivessem assinalado um diferencial de financiamento negativo muito modesto no segundo trimestre de 2024, tal não se verificou no caso das PME até ao terceiro trimestre.

### Gráfico 23

Variações na procura de empréstimos bancários pelas empresas da área do euro, disponibilidade atual e esperada e diferencial de financiamento

(percentagens líquidas de inquiridos)



Fontes: Inquérito sobre o Acesso das Empresas a Financiamento (SAFE) e cálculos do BCE.

Notas: PME corresponde a pequenas e médias empresas. As percentagens líquidas correspondem à diferença entre a percentagem de empresas que reportaram um aumento da disponibilidade de empréstimos bancários (necessidades e disponibilidade esperada, respetivamente) e a percentagem de empresas que reportaram uma diminuição da disponibilidade nos últimos três meses.

O indicador do diferencial de financiamento combina tanto as necessidades de financiamento como a disponibilidade de empréstimos bancários a nível das empresas. O indicador da variação percebida do diferencial de financiamento assume o valor de 1 (-1) caso a necessidade aumente (diminua) e a disponibilidade diminua (aumente). Se as empresas apenas detetarem um aumento (diminuição) unilateral do diferencial de financiamento, à variável é atribuído o valor de 0,5 (-0,5). Um valor positivo para o indicador aponta para um aumento do diferencial de financiamento. Os valores são multiplicados por 100 para obter saldos líquidos ponderados em percentagem. Os valores referem-se às rondas de 29 (ronda-piloto de outubro a dezembro de 2023) a 32 do SAFE (junho-setembro de 2024).

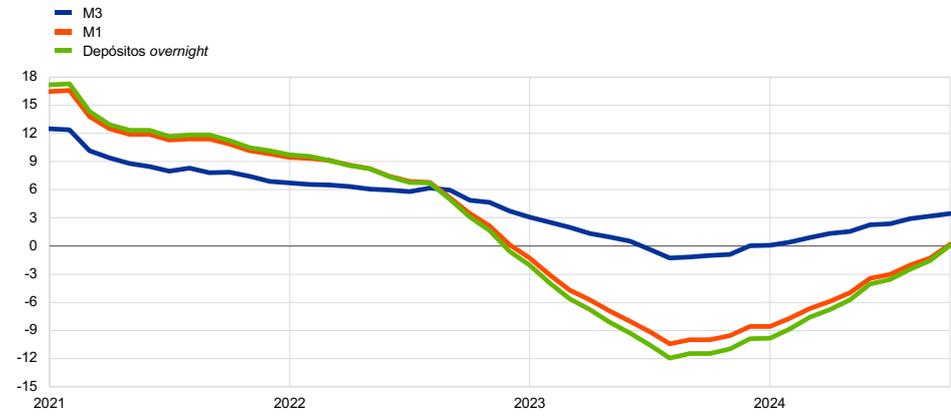
### A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo (M3) na área do euro continuou a recuperar, com as entradas externas líquidas a continuarem a dar o principal contributo para a criação de moeda.

O crescimento homólogo do agregado monetário largo (M3) aumentou para 3,4% em outubro de 2024, face a 3,2% em setembro (gráfico 24). O crescimento homólogo do agregado monetário estreito (M1) – que compreende os ativos mais líquidos do M3 – passou a ser positivo pela primeira vez desde dezembro de 2022, subindo para 0,2% em outubro, face a -1,3% em setembro. A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* – uma das componentes do M1 – subiu para 0,1% em outubro, face a -1,6% em setembro. As entradas externas continuaram a ser a principal fonte de criação de moeda, impulsionadas sobretudo por um elevado excedente da balança corrente da área do euro. Embora o contributo para o crescimento monetário das aquisições líquidas de dívida pública por parte dos bancos também tenha sido significativo, o dos empréstimos às famílias e às empresas manteve-se reduzido. No entanto, a contração em curso do balanço do Eurosistema e a emissão de obrigações bancárias de longo prazo (não incluídas no M3), num contexto de eliminação progressiva do financiamento por operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas) até ao final de 2024, deram um contributo negativo para a criação de moeda.

## 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 outubro de 2024.

## 6 Evolução orçamental

*De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro deverá cair de 3,6% do PIB em 2023 para 3,2% do PIB em 2024, e posteriormente de forma muito gradual para 2,9% em 2027. Refletindo, de um modo geral, esta trajetória, projeta-se que a orientação orçamental da área do euro se torne significativamente mais restritiva em 2024, com um novo aumento muito marginal em 2025 e 2026 e, posteriormente, mais forte em 2027. No entanto, os pressupostos e projeções em termos de política orçamental estão rodeados de um grau invulgar de incerteza<sup>12</sup>. O aumento da restritividade da orientação orçamental em 2024 reflete principalmente a descontinuação progressiva de uma grande parte das medidas de apoio relacionadas com os preços dos produtos energéticos e a inflação, bem como fatores não discricionários consideráveis, em particular a forte evolução das receitas. O aumento relativamente elevado da restritividade da orientação orçamental em 2027 reflete sobretudo o pressuposto de uma menor despesa pública relacionada com o fim do financiamento proporcionado pelo programa “Next Generation EU” (NGEU) em termos de subvenções. Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro aumente lentamente de um nível já elevado e estabilize em torno de 89% apenas no final do horizonte de projeção. Do lado da política orçamental, a Comissão Europeia lançou o primeiro ciclo de coordenação de políticas no âmbito do novo quadro de governação económica, com a publicação do seu “pacote de outono” em 26 de novembro. Os governos devem agora centrar-se na execução, na íntegra e sem atrasos, dos compromissos assumidos no âmbito deste quadro. Tal ajudaria a reduzir os défices orçamentais e os rácios de dívida numa base sustentada, priorizando, ao mesmo tempo, o investimento e reformas que promovam o crescimento.*

**De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro deverá melhorar gradualmente ao longo do horizonte de projeção (gráfico 25)<sup>13</sup>.** Embora se tenha mantido estável em 3,6% do PIB em 2022 e 2023, o défice orçamental da área do euro deverá diminuir para 3,2% do PIB em 2024 e, em seguida, 0,1 pontos percentuais por ano até 2027, quando se prevê que se situe em 2,9%. A trajetória projetada reflete sobretudo um saldo primário corrigido do ciclo gradualmente ascendente, embora ainda negativo, ao longo do horizonte de projeção. Tal será, no entanto, parcialmente compensado pelo aumento das despesas com juros ao longo de todo o período, refletindo uma transmissão lenta de anteriores aumentos das

<sup>12</sup> Os planos orçamentais de alguns países de grande dimensão da área do euro ainda não foram finalizados ou estão já desatualizados, dada a situação política prevalecente. Em França, por exemplo, os pressupostos e projeções de referência em matéria de política orçamental assentam numa avaliação do orçamento para 2025 e dos planos orçamentais a médio prazo do Governo do antigo primeiro-ministro Michel Barnier. Em 4 de dezembro, o Parlamento francês aprovou uma moção de censura ao executivo e aos seus planos orçamentais com consequências pouco claras para o orçamento de 2025. Em muitos países, existem também riscos para as projeções de referência resultantes de medidas possíveis, mas ainda não especificadas, necessárias para cumprir os requisitos do quadro orçamental da UE revisto.

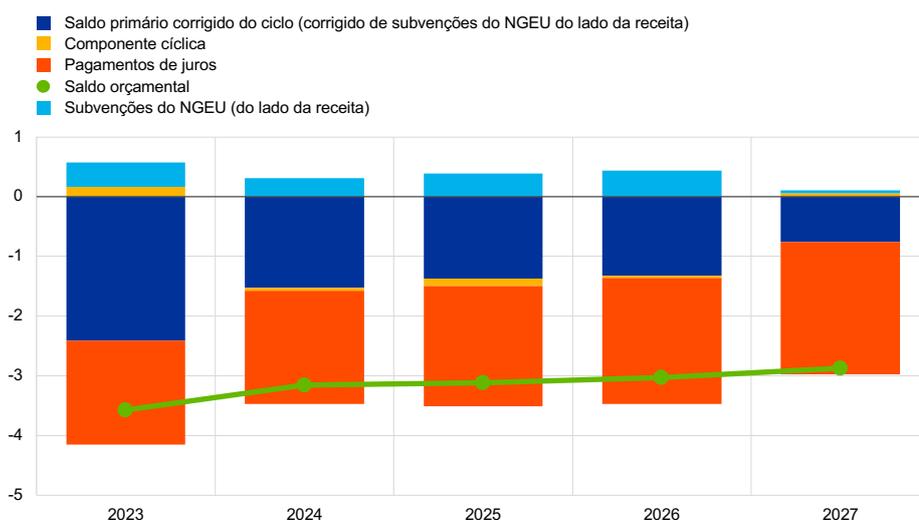
<sup>13</sup> Ver as [Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2024](#).

taxas de juro devido aos prazos residuais longos da dívida soberana por liquidar. A componente cíclica continuará a ser muito reduzida e negativa até 2027, altura em que se tornará ligeiramente positiva. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2024 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental foi revisto ligeiramente em alta para 2024 e 2025, não tendo sido revisto para 2026.

### Gráfico 25

#### Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fontes: Cálculos do BCE e Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2024. Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos 20 países da área do euro.

**Projeta-se que a orientação orçamental da área do euro se torne significativamente mais restritiva em 2024 e, após a cessação do NGEU, também em 2027<sup>14</sup>.** A variação anual do saldo primário corrigido do ciclo, corrigida de subvenções concedidas aos países ao abrigo do NGEU, aponta para um aumento significativo da restritividade (0,9 pontos percentuais do PIB) das políticas orçamentais na área do euro em 2024. Este aumento da restritividade reflete principalmente a descontinuação progressiva de uma grande parte das medidas públicas de apoio relacionadas com os preços dos produtos energéticos e a inflação, bem como fatores não discricionários consideráveis que refletem a forte evolução das receitas em alguns países. Projeta-se que a orientação orçamental continue a tornar-se mais restritiva nos próximos anos, embora apenas ligeiramente em 2025 e 2026. Em 2025, o impacto mais restritivo das medidas discricionárias deverá ser compensado pelo dinamismo do investimento público e das transferências orçamentais, embora uma redução das medidas discricionárias deva apoiar o aumento da restritividade em 2026. Quando o NGEU expirar em 2027,

<sup>14</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.

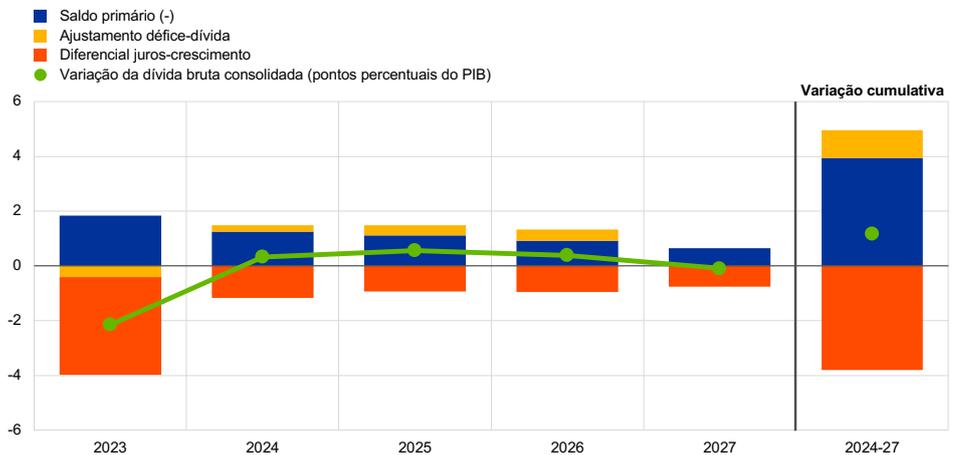
a restritividade da orientação orçamental deverá aumentar muito consideravelmente, 0,6 pontos percentuais do PIB, refletindo sobretudo a pressuposta diminuição do investimento público e das transferências orçamentais, anteriormente financiados por subvenções ao abrigo do NGEU. Consequentemente, o aumento acumulado da restritividade da orientação orçamental no horizonte de projeção de 2024-2027 ascende a 1,7 pontos percentuais do PIB. No entanto, de um modo geral, e tendo em conta o elevado montante de apoio orçamental prestado desde a pandemia, a orientação orçamental acumulada no período de 2020-2027 continua a ser muito acomodaticia.

**Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro aumente lentamente, partindo de um nível já elevado, e estabilize no final do horizonte de projeção (gráfico 26).** O rácio da dívida aumentou significativamente durante a pandemia, para cerca de 97% em 2020, antes de diminuir gradualmente. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema, esta melhoria está a chegar ao fim. Ao invés, prevê-se agora que o rácio da dívida aumente lentamente, passando de 87,4% do PIB em 2023 para perto de 88,7% do PIB em 2027. O aumento ao longo do horizonte de projeção é impulsionado pela manutenção de défices primários e pelos ajustamentos défice-dívida positivos esperados, que são apenas parcialmente compensados por diferenciais favoráveis (negativos) entre taxa de juro e taxa de crescimento.

### 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 elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2024.  
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos 20 países da área do euro.

**Em 26 de novembro, a Comissão Europeia lançou o primeiro ciclo de coordenação de políticas no âmbito do novo quadro de governação económica, com a publicação do seu “pacote de outono”.** Este pacote contém a avaliação da Comissão sobre os primeiros planos orçamentais e estruturais a médio prazo apresentados pelos Estados-Membros da UE ao abrigo do novo quadro de governação que entrou em vigor em 30 de abril. Inclui igualmente a avaliação da Comissão sobre os projetos de planos orçamentais dos países da área do euro para 2025. Porém, nem todos os países da área do euro tinham apresentado os seus planos orçamentais à Comissão, devido sobretudo aos respetivos ciclos eleitorais<sup>15</sup>. Além disso, tendo em conta a evolução política em alguns países, vários projetos de planos orçamentais podem estar já desatualizados. No entanto, os governos devem agora centrar-se na execução, na íntegra e sem atrasos, dos compromissos assumidos no âmbito deste quadro. Tal ajudaria a reduzir os défices orçamentais e os rácios de dívida numa base sustentada, priorizando, ao mesmo tempo, o investimento e reformas que promovam o crescimento. Para tornar a economia mais produtiva, competitiva e resiliente, é igualmente crucial dar rapidamente seguimento – com políticas estruturais concretas e ambiciosas – às propostas no sentido de aumentar a competitividade europeia e capacitar o Mercado Único, apresentadas, respetivamente, por Mario Draghi e Enrico Letta<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> A Bélgica, a Alemanha, a Lituânia e a Áustria não tinham ainda apresentado um plano orçamental e estrutural a médio prazo à Comissão, ao passo que a Bélgica, a Espanha e a Áustria não tinham ainda apresentado um projeto de plano orçamental.

<sup>16</sup> Ver Draghi, M., [The future of European competitiveness](#), setembro de 2024; e Letta, E., [Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens](#), abril de 2024.

# Caixas

## 1 O que está subjacente à resiliência dos preços das ações nos Estados Unidos – a estrutura de mercado, os lucros esperados ou os prémios de risco das ações?

Por Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu e Toma Tomov

**Os aumentos dos preços das ações nos Estados Unidos desde o início de 2023 conduziram a valorizações elevadas, em particular das chamadas “Sete Magníficas”.** Os preços das ações nos Estados Unidos aumentaram perto de 60%, apesar do aumento da restritividade monetária pelo Sistema de Reserva Federal e de inúmeros choques geopolíticos. Registaram-se rendibilidades anuais superiores a 20% em cada trimestre de 2024 (gráfico A, painel a). As rendibilidades das ações com melhor desempenho – das grandes empresas tecnológicas Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla, frequentemente designadas por “Sete Magníficas” – ultrapassaram substancialmente as restantes, aumentando cerca de 75% em 2023 e 45% em 2024. Tal impulsionou as suas valorizações, em termos do rácio dos preços em relação aos lucros (P/L), para cerca de 30 – muito acima da mediana das empresas cotadas no S&P 500, que é de 20, e superior ao nível de longo prazo da mediana, de 17 (gráfico A, painel b)<sup>1</sup>. Embora as rendibilidades recentes da maioria das empresas cotadas no S&P 500 não tenham sido tão elevadas como as rendibilidades do índice Nasdaq dominado pelas empresas tecnológicas há 25 anos, será útil avaliar esta evolução à luz da experiência retirada do período da bolha “dot-com”. Tal como nesse período, alimentado pelo entusiasmo generalizado pela Internet, o atual desempenho no mercado das empresas tecnológicas tem sido impulsionado pelo forte otimismo em torno das novas tecnologias, como a inteligência artificial (IA). Por conseguinte, os analistas e comentadores dos meios de comunicação social têm vindo a explorar as semelhanças e diferenças entre os dois episódios<sup>2</sup>. Neste contexto, a presente caixa clarifica os fatores subjacentes à resiliência do mercado acionista dos Estados Unidos ao discutir o papel da estrutura de mercado, dos lucros esperados e dos prémios de risco das ações.

<sup>1</sup> O rácio P/L é uma métrica popular de valorização das ações, calculada como o preço das ações dividido pelos lucros por ação da respetiva empresa. Pode ser interpretado como o preço pago por um investidor por unidade de participação nos lucros.

<sup>2</sup> Como exemplo de publicações recentes de algumas instituições internacionais, ver Lombardi, M.J. e Pinter, G., *The valuations of tech stocks: dotcom redux?*, *BIS Quarterly Review*, 16 de setembro de 2024.

**A capitalização bolsista está agora significativamente mais concentrada do que no passado, mesmo incluindo a bolha “dot-com”.**

Embora o fenómeno “dot-com” tenha abrangido inúmeras pequenas empresas em fase de arranque altamente alavancadas (muitas das quais não estavam cotadas no S&P 500, mas sim no índice Nasdaq), o fenómeno da IA concentra-se nas empresas com melhor desempenho e maior dimensão cotadas no S&P 500. A preços correntes de mercado, as ações das “Sete Magníficas” representam cerca de um terço da capitalização bolsista total do S&P 500, o que compara com um quinto do mercado cinco anos antes. A importância significativa destas empresas nas atuais valorizações dos índices e na capitalização bolsista contrasta fortemente com o fenómeno “dot-com”, quando as sete maiores empresas representavam apenas 17% da capitalização bolsista do S&P 500 – cerca de metade da atual percentagem. As grandes empresas tecnológicas dos Estados Unidos têm também mais poder de mercado e margens de lucro mais elevadas, de cerca de 20%, do que a empresa média de tecnologias da informação (TI) no país no final da década de 90, que tinha margens de lucro de entre 5% e 10%. Além disso, ao contrário de muitas das empresas “dot-com” em fase de arranque que dependiam de dívida, as “Sete Magníficas” dispõem de amplas reservas de caixa e de acesso barato a financiamento externo, o que lhes permite investir em investigação e desenvolvimento e adquirir empresas e concorrentes de menor dimensão<sup>3</sup>. As barreiras à entrada (por exemplo, custos fixos elevados na produção de *chips* e nos serviços de computação em nuvem e a vantagem dos pioneiros no desenvolvimento de modelos de linguagem de grande escala e motores de pesquisa) ajudam essas empresas a preservar a sua quota de mercado e a captar valor, possivelmente em detrimento de outras empresas, de menor dimensão.

---

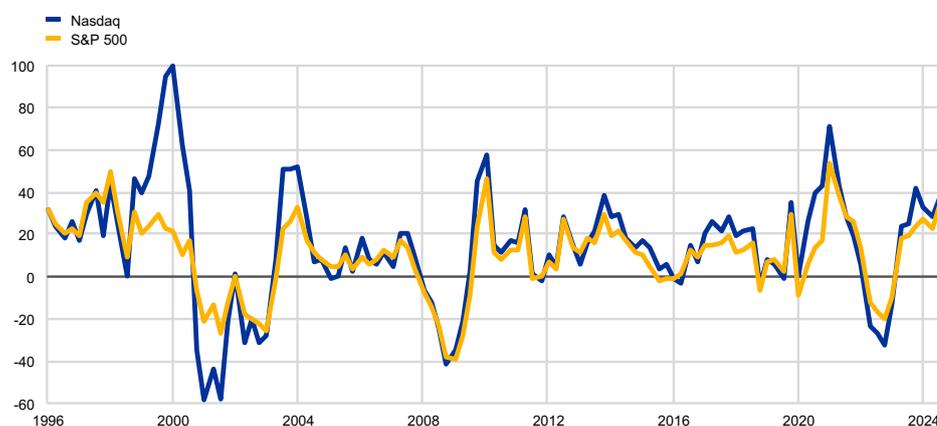
<sup>3</sup> A evidência proporcionada pelos recentes registos apresentados pelas “Sete Magníficas” sugere um maior número de menções de atividades de fusão e aquisição associadas a essas empresas.

## Gráfico A

Rendibilidade das ações nos Estados Unidos e rácios dos preços em relação aos lucros

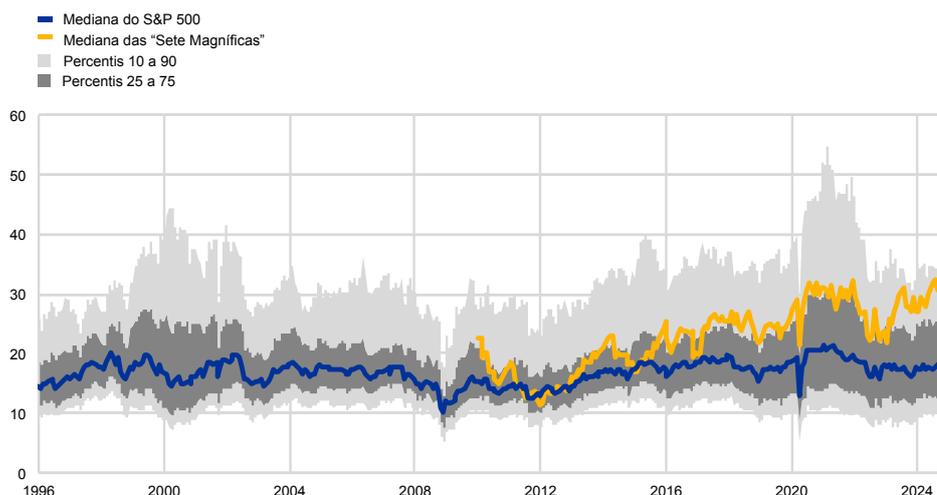
### a) Rendibilidade das ações

(percentagens)



### b) Rácios dos preços em relação aos lucros futuros

(rácio P/L)



Fontes: Bloomberg, LSEG e cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: No painel a), as linhas denotam os lucros homólogos dos índices S&P 500 e Nasdaq (dados no final de cada trimestre). No painel b), as áreas a cinzento denotam os rácios P/L futuros nos vários percentis de empresas cotadas no S&P 500. As linhas a azul e a amarelo correspondem à mediana do índice S&P 500 e à mediana das "Sete Magníficas" para os anos mais recentes, respetivamente. As últimas observações referentes ao painel a) dizem respeito ao terceiro trimestre de 2024 (dados trimestrais). As últimas observações referentes ao painel b) dizem respeito a 29 de novembro de 2024 (dados semanais).

**Os fortes lucros esperados no setor tecnológico dos Estados Unidos, assentes na esperança de grandes ganhos de produtividade associados à revolução da IA, têm vindo a impulsionar os preços das respetivas ações.**

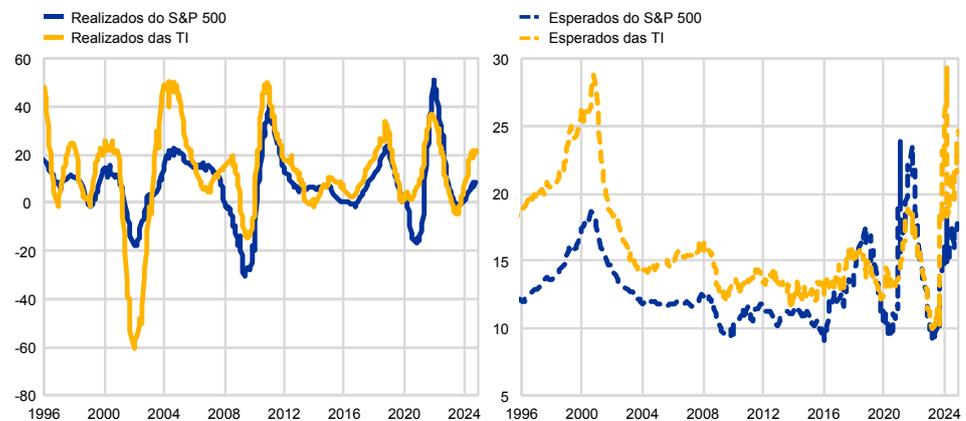
As ações das "Sete Magníficas" registaram ganhos realizados muito elevados nos últimos anos, o que alimentou expectativas de um novo crescimento dos lucros e contribuiu para que os preços das suas ações ultrapassassem os outros. Os analistas de mercado preveem um crescimento dos lucros de dois dígitos para o S&P 500 em 2025 e 2026, muito acima da média de longo prazo (gráfico B). É possível que os ganhos de produtividade relacionados com a IA estejam subjacentes a estas expectativas, uma vez que a IA tem sido cada vez mais mencionada nas apresentações de resultados das empresas cotadas

no S&P 500<sup>4</sup>. Porém, numa perspetiva histórica do mercado mais alargado, um crescimento dos lucros de cerca de 18%, como atualmente esperado para o S&P 500 ao longo dos próximos anos, raramente se concretizou. Por exemplo, durante a bolha das “dot-com” em 2000, os lucros esperados eram igualmente elevados e embora os lucros realizados tenham sido inicialmente fortes, posteriormente caíram consideravelmente. Além disso, devido aos fatores estruturais acima referidos, a proporção de ganhos relacionados com a IA que reverterá para o setor empresarial em geral é incerta.

### Gráfico B

#### Crescimento dos lucros por ação a longo prazo e lucros realizados para as empresas cotadas no S&P 500 e do setor das tecnologias da informação (TI)

(percentagens)



Fontes: IBES através do LSEG e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O crescimento dos lucros por ação a longo prazo refere-se à taxa de crescimento mediana esperada ao longo de um período de três a cinco anos. O crescimento dos lucros realizados é apresentado ao longo de um ano. As últimas observações referem-se a 29 de novembro de 2024 (dados semanais).

#### A análise de modelos também indica que a apetência pelo risco terá grande importância como fator impulsionador do aumento dos preços das ações nos Estados Unidos, com os prémios de risco das ações a situar-se em mínimos plurianuais.

As informações obtidas através do modelo de desconto dos dividendos para o S&P 500 e as ações das TI revelam que a apetência pelo risco por parte dos investidores tem sido um importante fator impulsionador da subida dos preços das ações. Esta tendência é particularmente evidente desde 2022, quando as estimativas dos prémios de risco das ações caíram para mínimos plurianuais (gráfico C, painel a). Vários fatores poderão ter contribuído para os níveis baixos dos prémios de risco das ações e para uma ampla apetência pelo risco, tais como progressos na redução da inflação sem sinais de recessão ou uma procura moderada de proteção contra riscos extremos<sup>5</sup>. Os prémios de risco das ações foram particularmente baixos no setor das TI, que inclui algumas das ações das “Sete Magníficas”. A par dos fortes lucros esperados, os prémios de risco das ações historicamente baixos foram a força impulsionadora subjacente à resiliência dos preços das ações nos Estados Unidos, mesmo quando as taxas de

<sup>4</sup> Ver, por exemplo, o gráfico 19 de [IMF Corporate Earnings Monitor](#), 17 de junho de 2024.

<sup>5</sup> Para uma análise mais abrangente dos riscos nos mercados acionistas, ver a caixa intitulada [Low implied equity market volatility could underestimate financial stability vulnerabilities](#), *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2024, e o [capítulo 2.2](#) do *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2024.

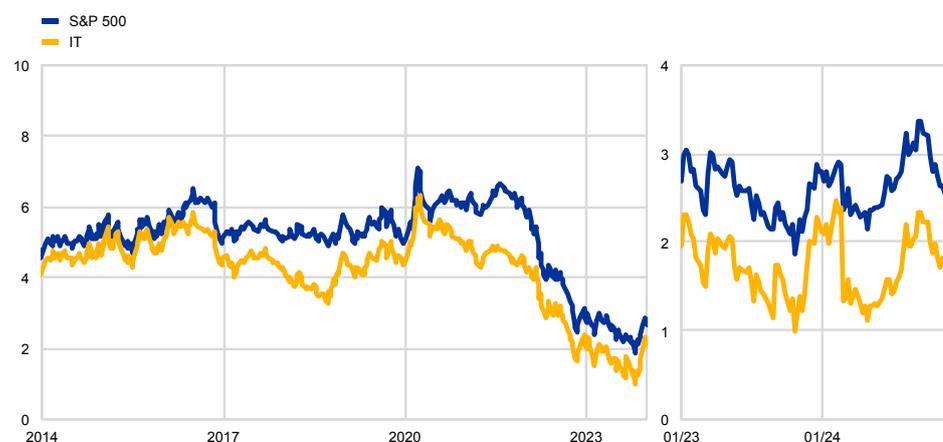
juro aumentaram acentuadamente (gráfico C, painel b). Na sequência da declaração do Comité de Operações de Mercado Aberto da Reserva Federal (Federal Open Market Committee – FOMC) de dezembro de 2023, que implicou uma inversão da orientação restritiva da política monetária, as taxas de juro exerceram um menor entrave aos preços das ações.

### Gráfico C

Importância dos prémios de risco das ações nas valorizações do S&P 500 e do setor das TI

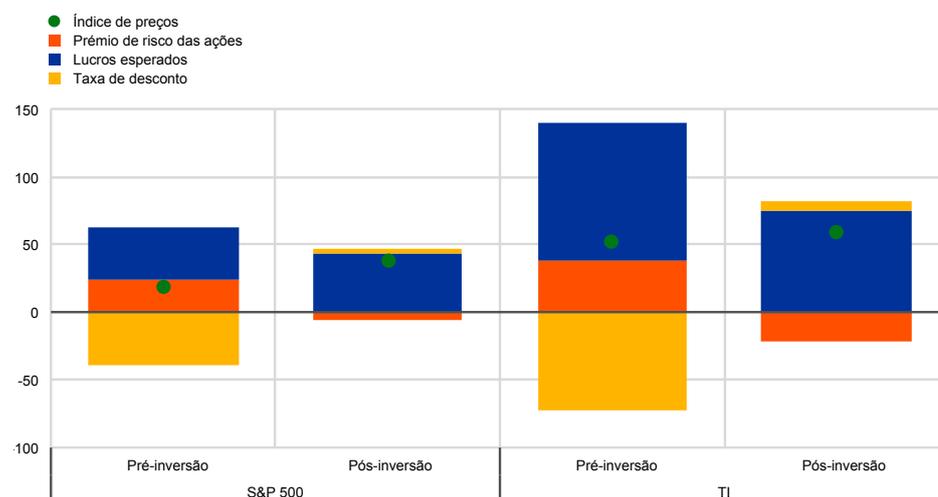
#### a) Prémios de risco de ações para setores selecionados do S&P 500

(percentagens)



#### b) Desagregação com base em modelos dos lucros das ações desde 2023 para setores selecionados do S&P 500

(percentagens)



Fontes: LSEG e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O prémio de risco das ações é obtido utilizando um modelo de desconto dos dividendos, um modelo padrão de valorização das ações utilizado para acompanhar o mercado acionista e estimar o prémio de risco das ações. Um aumento do prémio de risco das ações significa um aumento da compensação pelo risco pela detenção de ações, o que pode ser interpretado como uma maior aversão ao risco. Do mesmo modo, uma descida do prémio de risco das ações pode ser interpretada como uma menor aversão ao risco. Para estimar este modelo para o setor das TI, a nossa abordagem baseia-se também na metodologia desenvolvida para o índice global no artigo intitulado *Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area*, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2018. O modelo inclui recompras de ações, desconta os fluxos de caixa futuros com taxas de juro de prazos de vencimento apropriados e inclui três horizontes de crescimento esperado dos dividendos. O primeiro período, "pré-inversão", refere-se à variação entre janeiro de 2023 e a reunião de dezembro de 2023 do FOMC. O segundo período, "pós-inversão", refere-se à variação entre a reunião do FOMC de dezembro de 2023 e as últimas observações. As últimas observações referem-se a 29 de novembro de 2024 (dados semanais).

**Tendo em conta as valorizações elevadas e a concentração significativa nos mercados bolsistas, as ações continuam expostas a choques adversos.** No atual enquadramento de um panorama geopolítico em mutação, dívida elevada e incerteza quanto a resultados económicos mais em geral e, especificamente, quanto aos ganhos de produtividade realizados no futuro relacionados com a IA, poderão ser mais prováveis mudanças súbitas para um posicionamento de aversão ao risco. A evidência baseada em modelos indica que, por exemplo, as revisões em baixa das perspetivas macroeconómicas podem exercer um maior impacto nos preços de mercado das ações durante períodos de valorizações elevadas (gráfico D). Tendo em conta as atuais valorizações elevadas e a significativa concentração do mercado acionista dos Estados Unidos, esses riscos poderão tornar-se cada vez mais relevantes<sup>6</sup>.

### Gráfico D

Resposta dos preços das ações dos Estados Unidos a choques macroeconómicos negativos nos Estados Unidos, por métrica de valorização das ações

(percentagens)



Fontes: SEG e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Respostas por impulso dos preços das ações dos Estados Unidos a choques macroeconómicos adversos nos Estados Unidos, por métrica de valorização. As respostas são estimadas aplicando métodos de limiares de projeção local aos dados diários, tendo em consideração o índice Citi Economic Surprise, e são apresentadas em termos cumulativos ao fim de uma semana. Os choques macroeconómicos nos Estados Unidos são identificados num modelo de vetores autorregressivos bayesiano diário proposto por Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. e Van Robays, I., [What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2560, BCE, 2021. O período abrangido pela estimativa é de julho de 2005 a agosto de 2024.

<sup>6</sup> Uma análise mais pormenorizada dos diferentes tipos de choques adversos e das respostas dos preços das ações sugere que os fortes lucros esperados podem amortecer os preços das ações face ao impacto de choques inesperados de aversão ao risco e de política monetária, como apresentado em Chițu, L., Grothe, M., Schulze, T. e Van Robays, I., [Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2860, BCE, 2023. Do mesmo modo, é provável que as elevadas valorizações de ações impulsionadas pelos lucros esperados sejam menos vulneráveis a choques de aversão ao risco ou de política monetária, mas possam ser afetadas por choques macroeconómicos adversos.

## 2 Efeitos do sistema de comércio de licenças de emissão no investimento europeu a curto prazo

Por Pablo Anaya Longaric, Virginia Di Nino e Vasileios Kostakis

**A presente caixa analisa o impacto do sistema de comércio de licenças de emissão (CELE) da UE no investimento europeu, testando empiricamente o efeito da fixação do preço do carbono nos fluxos de investimento internacionais e internos.**

O CELE da UE reduziu as emissões de gases com efeito de estufa, trazendo benefícios de longo prazo para o ambiente, a economia europeia e a independência energética da Europa. Os dados empíricos sobre os benefícios de longo prazo indicam que o CELE também desencadeia investimento ecológico no sentido de reduzir a intensidade carbónica dos processos de produção das empresas<sup>1</sup>. Em comparação com instrumentos de política alternativos, a fixação do preço do carbono revela-se um mecanismo eficiente de incentivo à adoção de tecnologias hipocarbónicas<sup>2</sup>. Por conseguinte, o CELE é fundamental para reforçar a independência energética da Europa em relação aos combustíveis fósseis.

**No entanto, não é imediatamente claro de que forma o investimento tem sido afetado a curto prazo.**

Os benefícios ambientais poderão surgir à custa da redução do investimento, uma vez que a fixação do preço do carbono funciona como um imposto sobre a energia cobrado às empresas<sup>3</sup>. Poderá também desviar o investimento para países que não tenham adotado legislação comparável para limitar as emissões de carbono através da fixação de preços ou da tributação – a chamada “fuga de carbono”. Ao mesmo tempo, poderá proporcionar incentivos às empresas para que invistam em tecnologias ecológicas, ao passo que as receitas do CELE, através de programas da UE como o Fundo de Inovação, o Fundo de Modernização e a componente “REPowerEU” do Mecanismo de Recuperação e Resiliência, são utilizadas para estimular o investimento ecológico. Uma vez que ainda não existe um consenso claro quanto ao efeito sobre o investimento, uma investigação para determinar qual destas forças prevaleceu até à data ajudaria a aperfeiçoar as políticas ambientais, a fim de limitar o risco de fuga de carbono e atenuar eventuais custos económicos.

**A análise que se segue examina o impacto de variações do preço do carbono nos fluxos de investimento internacionais e europeus.**

Estima os efeitos dos choques nos preços do carbono sobre o investimento direto estrangeiro (IDE) em projetos de raiz e a formação bruta de capital fixo ao longo do tempo, tanto a nível dos países como a nível setorial. A fim de identificar choques nos preços do

---

<sup>1</sup> Ver Colmer, J., Martin, R., Muuls, M. e Wagner, U. J., “Does Pricing Carbon Mitigate Climate Change? Firm-Level Evidence from the European Union Emissions Trading System”, *The Review of Economic Studies*, maio de 2024.

<sup>2</sup> Ver Anderson *et al.*, “Policies for a climate-neutral industry: Lessons from the Netherlands”, *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, n.º 108, abril de 2021.

<sup>3</sup> Para um debate sobre os efeitos macroeconómicos das políticas fiscais de transição carbónica, ver o artigo intitulado [The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, agosto de 2023; e Känzig, D. R., [The unequal economic consequences of carbon pricing](#), *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n.º 31221, maio de 2023.

carbono, as variações dos preços dos contratos de futuros de licenças de emissão que ocorram por altura de alterações aos regulamentos relativos ao CELE são incluídas como um instrumento num modelo de vetores autorregressivos<sup>4</sup>. Importa realçar que a análise se centra nos custos a curto prazo associados à fixação do preço do carbono, ao passo que os benefícios de longo prazo de energias mais limpas e da menor dependência dos combustíveis fósseis estão fora do âmbito da caixa<sup>5</sup>. A amostra abrange o período de 2003 a 2019, incorporando o período desde o anúncio da implementação do CELE até ao final da terceira fase de implementação. Exclui o período pandémico, quando ocorreram outros tipos de choques significativos que poderiam contaminar a análise, mas inclui choques nos preços do carbono associados aos anúncios de 2019 sobre alterações futuras dos regulamentos relativos ao CELE.

### **Uma análise empírica sugere que os fluxos de IDE para projetos de raiz na Europa são temporariamente atenuados quando o preço do carbono sobe.**

Na sequência de um choque nos preços do carbono normalizado para resultar num aumento de 1% da componente energética do Índice de Preços no Produtor (IPP) – que corresponde a um aumento de 25% dos preços dos futuros de carbono na altura do impacto – os fluxos de IDE europeu para projetos de raiz em países não europeus aumentam significativamente (gráfico A, painel a)<sup>6</sup>. Além disso, o IDE entre países não europeus aumenta ao fim de um ano. De igual modo, verifica-se uma diminuição da entrada de fluxos de IDE para projetos de raiz europeus, provenientes de fora e de dentro da Europa, continuando estes últimos a registar uma contração no médio prazo (gráfico A, painel b). De um modo geral, estas reações sugerem que poderá haver um desvio temporário de fundos para fora da Europa quando os preços do carbono aumentam<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> Ver Känzig, D. R., *op. cit.*

<sup>5</sup> Existe evidência de que a adoção do CELE desencadeou investimentos destinados a reduzir as emissões de carbono das empresas a longo prazo sem prejudicar a sua atividade económica. Ver Anderson *et al.*, *op. cit.*

<sup>6</sup> O choque é identificado com restrições de escala e sinal através de variáveis instrumentais num modelo de vetores autorregressivos. Foi redimensionado para dar origem a uma leitura imediata dos resultados. No entanto, o redimensionamento torna-o relativamente elevado em comparação com a resposta média dos preços dos futuros de carbono a alterações anteriores nos regulamentos relativos ao CELE. Assim, prevê-se que o impacto efetivo sobre o IDE e o investimento interno no passado tenha sido consideravelmente menor.

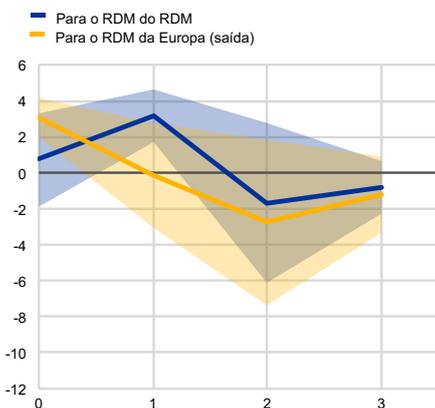
<sup>7</sup> Ver Böning, J., Di Nino, V. e Folger, T., [Stop carbon leakage at the border, can EU companies be both green and globally competitive?](#), *Blogue do BCE*, 1 de junho de 2023; e Böning, J., Di Nino, V. e Folger, T., [Benefits and costs of the ETS in the EU, a lesson learned for the CBAM design](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2764, BCE, janeiro de 2023.

## Gráfico A

### Impacto de um choque nos preços do carbono sobre o IDE em projetos de raiz a nível mundial

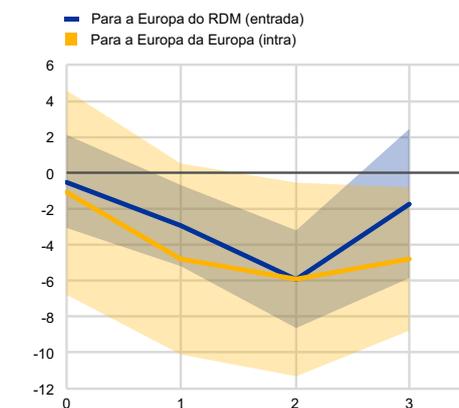
#### (a) Impacto de um choque nos preços do carbono sobre o IDE no resto do mundo

(eixo dos y: variações em percentagem; eixo dos x: anos após o impacto)



#### (b) Impacto de um choque nos preços do carbono sobre o IDE na Europa

(eixo dos y: variações em percentagem; eixo dos x: anos após o impacto)



Fontes: Eurostat, fDi Intelligence do Financial Times e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: "RDM" designa "resto do mundo". O gráfico mostra os efeitos estimados sobre os projetos de raiz com IDE anunciados, resultantes de um choque nos preços do carbono que conduz a um aumento de 1% da componente energética do IPP na altura do impacto. A amostra abrange o período de 2003 a 2019. Uma vez que o CELE entrou em funcionamento em 2005, a série temporal alargada não influencia substancialmente os resultados. A especificação segue  $\Delta_h Y_{i,t+h} = \alpha_i^h + \beta_h S_i + \sum_j \gamma_{ij} X_{j,t-1} + \epsilon_{i,t+h}$ , em que  $Y_{i,t+h}$  é a variável dependente de interesse no horizonte  $h$  entre os países  $i$  e  $j$ , e  $X_{j,t-1}$  inclui um conjunto de controlos macroeconómicos, entre eles a variável dependente desfasada. As linhas sólidas mostram as respostas por impulso estimadas, enquanto as áreas sombreadas representam intervalos de confiança de 90% com base em erros-padrão de Driscoll-Kraay robustos à autocorrelação e à dependência intersetorial.

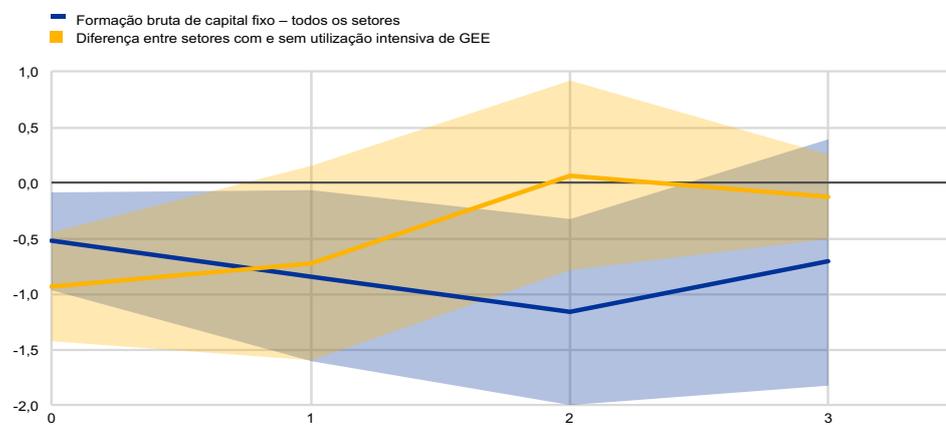
#### Parece também haver um efeito adverso sobre o investimento interno na Europa.

Em resposta a um choque nos preços do carbono que aumenta a componente energética do IPP em 1%, a formação bruta de capital fixo da UE cai 0,5% no primeiro ano e a diminuição cumulativa é superior a 1% após dois anos (gráfico B). Note-se, contudo, que o nível de incerteza em torno das estimativas é elevado. Esta descida ocorre porque os preços do carbono mais elevados atuam como um imposto sobre a produção das empresas e reduzem a atividade económica global, superando o aumento do investimento para reequilibrar os processos de produção das empresas no sentido de fontes de energia verde.

## Gráfico B

### Impacto de um choque nos preços do carbono sobre a formação bruta de capital fixo na UE

(eixo dos y: variações em percentagem; eixo dos x: anos após o impacto)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: "GEE" designa "gás com efeito de estufa". O gráfico mostra o efeito estimado de um choque nos preços do carbono que conduz a um aumento de 1% da componente energética do IPP na altura do impacto. A especificação é idêntica à descrita nas notas ao gráfico A. Os setores com utilização intensiva de GEE são os que têm emissões (face ao respetivo valor acrescentado) superiores à mediana.

**Os setores com elevadas emissões de carbono são os principais setores afetados pelo choque nos preços do carbono**<sup>8</sup>. A diminuição do investimento agregado é impulsionada sobretudo pelos setores da construção, dos transportes e da indústria transformadora (gráfico C). Além disso, as indústrias extrativas, apesar de serem atividades com uma utilização muito intensiva de carbono, não foram afetadas de forma significativa por choques nos preços do carbono. Tal deve-se muito provavelmente à introdução de licenças a título gratuito neste setor<sup>9</sup>.

**Estas conclusões devem ser vistas no contexto de outros estudos que demonstram que o CELE não reduziu a atividade económica nem conduziu a uma fuga significativa de carbono**<sup>10</sup>. Com efeito, a redução das emissões de carbono alcançada através do CELE é, em grande medida, atribuída a diminuições verdadeiras das emissões e não a deslocações da produção para regiões com menos restrições em termos de regulamentação ambiental. Além disso, exemplos europeus mostram que, quando a fixação do preço do carbono é complementada por um ambicioso apoio estatal às tecnologias avançadas, estes podem reforçar-se mutuamente e justificar o investimento na descarbonização<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Os setores hipercarbónicos são setores de dois dígitos na classificação da NACE com emissões de gases com efeito de estufa (face ao respetivo valor acrescentado) acima da mediana.

<sup>9</sup> Para resultados semelhantes, ver Matzner, A. e Steiniger, L., [Firms' heterogeneous \(and unintended\) investment response to carbon price increases](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2958, BCE, julho de 2024.

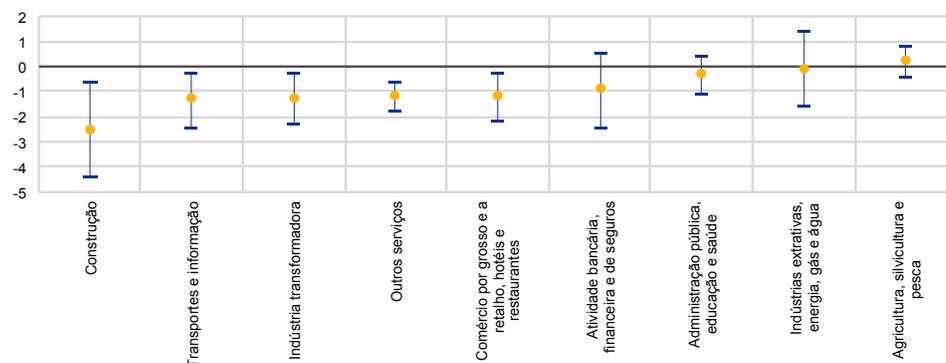
<sup>10</sup> Ver Colmer *et al.*, *op. cit.*, que indicam não existir evidência de fugas de carbono resultantes do CELE nas suas duas fases iniciais, com base numa análise de dados administrativos de França.

<sup>11</sup> Ver Anderson *et al.*, *op. cit.*

### Gráfico C

#### Impacto de um choque nos preços do carbono sobre a formação bruta de capital fixo na UE, por setor

(variações em percentagem)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As hastes mostram o impacto em cada setor. Os agrupamentos seguem a metodologia de Känzig, *op. cit.*, como também utilizado em Matzner e Steiniger, *op. cit.* A especificação da regressão é idêntica à descrita nas notas ao gráfico A.

#### A análise sugere que o aumento dos preços do carbono pode atenuar temporariamente o investimento interno e desviar o IDE mundial para fora da Europa, mas os benefícios de longo prazo podem compensar em grande medida estes efeitos de curto prazo<sup>12</sup>.

Justifica-se uma análise mais abrangente que também tenha em conta os benefícios de longo prazo relacionados com a independência dos combustíveis fósseis e o reforço da independência energética da Europa. A par de uma regulamentação mais rigorosa em termos de cobertura de setores e de direitos de emissão, a Comissão Europeia introduziu um mecanismo de ajustamento carbónico fronteiriço (*Carbon Border Adjustment Mechanism – CBAM*). Tal contribui para proteger as empresas europeias de uma eventual concorrência estrangeira desleal e restabelecer condições de igualdade, cobrando aos importadores da UE um preço proporcional às emissões decorrentes dos processos de produção estrangeiros<sup>13</sup>. Juntamente com políticas complementares atualmente em discussão, tal apoiará a futura capacidade de produção da Europa e a sua competitividade externa<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> Os efeitos sobre o investimento e os fluxos de IDE para projetos de raiz são consideráveis, mas estão em consonância com a literatura atual que tem em consideração a quarta fase de implementação do CELE resultante de alterações aos regulamentos anunciadas durante a terceira fase, tal como a presente caixa. Exemplos desses anúncios incluem a alteração do Regulamento Leilões e a adoção da Decisão Delegada sobre a lista relativa ao risco de carbono para o período de 2021 a 2030.

<sup>13</sup> Para mais pormenores, consultar o sítio do [CBAM](#).

<sup>14</sup> Ver Bijmans G., Duprex, C. e Hutchinson, J., [Obstacles to the greening of energy-intensive industries](#). *Blogue do BCE*, 17 de setembro de 2024.

### 3 Que sinais económicos transmitem as medidas de incerteza?

Por Malin Andersson, Alina Bobasu e Roberto A. De Santis

**Embora a incerteza assumam um papel preponderante em muitas decisões económicas, não é diretamente mensurável, o que dificulta a avaliação precisa do seu impacto.** Em períodos de elevada incerteza, as famílias e as empresas podem adiar ou cancelar planos de despesa e de investimento, o que, por sua vez, trava a atividade económica<sup>1</sup>. Dado que a incerteza não é diretamente observável, a presente caixa avalia sinais recentes provenientes de diferentes indicadores de aproximação, classificando-os entre os diretamente associados à situação económica a curto prazo e os que refletem questões de política a mais longo prazo. A caixa examina igualmente as implicações destas medidas para as principais variáveis macroeconómicas.

**A incerteza quanto à situação económica a curto prazo é geralmente acompanhada utilizando uma combinação de indicadores estatísticos, financeiros e com base em inquéritos.** Uma medida importante para a área do euro é o índice de incerteza macroeconómica desenvolvido por Jurado *et al.*, que define incerteza como a volatilidade dos erros de previsão com uma antecedência de três meses para um vasto conjunto de indicadores económicos<sup>2</sup>. Outra aproximação é a divergência nas previsões, da Consensus Economics, que capta a dispersão nas previsões com uma antecedência de um ano para o PIB real, a produção industrial, o consumo privado e o crescimento do investimento privado, bem como a inflação medida pelo IHPC e as taxas de juro de longo prazo. Além disso, a medida da incerteza económica com base em inquéritos da Comissão Europeia reflete a dificuldade sentida pelas empresas e consumidores ao fazer previsões sobre a sua situação empresarial e as finanças das famílias. Por último, o Indicador Compósito de Stress Sistémico (*Composite Indicator of Systemic Stress* – CISS) é um indicador de tensão financeira desenvolvido pelo BCE, construído utilizando diversas variáveis financeiras baseadas no mercado a partir de múltiplos segmentos do sistema financeiro.

**Existem também medidas de incerteza relacionadas com questões de política a mais longo prazo.** Uma dessas medidas é o índice de incerteza da política económica baseado nas notícias para a área do euro, que analisa a frequência com que palavras específicas relacionadas com a incerteza quanto à política económica

---

<sup>1</sup> Certos tipos de incerteza, como a relacionada com o recente aumento do investimento em inteligência artificial, podem também aumentar o investimento e a atividade económica (ver Ludvigson, S.C., Ma, S. e Ng, S., [Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?](#), *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 13, n.º 4, 2021, pp. 369-410.

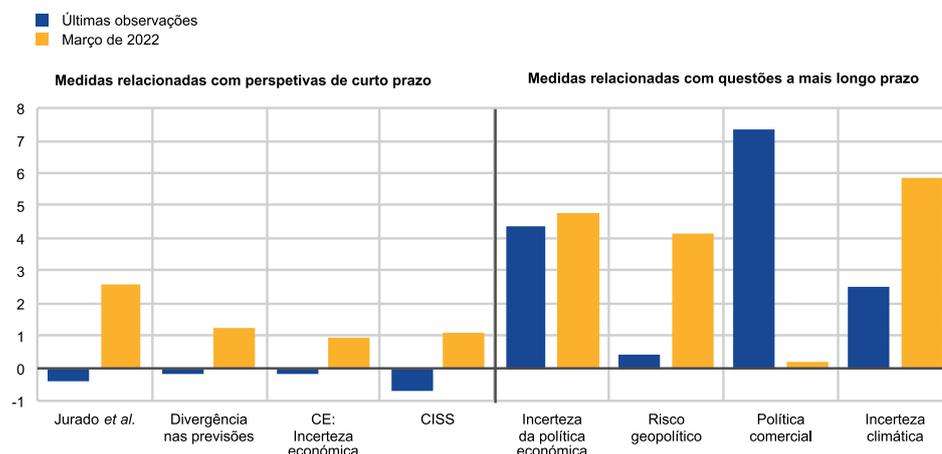
<sup>2</sup> Ver Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., [Measuring uncertainty](#), *American Economic Review*, vol. 105, n.º 3, 2015, pp. 1177-1216 e Scotti, C., [Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises](#), *Journal of Monetary Economics*, vol. 82, 2016, pp. 1-19.

são mencionadas em artigos de jornais. Três outros indicadores baseados em textos revelam incerteza quanto à geopolítica, ao comércio e à política climática<sup>3</sup>.

**As medidas que captam preocupações quanto à situação económica a curto prazo apresentam atualmente níveis de incerteza relativamente baixos, ao passo que as medidas relacionadas com políticas a mais longo prazo apresentam níveis mais elevados (gráfico A).** Embora todos estes indicadores tenham atingido um pico durante a invasão da Ucrânia pela Rússia, as medidas relacionadas com as perspetivas de curto prazo regressaram entretanto às suas médias históricas<sup>4</sup>. Em contrapartida, a maioria das medidas de incerteza relacionadas com política ainda se situa significativamente acima das médias históricas, refletindo a polarização política atual, expectativas regulatórias e a transição energética a nível mundial<sup>5</sup>.

### Gráfico A Medidas de incerteza

(normalizadas, variações em pontos percentuais)



Fontes: Jurado et al.<sup>1</sup>, Consensus Economics, Comissão Europeia, Baker et al.<sup>2</sup>, Caldara et al.<sup>3,4</sup>, Gavriilidis<sup>5</sup> e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As séries são normalizadas no período da amostra de 1999-2019, à exceção da série de incerteza económica da Comissão Europeia, que é normalizada no período de abril de 2019 a setembro de 2024, dada a limitada disponibilidade da amostra. A incerteza da política económica corresponde à média ponderada das medidas normalizadas específicas por país para a Alemanha, França, Itália e Espanha. As últimas observações referem-se a setembro de 2024 no caso de Jurado et al. e da incerteza climática, a outubro de 2024 para a divergência nas previsões, e a novembro de 2024 quanto à incerteza económica da Comissão Europeia (CE), o CISS, a incerteza da política económica, o risco geopolítico e a política comercial.

1) Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., "Measuring Uncertainty", *American Economic Review*, vol. 105, n.º 3, março de 2015.

2) Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., *Measuring Economic Policy Uncertainty, Working Papers*, n.º 21633, National Bureau of Economic Research, outubro de 2015.

3) Caldara, D. e Iacoviello, M., *Measuring Geopolitical Risk, American Economic Review*, vol. 112, n.º 4, 2021, pp. 1194-1225.

4) Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. e Raffo, A., *The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty, International Finance Discussion Papers*, n.º 1256, setembro de 2019.

5) Gavriilidis, K., *Measuring Climate Policy Uncertainty*, University of Stirling, maio de 2021.

<sup>3</sup> Para mais informações sobre a metodologia utilizada, ver Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., *Measuring Economic Policy Uncertainty, The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, 2016, pp. 1593-1636 e Gavriilidis, K., *Measuring Climate Policy Uncertainty*, University of Stirling, maio de 2021.

<sup>4</sup> Ver a caixa intitulada [O impacto da invasão da Ucrânia pela Rússia na atividade da área do euro através do canal de incerteza](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2022.

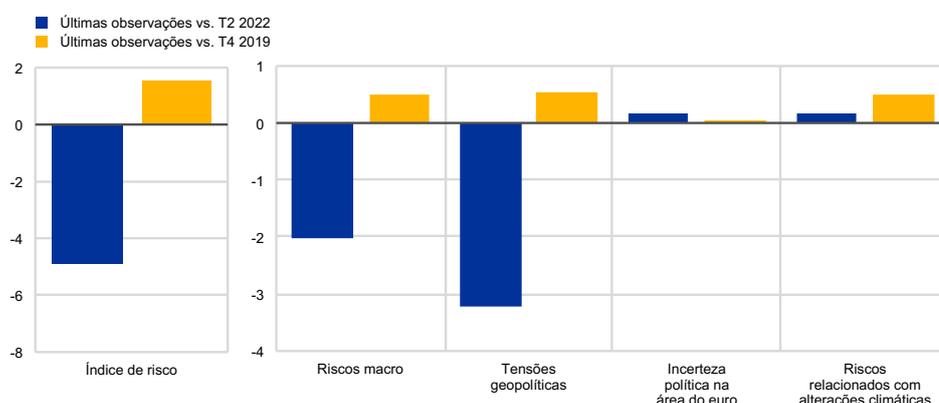
<sup>5</sup> A incerteza da política económica tem sido particularmente elevada na Alemanha e em França.

Além disso, um índice de risco calculado a partir de teleconferências de apresentação de resultados sugere que as percepções de risco relativamente a muitas das incertezas acima mencionadas diminuíram face aos máximos atingidos na primavera de 2022, mas permanecem acima dos níveis anteriores à pandemia (gráfico B)<sup>6</sup>. O índice mede inúmeros riscos específicos em percentagem do total de riscos mencionados nas teleconferências de apresentação de resultados das empresas cotadas da área do euro<sup>7</sup>. Embora não seja possível relacionar exatamente os riscos às categorias de incerteza acima apresentadas, este índice de risco corrobora a conclusão de que as percepções de risco relativamente a várias percepções de incerteza diminuíram substancialmente face aos máximos observados na primavera de 2022. Entretanto, as preocupações com as tensões geopolíticas e o clima permanecem elevadas.

### Gráfico B

#### Índice de risco com base em teleconferências de apresentação de resultados

(percentagem de todas as menções de riscos, variação em pontos percentuais)



Fontes: NL Analytics e cálculos do BCE.

Notas: "Riscos macro" corresponde a menções relacionadas com os riscos da cadeia de abastecimento e condições de financiamento; "Tensões geopolíticas" refere-se a tensões geopolíticas na Ucrânia e no Médio Oriente; "Incerteza política na área do euro" refere-se aos riscos políticos na área do euro no seu conjunto ou em países da área do euro; e "Riscos relacionados com alterações climáticas" corresponde a menções de palavras tais como "carbono", "clima" e "política". As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2024.

### Os aumentos da incerteza estão tipicamente associados a um PIB real mais baixo e a um impacto adverso mais forte no investimento empresarial do que no consumo (gráfico C).

A fim de investigar as implicações da crescente incerteza, são estimados modelos de vetores autorregressivos bayesianos (BVAR) ao longo do período entre o primeiro trimestre de 1999 e o segundo trimestre de 2024<sup>8</sup>. Os modelos incorporam o PIB real, o consumo privado e o investimento

<sup>6</sup> Embora se movam em simultâneo, as medidas de "incerteza" diferem das medidas de "risco" no sentido em que a incerteza ocorre quando a informação necessária para prever a evolução é insuficiente ou não está disponível, ao passo que o risco está associado à probabilidade de um acontecimento económico específico.

<sup>7</sup> Para mais pormenores sobre a metodologia, ver a caixa intitulada [Informações obtidas através de teleconferências de apresentação de resultados – o que podemos aprender com a percepção e o sentimento do risco das empresas?](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2024.

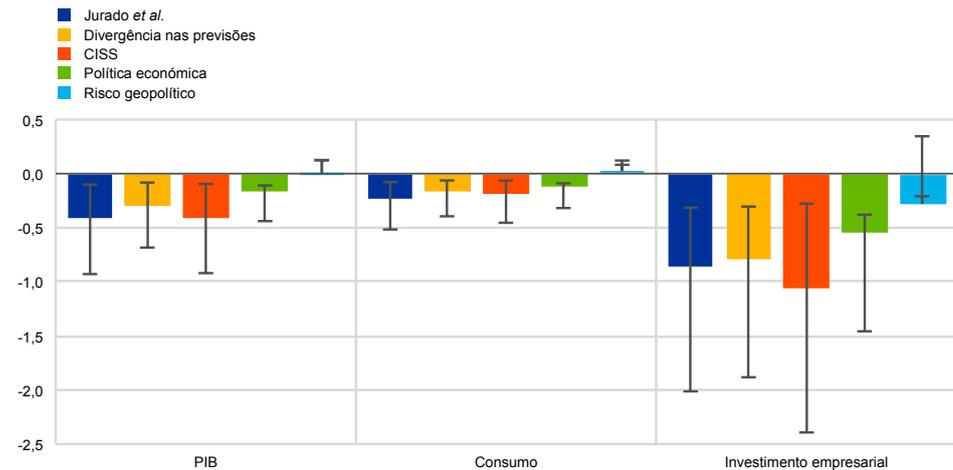
<sup>8</sup> A estimativa é corrigida de acordo com Lenza e Primiceri (2022) para ter em conta as perturbações económicas únicas causadas pela pandemia de COVID-19 (ver Lenza, M. e Primiceri, G.E., [How to estimate a vector autoregression after March 2020](#), *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n.º 4, 2022, pp. 688-699).

empresarial, o deflador do PIB e uma medida de incerteza (risco) de cada vez<sup>9</sup>. Os resultados sugerem que, para todas as medidas – à exceção do risco geopolítico – as subidas da incerteza estão associadas a uma descida do PIB real, do consumo privado e do investimento empresarial, com o investimento empresarial a diminuir significativamente mais do que o consumo<sup>10</sup>.

### Gráfico C

#### Impacto do aumento das medidas de incerteza

(desvio percentual em relação à tendência)



Fonte: Cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: Os modelos BVAR incluem o PIB, o consumo, o investimento empresarial, o deflador do PIB e uma das medidas de incerteza (de risco) de cada vez. Os modelos são estimados ao longo de um período trimestral, entre o primeiro trimestre de 1999 e o segundo trimestre de 2024, e a identificação baseia-se numa decomposição de Cholesky, sendo a medida da incerteza ordenada em primeiro lugar. Não obstante, os resultados são também robustos em termos de implicações adversas para a atividade económica quando a medida de incerteza é ordenada em último lugar. O aumento da incerteza reflete um aumento de um desvio-padrão na medida de incerteza. Os resultados apresentados no gráfico referem-se aos efeitos após quatro trimestres. As linhas verticais referem-se a intervalos credíveis de 68%.

**A incerteza quanto à situação económica a curto prazo não parece ter afetado significativamente a atividade económica em curso até à data; contudo, a incerteza relativa a questões de política a mais longo prazo provavelmente permanecerá relevante.** Embora a incerteza calculada a partir de indicadores económicos de curto prazo tenha sido contida recentemente, em comparação com períodos de pico anteriores, a incerteza da política económica deverá manter-se elevada, refletindo a natureza persistente e em permanente evolução das questões de política interna. Assim, a incerteza em torno das questões de política deverá continuar a pesar sobre a atividade económica, em particular sobre o investimento empresarial, nos próximos trimestres.

<sup>9</sup> Dado que as medidas de incerteza comercial e climática estão relacionadas com domínios específicos expostos diretamente às flutuações do comércio e à política ambiental, a presente caixa não investiga as suas implicações mais gerais para a atividade económica. Ao mesmo tempo, o índice de risco não é incluído no exercício empírico, dada a sua amostra de curto prazo.

<sup>10</sup> Ver também De Santis, R.A. e Van der Veken, W., [Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR Investigation](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2727, BCE, 2022 e Bobasu, A., Quaglietti, L. e Ricci, M., [Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area](#), *IMF Economic Review*, Fundo Monetário Internacional, vol. 72, n.º 2, 2024, pp. 820-857.

## O que explica a elevada taxa de poupança das famílias na área do euro?

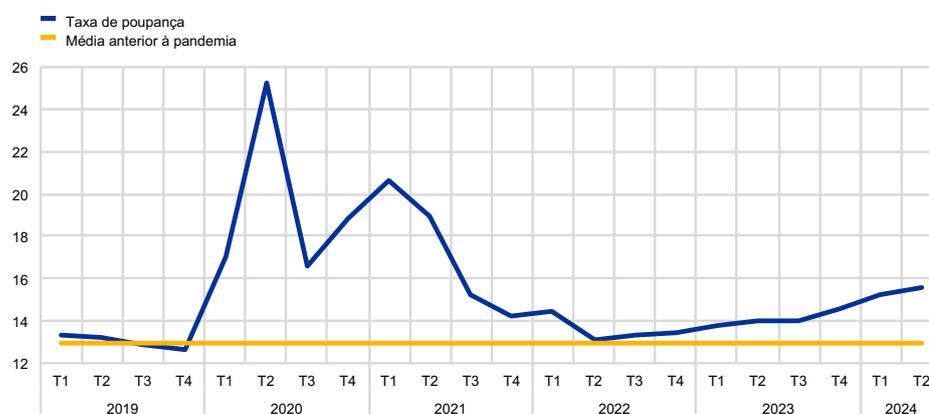
Por Alina Bobasu, Johannes Gareis e Grigor Stoevsky

**Após uma subida acentuada em 2020 relacionada com a pandemia, a taxa de poupança das famílias na área do euro diminuiu, em meados de 2022, para a sua média anterior à pandemia, mas aumentou de novo significativamente desde então.** A taxa de poupança das famílias na área do euro corrigida de sazonalidade, como reportada pelo Eurostat nas contas setoriais trimestrais, subiu de forma pronunciada após o início da pandemia de COVID-19<sup>1</sup>. Tal ficou a dever-se sobretudo aos confinamentos impostos para conter a propagação do vírus, que atenuaram o consumo, enquanto as medidas adotadas pelos governos contribuíram para apoiar o rendimento disponível<sup>2</sup>. Com o levantamento da maioria das restrições em 2022, a taxa de poupança regressou à média registada antes da pandemia (gráfico A). No entanto, aumentou de novo nos dois últimos anos, ao passo que as despesas de consumo permaneceram fracas. A presente caixa analisa os principais fatores económicos subjacentes a esta recente subida da taxa de poupança e explora as implicações a curto prazo para o consumo privado.

### Gráfico A

#### Taxa de poupança das famílias

(em percentagem do rendimento disponível bruto)



Fontes: BCE e Eurostat (contas setoriais trimestrais) e cálculos do BCE.

Notas: Dados corrigidos de sazonalidade. A média anterior à pandemia é calculada do primeiro trimestre de 1999 ao quarto trimestre de 2019.

<sup>1</sup> As contas setoriais trimestrais para a área do euro são compiladas conjuntamente pelo BCE e pelo Eurostat.

<sup>2</sup> Ver a caixa intitulada [COVID-19 e o aumento da poupança das famílias: precaução ou necessidade?](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020.

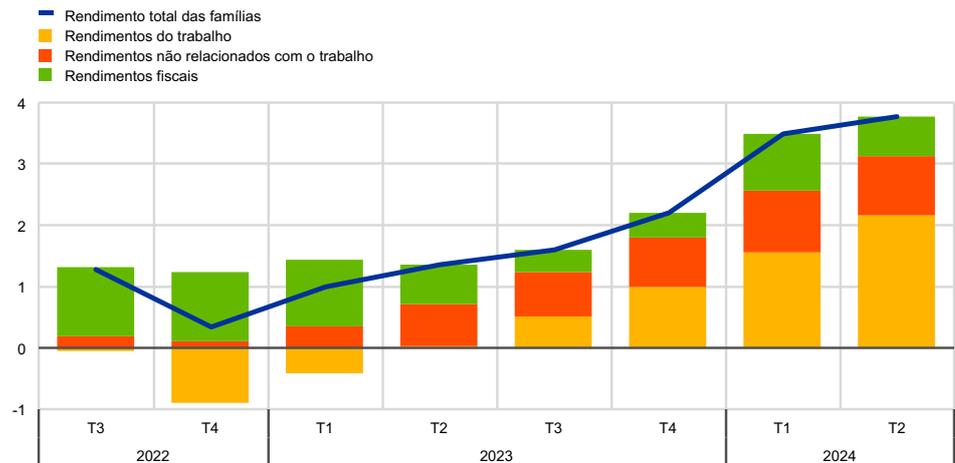
### O forte crescimento do rendimento contribuiu para a recente subida da taxa de poupança das famílias.

O rendimento real das famílias aumentou 3,8% nos dois últimos anos, em virtude do forte crescimento tanto das componentes do trabalho como das componentes não ligadas ao trabalho (gráfico B). O aumento dos rendimentos não relacionados com o trabalho – que incluem rendimentos do trabalho por conta própria, rendimentos líquidos de juros, dividendos e rendas – é particularmente favorável à poupança<sup>3</sup>. Tal reflete o facto de os rendimentos não relacionados com o trabalho reverterem sobretudo para as famílias mais ricas, que, de um modo geral, poupam mais do que as famílias mais pobres<sup>4</sup>. Além disso, a política orçamental também apoiou o crescimento do rendimento real desde o terceiro trimestre de 2022. Tal decorre sobretudo das medidas discricionárias destinadas a atenuar o impacto do choque sobre os preços dos produtos energéticos, incluindo o apoio substancial não direcionado ao rendimento. Dado que as famílias mais ricas também beneficiaram das medidas e consomem uma percentagem menor do seu rendimento, tal poderá igualmente ter contribuído para uma taxa de poupança mais elevada<sup>5</sup>.

### Gráfico B

#### Evolução do rendimento real das famílias

(variação percentual desde o segundo trimestre de 2022 e contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat, BCE e Eurostat (contas setoriais trimestrais) e cálculos do BCE.

Notas: Dados corrigidos de sazonalidade. Os rendimentos do trabalho são calculados como a remuneração dos empregados e os rendimentos não relacionados com o trabalho incluem rendimentos do trabalho por conta própria, rendimentos líquidos de juros, dividendos e rendas; os rendimentos fiscais são medidos como residuais. A fim de obter valores reais, todas as componentes do rendimento das famílias são deflacionadas utilizando o deflador do consumo privado a partir das contas nacionais.

### Embora o rendimento das famílias tenha registado um forte aumento nos dois últimos anos, estas mantiveram-se cautelosas em relação à despesa.

Na sequência de uma recuperação após a pandemia, o crescimento do consumo privado real enfraqueceu de forma assinalável no contexto da subida pronunciada da inflação e do subsequente aumento da restritividade da política monetária. A subida da inflação foi, em grande medida, impulsionada por um forte aumento

<sup>3</sup> Ver também a caixa intitulada [Guia sobre a medição do rendimento das famílias](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2023.

<sup>4</sup> Ver, por exemplo, Bańkowska, K. *et al.*, [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#), *Série de Documentos Ocasionais*, n.º 287, BCE, dezembro de 2021.

<sup>5</sup> Ver o artigo intitulado [Fiscal policy and high inflation](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2023.

dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, que conduziu a uma descida relativamente acentuada do consumo desses bens<sup>6</sup>. Os aumentos subsequentes das taxas de juro incentivaram a poupança e, provavelmente, atenuaram mais o consumo de bens do que o de serviços. O consumo de bens duradouros foi particularmente afetado, visto que é mais sensível às taxas de juro do que os serviços<sup>7</sup>. De um modo geral, no início de 2023, o consumo de bens diminuiu para um nível inferior ao registado antes da pandemia e, em larga medida, estagnou nos dois últimos anos. Simultaneamente, o consumo de serviços continuou a aumentar, mas a um ritmo mais moderado (gráfico C).

### Gráfico C

#### Consumo real de bens e serviços pelas famílias

(T4 2019 = 100)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Dados corrigidos de sazonalidade. O consumo de bens e o consumo de serviços baseiam-se na agregação dos dados disponíveis sobre o consumo real das famílias por finalidade.

### Com a subida acentuada da inflação, a riqueza líquida real das famílias diminuiu nos dois últimos anos, aumentando os incentivos à reconstituição da sua riqueza.

A riqueza líquida das famílias – que inclui ativos imobiliários, depósitos, obrigações e ações, e exclui passivos de dívida por liquidar – aumentou significativamente na sequência da pandemia, apoiada pela acumulação de poupanças relacionadas com a mesma. Continuou a aumentar, em termos nominais, após a pandemia, ainda que a um ritmo mais moderado (gráfico D)<sup>8</sup>. Em termos reais, porém, a riqueza líquida das famílias começou a diminuir em 2022, regressando ao nível anterior à pandemia no decurso de 2023. É provável que esta diminuição tenha contribuído para a recente subida da taxa de poupança das famílias, uma vez que estas foram incentivadas a reconstituir a sua riqueza líquida real<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> Ver as caixas intituladas [O impacto dos preços mais elevados dos produtos energéticos no consumo de bens e serviços na área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2022, e [Como é que as famílias ajustaram o seu comportamento relativamente a despesas e poupanças para fazer face à inflação elevada?](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2024.

<sup>7</sup> Ver a caixa intitulada [A política monetária e o abrandamento recente na indústria transformadora e nos serviços](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2023.

<sup>8</sup> Ver a caixa intitulada [Household savings and wealth in the euro area – implications for private consumption](#), *Previsões económicas do inverno de 2024*, Comissão Europeia, 2024.

<sup>9</sup> Para uma análise pormenorizada do impacto da inflação e da política monetária na distribuição de riqueza, ver o artigo intitulado [Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2024.

## Gráfico D

### Riqueza líquida das famílias

(T4 2019 = 100)



Fontes: Eurostat, BCE e Eurostat (contas setoriais trimestrais) e cálculos do BCE.

Nota: A fim de obter valores reais, a riqueza líquida das famílias é deflacionada utilizando o deflator do consumo privado a partir das contas nacionais.

### Um modelo de séries temporais para o consumo das famílias utilizando determinantes macroeconómicos padrão ajuda a entender melhor os fatores económicos subjacentes à recente subida da taxa de poupança.

Um modelo de correção de erros de forma reduzida combina as dinâmicas de longo e de curto prazo para explicar o crescimento trimestral do consumo<sup>10</sup>. O nível de consumo real das famílias é impulsionado, no longo prazo, pelo nível de rendimento real das famílias, pela riqueza líquida real das mesmas e pelas taxas de juro reais. No curto prazo, outros fatores cíclicos – como a confiança dos consumidores, que reflete a poupança por motivos de precaução – também desempenham um papel importante na explicação da dinâmica do consumo. O modelo decompõe a variação da taxa de poupança das famílias em quatro fatores – rendimento, riqueza, taxas de juro e confiança dos consumidores –, considerando o crescimento do rendimento real das famílias como um dado adquirido<sup>11</sup>.

### A evidência empírica sugere que a subida dos rendimentos reais e as taxas de juro reais elevadas, em conjunto com efeitos negativos sobre a riqueza real, levaram a um aumento da poupança das famílias nos dois últimos anos.

De acordo com os resultados do modelo, a subida da taxa de poupança das famílias entre o segundo trimestre de 2022 e o segundo trimestre de 2024 pode ser, em grande medida, atribuída a efeitos sobre o rendimento, dado que o consumo das famílias não se ajustou de imediato ao forte aumento dos rendimentos reais. Os efeitos das taxas de juro e os efeitos relacionados com a riqueza

<sup>10</sup> Ver igualmente de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. e Zekaite, Z., [Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2343, BCE, dezembro de 2019.

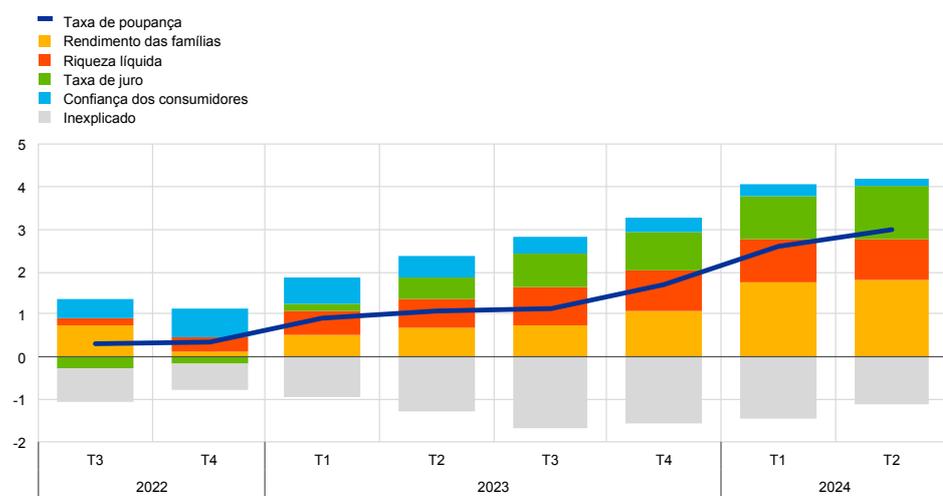
<sup>11</sup> Os parâmetros do modelo são estimados recorrendo a dados do primeiro trimestre de 1999 ao último trimestre de 2019. A fim de obter valores reais, o rendimento das famílias e a riqueza líquida são deflacionados utilizando o deflator do consumo privado a partir das contas nacionais. A taxa de juro real é medida pela EURIBOR a três meses corrigida da taxa de inflação homóloga esperada dos preços no consumidor retirada do inquérito da Comissão Europeia aos consumidores, aplicada retroativamente para o período em falta entre o primeiro trimestre de 1999 e o último trimestre de 2003, utilizando a taxa de inflação homóloga observada medida pelo IHPC. A confiança dos consumidores é expressa em desvios face à sua média de longo prazo anterior à pandemia.

desempenharam igualmente um papel importante (gráfico E). Ao mesmo tempo, os motivos de precaução também tiveram um impacto positivo na poupança, em particular em 2022, após a invasão da Ucrânia pela Rússia, que levou a uma queda da confiança dos consumidores. Todavia, a importância desses motivos parece ter diminuído, uma vez que a confiança dos consumidores recuperou gradualmente da queda observada no segundo semestre de 2022<sup>12</sup>. Por último, a variação da taxa de poupança nos dois últimos anos não pode ser integralmente explicada pelos fatores supramencionados. Tal é evidenciado pela parte inexplicada da desagregação, que aponta para fatores não contemplados no modelo, os quais, em conjunto, afetaram a subida da taxa de poupança desde meados de 2022. Contudo, esta perspetiva cumulativa oculta o facto de o aumento da poupança durante os três últimos trimestres ter sido superior ao anteriormente previsto e sugerido pelo modelo. Tal reflete, muito provavelmente, uma inércia mais forte do consumo e um ajustamento mais gradual da despesa das famílias ao aumento do seu poder de compra e à diminuição dos choques negativos do que o implícito nas regularidades históricas<sup>13</sup>.

### Gráfico E

#### Contributos para a variação da taxa de poupança das famílias: desagregação com base no modelo

(variação em pontos percentuais desde o segundo trimestre de 2022 e contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat, BCE, BCE e Eurostat (contas setoriais trimestrais) e cálculos do BCE.

Nota: O gráfico indica os contributos do rendimento real das famílias, da riqueza líquida real, das taxas de juro reais e da confiança dos consumidores para as variações acumuladas da taxa de poupança das famílias desde o segundo trimestre de 2022, com base num modelo de correção de erros estimado para o crescimento do consumo privado e considerando o crescimento do rendimento real das famílias como um dado adquirido.

<sup>12</sup> Ver a caixa intitulada [Por que motivo as famílias da área do euro ainda se mostram pessimistas e quais as implicações para o consumo privado?](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2024.

<sup>13</sup> Outro fator não incluído no modelo e que pode ter contribuído para as recentes taxas de poupança elevadas diz respeito ao considerável nível de incerteza relativamente a questões de política a mais longo prazo (ver a caixa intitulada “Que sinais económicos transmitem as medidas de incerteza?”, na presente edição do *Boletim Económico*).

**Numa análise prospetiva, a taxa de poupança das famílias provavelmente manter-se-á elevada no curto prazo, mas deverá depois diminuir para um nível inferior ao atual.** Sendo provável que os principais fatores – o aumento do rendimento real, as taxas de juro reais elevadas e os incentivos à reconstituição da riqueza real – persistam durante algum tempo, espera-se que a taxa de poupança permaneça elevada no curto prazo, embora ligeiramente abaixo do seu máximo mais recente, refletindo, em parte, a moderação das taxas de juro. A provável pequena descida da taxa de poupança e a continuação do forte crescimento dos rendimentos reais do trabalho deverão contribuir para o dinamismo do consumo privado.

## A transmissão da política monetária à inflação dos preços dos bens e serviços: uma perspetiva granular

Por Anastasia Allayioti, Bruno Fagandini, Lucyna Górnicka e Catalina Martínez Hernández

**A política monetária afeta os preços no consumidor através de diversos canais, ao passo que o seu impacto, em termos de velocidade e magnitude, varia entre categorias de consumo.** A subida da inflação após a pandemia foi causada por uma combinação inédita de choques, incluindo perturbações nas cadeias de abastecimento, choques energéticos e procura acumulada decorrente da reabertura da economia. O BCE reagiu com firmeza, revertendo a orientação acomodatória da política monetária, que sustentou a economia durante o período pandémico, e movendo-a para terreno restritivo. O processo de desinflação global que se seguiu refletiu o desvanecimento dos choques da oferta e a eficácia da política de subida pronunciada e resoluto das taxas de juro. Paralelamente, o processo de desinflação foi acompanhado por uma dinâmica persistente da inflação subjacente – definida como o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX). A presente caixa analisa a transmissão heterogénea dos choques de política monetária à inflação da área do euro, centrando-se no comportamento divergente dos preços específicos dos bens e serviços incluídos no IHPCX. Colocar o foco neste índice permite obter bastante informação sobre a evolução da componente da inflação que se considera captar tipicamente dinâmicas mais persistentes.

**Uma avaliação da transmissão da política monetária aos preços desagregados pode complementar análises normalizadas de inflação agregada.** A presente caixa apresenta uma estimativa do impacto dos choques de política monetária sobre os preços de cada uma das 72 rubricas da COICOP-4 no cabaz do IHPCX<sup>1</sup>. Na sequência da estimação dos modelos de vetores autorregressivos bayesianos específicos a cada rubrica (*Bayesian vector autoregressive models* – modelos BVAR)<sup>2</sup>, as rubricas individuais dos bens e serviços são classificadas de acordo com a sua capacidade de resposta a choques de política monetária ao longo de um horizonte de três anos, sendo divididas em três categorias de sensibilidade:

<sup>1</sup> A classificação do consumo individual por objetivo (*Classification of individual consumption by purpose* – COICOP) padroniza as rubricas do cabaz de consumo nos vários países. A classificação de quatro dígitos na área do euro inclui 93 categorias de preços. Para mais pormenores, ver o [sítio do Eurostat](#).

<sup>2</sup> Baseado em Allayioti, A., Górnicka, L., Holton, S. e Martínez Hernández, C., [Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 3003, BCE, Frankfurt am Main, 2024. A estimativa utiliza modelos de vetores autorregressivos bayesianos (BVAR) específicos para cada rubrica com uma série de controlos macrofinanceiros. A amostra varia consoante as rubricas, abrangendo o período entre o início da década de 2000 e setembro de 2023. Choques de política monetária conforme Jarociński, M. e Karadi, P., [Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#), *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n.º 2, 2020, pp. 1-43. Os choques foram atualizados utilizando a base de dados de surpresas elaborada por Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R.S., Motto, R. e Ragusa, G., [Measuring euro area monetary policy](#), *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, 2019, pp. 162-179.

i) muito sensíveis, ii) moderadamente sensíveis e iii) não sensíveis<sup>3,4</sup>. Desta forma, é possível avaliar quais as rubricas do cabaz de inflação subjacente que reagem de forma intensa a choques de política monetária e quais as que reagem rapidamente ou apenas com grandes desfasamentos. Esta informação permite retirar conclusões valiosas sobre a transmissão da política monetária à inflação agregada na área do euro.

**A categoria dos produtos industriais não energéticos apresenta mais rubricas classificadas como sensíveis à política monetária do que a categoria de serviços.**

As rubricas com sensibilidade elevada ou moderada à política monetária representam 33% do cabaz do IHPCX da área do euro e constituem uma percentagem maior de produtos industriais não energéticos (44%) do que de serviços (26%)<sup>5</sup>. No geral, a categoria “sensível” (que reúne as rubricas muito sensíveis e moderadamente sensíveis) combina bens duradouros, semiduradouros e não duradouros, ao passo que os serviços sensíveis estão principalmente relacionados com atividades recreativas e transportes. O gráfico A ilustra o impacto máximo dos choques de política monetária numa seleção de rubricas individuais identificadas como muito sensíveis. De um modo geral, existe uma heterogeneidade considerável na força da transmissão da política monetária a cada rubrica nesta categoria. Em média, nas rubricas muito sensíveis apresentadas no gráfico A, o impacto máximo da política monetária nos preços é um pouco maior para os serviços do que para os produtos industriais não energéticos. De entre as rubricas dos serviços, o impacto máximo é maior na rubrica “transportes aéreos de passageiros”, seguida de “transportes combinados de passageiros” e “férias organizadas”. Entre as rubricas dos produtos industriais não energéticos, o impacto é maior na rubrica “meios ou suportes de gravação”, seguida de “veículos automóveis” e “materiais para vestuário”. O facto de o impacto dos choques de política monetária ser mais forte em alguns serviços muito sensíveis do que nas rubricas dos produtos industriais não energéticos muito sensíveis poderá ser explicado pela natureza discricionária e relacionada com o lazer destes serviços<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> No prazo de 36 meses após o choque, as rubricas com pelo menos três meses consecutivos de respostas dos preços negativas e estatisticamente significativas são classificadas como sensíveis a choques de política monetária. As restantes rubricas são classificadas como não sensíveis. As rubricas sensíveis são ainda divididas em “muito” e “moderadamente” sensíveis, consoante a sua resposta máxima negativa seja superior (moderadamente sensível) ou inferior (muito sensível) à resposta mediana de todas as rubricas sensíveis.

<sup>4</sup> Uma classificação semelhante para o consumo, preços e rendimentos nos Estados Unidos foi realizada por Andreolli, M., Rickard, N. e Surico, P., [Non-Essential Business-Cycles](#), *NBER Working Paper*, 2024.

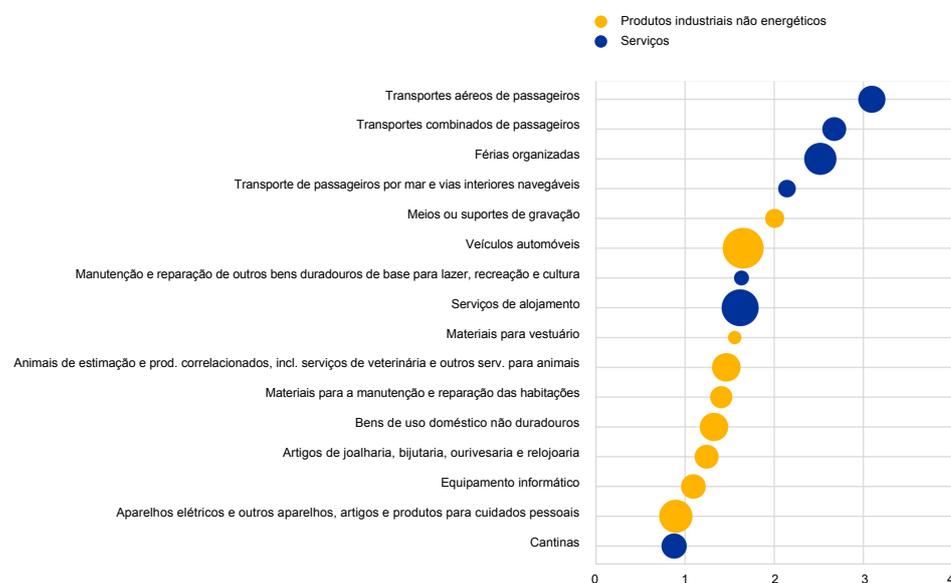
<sup>5</sup> No seu conjunto, as rubricas classificadas como sensíveis a choques de política monetária contribuem para cerca de um terço da dinâmica do IHPCX, e dividem-se equitativamente entre produtos industriais não energéticos (50,1%) e serviços (49,9%).

<sup>6</sup> A literatura dá conta de uma elevada sensibilidade dos preços no consumidor dos produtos energéticos a choques de política monetária. Ver, por exemplo, Ampudia, M., Ehrmann, M. e Strasser, G., [The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution](#), *BIS Working Paper*, n.º 1124, setembro de 2023.

## Gráfico A

### Impacto máximo da política monetária em rubricas muito sensíveis

(eixo dos x: variação percentual cumulativa máxima; dimensão da bolha: peso da rubrica no IHPCX)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As bolhas representam o impacto máximo nas rubricas mais sensíveis aos choques de política monetária ao longo do horizonte de três anos. Os resultados baseiam-se na mediana da distribuição posterior de respostas por impulso normalizadas para um aumento de 25 pontos base das obrigações de dívida pública da Alemanha a um ano. A dimensão das bolhas está relacionada com o peso de uma determinada rubrica no IHPCX e baseia-se nas ponderações do consumo em 2024.

### A política monetária tem um impacto máximo semelhante nas rubricas de bens e serviços classificadas como sensíveis.

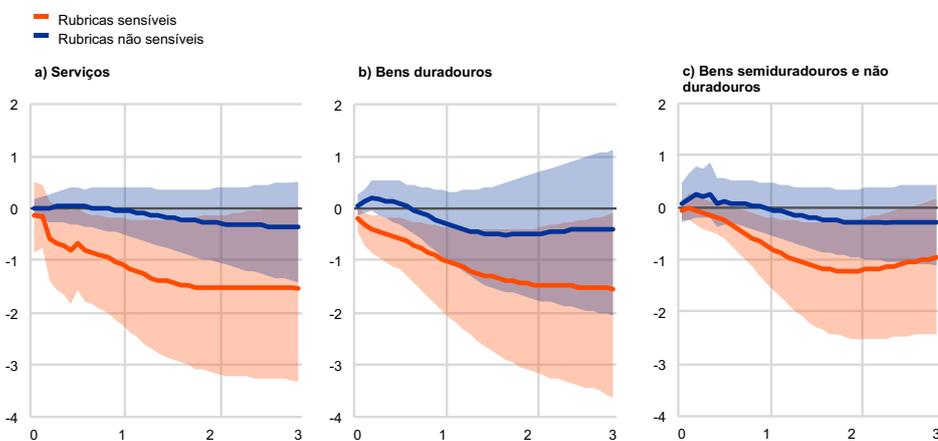
O gráfico B compara as respostas por impulso de rubricas sensíveis e não sensíveis a um choque de política monetária de 25 pontos base<sup>7</sup>. Apesar de existir uma sobreposição dos intervalos de credibilidade para ambos os grupos, as respostas por impulso das rubricas sensíveis estão claramente mais concentradas em valores negativos e são diferentes de zero com base nos intervalos de credibilidade de 68%. Após cerca de 20 meses, um choque de aumento da reestrutividade de 25 pontos base reduz a variação acumulada de preços de serviços sensíveis e bens duradouros sensíveis em cerca de 1,5 pontos percentuais. Além disso, os bens duradouros exibem uma resposta mais vigorosa em comparação com as rubricas de bens semiduradouros e não duradouros, em linha com dados anteriores.

<sup>7</sup> Os bens dividem-se ainda em bens duradouros e outros, na sequência de vários estudos que documentam a forma como a despesa em bens duradouros tende a ser mais cíclica e mais sensível a variações da política monetária do que a despesa em bens não duradouros ou serviços. Ver, por exemplo, Dedola, L. e Lippi, F., [The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries](#), *European Economic Review*, vol. 49(6), 2005, pp. 1543-1569.

## Gráfico B

### Respostas a choques de política monetária de agregados de produtos industriais não energéticos e serviços sensíveis e não sensíveis

(eixo dos x: anos; eixo dos y: variações percentuais cumulativas)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As linhas mostram a mediana da distribuição posterior das respostas por impulso, enquanto as áreas sombreadas denotam os intervalos de credibilidade de 68%. As respostas por impulso são normalizadas para um aumento de 25 pontos base das obrigações de dívida pública da Alemanha a um ano.

### As taxas de inflação de rubricas classificadas como sensíveis à política monetária diminuíram mais do que as taxas de inflação de rubricas não sensíveis desde o pico da inflação subjacente.

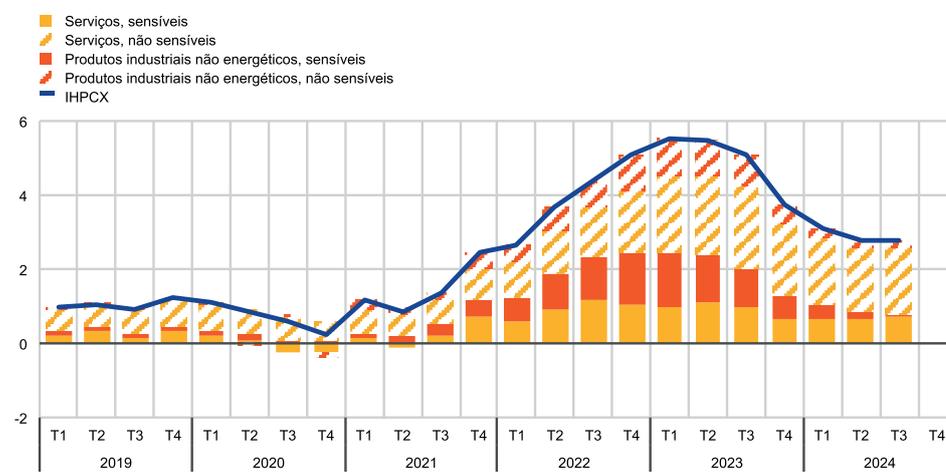
A inflação medida pelo IHPCX atingiu um pico de 5,7% em março de 2023, tendo tanto as rubricas sensíveis como as não sensíveis contribuído significativamente para o valor global (rubricas sensíveis representaram cerca de 2,6 pontos percentuais – gráfico C). Desde então, o impacto de uma política monetária restritiva, a par da dissipação dos choques extraordinários, tem-se repercutido gradualmente nos preços, em particular no que respeita a rubricas sensíveis. Dados recentes mostram uma diminuição acentuada do contributo das rubricas sensíveis, que representaram apenas 0,8 pontos percentuais da inflação medida pelo IHPCX de 2,7% em outubro de 2024. Isto levou a que rubricas não sensíveis, em especial serviços não sensíveis, como rendas, serviços médicos e algumas rubricas de seguros, tenham sido o principal fator impulsionador da inflação subjacente<sup>8</sup>. No pico, os serviços não sensíveis contribuíram com 2,1 pontos percentuais para a inflação medida pelo IHPCX de 5,7%, enquanto os valores mais recentes mostram um contributo de 1,7 pontos percentuais, que representa quase dois terços da evolução recente da inflação medida pelo IHPCX.

<sup>8</sup> Em 20 das 28 rubricas classificadas como reagindo com maior desfasamento há uma sobreposição com a nossa classificação de rubricas não sensíveis à política monetária. Ver [The heterogeneous developments of the components of euro area core inflation](#), *Boletim Económico*, n.º 4, Banca d'Italia, outubro de 2023. Exemplos dessas rubricas são rendas, serviços médicos e de medicina dentária e seguros ligados à saúde e aos transportes.

### Gráfico C

#### Inflação medida pelo IHPCX ao longo do tempo – decomposição em rubricas sensíveis e não sensíveis a choques de política monetária

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



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

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

**Embora a análise granular confirme o papel da inflação rígida nos serviços enquanto principal fator impulsionador da inflação agregada recentemente, também destaca a heterogeneidade na categoria dos serviços.** Registou-se

sensibilidade variável não só nas duas subcomponentes da inflação subjacente (produtos industriais não energéticos e serviços), mas também dentro de cada categoria. A análise desagregada sugere também que, apesar da maioria das rubricas dos serviços ter exibido uma resposta bastante lenta ao mais recente ciclo de maior restritividade, a política monetária tem conseguido atenuar as subidas de preços numa série de rubricas de serviços relacionadas sobretudo com serviços recreativos e de transportes. No seu conjunto, estes dados sublinham que a identificação de rubricas com respostas excecionalmente fortes de uma forma granular pode ajudar a avaliar a amplitude da transmissão à inflação agregada e a acompanhá-la de forma atempada.

## Condições de liquidez e operações de política monetária de 24 de julho a 22 de outubro de 2024

Por Yannik Schneider e Kristian Tötterman

**A presente caixa descreve as condições de liquidez e as operações de política monetária do Eurosistema durante o quinto e sexto períodos de manutenção de reservas de 2024.** No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 24 de julho a 22 de outubro de 2024 (o “período em análise”).

**A liquidez excedentária no sistema bancário da área do euro continuou a diminuir durante o período em análise.** Esta diminuição da liquidez excedentária média ficou a dever-se ao vencimento da nona operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III.9) em 25 de setembro de 2024 e a reembolsos antecipados pelos bancos do saldo da décima e última operação na mesma data. A cedência de liquidez também diminuiu, devido à redução das posições ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), após a 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 de 2024, na medida em que os pagamentos de capital dos títulos vincendos são agora apenas parcialmente reinvestidos. A continuação da diminuição da absorção de liquidez através de fatores autónomos líquidos compensou parcialmente a reduzida cedência de liquidez, embora a um ritmo mais lento do que em períodos anteriores.

**Em consonância com o seu quadro operacional revisto e tal como anunciado em março de 2024, o BCE reduziu o diferencial entre a taxa de juro da facilidade permanente de depósito e a taxa de juro das operações principais de refinanciamento (OPR) de 50 pontos base para 15 pontos base em 18 de setembro de 2024.** A taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez também foi ajustada para manter o diferencial entre a mesma e a taxa de juro das OPR inalterado em 25 pontos base. No período em análise, os ajustamentos do diferencial não tiveram um impacto significativo sobre a participação dos bancos em operações de crédito do Eurosistema e a atividade global no mercado monetário. Além disso, as taxas do mercado monetário não foram afetadas pelo estreitamento do diferencial entre a taxa de juro da facilidade permanente de depósito e a taxa de juro das operações principais de refinanciamento no início do sexto período de manutenção de reservas de 2024. No mercado sem garantia, a taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) diminuiu em paralelo com as variações de 25 pontos base nas taxas diretoras. As taxas das operações de reporte (*repo rates*) também se ajustaram sem dificuldade a estas alterações.

## 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, diminuiram 21,9 mil milhões de euros para 1462,1 mil milhões de euros.** Tal refletiu o facto de os fatores autónomos de absorção de liquidez terem aumentado menos do que os fatores autónomos de cedência de liquidez (quadro A). As reservas mínimas obrigatórias aumentaram ligeiramente, 0,9 mil milhões de euros, para 162,5 mil milhões de euros, tendo um efeito meramente marginal sobre a variação das necessidades de liquidez agregadas.

**Os fatores autónomos de absorção de liquidez aumentaram 45 mil milhões de euros no período em análise, principalmente devido ao aumento de outros fatores autónomos.** Em média, os outros fatores autónomos líquidos aumentaram 36,5 mil milhões de euros. Tal deveu-se principalmente a um aumento de 49,1 mil milhões de euros nas contas de reavaliação devido à subida dos preços do ouro, cujo impacto em termos de liquidez foi compensado por disponibilidades líquidas sobre o exterior mais elevadas. Os depósitos das administrações públicas aumentaram ligeiramente, 0,7 mil milhões de euros, para 118,4 mil milhões de euros. Tal marcou uma primeira pausa na descida contínua dos depósitos das administrações públicas desde o pico de 655,2 mil milhões de euros registado na primavera de 2022. A diminuição global refletiu a normalização das reservas em numerário detidas pelos Tesouros nacionais, bem como alterações na remuneração dos depósitos das administrações públicas no Eurosistema, que tornaram financeiramente mais atrativo colocar fundos no mercado. O valor médio das notas em circulação aumentou 7,8 mil milhões de euros ao longo do período em análise, para 1562,7 mil milhões de euros. A procura de notas permanece estável, após ter atingido um máximo em julho de 2022.

**Os fatores autónomos de cedência de liquidez aumentaram 67,7 mil milhões de euros, principalmente devido a um aumento de 53,8 mil milhões de euros nas disponibilidades líquidas sobre o exterior.** O aumento das disponibilidades líquidas sobre o exterior foi impulsionado praticamente na totalidade por uma subida média de 49,9 mil milhões de euros no valor das reservas de ouro que se ficou a dever à subida dos preços do ouro<sup>1</sup>. Os ativos líquidos denominados em euros aumentaram 13,9 mil milhões de euros no período em análise, refletindo uma redução dos depósitos não abrangidos pela política monetária e um aumento dos investimentos não relacionados com a política monetária.

---

<sup>1</sup> Embora as variações dos preços do ouro tenham causado a maior parte da variação das contas de reavaliação no período em análise, as contas também refletem movimentos cambiais e flutuações nos preços dos títulos. Isto explica por que razão as variações nas contas de reavaliação acompanham de perto as variações no valor das reservas de ouro, mas não são exatamente iguais.

## Quadro A

### Situação de liquidez do Eurosistema

#### Passivo

(médias; em mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 24 de julho a 22 de outubro de 2024						Período em análise anterior: 17 de abril a 23 de julho de 2024	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 24 de julho a 17 de setembro de 2024		Sexto período de manutenção: 18 de setembro a 22 de outubro de 2024		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
<b>Fatores autónomos de absorção de liquidez</b>	2 685,6	(+45,0)	2 675,3	(+23,8)	2 702,1	(+26,9)	2 640,6	(+20,8)
Notas em circulação	1 562,7	(+7,8)	1 564,2	(+4,7)	1 560,2	(-4,0)	1 554,9	(+10,3)
Depósitos das administrações públicas	118,4	(+0,7)	119,2	(+4,0)	117,1	(-2,0)	117,7	(-36,9)
Outros fatores autónomos (líquidos) <sup>1)</sup>	1 004,5	(+36,5)	991,9	(+15,1)	1 024,8	(+32,9)	968,0	(+47,5)
<b>Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias</b>	6,7	(+1,0)	7,1	(+0,9)	6,1	(-1,0)	5,7	(-1,3)
<b>Reservas mínimas obrigatórias<sup>2)</sup></b>	162,5	(+0,9)	162,2	(+0,3)	162,9	(+0,7)	161,6	(+0,1)
<b>Facilidade permanente de depósito</b>	3 031,9	(-138,8)	3 058,7	(-54,5)	2 989,1	(-69,6)	3 170,8	(-250,6)
<b>Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

1) Corresponde à soma de contas de reavaliação, outros créditos e responsabilidades de residentes na área do euro, capital e reservas.

2) Rubrica por memória que não consta do balanço do Eurosistema e, por conseguinte, não deve ser incluída no cálculo do total do passivo.

#### Ativo

(médias; em mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 24 de julho a 22 de outubro de 2024						Período em análise anterior: 17 de abril a 23 de julho de 2024	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 24 de julho a 17 de setembro de 2024		Sexto período de manutenção: 18 de setembro a 22 de outubro de 2024		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
<b>Fatores autónomos de cedência de liquidez</b>	1 386,2	(+67,7)	1 373,0	(+44,6)	1 407,5	(+34,6)	1 318,6	(+68,3)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	1 099,2	(+53,8)	1 083,7	(+20,0)	1 123,9	(+40,1)	1 045,4	(+65,8)
Ativos líquidos denominados em euros	287,1	(+13,9)	289,2	(+24,6)	283,6	(-5,6)	273,2	(+2,5)
<b>Instrumentos de política monetária</b>	4 500,8	(-159,7)	4 530,5	(-74,4)	4 453,0	(-77,5)	4 660,5	(-299,0)
Operações de mercado aberto	4 500,8	(-159,7)	4 530,5	(-74,4)	4 453,0	(-77,5)	4 660,5	(-299,0)
Operações de crédito	76,4	(-57,7)	88,5	(-22,1)	56,9	(-31,6)	134,0	(-199,9)
– OPR	4,9	(+1,0)	3,0	(-2,7)	7,8	(+4,7)	3,9	(-0,0)
– ORPA com prazo de 3 meses	9,6	(+2,0)	9,1	(+2,1)	10,5	(+1,5)	7,7	(+1,3)
– ORPA direcionadas III	61,9	(-60,6)	76,4	(-21,5)	38,6	(-37,8)	122,5	(-201,2)
Carteiras definitivas <sup>1)</sup>	4 424,4	(-102,1)	4 442,0	(-52,2)	4 396,1	(-45,9)	4 526,5	(-99,0)
<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: 24 de julho a 22 de outubro de 2024						Período em análise anterior: 17 de abril a 23 de julho de 2024	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 24 de julho a 17 de setembro de 2024		Sexto período de manutenção: 18 de setembro a 22 de outubro de 2024		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados <sup>1)</sup>	1 462,1	(-21,9)	1 464,8	(-20,7)	1 457,9	(-6,9)	1 484,0	(-47,1)
Fatores autónomos líquidos <sup>2)</sup>	1 299,6	(-22,8)	1 302,6	(-21,0)	1 294,9	(-7,7)	1 322,5	(-47,2)
Liquidez excedentária <sup>3)</sup>	3 038,6	(-137,9)	3 065,8	(-53,6)	2 995,2	(-70,6)	3 176,5	(-251,8)

Fonte: BCE.

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

1) Corresponde à soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas obrigatórias.

2) Corresponde à diferença entre os fatores de liquidez autónomos no passivo e os fatores de liquidez autónomos no ativo. Para efeitos deste quadro, os elementos em fase de liquidação são também adicionados aos fatores autónomos líquidos.

3) Corresponde à soma de depósitos à ordem acima das reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez.

## Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens e pontos percentuais)

	Período em análise atual:				Período em análise anterior:			
	24 de julho a 22 de outubro de 2024		17 de abril a 23 de julho de 2024		24 de julho a 22 de outubro de 2024		17 de abril a 23 de julho de 2024	
	Quinto período de manutenção: 24 de julho a 17 de setembro de 2024	Sexto período de manutenção: 18 de setembro a 22 de outubro 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				
OPR	4,25	(+0,00)	3,65	(-0,60)	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	4,50	(+0,00)	3,90	(-0,60)	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)
Facilidade permanente de depósito	3,75	(+0,00)	3,50	(-0,25)	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)
€STR	3,663	(+0,001)	3,414	(-0,249)	3,907	(-0,00)	3,662	(-0,245)
RepoFunds rate do euro	3,728	(+0,014)	3,493	(-0,235)	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)

Fontes: BCE, CME Group e Bloomberg.

Notas: Os valores entre parênteses denotam as variações em pontos percentuais face ao período em análise ou de manutenção anterior. "OPR" designa operações principais de refinanciamento e "€STR" refere-se à taxa de juro de curto prazo do euro.

## Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

**O montante médio de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária diminuiu 159,7 mil milhões de euros, passando para 4500,8 mil milhões de euros durante o período em análise (gráfico A).** Esta descida da cedência de liquidez deveu-se principalmente à diminuição das carteiras definitivas do Eurosistema e, em menor medida, aos reembolsos de operações de crédito do Eurosistema.

**O montante médio de liquidez cedida através de operações de crédito caiu 57,7 mil milhões de euros, para 76,4 mil milhões de euros, durante o período em análise.** Esta redução reflete, em grande medida, a diminuição do saldo das ORPA direcionadas III devido ao vencimento da nona operação ao abrigo das ORPA direcionadas III (42,2 mil milhões de euros) e a reembolsos antecipados de outros fundos obtidos nas ORPA direcionadas (5,1 mil milhões de euros), em 25 de setembro. O saldo médio das operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) com prazo de 3 meses aumentou 2,0 mil milhões de euros,

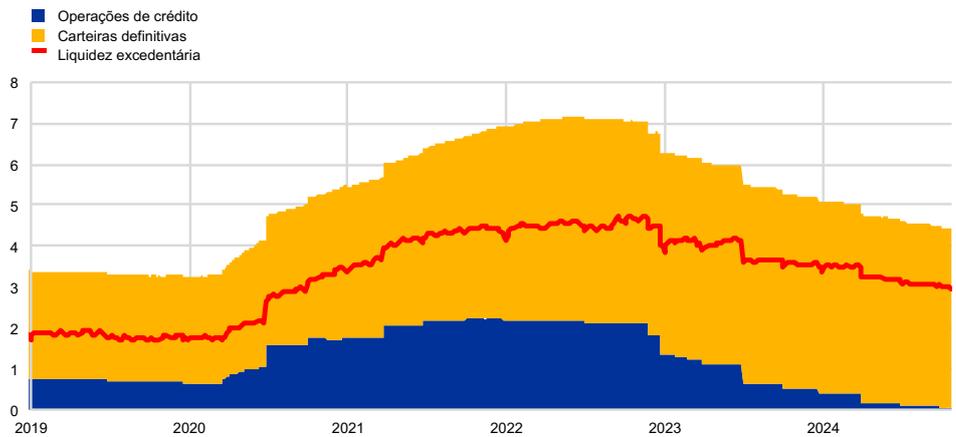
enquanto o montante das OPR registado no balanço do Eurosistema aumentou 1,0 mil milhões de euros. A participação relativamente limitada dos bancos nestas operações regulares e a sua capacidade de reembolso de fundos consideráveis obtidos nas ORPA direcionadas sem uma mudança significativa para operações de refinanciamento regulares refletem as respetivas posições de liquidez confortáveis, em termos agregados, e a disponibilidade de fontes de financiamento alternativas a taxas atrativas. A caixa 7 da presente edição do *Boletim Económico* apresenta uma discussão pormenorizada dos reembolsos das ORPA direcionadas na generalidade e o impacto da eliminação gradual destas operações sobre as condições de concessão de crédito bancário.

**O montante médio de liquidez cedida através de detenções de carteiras definitivas diminuiu 102,1 mil milhões de euros para 4424,4 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>2,3</sup>.

### Gráfico A

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

(em biliões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 22 de outubro de 2024.

<sup>2</sup> Os títulos detidos nas carteiras definitivas são escriturados pelo custo amortizado e reavaliados no final de cada trimestre, o que também tem impacto nas médias totais e nas variações das carteiras definitivas.

<sup>3</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 vencidos no âmbito do PEPP. O Conselho do BCE tenciona descontinuar na totalidade os reinvestimentos no contexto do PEPP no final de 2024.

## Liquidez excedentária

**A liquidez excedentária média diminuiu 137,9 mil milhões de euros ao longo do período em análise, situando-se em 3038,6 mil milhões de euros (gráfico A).**

A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas que os bancos detêm que ultrapassam as reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, líquido do 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, caindo para um valor ligeiramente inferior a 3 biliões de euros no final do período em análise.

## Evolução das taxas de juro

**Ao longo do período em análise, o Conselho do BCE reduziu por duas vezes as três taxas de juro diretoras do BCE, incluindo a taxa de juro da facilidade permanente de depósito (a taxa através da qual define a orientação da política monetária), em 25 pontos base e, por conseguinte, num total de 50 pontos base.** As taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de depósito, às OPR e à facilidade permanente de cedência de liquidez situaram-se em 3,25%, 3,40% e 3,65%, respetivamente, no fim do período em análise.

**Em conjunto com as duas reduções das taxas diretoras que acumularam com o estreitamento do diferencial entre a taxa de juro da facilidade permanente de depósito e a taxa de juro das OPR, tanto a taxa das OPR como a da facilidade permanente de cedência de liquidez tinham diminuído 85 pontos base no final do período em análise.** Este estreitamento do diferencial não teve um impacto significativo no recurso às operações de refinanciamento e na atividade global no mercado monetário por parte dos bancos.

**A média da €STR refletiu os cortes das taxas diretoras, mantendo, porém, um diferencial globalmente estável com a taxa de juro da facilidade permanente de depósito.** Em média, a €STR foi transacionada a 8,3 pontos base abaixo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito durante o período em análise, em comparação com a média de 9,0 pontos base registada durante o terceiro e quarto períodos de manutenção de 2024. A transmissão das variações nas taxas de juro diretoras às taxas do mercado monetário sem garantia foi plena e imediata.

**A repo rate média da área do euro, calculada pelo índice da RepoFunds rate do euro, continuou a ser transacionada mais próximo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito.** Em média, a repo rate situou-se 1,2 pontos base abaixo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito no período em análise, face à média de 4,2 pontos base observada durante o terceiro e quarto períodos de manutenção de 2024. Esta evolução reflete a inversão em curso dos fatores que tinham exercido pressão em sentido descendente sobre as repo rates, o que, por seu turno, levou à subida das repo rates em resultado de fatores 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. Os fatores que exerceram pressões ascendentes sobre as *repo rates* incluíram também uma maior procura por parte dos investidores alavancados para financiar posições longas em obrigações. As variações das taxas diretoras foram transmitidas sem problemas às taxas do mercado monetário com garantia.

## Eliminação gradual das ORPA direcionadas III e condições de concessão de crédito bancário

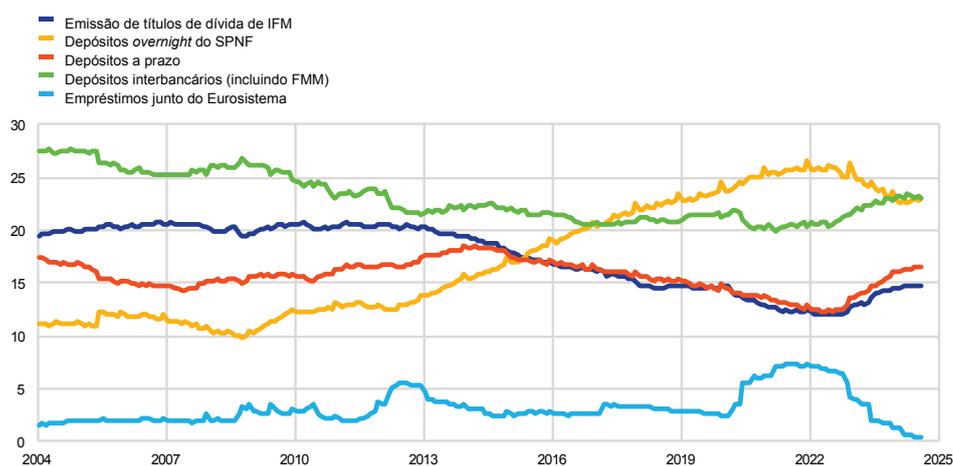
Por Francesca Barbiero, Alessandro Ferrari e Franziska Maruhn

Entre o final de 2022 e o final de 2024, os bancos da área do euro reembolsaram um valor superior a 2 biliões de euros dos fundos obtidos ao abrigo da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III), num contexto de subida das taxas de juro, reduzindo os empréstimos junto do Eurosistema para um mínimo histórico. Com o fim dos reembolsos das ORPA direcionadas III e numa conjuntura de taxas de juro mais elevadas que emergiu do recente ciclo de subidas, a estrutura do passivo dos bancos mudou. À medida que os bancos aumentaram o recurso à emissão de títulos e ao financiamento por depósitos, em termos relativos, a composição do passivo aproximou-se da que prevalecia antes da introdução das ORPA direcionadas em 2014 (gráfico A). Ao mesmo tempo, as operações de refinanciamento do Eurosistema representam, neste momento, a percentagem mais reduzida de sempre de financiamento bancário. Este panorama deve-se ao recurso limitado a operações de refinanciamento convencionais de mais curto prazo, cujos custos se situam atualmente bastante acima dos de fontes de financiamento alternativas, e às ainda abundantes reservas dos bancos centrais, que apoiam a liquidez dos bancos<sup>1</sup>.

### Gráfico A

#### Estrutura do passivo dos bancos ao longo do tempo

(percentagens do passivo principal)



Fontes: BCE (estatísticas sobre rubricas do balanço) e cálculos do BCE.

Notas: Composição do passivo dos bancos excluindo capital e reservas, responsabilidades sobre o exterior e depósitos de outros residentes na área do euro. "IFM" significa instituições financeiras monetárias. "SPNF" significa setor privado não financeiro. "FMM" significa fundos do mercado monetário. As últimas observações referem-se a agosto de 2024.

<sup>1</sup> As operações de refinanciamento convencionais incluem operações principais de refinanciamento (OPR) e operações de refinanciamento de prazo alargado com prazo de 3 meses (ORPA com prazo de 3 meses), todas realizadas à taxa das OPR.

**O ritmo extraordinário de aumento das taxas diretoras, juntamente com expectativas de mercado de futuras reduções das taxas, tornou menos atrativas as operações de refinanciamento de prazo curto prazo dos bancos centrais comparativamente a fontes de financiamento alternativas, como depósitos e obrigações de mais longo prazo.** A renovação do financiamento do banco central atualmente disponível poderá também ter sido limitada, devido ao seu prazo de vencimento significativamente mais curto do que as ORPA direcionadas III e a requisitos regulamentares como o rácio de cobertura de liquidez (*liquidity coverage ratio* – LCR) e o rácio de financiamento estável líquido (*net stable funding ratio* – NSFR)<sup>2</sup>. Além disso, as reservas ainda abundantes dos bancos centrais traduzem-se numa necessidade limitada de os bancos recorrerem, por enquanto, a financiamento junto do banco central. No entanto, com a continuação da redução da carteira de ativos do BCE, provocando uma nova descida da liquidez excedentária, a procura de financiamento junto do banco central poderá voltar a aumentar. Dado que as condições de concessão de crédito parecem ser sensíveis à forma como as reservas são disponibilizadas ao sistema bancário, o impacto da liquidez do banco central na intermediação bancária dependerá também, de forma crucial, dos instrumentos de disponibilização de liquidez no futuro<sup>3</sup>.

**A recalibração das ORPA direcionadas III em outubro de 2022 causou o maior e mais rápido declínio de sempre dos empréstimos do Eurosistema (gráfico B) e reforçou a transmissão das taxas diretoras às condições de concessão de crédito bancário.** Desde o seu início em 2014, as ORPA direcionadas apoiaram a transmissão da redução da restritividade da política monetária, incentivando a concessão de crédito através da sua natureza direcionada e reduzindo os custos de financiamento dos bancos. A terceira série iniciada em 2019 foi um instrumento fundamental de acomodação da política monetária durante a pandemia<sup>4</sup>. Tendo em conta o aumento inesperado e extraordinário da inflação que teve início em 2021, o BCE encetou uma trajetória de normalização da política monetária no final de 2021, ajustando as compras de ativos e aumentando, a partir de meados de 2022, as taxas diretoras, o que conduziu a uma maior restritividade das condições de financiamento para a economia da área do euro. Neste contexto, o Conselho do BCE decidiu também recalibrar as ORPA direcionadas III em outubro de 2022, a fim de reforçar a transmissão de taxas diretoras mais elevadas às condições de concessão de crédito bancário. Mais especificamente, a partir de 23 de novembro de 2022, registou-se uma subida da taxa de juro dos restantes

<sup>2</sup> Em comparação com as operações de refinanciamento com prazo de vencimento alargado, não se considera que a obtenção de empréstimos através de operações de refinanciamento convencionais (OPR semanais e ORPA com prazo de 3 meses) seja financiamento estável no contexto do NSFR. Relativamente ao LCR, a obtenção de empréstimos através de operações de refinanciamento convencionais pode aumentar os ativos líquidos de elevada qualidade dos bancos se utilizarem ativos de garantia que não sejam ativos líquidos de elevada qualidade. No entanto, nas OPR semanais, o mecanismo de reversão do LCR poderá reduzir este efeito positivo, consoante a composição dos ativos líquidos de elevada qualidade.

<sup>3</sup> Ver Altavilla, C., Rostagno, M. e Schumacher, J., “Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation”, *CEPR Discussion Paper*, n.º 18581, Centre for Economic Policy Research, novembro de 2023.

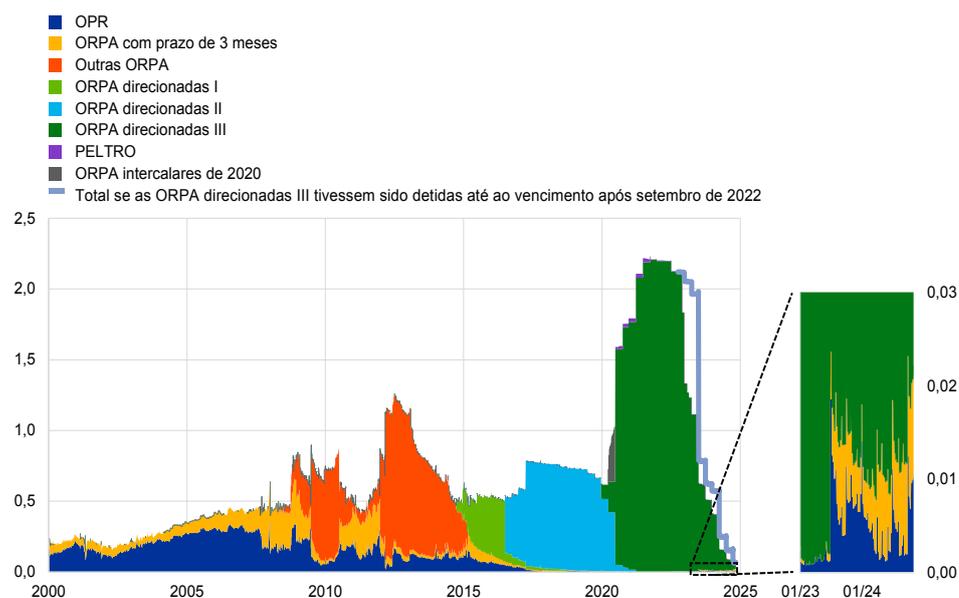
<sup>4</sup> As ORPA direcionadas III foram introduzidas em 2019 e ajustadas em 2020 para apoiar a transmissão da política monetária durante a pandemia de COVID-19. Para mais pormenores sobre o ajustamento das ORPA direcionadas III e o seu impacto nas condições de concessão de crédito bancário durante a pandemia, ver o artigo intitulado [TLTRO III and bank lending conditions](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2021.

montantes das ORPA direcionadas III<sup>5</sup>. As taxas de juro mais elevadas das ORPA direcionadas aumentaram os custos de oportunidade do financiamento através das ORPA direcionadas. Ao mesmo tempo, a liquidez excedentária manteve-se abundante e os benefícios das ORPA direcionadas para o cumprimento dos requisitos de liquidez e de financiamento estável diminuíram à medida que as operações se aproximavam do prazo de vencimento. Por conseguinte, na primeira oportunidade para efetuarem reembolsos antecipados voluntários desde a recalibração, em novembro de 2022, de um montante por liquidar de 2113 mil milhões de euros, os bancos reembolsaram 296 mil milhões de euros. Seguiram-se novos reembolsos voluntários de montante avultado em dezembro de 2022 e nos seis meses seguintes. Assim, a recalibração contribuiu para uma antecipação significativa da redução das ORPA direcionadas e para reembolsos suaves ao longo do tempo, comparativamente ao que teria sucedido se os bancos tivessem detido todos os fundos das ORPA direcionadas até ao vencimento (linha a tracejado no gráfico B).

### Gráfico B

#### Recurso a operações de refinanciamento do Eurosistema

(em biliões de euros)



Fontes: BCE (base de dados de operações de mercado) e cálculos do BCE.

Notas: "OPR" significa operações principais de refinanciamento. "ORPA" significa operações de refinanciamento de prazo alargado. "ORPA direcionadas" significa operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas. "PELTRO" significa operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica. A linha a azul-claro mostra o montante hipotético total dos empréstimos obtidos junto do Eurosistema, no pressuposto de que os bancos tinham detido até ao vencimento todos os fundos das ORPA direcionadas III por liquidar em 30 de setembro de 2022 (antes da recalibração em outubro de 2022) e no pressuposto de que os empréstimos provenientes de outras operações de refinanciamento se tinham mantido iguais ao que foi realizado. As últimas observações referem-se a 31 de outubro de 2024.

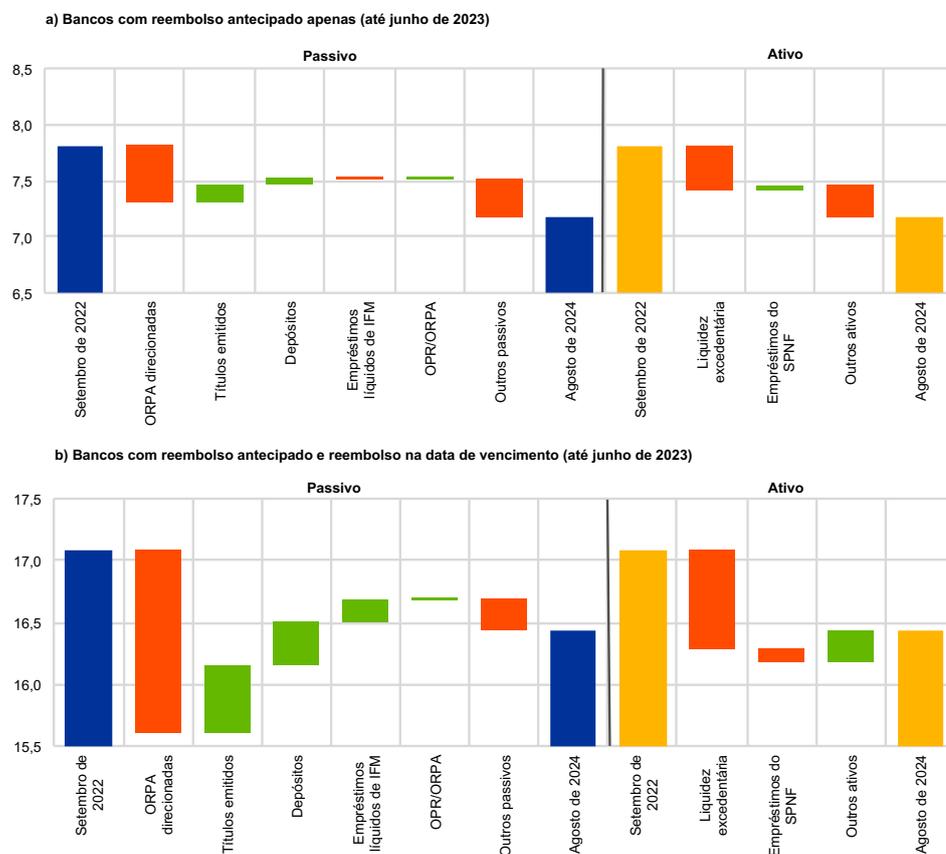
<sup>5</sup> O ajustamento das ORPA direcionadas III consistiu numa alteração da fórmula de fixação de preços para todas as operações em curso. Para mais pormenores, ver a [decisão do Conselho do BCE de 27 de outubro de 2022](#) e o [comunicado](#) sobre a matéria. A partir do final de 2022, a recalibração aumentou a taxa média esperada final das ORPA direcionadas durante a vigência de cada operação em cerca de 40 pontos base, devido ao aumento de cerca de 2 pontos percentuais da taxa das ORPA direcionadas aplicável após 23 de novembro de 2022. Foi grande a heterogeneidade entre bancos, tendo as diferenças refletido as operações em que cada banco tinha participado e as taxas de juro aplicáveis com base no histórico de desempenho da concessão de crédito.

**Os bancos adaptaram os respetivos balanços para cobrir os reembolsos antecipados das ORPA direcionadas, tendo alguns dependido mais da própria liquidez excedentária, enquanto outros obtiveram financiamento adicional nos mercados obrigacionistas e através de depósitos (gráfico C).** Na sequência da recalibração de outubro de 2022, os bancos que tinham contraído empréstimos ao abrigo das ORPA direcionadas III poderiam ser divididos em dois grupos: os que reembolsaram antecipadamente todos os empréstimos obtidos no âmbito das ORPA direcionadas III e os que reembolsaram, pelo menos parcialmente, os seus empréstimos apenas na data de vencimento, até junho de 2023 (momento em que ocorreu o vencimento da maior operação das ORPA direcionadas III). Os dois grupos diferiram sobretudo no respetivo nível de dependência do financiamento proporcionado pelas ORPA direcionadas III e na dimensão da sua liquidez excedentária antes da recalibração. Os bancos que utilizaram na totalidade as opções de reembolso antecipado tinham, em média, quase o dobro da liquidez excedentária comparativamente aos empréstimos contraídos ao abrigo das ORPA direcionadas III por liquidar antes de outubro de 2022, ao passo que os bancos que também reembolsaram na data de vencimento tinham, em média, uma liquidez excedentária semelhante aos empréstimos contraídos ao abrigo das ORPA direcionadas III por liquidar. Por conseguinte, o primeiro grupo de bancos reduziu a respetiva liquidez excedentária num montante equivalente a cerca de 75% dos seus reembolsos das ORPA direcionadas, dependendo, assim, principalmente da liquidez excedentária existente, embora registassem também saídas de depósitos (gráfico C, painel a). Em contrapartida, o segundo grupo de bancos angariou um montante significativo de financiamento adicional para reembolsar os fundos obtidos através das ORPA direcionadas na data de vencimento – principalmente através de títulos, seguindo-se fluxos de entradas de depósitos e empréstimos obtidos no mercado interbancário –, tendo reduzido a sua liquidez excedentária apenas no equivalente a cerca de 50% do reembolso das ORPA direcionadas (gráfico C, painel b). O segundo grupo também aumentou as suas taxas de juro dos depósitos mais do que os restantes bancos, tendo conseguido assim preservar e, em certa medida, até aumentar, os respetivos volumes globais de depósitos para compensar a descida em curso da liquidez do banco central.

## Gráfico C

### Variações nos balanços dos bancos desde a recalibração das ORPA direcionadas III

(em biliões de euros)



Fontes: BCE (estatísticas sobre rubricas do balanço individuais, base de dados de operações de mercado) e cálculos do BCE. Notas: Os painéis mostram os movimentos do ativo e do passivo dos bancos com base em dados a nível dos bancos. As barras a vermelho referem-se a diminuições e as barras a verde referem-se a aumentos do passivo/ativo no período entre setembro de 2022 e agosto de 2024. As barras a azul referem-se ao total do passivo e a barras a amarelo referem-se ao total do ativo no início/fim do período. Os empréstimos líquidos de IFM correspondem a depósitos de IFM menos empréstimos de IFM. O total do ativo e do passivo é ajustado de modo a refletir a compensação dos empréstimos de IFM. O painel a) apresenta os bancos cujo total de reembolsos no âmbito das ORPA direcionadas III entre outubro de 2022 e junho de 2023 corresponde a reembolsos antecipados voluntários. O painel b) apresenta os bancos cujos reembolsos no âmbito das ORPA direcionadas III entre outubro de 2022 e junho de 2023 incluem quer reembolsos antecipados voluntários quer reembolsos na data de vencimento.

### A redução da liquidez bancária e o aumento das taxas das ORPA direcionadas levaram os bancos a recorrer a fontes de financiamento mais dispendiosas, conduzindo a uma maior restritividade das condições de concessão de crédito.

Os reembolsos das ORPA direcionadas que utilizaram a liquidez excedentária existente reduziram as posições de liquidez disponíveis, ao passo que a renovação por passivo de outro tipo aumentou os custos de financiamento. Por seu turno, esta evolução parece ter conduzido a uma maior restritividade das condições de concessão de crédito às empresas e às famílias. De acordo com os dados de inquéritos, os bancos registaram o primeiro impacto negativo das ORPA direcionadas III nas suas condições globais de financiamento após a recalibração, o que sugere que as condições menos favoráveis das ORPA direcionadas III induziram efetivamente um aumento da restritividade das condições de financiamento dos bancos<sup>6</sup>. Além disso, os bancos reportaram

<sup>6</sup> Ver [The euro area bank lending survey – First quarter of 2023](#) e [The euro area bank lending survey – Third quarter of 2023](#).

um impacto negativo da eliminação progressiva das ORPA direcionadas III nas respetivas posições de liquidez. Este impacto refletiu-se também num novo aumento da restritividade dos critérios de concessão de crédito aplicados pelos bancos a todas as categorias de empréstimos e num novo impacto ligeiramente negativo nos volumes de empréstimos bancários, no contexto de uma redução global da oferta de crédito devido ao ciclo de subida das taxas de juro direcionadas<sup>7</sup>. Nessa conformidade, os bancos que tinham menos liquidez excedentária disponível para efetuar reembolsos ao abrigo das ORPA direcionadas III também registaram uma pequena redução do número de empréstimos por liquidar desde a recalibração das ORPA direcionadas (gráfico C, painel b). As análises que controlam a procura de crédito e outros fatores de complexidade confirmam o impacto negativo da recalibração das ORPA direcionadas na concessão de crédito<sup>8</sup>. Em conclusão, a recalibração também apoiou a maior restritividade dos custos de financiamento dos bancos e, por sua vez, das condições de financiamento. Além disso, eliminou os fatores dissuasores do reembolso antecipado voluntário dos fundos das ORPA direcionadas III por liquidar, acelerando assim a redução do balanço do Eurosistema e contribuindo para o aumento geral da restritividade da política monetária.

---

<sup>7</sup> Ver Lane, P.R., [The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area](#), contributo para o painel intitulado “Reassessing the effectiveness and transmission of monetary policy” no simpósio económico do banco regional de Kansas da Reserva Federal, 24 de agosto de 2024.

<sup>8</sup> Ver Burlon, L., Ferrari, A., Kho, S. e Tushteva, N., “Why gradual and predictable? Bank lending during the sharpest quantitative tightening ever”, *Série de Documentos de Trabalho*, BCE, 2024, no prelo.

© 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-24-008-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep