



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 2 / 2020



Índice

| | |
|--|-----------|
| Evolução económica e monetária | 2 |
| Apreciação global | 2 |
| 1 Conjuntura externa | 10 |
| 2 Evolução financeira | 19 |
| 3 Atividade económica | 26 |
| 4 Preços e custos | 32 |
| 5 Moeda e crédito | 38 |
| 6 Evolução orçamental | 47 |
| Caixas | 50 |
| 1 Utilização de informação de artigos de jornal como indicador da atividade económica real | 50 |
| 2 O papel da tributação de multinacionais na primeira inversão dos fluxos de investimento direto estrangeiro na área do euro | 53 |
| 3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 30 de outubro de 2019 a 28 de janeiro de 2020 | 57 |
| 4 Implicações das medidas orçamentais em resposta às alterações climáticas | 63 |

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Na sua reunião de política monetária de 12 de março, o Conselho do BCE decidiu aplicar um pacote abrangente de medidas de política monetária. Em conjunto com o significativo estímulo em termos de política monetária já existente, estas medidas darão apoio à liquidez e às condições de financiamento para as famílias, as empresas e as instituições de crédito, contribuindo também para preservar uma disponibilização regular de crédito à economia real. Desde a última reunião do Conselho do BCE no final de janeiro, a propagação do coronavírus (COVID-19) tem sido um choque substancial para as perspetivas de crescimento das economias da área do euro e do mundo, tendo aumentado a volatilidade nos mercados. Mesmo tratando-se de um evento que será temporário por natureza, terá um impacto significativo na atividade económica. Em particular, provocará um abrandamento da produção em resultado de perturbações na cadeia de oferta e reduzirá a procura interna e externa, em especial pelo impacto adverso das necessárias medidas de contenção. Além disso, a incerteza acrescida afeta negativamente os planos para a despesa e o seu financiamento. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro permanecem claramente enviesados no sentido descendente. Além dos riscos identificados relativos a fatores geopolíticos, do aumento do protecionismo e de vulnerabilidades nos mercados emergentes, a propagação do coronavírus acrescenta uma nova e significativa fonte de risco em sentido descendente para as perspetivas de crescimento. Neste contexto, o Conselho do BCE tomou um conjunto de decisões de política que visam preservar a orientação monetária e sustentar a transmissão da política monetária à economia real.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 12 de março de 2020

A atual epidemia de COVID-19 está a agravar as perspetivas para a economia mundial, implícitas nas projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE. A evolução desde a data de fecho da informação para as projeções sugere que o risco de revisão em baixa da atividade mundial devido ao surto de COVID-19 se concretizou parcialmente, implicando que a atividade mundial este ano será mais fraca do que o considerado nas projeções. O surto atingiu a economia mundial quando começavam a surgir sinais de uma estabilização da atividade e do comércio e a incerteza tinha descido com a assinatura do designado “acordo comercial Fase 1” entre os Estados Unidos e a China que foi acompanhado de reduções de tarifas. Numa análise prospetiva, espera-se que a recuperação mundial seja apenas modesta. Tal dependerá da retoma numa série de economias emergentes ainda vulneráveis, devendo o projetado abrandamento cíclico das economias avançadas e a transição estrutural para uma trajetória de crescimento mais lenta na China pesar sobre as perspetivas

a médio prazo. Os riscos para a atividade mundial mudaram, mas o seu equilíbrio permanece em baixa. Presentemente, o risco em sentido descendente mais grave está relacionado com o potencial impacto mais generalizado e mais longo do surto de COVID-19, dado que este continua a evoluir. As pressões inflacionistas mundiais permanecem contidas.

O sentimento mundial face ao risco registou uma deterioração acentuada e a volatilidade nos mercados aumentou consideravelmente à medida que o coronavírus se propagou pelo mundo no final do período em análise (de 12 de dezembro de 2019 a 11 de março de 2020). As taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro desceram consideravelmente para níveis significativamente abaixo dos registados no início do período. A curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) deslocou-se acentuadamente em sentido descendente. A respetiva inversão nos prazos mais curtos a médios evidenciou sinais de fixação de preços no sentido do prosseguimento da acomodação monetária. Em consonância com o aumento significativo da aversão ao risco a nível mundial, as cotações de ações da área do euro diminuiram consideravelmente, enquanto os diferenciais das obrigações soberanas e das obrigações das empresas se alargaram. Nos mercados cambiais voláteis, o euro apreciou-se consideravelmente face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro.

O crescimento do PIB real da área do euro permaneceu moderado em 0,1%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2019, após um crescimento de 0,3% no trimestre anterior, devido ao enfraquecimento em curso no setor da indústria transformadora e ao menor crescimento do investimento. Os mais recentes dados económicos e a informação baseada em inquéritos apontam para uma dinâmica reduzida de crescimento da área do euro, não refletindo ainda plenamente os desenvolvimentos relacionados com o coronavírus, que começou a propagar-se na Europa Continental no final de fevereiro, afetando negativamente a atividade económica. Numa análise para além das perturbações resultantes da propagação do coronavírus, prevê-se que o crescimento da área do euro ganhe força no médio prazo, suportado por condições de financiamento favoráveis, pela orientação orçamental da área do euro e pela retoma esperada da atividade mundial.

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, o PIB real anual deverá aumentar 0,8% em 2020, 1,3% em 2021 e 1,4% em 2022. Em comparação com as projeções de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas de crescimento do PIB real foram revistas em baixa em 0,3 pontos percentuais para 2020 e em 0,1 pontos percentuais para 2021, embora a recente propagação rápida do vírus para a área do euro esteja apenas parcialmente refletida. Por conseguinte, os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro permanecem claramente enviesados no sentido descendente. A propagação do coronavírus acrescenta uma significativa fonte de risco em sentido descendente para as perspetivas de crescimento, para além de riscos geopolíticos, do aumento do protecionismo e de vulnerabilidades nos mercados emergentes.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) na área do euro desceu para 1,2% em fevereiro de 2020, face a 1,4% em janeiro. Com base no recente declínio dos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que a inflação global diminua consideravelmente nos próximos meses. Esta avaliação está apenas parcialmente refletida nas projeções macroeconómicas de março de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, segundo as quais a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1,1% em 2020, 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022, praticamente inalteradas em comparação com as projeções de dezembro de 2019. No médio prazo, a inflação será apoiada pelas medidas de política monetária do BCE. As implicações do coronavírus para a inflação estão rodeadas de elevada incerteza, tendo em conta que as pressões em sentido descendente associadas a uma procura mais fraca podem ser compensadas por pressões em sentido ascendente relacionadas com perturbações do lado da oferta. A recente queda acentuada dos preços do petróleo apresenta significativos riscos em sentido descendente para as perspetivas da inflação no curto prazo.

A dinâmica monetária apresentou uma moderação face aos níveis confortáveis do final do verão de 2019. O crédito ao setor privado continuou a exibir uma evolução divergente em todas as categorias de empréstimo. Embora o crédito às famílias se tenha mantido resiliente, o crédito às empresas registou uma moderação. O financiamento dos bancos e as condições de financiamento favoráveis continuaram a apoiar os empréstimos e, conseqüentemente, o crescimento económico. O financiamento externo líquido total das empresas da área do euro estabilizou, apoiado por custos de financiamento por dívida favoráveis. No entanto, é provável que o recente aumento do sentimento de necessidade de aversão ao risco (*risk-off*) cause uma deterioração das condições de financiamento não bancário para as sociedades não financeiras.

Projeta-se que o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro diminua em 2020 e 2021 e que estabilize em 2022. Pode atribuir-se este declínio, em larga medida, a uma redução dos excedentes primários. Estes desenvolvimentos refletem-se igualmente nas projeções de uma orientação orçamental expansionista, tanto em 2020 como em 2021, seguida de uma orientação globalmente neutra em 2022. Apesar da orientação orçamental relativamente expansionista, nas projeções prevê-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB na área do euro se mantenha numa trajetória descendente gradual devido ao diferencial favorável entre a taxa de juro e a um saldo primário ligeiramente positivo ao longo de todo o período. A evolução decorrente da propagação do coronavírus (COVID-19), após as projeções estarem concluídas, aponta para um claro agravamento das perspetivas para a orientação orçamental. Além das políticas orçamentais já anunciadas, o compromisso assumido pelo Eurogrupo de ação conjunta e coordenada das políticas deve receber um forte apoio tendo em conta a propagação do coronavírus.

Pacote de medidas de política monetária

Em 12 de março de 2020, o Conselho do BCE decidiu adotar um pacote abrangente de medidas de política monetária. A resposta de política monetária compreendeu três elementos essenciais: primeiro, salvaguardar as condições de liquidez do sistema bancário através de um conjunto de operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) a preços favoráveis; segundo, proteger a continuação do fluxo de crédito à economia real através de uma recalibração fundamental de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas); e terceiro, evitar uma maior restritividade das condições de financiamento de modo pró-cíclico através de um aumento do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP)¹.

1. Em tempos de elevada incerteza, é essencial que a liquidez seja disponibilizada em termos generosos ao sistema financeiro para impedir uma compressão da liquidez e pressão no preço da liquidez, incluindo em alturas em que o coronavírus pode causar problemas de risco operacional para os participantes no sistema financeiro. Por conseguinte, o Conselho do BCE decidiu realizar, temporariamente, ORPA adicionais para disponibilizar liquidez imediata de apoio ao sistema financeiro da área do euro. Embora o Conselho do BCE não veja sinais materiais de tensões nos mercados monetários, nem escassez de liquidez no sistema bancário, estas operações constituirão um mecanismo de apoio eficaz em caso de necessidade. As operações serão realizadas através de um leilão de taxa fixa com colocação total e terão um preço muito atrativo, com uma taxa de juro igual à média da taxa aplicada à facilidade permanente de depósito. Estas novas ORPA proporcionarão liquidez em condições favoráveis para cobrir o período até à realização da operação de refinanciamento de prazo alargada direcionada III (ORPA direcionada III) em junho de 2020.
2. Com os planos para a receita e a despesa das famílias e das empresas a serem atingidos pela propagação do coronavírus, é crucial apoiar a concessão de crédito bancário aos que forem mais afetados pelas ramificações económicas, em particular as pequenas e médias empresas. Por conseguinte, o Conselho do BCE decidiu aplicar condições consideravelmente mais favoráveis, durante o período que medeia entre junho de 2020 e junho de 2021, a todas as ORPA direcionadas III vigentes nesse horizonte temporal. Ao longo deste período, a taxa de juro aplicada a estas ORPA direcionadas III situar-se-á 25 pontos base abaixo da média da taxa de juro aplicada às operações principais de refinanciamento do Eurosistema. Para contrapartes que mantenham os seus níveis de cedência de crédito, a taxa aplicada a estas operações será inferior e, durante o período que terminará em junho de 2021, poderá situar-se até 25 pontos base abaixo da média da taxa de juro da facilidade permanente de depósito. Além disso, o montante máximo total que as contrapartes poderão doravante solicitar em empréstimos, no âmbito das ORPA direcionadas III, é aumentado para 50% dos empréstimos elegíveis à data de

¹ Para mais informações, ver Lane, P.R., [The Monetary Policy Package: An Analytical Framework](#), *The ECB Blog*, BCE, 13 de março de 2020 (disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE).

28 de fevereiro de 2019. Deste modo, ao abrigo deste programa, o volume total possível de empréstimo eleva-se em mais de 1 bilião de euros, para quase 3 biliões de euros. No geral, as novas condições das ORPA direcionadas contribuirão para flexibilizar de forma significativa as condições de financiamento que determinam a oferta de crédito disponibilizado pelos bancos às empresas e famílias. Neste contexto, o Conselho do BCE mandatou os comités do Eurosistema de investigar medidas de redução da restritividade ao nível dos ativos de garantia para assegurar que as contrapartes continuam a poder utilizar plenamente o apoio financeiro do BCE.

3. É essencial assegurar uma orientação de política monetária suficientemente acomodatória, em particular num ambiente de elevada incerteza e volatilidade financeira. Foi perante este cenário que o Conselho do BCE decidiu também acrescentar um envelope temporário de aquisições líquidas de ativos suplementares, no montante de 120 mil milhões de euros até ao final do ano, assegurando um forte contributo proporcionado pelos programas de compra de ativos do setor privado. Continua-se a esperar que estas aquisições líquidas de ativos decorram enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas diretoras e que cessem pouco antes de o Conselho do BCE começar a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE. Em conjunto com o APP atual, este envelope temporário apoiará igualmente condições de financiamento mais generalizadas, reduzindo também, por conseguinte, as taxas de juro relevantes para a economia real. Adicionalmente, o ritmo mais elevado de aquisições assegura que o Eurosistema demonstra uma presença mais robusta no mercado durante estes tempos de maior volatilidade, incluindo um uso pleno da flexibilidade integrada no APP para responder às condições do mercado. Tal pode implicar flutuações temporárias na distribuição de fluxos de aquisições, tanto entre classes de ativos como entre países em resposta a choques de “fuga para a segurança” e a choques de liquidez. Estes desvios à repartição entre países estacionários estão dentro do âmbito do programa, desde que a tabela de repartição para subscrição do capital continue a ancorar o total de títulos detidos pelo Eurosistema a longo prazo.
4. Além disso, o Conselho do BCE decidiu não alterar as taxas de juro diretoras do BCE. Esperam que estas se mantenham nos níveis atuais ou em níveis inferiores até se observar que as perspetivas de inflação estão a convergir de forma robusta no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente.
5. Por fim, o Conselho do BCE pretende também continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do APP durante um período prolongado após a data em que comece a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.

Tendo em conta os atuais desenvolvimentos, o Conselho do BCE continuará a acompanhar de perto as implicações da propagação do coronavírus para a economia, para a inflação a médio prazo e para a transmissão da política monetária. O Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante se mostre adequado, a fim de garantir que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.

Ao mesmo tempo, uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada é agora necessária face ao enfraquecimento das perspetivas e com vista a uma salvaguarda contra uma nova materialização de risco em sentido descendente. O Conselho do BCE acolhe favoravelmente as medidas já tomadas por diversos Estados com vista a assegurar recursos suficientes no setor da saúde e apoiar as empresas e os trabalhadores afetados. Em particular, serão necessárias medidas, como a prestação de garantias de crédito, para complementar e reforçar as medidas de política monetária tomadas pelo Conselho do BCE.

Adenda às decisões tomadas pelo Conselho do BCE em 18 de março

A pandemia do coronavírus constitui uma emergência coletiva em termos de saúde pública sem precedentes na história recente. Trata-se também de um choque económico extremo, que exige uma resposta ambiciosa, coordenada e urgente em termos de políticas em todas as frentes. No dia 18 de março, o Conselho do BCE anunciou um novo programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) para fazer face a esta situação sem precedentes com que a área do euro se depara. Este é um programa temporário e que permitirão ao BCE salvaguardar a transmissão da política monetária, se as mesmas não forem resolvidas e em última instância a sua capacidade de assegurar a estabilidade de preços na área do euro. Nomeadamente, a evolução nos mercados financeiros conduziu a uma maior restritividade das condições de financiamento, em particular nos prazos mais longos do espectro de maturidades. A curva isenta de risco deslocou-se em sentido ascendente e as curvas soberanas – que são fundamentais para a fixação do preço de todos os ativos – aumentaram globalmente e tornaram-se mais dispersas. No cumprimento do seu mandato, o Conselho do BCE tomou as seguintes decisões:

1. Lançar um novo programa de compra de ativos temporário de títulos de dívida do setor público e do setor privado com vista a combater os graves riscos para o mecanismo de transmissão da política monetária e para as perspetivas da área do euro, colocados pelo surto e a propagação em escala da COVID-19.

O novo programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) terá um envelope total de 750 mil milhões de euros. As compras serão efetuadas até ao final de 2020 e o programa incluirá todas as categorias de ativos elegíveis ao abrigo do atual programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP).

Relativamente às aquisições de títulos do setor público, a repartição de referência entre jurisdições continuará a ser a tabela de repartição para subscrição do capital dos bancos centrais nacionais. Ao mesmo tempo, as compras ao abrigo do novo PEPP serão efetuadas de forma flexível, o que permite flutuações na distribuição dos fluxos de compras ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições.

Será concedida uma derrogação dos requisitos de elegibilidade para aos títulos de dívida emitidos pelo governo grego nas compras ao abrigo do PEPP.

O Conselho do BCE terminará as compras líquidas de ativos ao abrigo do PEPP assim que, de acordo com a sua avaliação, a fase de crise do coronavírus tenha chegado ao fim, mas nunca antes de o ano terminar.

2. Alargar o âmbito de ativos elegíveis ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP) a papel comercial não financeiro, pelo que todo o papel comercial terá suficiente qualidade creditícia para compra ao abrigo do CSPP.

3. Reduzir a restritividade dos padrões de garantia ajustando os principais parâmetros do risco do quadro dos ativos de garantia. Em particular, proceder-se-á ao alargamento do âmbito dos direitos de crédito adicionais de modo a incluir direitos de crédito relacionados com o financiamento do setor empresarial. Tal visa assegurar que as contrapartes continuem a conseguir usar plenamente as operações de refinanciamento do Eurosistema.

O Conselho do BCE está empenhado em desempenhar o seu papel no apoio a todos os cidadãos da área do euro neste momento extremamente complexo. Para tal, o BCE assegurará que todos os setores da economia possam beneficiar de condições de financiamento favoráveis, que lhes permitam absorver este choque. O mesmo se aplica às famílias, às empresas, às instituições de crédito e aos governos.

O Conselho do BCE fará tudo o que for necessário no âmbito do seu mandato. O Conselho do BCE está plenamente preparado para aumentar a dimensão dos seus programas de compra de ativos e ajustar a sua composição, tanto quanto necessário e pelo tempo que for necessário. Explorará todas as opções e todas as medidas de contingência para apoiar a economia no contexto deste choque.

Na medida em que alguns limites autoimpostos possam dificultar a linha de ação que o BCE é chamado a adotar para cumprir o seu mandato, o Conselho do BCE ponderará a alteração desses limites, na medida do necessário, para tornar a sua atuação proporcionada aos riscos que enfrentamos. O BCE não tolerará quaisquer riscos para uma transmissão regular da sua política monetária em todas as jurisdições da área do euro.

1 Conjuntura externa

A atual epidemia do coronavírus (COVID-19) deteriorou as perspetivas para a economia mundial, implícitas nas projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE. A evolução desde a data de fecho da informação para as projeções sugere que o risco de revisão em baixa da atividade mundial devido ao surto de COVID-19 se concretizou parcialmente, implicando que a atividade mundial este ano será mais fraca do que o considerado nas referidas projeções macroeconómicas. O surto atingiu a economia mundial quando começavam a surgir sinais de uma estabilização da atividade e do comércio e a incerteza tinha descido com a assinatura do designado “acordo comercial Fase 1” entre os Estados Unidos e a China, que foi acompanhado de reduções de tarifas. Numa análise para além deste ano, espera-se que a atividade económica mundial registre uma recuperação, ainda que apenas modesta. Tal dependerá da retoma numa série de economias emergentes ainda vulneráveis, devendo o projetado abrandamento cíclico das economias avançadas e a transição estrutural para uma trajetória de crescimento mais lenta na China pesar sobre as perspetivas a médio prazo. Os riscos para a atividade mundial mudaram, mas o seu equilíbrio permanece do lado da baixa. Presentemente, o risco em sentido descendente mais grave está relacionado com o potencial impacto mais generalizado e mais longo do surto de COVID-19, dado que este continua a evoluir. As pressões inflacionistas mundiais permanecem contidas.

Atividade económica e comércio a nível mundial

A propagação do coronavírus ensombrou as perspetivas mundiais. Face à atual evolução diária da situação, é muito difícil estimar a duração das perturbações da produção e do comércio e a forma como os consumidores em todo o mundo irão responder à incerteza associada. Além disso, o surto de COVID-19 surge após um período de fraca atividade mundial. O crescimento real do produto interno bruto (PIB) mundial (excluindo a área do euro) diminuiu para 2,9% no ano passado, o ritmo mais lento desde a Grande Recessão. Este abrandamento foi mais amplo e pronunciado em comparação com os episódios mais recentes em 2012/2013 e 2015/2016. O principal fator subjacente foi a intensificação recorrente das tensões comerciais, que – devido à incerteza acrescida – levou as empresas a adiar o investimento e os consumidores a adiar a compra de bens duradouros. Tal, por sua vez, resultou numa descida acentuada da atividade na indústria transformadora e do comércio a nível mundial. Além disso, várias economias emergentes foram atingidas por choques idiossincráticos, que agudizaram ainda mais a desaceleração da atividade mundial no ano transato. Ao mesmo tempo, diversas das principais economias avançadas e economias emergentes adotaram políticas de estímulo da procura, limitando, desse modo, o ritmo e a profundidade do abrandamento do crescimento em 2019.

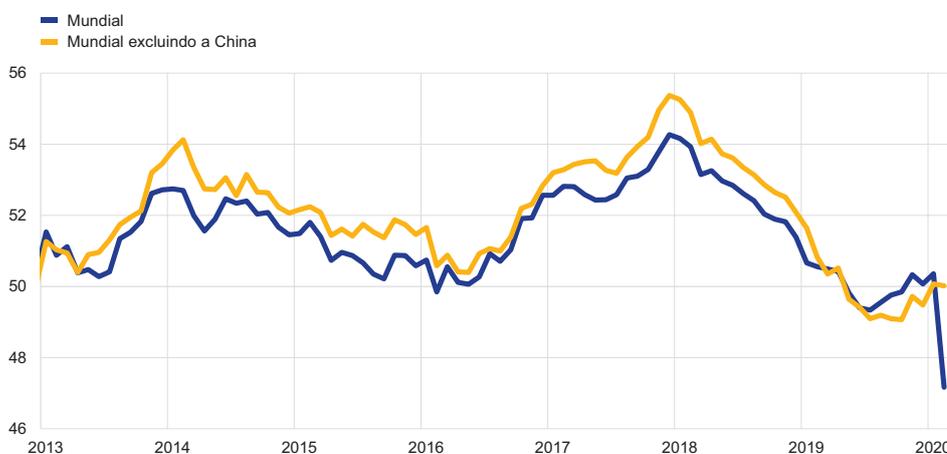
O surto de COVID-19 atingiu a economia mundial quando começavam a surgir sinais de estabilização da atividade e do comércio. O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) subiu em

janeiro, apoiado por melhores leituras para os setores da indústria transformadora e dos serviços. A produção mais forte no setor da indústria transformadora sinalizava que poderia estar em curso uma recuperação após um período prolongado de fraqueza. Estes sinais eram, na sua maioria, visíveis nas economias emergentes, sendo a evolução nas economias avançadas mais contraditória. Esta tendência foi recentemente interrompida pelo surto de COVID-19, que as autoridades chinesas procuraram conter, alargando o período de férias do Ano Novo Lunar e impondo medidas rigorosas de quarentena na província de Hubei, o epicentro do surto. Em resultado destas medidas, a atividade na indústria transformadora da China registou uma queda acentuada em fevereiro, a qual teve algumas repercussões na região da Ásia-Pacífico, intrinsecamente ligada à China por cadeias de oferta e também um dos destinos mais populares dos turistas chineses. Contudo, as repercussões mais amplas a nível mundial em fevereiro eram provavelmente limitadas, como sugerido pela relativa estabilidade do IGC da indústria transformadora mundial, excluindo a China (ver o gráfico 1). Não obstante, como a produção na China está a regressar gradualmente à normalidade e muitos países impuseram medidas para conter a propagação do coronavírus, é exetável um impacto mais persistente e generalizado na atividade da indústria transformadora mundial no curto prazo.

Gráfico 1

IGC da indústria transformadora mundial

(Índices de difusão)



Fontes: Markit e Haver Analytics.

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2020.

Após um período de abrandamento, a restritividade das condições financeiras mundiais aumentou de forma acentuada mais recentemente.

O anterior período de menor restritividade ocorreu na sequência do anúncio do suprarreferido acordo comercial Fase 1, que, por sua vez, provocou uma subida dos ativos de maior risco. Esta subida foi interrompida subitamente em meados de fevereiro, quando os mercados acionistas mundiais registaram uma queda abrupta, em virtude de o surto de COVID-19 continuar a afetar negativamente a China e o coronavírus estar a propagar-se a outros países. Desde a data de fecho da informação para as projeções macroeconómicas de março de 2020 dos especialistas do BCE, as condições financeiras a nível mundial tornaram-se pronunciadamente mais

restritivas, tanto nas economias avançadas como nas economias emergentes, visto que o impacto da correção acentuada nos mercados acionistas e do aumento dos diferenciais das obrigações das empresas foi apenas parcialmente compensado pela descida das taxas isentas de risco. Nas economias emergentes, o aumento da restritividade foi menos pronunciado em comparação com os recentes episódios de tensão financeira, como no verão de 2018, uma vez que as taxas de câmbio destas economias permaneceram globalmente estáveis face ao dólar dos Estados Unidos. Tal refletiu sobretudo as medidas, esperadas e efetivas, de redução da restritividade da política monetária do Sistema de Reserva Federal, as quais pesavam sobre o dólar, compensando a pressão em sentido ascendente gerada pelos fluxos de entrada em favor de obrigações do Tesouro dos Estados Unidos, relacionados com uma fuga para ativos seguros.

Segundo as projeções macroeconómicas de março de 2020 dos especialistas do BCE, a recuperação mundial adquirirá apenas uma força modesta durante o horizonte de projeção.

Projeta-se que o crescimento da atividade mundial, excluindo a área do euro, atinja 3,1% este ano, sendo este valor ligeiramente superior ao de 2,9% estimado para 2019. No médio prazo, o crescimento mundial deverá registar um ligeiro aumento – situando-se em 3,5% e 3,4% em 2021 e 2022, respetivamente – e manter-se abaixo da sua média de longo prazo de 3,8%. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as projeções para o crescimento mundial em 2020 permanecem, em geral, inalteradas, visto que as revisões em alta relacionadas com as tarifas comerciais mais baixas são compensadas pelas revisões em baixa no primeiro trimestre de 2020, em resultado do surto de COVID-19 na China. Nas projeções de março, as perspetivas a médio prazo para a economia mundial dependiam da recuperação de diversas economias emergentes. No entanto, a trajetória destes países no sentido da recuperação é considerada frágil face aos fatores externos adversos que, a par da instabilidade política interna, podem pôr em causa as perspetivas de retoma. A evolução desde a data de fecho da informação sugere, efetivamente, que um iminente risco em sentido descendente relacionado com o impacto da COVID-19 na economia mundial se concretizou parcialmente. Tal implica, por sua vez, que a atividade mundial este ano será, muito provavelmente, mais fraca do que o considerado nas projeções macroeconómicas de março de 2020 dos especialistas do BCE.

Nos Estados Unidos, esperava-se que a economia permanecesse estável no curto prazo.

O crescimento real do PIB situou-se em 2,1% numa base anualizada no quarto trimestre de 2019, tendo mantido o ritmo do trimestre anterior. O crescimento do consumo abrandou mais do que o esperado e o investimento fixo das empresas diminuiu pelo terceiro trimestre consecutivo. Espera-se que suspensão da produção do Boeing 737 pese sobre a atividade da indústria transformadora no primeiro trimestre de 2020. Numa análise a mais longo prazo, previa-se que o crescimento diminuísse com a maturação do ciclo económico e a dissipação do impacto da reforma fiscal de 2018. A inflação global homóloga dos preços no consumidor desceu ligeiramente, passando de 2,5% em janeiro para 2,3% em fevereiro. Excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, a inflação homóloga registou um pequeno aumento para 2,4% face a 2,3% nos quatro meses anteriores. Espera-se que a inflação aumente gradualmente, situando-se

acima do objetivo de 2% do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos, no final do horizonte de previsão. Em 3 de março, na sequência de uma reunião de emergência, a Reserva Federal reduziu a sua taxa de juro diretora em 50 pontos de base (passando esta para 1-1,25%), invocando o risco para a atividade económica colocado pelo surto de COVID-19. Foram adotadas outras medidas, incluindo a disponibilização de liquidez e despesas orçamentais suplementares, em resposta ao impacto do surto na economia.

Na China, espera-se que a atividade registe um enfraquecimento considerável no primeiro trimestre e recupere posteriormente. A médio prazo, o PIB real deverá prosseguir uma trajetória de abrandamento gradual. O crescimento anual do PIB em 2019 desacelerou para 6,1%, face a 6,6% em 2018, impulsionado por um investimento e um comércio líquido menos favoráveis. O impacto do surto de COVID-19 dominará no curto prazo, esperando-se, porém, que as tarifas mais baixas no contexto do acordo comercial com os Estados Unidos apoiem o comércio. No médio prazo, os progressos na execução das reformas estruturais deverão facilitar um abrandamento ordenado e algum reequilíbrio da economia chinesa. Desde a data de fecho da informação para as projeções, os dados entretanto disponibilizados na China sugerem que o abrandamento no primeiro trimestre poderá ter sido mais forte do que o esperado. Além disso, um retorno mais gradual da produção à normalidade indica que a recuperação da atividade poderá demorar mais tempo do que o considerado nas projeções macroeconómicas de março de 2020 dos especialistas do BCE. Foram adotadas várias medidas de política económica na China desde o início do surto de COVID-19, incluindo, entre outros aspetos, uma política monetária mais acomodatória e despesas orçamentais suplementares.

No Japão, a atividade económica registou uma contração significativa no quarto trimestre, refletindo uma confluência de choques negativos, nomeadamente uma queda da procura interna em resultado do aumento do imposto sobre o consumo, perturbações da produção causadas por tufões violentos em outubro e uma procura externa fraca. As repercussões negativas do surto de COVID-19 na China, que afetaram a economia japonesa através de uma diminuição significativa das despesas de consumo no país como destino de turismo no período de férias do Ano Novo Lunar, juntamente com sinais precoces de potenciais perturbações da cadeia de oferta, deverão pesar sobre a atividade no primeiro trimestre. Além disso, as autoridades japonesas adotaram diversas medidas para conter o surto de COVID-19 no país, as quais, em conjunto com um comportamento mais cauteloso dos consumidores, deverão afetar negativamente a atividade económica. Em reação a esta situação, o Governo japonês respondeu com dois pacotes de medidas fiscais de emergência, incluindo medidas de apoio a pequenas e médias empresas (PME). O banco central do Japão declarou que está a acompanhar de perto a evolução da situação e está preparado para fornecer liquidez e assegurar a estabilidade dos mercados financeiros. As medidas de estímulo orçamental anunciadas pelas autoridades japonesas em finais de 2019 deverão apoiar o crescimento em 2020 e 2021.

No Reino Unido, esperava-se que a atividade recuperasse no primeiro trimestre. No entanto, o impacto económico do coronavírus resultará provavelmente num novo abrandamento no segundo trimestre. O crescimento real do PIB

apresentou-se horizontal no quarto trimestre de 2019, refletindo a diminuição do ritmo da dinâmica subjacente observada antes durante o ano e uma desaceleração mais generalizada registada desde o referendo de 2016. A procura interna abrandou acentuadamente no segundo semestre de 2019, perante a grande incerteza relacionada com o Brexit e uma campanha de eleições gerais no último trimestre do ano. Embora o sentimento tenha melhorado marcadamente na sequência dos resultados decisivos das eleições gerais e da subsequente conclusão de uma saída ordenada da União Europeia (UE) no final de janeiro, não se previa, mesmo antes do surto, uma inflexão forte da atividade em 2020, tendo em conta as incertezas que subsistem acerca do futuro das negociações comerciais entre o Reino Unido e a UE. Em resposta ao surto de COVID-19, o banco central do Reino Unido reduziu a sua taxa de juro diretora em 50 pontos de base, passando esta para 0,25%, e introduziu um programa de operações de financiamento específicas orientado para as PME, ao passo que o projeto de orçamento proposto pelo Governo do Reino Unido inclui uma série de medidas orçamentais para fazer face ao impacto económico do surto.

Nos países da Europa Central e de Leste, previa-se que a atividade económica registasse uma moderação face a taxas de crescimento superiores ao potencial.

Esta moderação refletia sobretudo um crescimento do investimento mais lento, dada a fase mais avançada do ciclo dos fundos da UE, enquanto as despesas de consumo deveriam ser apoiadas por mercados de trabalho sólidos.

A atividade económica nos grandes países exportadores de matérias-primas deveria registar um ligeiro fortalecimento este ano.

Na Rússia, a atividade económica aumentou no decurso de 2019 e esperava-se que acelerasse ainda mais com as novas despesas sociais decididas pelo novo Governo russo. Todavia, os riscos em sentido descendente apresentam-se consideráveis, na medida em que a propagação mundial do coronavírus, o colapso recente do acordo OPEP+ e a queda acentuada dos preços do petróleo tornam as perspetivas anormalmente incertas. As perspetivas a médio prazo são, antes de mais, determinadas pela incerteza acerca das sanções internacionais adicionais, bem como pelas prioridades, em termos de políticas, do Governo recentemente nomeado. O PIB tinha sido revisto em alta no curto prazo, em grande parte devido ao aumento das despesas públicas. No Brasil, o sentimento económico tinha começado a melhorar no quarto trimestre. No entanto, o crescimento continua a ser fraco, devido a restrições orçamentais rigorosas (incluindo congelamentos orçamentais) e a uma conjuntura externa incerta, tendo esta situação se agravado recentemente com a crescente propagação do coronavírus. O grau de execução das necessárias reformas orçamentais suplementares irá influenciar significativamente as perspetivas de crescimento no médio prazo. Ao mesmo tempo, caso não sejam abordados, os desequilíbrios orçamentais permanecem uma importante fonte de risco. Por conseguinte, a adesão às regras orçamentais, como o limite máximo de despesas, torna menos provável um grande estímulo orçamental.

Na Turquia, os níveis de atividade continuam a recuperar fortemente da recente recessão relacionada com a crise.

O crescimento real do PIB em termos homólogos passou a ser positivo no terceiro trimestre e registou um fortalecimento

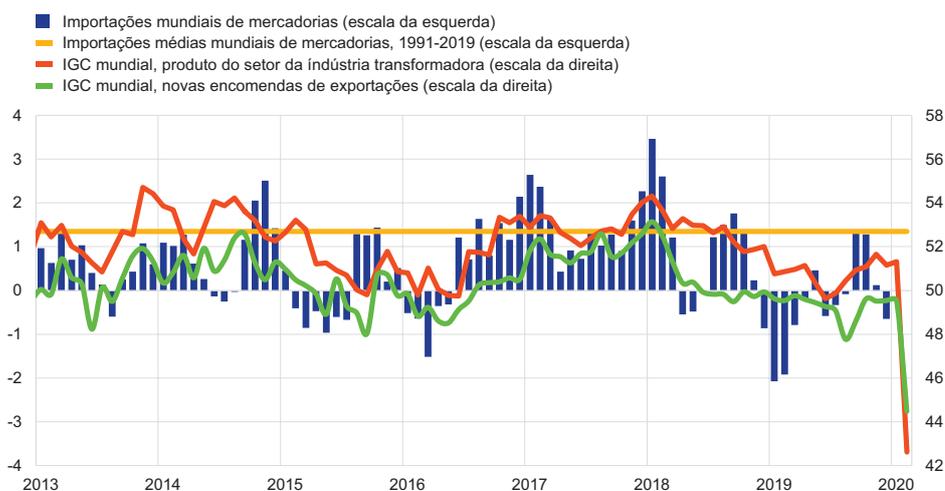
no quarto trimestre de 2019. A política orçamental expansionista e a rápida expansão do crédito levaram a um forte crescimento do consumo das famílias e ao fim da queda do investimento do setor privado, tendo este alcançado o seu valor mínimo. Espera-se que ambos fatores continuem a fomentar o crescimento este ano. Não obstante, as taxas de crescimento continuam a ser relativamente baixas em termos históricos, tendo em conta o enfraquecido potencial da economia.

Em finais de 2019, tornaram-se visíveis sinais de estabilização do comércio mundial. As importações mundiais apresentaram-se mais fortes, devido, em grande parte, ao dinamismo do crescimento das importações na Turquia, na China e em outras economias emergentes. Em contraste, os dados mais fracos do que o esperado para as importações das economias avançadas no quarto trimestre de 2019 refletiram diversos choques idiossincráticos que deverão dissipar-se no curto prazo. No Japão, estes fatores estão relacionados com uma contração da procura interna na sequência do aumento do imposto sobre o consumo e do impacto de tufões violentos. No Reino Unido e nos Estados Unidos, espelham o desvanecimento gradual das existências anteriormente acumuladas. A evolução divergente do comércio nas economias avançadas e nas economias emergentes era também evidente nos dados relativos ao comércio de mercadorias. No conjunto, as importações mundiais de mercadorias sofreram uma contração de 0,7% no quarto trimestre de 2019 (ver o gráfico 2). Contudo, espera-se que surto de COVID-19 atrase a estabilização do comércio mundial, afetando, em particular, a indústria transformadora mundial, tal como evidenciado por dados de inquéritos mais recentes. Atendendo a que o coronavírus continua a propagar-se a nível mundial, o seu impacto no comércio será mais significativo do que o considerado nas projeções macroeconómicas de março de 2020 dos especialistas do BCE.

Gráfico 2

Inquéritos e comércio mundial de bens (excluindo a área do euro)

(escala da esquerda: taxas de variação (%) trimestrais em cadeia; escala da direita: índices de difusão)



Fontes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2020, no que respeita aos IGC, e a dezembro de 2019, no que toca às importações mundiais de mercadorias. Os índices e os dados referem-se ao agregado mundial excluindo a área do euro.

A recente assinatura do acordo comercial Fase 1 entre os Estados Unidos e a China proporciona algum alívio das tensões comerciais.

Ao abrigo deste acordo, ambos os países reduziram as suas tarifas comerciais bilaterais, tendo a China assumido o compromisso de comprar mais 200 milhões de dólares em bens e serviços dos Estados Unidos nos próximos dois anos. Apesar de esta redução parcial do conflito comercial entre os dois países apoiar a retoma da atividade na indústria transformadora e do comércio a nível mundial, a incerteza quanto à direção futura das políticas comerciais continua a ser elevada.

As perspetivas para o comércio mundial permanecem fracas face aos padrões históricos, visto esperar-se que a elasticidade do comércio em relação ao rendimento se mantenha abaixo da unidade, o seu “novo normal”².

Tal reflete uma confluência de fatores, incluindo, por exemplo, as tarifas aduaneiras mais elevadas adotadas até à data e a elevada incerteza em termos de políticas. De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2020 dos especialistas do BCE, o crescimento das importações mundiais (excluindo a área do euro) deverá aumentar gradualmente de 0,3% no ano passado para 1,4% em 2020, subindo depois para 2,6% e 2,7%, respetivamente em 2021 e 2022. Projeta-se que a procura externa da área do euro aumente 1,6% no presente ano, registando posteriormente uma aceleração para 2,5% e 2,6% em, respetivamente, 2021 e 2022. Embora a procura externa da área do euro tenha sido revista em alta para 2020, em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 dos especialistas do Eurosistema, esta revisão está relacionada sobretudo com as surpresas no sentido ascendente, no segundo semestre de 2019, bem como com as importações bilaterais mais elevadas entre os Estados Unidos e a China, resultantes das tarifas mais baixas aplicadas ao abrigo do acordo comercial Fase 1. Como este último apoia principalmente o comércio bilateral entre os dois países, não será tratado como um sinal de maior procura externa de bens e serviços produzidos na área do euro. Em virtude destes fatores, nas projeções de março, a procura externa da área do euro permanece globalmente em consonância com os valores avançados nas projeções de dezembro para o presente e para o próximo ano. Os desenvolvimentos desde a data de fecho da informação para as projeções sugerem que a atual pandemia de COVID-19 pesa sobre o comércio mundial e, conseqüentemente, sobre a procura externa da área do euro. A consideração destes desenvolvimentos implicaria que as importações mundiais e a procura externa da área do euro serão mais fracas do que o considerado nas projeções macroeconómicas de março de 2020 dos especialistas do BCE.

Os riscos para as perspetivas da atividade mundial mudaram, mas o seu equilíbrio permanece enviesado para o lado da baixa.

O novo e atualmente mais acentuado risco de revisão em baixa está relacionado com o impacto potencialmente mais generalizado e prolongado da atual pandemia de COVID-19. A evolução da economia mundial desde a data de fecho da informação para as projeções sugere que este risco de revisão em baixa já se concretizou

² Ver, por exemplo, Grupo de Trabalho do Comité de Relações Internacionais do Sistema Europeu de Bancos Centrais, [Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 178, BCE, setembro de 2016 (disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE).

parcialmente³. Os riscos de revisão em baixa decorrentes das tensões comerciais diminuíram ligeiramente na sequência do acordo comercial Fase 1, mas a incerteza quanto à futura trajetória das políticas comerciais a nível mundial mantém-se elevada. O risco de um Brexit sem acordo foi adiado para o final do ano e dependerá do resultado das negociações entre a UE e o Reino Unido sobre as suas futuras relações. Além disso, um abrandamento mais acentuado na China pode ser cada vez mais difícil de contrariar através de políticas de estímulo e pode constituir um desafio para o processo de reequilíbrio em curso. A reavaliação do risco nos mercados financeiros pode afetar negativamente a atividade mundial, especialmente nas economias emergentes.

Evolução dos preços a nível mundial

Os preços do petróleo desceram significativamente face à intensificação das preocupações acerca da procura mundial na presente situação pandémica.

A discórdia sobre os cortes na produção entre os membros da Aliança OPEP+ veio acentuar ainda mais a descida. Inicialmente, os preços do petróleo foram mais duramente atingidos pela notícia do surto de COVID-19 na China em finais de janeiro. Recuperaram ligeiramente durante um curto período de tempo, mas começaram a descer à medida que o coronavírus começou a propagar-se por todo o mundo. No início de março, desfez-se a Aliança OPEP+ (uma aliança entre a OPEP e alguns dos principais países não pertencentes à OPEP), em virtude de a Rússia se ter recusado a reduzir a produção de petróleo. A Arábia Saudita respondeu com o anúncio de um aumento da produção e a oferta de petróleo com desconto para ganhar quotas de mercado. Tal resultou numa das maiores quedas diárias dos preços do petróleo registadas até à data.

Nas projeções macroeconómicas de março de 2020 dos especialistas do BCE, partiu-se do pressuposto de que os preços do petróleo permaneceriam relativamente estáveis durante o horizonte de projeção.

A descida dos preços à vista deslocou mais para baixo os prazos curtos da curva de futuros do petróleo em comparação os prazos mais longos, tornando a curva horizontal ao longo do horizonte de projeção. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 dos especialistas do Eurosistema, os pressupostos relativos aos preços do petróleo eram 5,5%, 3,2% e 2,5% mais baixos para 2020, 2021 e 2022, respetivamente. Desde a data de fecho da informação para as projeções de março, o preço do petróleo continuou a descer significativamente, tendo o preço do petróleo bruto Brent atingido 34,5 dólares dos Estados Unidos por barril, em 11 de março.

A inflação mundial continua a ser fraca, refletindo a dinâmica de crescimento.

Nos países pertencentes à Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económicos (OCDE), a inflação homóloga dos preços no consumidor registou uma ligeira subida para 2,1% em dezembro de 2019, face a 1,8% no mês anterior (ver o gráfico 3). A inflação homóloga dos preços dos produtos energéticos recuperou em dezembro, após ter sido negativa durante quatro meses consecutivos, ao passo que

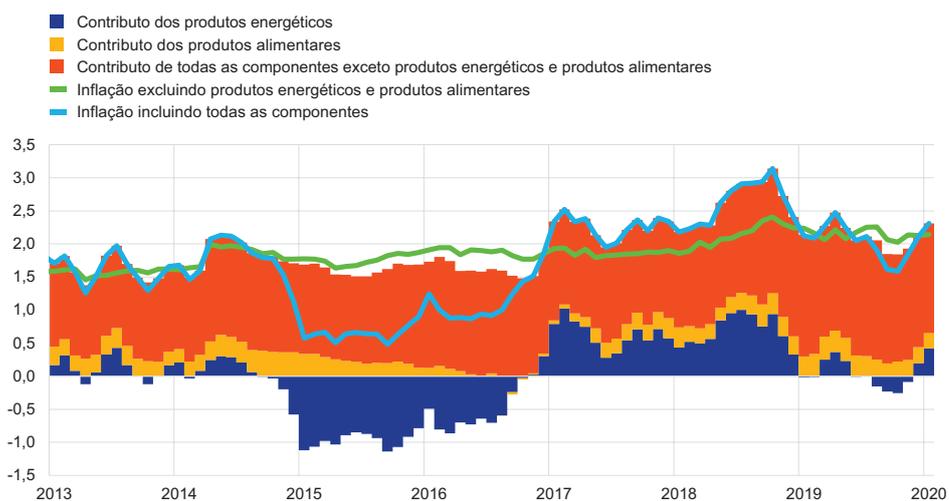
³ Para mais pormenores sobre os cenários de risco, ver a caixa 3 das *Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE*, de março de 2020.

os preços dos produtos alimentares permaneceram relativamente estáveis. Entretanto, a inflação subjacente medida com base no índice de preços no consumidor (IPC) (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) manteve-se inalterada em relação ao mês precedente, situando-se em 2,1%.

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

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



Fontes: OCDE e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a janeiro de 2020.

2 Evolução financeira

O sentimento mundial face ao risco registou uma deterioração acentuada e a volatilidade nos mercados aumentou consideravelmente à medida que o coronavírus (COVID-19) se propagou pelo mundo no final do período em análise (de 12 de dezembro de 2019 a 11 de março de 2020). As taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro desceram consideravelmente para níveis significativamente abaixo dos registados no início do período, enquanto os diferenciais entre as obrigações soberanas na área do euro aumentaram visivelmente no final do período em análise. A curva a prazo do índice overnight médio do euro (EONIA) deslocou-se acentuadamente em sentido descendente. A respetiva inversão nos prazos mais curtos a médios indica uma fixação de preços no sentido do prosseguimento da acomodação monetária. Em consonância com o aumento significativo da aversão ao risco a nível mundial, as cotações de ações da área do euro diminuíram consideravelmente, enquanto os diferenciais das obrigações soberanas e das obrigações das empresas se alargaram. Nos mercados cambiais voláteis, o euro apreciou-se consideravelmente face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro.

As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo diminuíram significativamente no conjunto da área do euro e a nível mundial (ver o gráfico 4), num contexto de elevada volatilidade.

Os movimentos da média das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro podem ser divididos em três fases distintas. Entre 12 de dezembro de 2019 e meados de janeiro de 2020, as taxas de rendibilidade aumentaram ligeiramente, no contexto de uma melhoria do sentimento mundial face ao risco e alguma perceção de que os indicadores macroeconómicos tinham atingido o nível mínimo. Durante a segunda fase, até 21 de fevereiro de 2020, as notícias relacionadas com o coronavírus e divulgações macroeconómicas dececionantes conduziram a uma contração do sentimento face ao risco, tendo as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas começado, em média, a diminuir. Na fase mais recente, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas voltaram a diminuir acentuadamente, à medida que o coronavírus se começou a propagar pelo mundo e os receios acerca das respetivas repercussões económicas e sociais começaram a afetar os mercados financeiros mundiais. No conjunto do período em análise, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB diminuiu 33 pontos base, tendo regressado a território negativo, situando-se em -0,12%. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos nos Estados Unidos e no Reino Unido também diminuíram, para 0,88% e 0,27% (tendo descido 102 e 54 pontos base), respetivamente, refletindo principalmente as preocupações mundiais acerca do coronavírus e a reação esperada da política monetária, associadas a movimentos de fuga para ativos seguros isentos de risco.

Gráfico 4

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

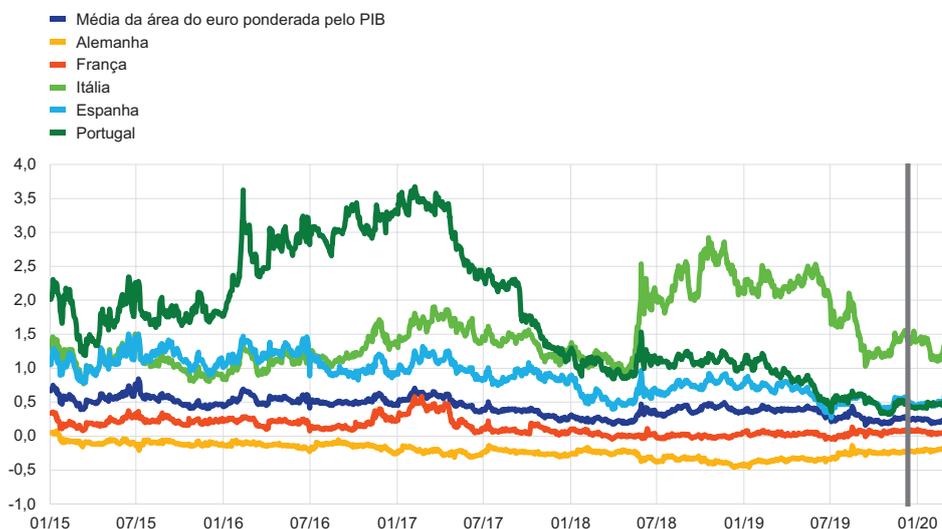
Notas: Dados diários. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 12 de dezembro de 2019. As últimas observações referem-se a 11 de março de 2020.

Em linha com a mudança do sentimento face ao risco, os diferenciais das obrigações soberanas da área do euro em relação às taxas dos swaps indexados pelo prazo *overnight* aumentaram em vários países, com a assinalável exceção da Alemanha (ver o gráfico 5). Especificamente, os diferenciais das obrigações soberanas a 10 anos da Grécia, Itália, Portugal e Espanha aumentaram 45, 25, 15 e 32 pontos base para 1,87, 1,64, 0,77 e 0,67 pontos percentuais, respetivamente. Pelo contrário, o diferencial das obrigações soberanas a 10 anos na Alemanha diminuiu 10 pontos base para -0,32 pontos percentuais, tendo permanecido geralmente estável em França em 0,08 pontos percentuais. O diferencial das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderado pelo PIB aumentou 5 pontos base para 0,31 pontos percentuais.

Gráfico 5

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

(pontos percentuais)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 12 de dezembro de 2019. As últimas observações referem-se a 11 de março de 2020.

No período em análise, a EONIA e a nova taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situaram-se, em média, em -45 pontos base e -54 pontos base, respetivamente⁴. No período em análise, a liquidez excedentária registou uma ligeira descida de 22 mil milhões de euros para cerca de 1770 mil milhões de euros. Esta mudança reflete sobretudo reembolsos voluntários na segunda série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas II) e, em menor medida, um aumento dos fatores autónomos de absorção de liquidez, os quais compensaram o aumento da liquidez resultante do reinício das compras líquidas de ativos do Eurosistema em 1 de novembro de 2019.

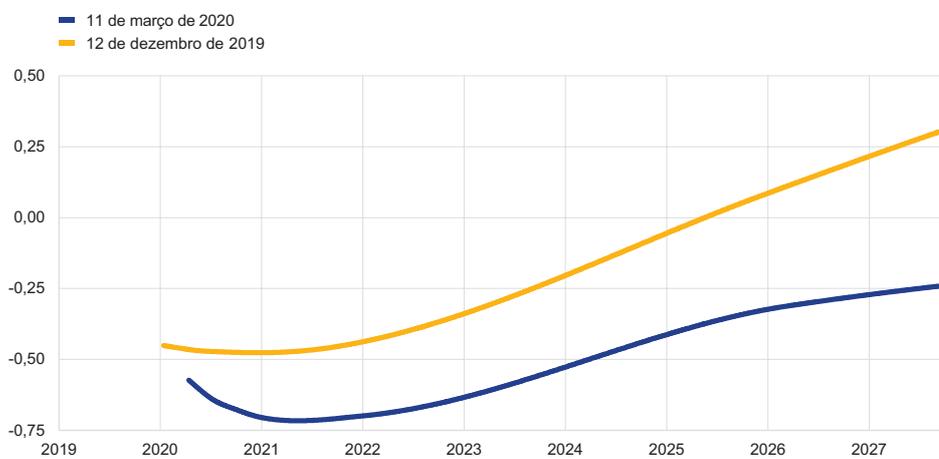
A curva a prazo da EONIA deslocou-se em sentido descendente e registou uma inversão nos prazos mais curtos a médios no final do período em análise (ver o gráfico 6). Enquanto, no início, era praticamente horizontal nos prazos mais curtos a médios, no final do período a curva atingiu -0,60%, em meados de maio de 2020, e um mínimo de -0,72% em abril de 2021. Apesar destas descidas, a curva a prazo da EONIA permanece acima dos níveis observados durante o verão de 2019. Em geral, os participantes no mercado continuam a prever um período prolongado de taxas de juro baixas ou negativas.

⁴ Em 2 de outubro de 2019, houve uma alteração na metodologia para o cálculo da EONIA, sendo esta agora calculada como a €STR acrescida de um diferencial fixo de 8,5 pontos base. Ver a caixa intitulada [Goodbye EONIA, welcome €STR!](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2019 (disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE).

Gráfico 6

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

As cotações de ações da área do euro começaram a descer acentuadamente no final de fevereiro num contexto de aumento dos prémios de risco (ver o gráfico 7). As cotações de ações da área do euro e a nível mundial voltaram a aumentar durante a primeira parte do período em análise, tendo atingido novos máximos históricos em alguns segmentos de mercado. Os mercados acionistas sofreram uma diminuição inicial, embora breve, no final de janeiro, altura em que os receios acerca do coronavírus começaram a intensificar-se, embora sobretudo limitados à China. Por último, registou-se uma forte descida generalizada das cotações das ações, à medida que o coronavírus se propagou fora da China e a aversão ao risco e a incerteza aumentaram paralelamente no final de fevereiro. Especificamente, as cotações das ações de sociedades não financeiras (SNF) na área do euro diminuíram 19% entre 21 de fevereiro e 11 de março de 2020, ao passo que as cotações das ações dos bancos desceram 30%. Nos Estados Unidos, as cotações das ações das SNF e dos bancos diminuíram 12% e 36%, respetivamente. A volatilidade implícita nos mercados acionistas aumentou consideravelmente na área do euro e a nível mundial.

Gráfico 7

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

(Índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 12 de dezembro de 2019. As últimas observações referem-se a 11 de março de 2020.

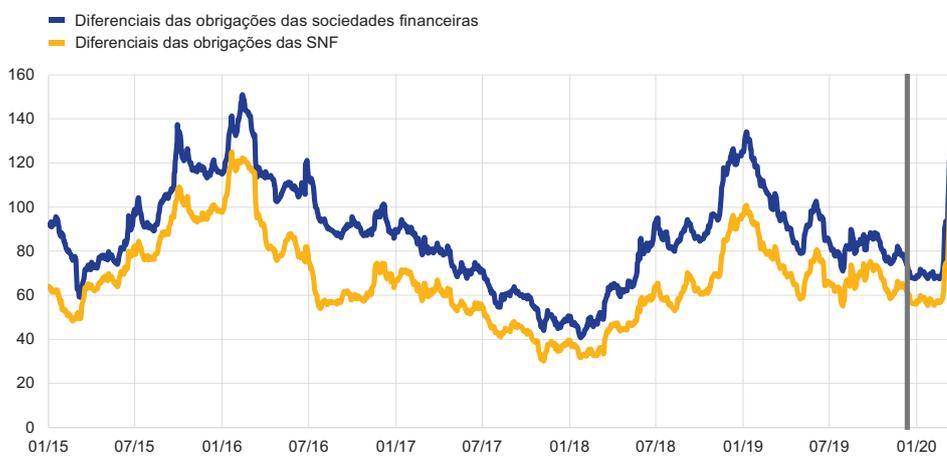
Após terem permanecido relativamente estáveis durante algum tempo, os diferenciais das obrigações das sociedades financeiras e não financeiras aumentaram consideravelmente na área do euro no final de fevereiro, à medida que o coronavírus se propagou fora da China (ver o gráfico 8).

Em 21 de fevereiro de 2020, os diferenciais das obrigações das SNF com categoria de investimento e das obrigações do setor financeiro em relação à taxa isenta de risco aumentaram 42 e 53 pontos base, respetivamente, fixando-se em 104 e 127 pontos base. Este alargamento refletiu a deterioração do sentimento face ao risco, igualmente observado nos mercados acionistas. Paralelamente, as notações e as medidas da frequência de incumprimento esperada mantiveram-se globalmente inalteradas.

Gráfico 8

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



Fontes: Índices iBoxx da Markit e cálculos do BCE.

Notas: Os diferenciais são calculados como diferenciais de *swap* de ativos em relação à taxa isenta de risco. Os índices compreendem obrigações com diferentes maturidades (com pelo menos um ano restante) com notação de investimento. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 12 de dezembro de 2019. As últimas observações referem-se a 11 de março de 2020.

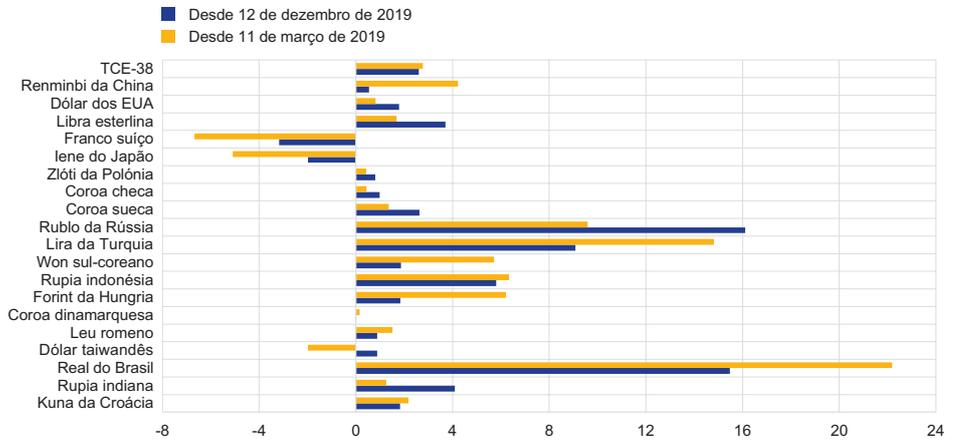
Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação substancial em termos ponderados pelo comércio (ver o gráfico 9), no contexto de um aumento da volatilidade.

A taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro, apreciou-se 2,6% no período em análise. No que respeita à evolução das taxas de câmbio bilaterais, o euro registou uma forte apreciação (1,8%) face ao dólar dos Estados Unidos, embora numa conjuntura de elevada volatilidade. O dólar dos Estados Unidos tinha fortalecido durante a primeira metade de fevereiro, parcialmente devido à incerteza acrescida quanto às perspetivas económicas mundiais, mas começou a enfraquecer no final de fevereiro devido a expectativas de uma menor restritividade da política monetária nos Estados Unidos, uma tendência que continuou após a redução da taxa pela Reserva Federal no início de março e à medida que as notícias relacionadas com o coronavírus se tornaram mais negativas. Simultaneamente, o euro apreciou-se muito consideravelmente face à libra esterlina (3,7%), tendo igualmente fortalecido face à generalidade das moedas, incluindo as moedas dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e das principais economias emergentes. O euro depreciou-se significativamente face ao franco suíço (3,2%) e ao iene do Japão (2,0%), em linha com a descida da apetência pelo risco.

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-38 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevalecentes em 11 de março de 2020.

O crescimento do PIB real da área do euro permaneceu moderado em 0,1%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2019, após um crescimento de 0,3% no trimestre anterior, devido ao enfraquecimento em curso no setor da indústria transformadora e ao menor crescimento do investimento. Os mais recentes dados económicos e a informação baseada em inquéritos apontam para uma reduzida dinâmica de crescimento da área do euro. Porém, ainda não refletem plenamente os desenvolvimentos relacionados com o coronavírus, que começou a propagar-se na Europa Continental no final de fevereiro, afetando negativamente a atividade económica. Analisando para além das perturbações resultantes da propagação do coronavírus (COVID-19), prevê-se que o crescimento da área do euro ganhe força no médio prazo, suportado por condições de financiamento favoráveis, pela orientação orçamental da área do euro e pela retoma esperada da atividade mundial. As projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE para a área do euro preveem que o PIB real anual aumente 0,8% em 2020, 1,3% em 2021 e 1,4% em 2022. Em comparação com as projeções de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas de crescimento do PIB real foram revistas em baixa em 0,3 pontos percentuais para 2020 e em 0,1 pontos percentuais para 2021, embora a recente propagação rápida do vírus para a área do euro esteja apenas parcialmente refletida. Por conseguinte, os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro permanecem claramente enviesados no sentido descendente. A propagação do coronavírus acrescenta uma significativa fonte de riscos em sentido descendente para as perspetivas de crescimento, para além de riscos geopolíticos, do aumento do protecionismo e de vulnerabilidades nos mercados emergentes.

O crescimento na área do euro moderou-se no quarto trimestre de 2019, refletindo o enfraquecimento em curso do setor da indústria transformadora.

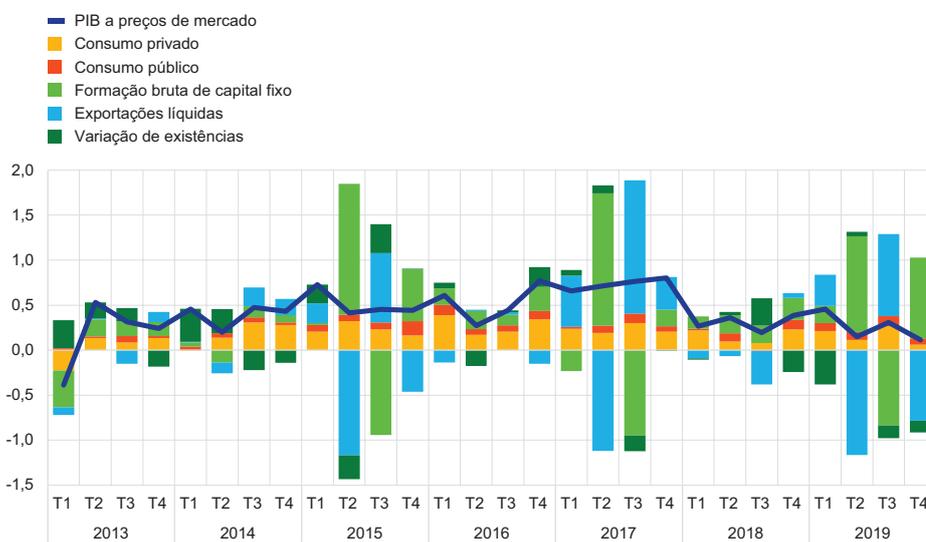
O PIB real aumentou 0,1%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2019, o que compara com 0,3% no trimestre anterior (ver o gráfico 10).

O crescimento moderado no quarto trimestre deveu-se a uma contração acentuada do setor da indústria transformadora, enquanto os setores dos serviços e da construção continuaram a apresentar uma dinâmica mais resiliente. A procura interna deu um contributo positivo para o crescimento, de 1,0 ponto percentual, enquanto as exportações líquidas e a variação de existências deram um contributo negativo, de 0,8 e 0,1 pontos percentuais, respetivamente. De um modo geral, o crescimento do produto no quarto trimestre resultou num aumento anual do PIB de 1,2% em 2019, face a 1,9% em 2018.

Gráfico 10

PIB real da área do euro e respetivas componentes

(variações trimestrais em cadeia (%) e contributos em pontos percentuais trimestrais em cadeia)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2019.

O emprego continuou a aumentar no quarto trimestre de 2019, subindo 0,3% em termos trimestrais em cadeia (ver o gráfico 11). A maioria dos países da área do euro registou um aumento do emprego, o qual, porém, se concentrou mais nos setores da construção e dos serviços. O nível de emprego situa-se atualmente em quase 4,3% acima do pico pré-crise registado no primeiro trimestre de 2008. Tendo em conta a última subida, houve um crescimento acumulado do emprego na área do euro, com mais 12,0 milhões de pessoas empregadas em relação ao momento em que foi registado o nível mínimo no segundo trimestre de 2013. A evolução positiva do crescimento do emprego no quarto trimestre de 2019 contrasta com um contexto de enfraquecimento da atividade real, com a produtividade do trabalho por indivíduo empregado a diminuir 0,2%. O crescimento do emprego da área do euro mais elevado do que o esperado também poderia ser consistente com a resiliência da procura interna com maior intensidade de mão de obra, o que compara com o crescimento mais fraco no setor do comércio externo com menor intensidade de mão de obra.

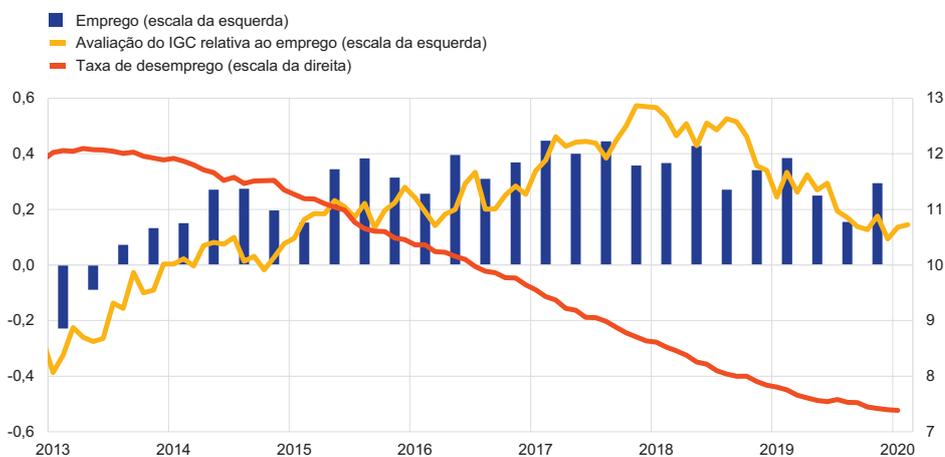
Não obstante valores estáveis dos recentes indicadores de curto prazo do mercado de trabalho, até à data, no primeiro trimestre de 2020, a dinâmica de curto prazo do emprego continua dependente do impacto do coronavírus.

A taxa de desemprego na área do euro situou-se em 7,4% em janeiro de 2020, inalterada face ao quarto trimestre de 2019, mantendo-se no nível mais baixo desde julho de 2008. Os indicadores de inquéritos apontam para novos aumentos do emprego no primeiro trimestre de 2020, com o Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto a manter-se amplamente estável em 51,4 em fevereiro de 2020, após níveis de 51,4 em janeiro de 2020 e 51,3 no quarto trimestre de 2019.

Gráfico 11

Emprego, avaliação do IGC relativo ao emprego, e desemprego na área do euro

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

Notas: O Índice de Gestores de Compras (IGC) é expresso em desvios face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2019 para o emprego, a fevereiro de 2020 para o IGC e a janeiro de 2020 para a taxa de desemprego.

O consumo privado continuou a crescer no quarto trimestre de 2019, embora a um menor ritmo do que no trimestre anterior.

O consumo privado aumentou 0,1%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2019, após um crescimento ligeiramente mais forte no terceiro trimestre. O recente enfraquecimento da despesa das famílias refletiu, em parte, efeitos de calendário em dezembro. O crescimento do emprego reforçou-se no quarto trimestre de 2019 num contexto de fortes aumentos salariais, implicando um crescimento constante do rendimento disponível real das famílias e sustentando a confiança dos consumidores e as despesas de consumo. Acresce que, embora as condições de financiamento permaneçam muito favoráveis, o património líquido das famílias melhorou no terceiro trimestre de 2019.

Os indicadores de curto prazo disponíveis sugerem alguma resiliência do consumo privado no início de 2020, mas tal está sujeito à propagação do coronavírus na Europa.

Dados recentes sobre as vendas a retalho indicam um crescimento moderado, mas estável, das despesas de consumo, com o registo de alguma volatilidade na viragem do ano. O volume das vendas a retalho aumentou 0,6% em janeiro de 2020, após uma queda de 1,1% em dezembro de 2019. Além disso, a confiança dos consumidores aumentou pelo segundo mês consecutivo em fevereiro de 2020. A recente melhoria reflete opiniões mais favoráveis das famílias relativamente à respetiva situação financeira passada e futura. A confiança dos consumidores permanece acima da sua média histórica e é compatível com o atual crescimento constante do consumo privado. Porém, prevê-se que as medidas recentes para conter a propagação do coronavírus tenham um impacto significativo no consumo no futuro próximo.

A recuperação nos mercados da habitação deverá continuar a um ritmo mais lento do que em 2019 e ser negativamente afetada pelo surto do coronavírus.

O investimento em habitação aumentou 0,4%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2019, refletindo uma moderação do dinamismo do crescimento

nos mercados da habitação da área do euro. Embora o crescimento do investimento em habitação tenha diminuído pelo terceiro ano consecutivo em 2019, os recentes indicadores de curto prazo e os resultados de inquéritos apontam para um dinamismo positivo, mas em desaceleração. A produção no setor da construção no segmento da construção de edifícios diminuiu 1,0%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2019, o que corresponde à terceira descida trimestral consecutiva. Os indicadores de confiança na construção da Comissão Europeia, nos últimos meses, apontam para um dinamismo positivo, embora a enfraquecer, no quarto trimestre de 2019 e no início de 2020. O IGC para a atividade no mercado da habitação situou-se em média em 50,6 no quarto trimestre de 2019 e em 52,6 em janeiro e fevereiro de 2020.

O crescimento do investimento empresarial na área do euro foi particularmente volátil em 2019, ocultando um abrandamento do investimento em máquinas e equipamento e grandes oscilações no investimento em ativos intangíveis. O investimento em outros setores exceto construção aumentou 0,8%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2019, devido a uma subida trimestral de 20% no investimento em produtos de propriedade intelectual, relacionada sobretudo com a Irlanda. Entretanto, o crescimento trimestral do investimento em máquinas e equipamento abrandou em 2019 e registou uma contração no quarto trimestre, um resultado refletido na produção industrial de bens de investimento particularmente fraca nesse trimestre. A perda de dinamismo reflete parcialmente a persistência da incerteza económica elevada e condições de procura mais fracas. Em janeiro e fevereiro de 2020, a avaliação das carteiras de encomendas de exportações e das expectativas de produção no setor dos bens de investimento melhorou ligeiramente, de acordo com a informação recolhida antes do surto do coronavírus na Europa. No que se refere aos índices de confiança relativos ao setor de bens de investimento, o IGC para janeiro (para o IGC) e o indicador de Sentimento Económico (ESI) para fevereiro aumentaram face aos níveis no quarto trimestre de 2019, mas mantiveram-se abaixo das médias históricas. Os indicadores prospetivos, como a incerteza no setor da indústria transformadora, diminuíram em janeiro, e a descida das expectativas de lucros das empresas cotadas foi interrompida em fevereiro. A recuperação dos lucros, condições de financiamento favoráveis e amortecedores de liquidez das empresas poderão também ajudar a apoiar uma recuperação gradual do crescimento do investimento.

Enquanto as exportações de bens extra-área do euro recuperaram no quarto trimestre de 2019, devido a melhorias face às economias de mercado emergentes, esta recuperação deverá ser invertida no primeiro trimestre de 2020 devido ao impacto do surto do coronavírus. As exportações de bens extra-área do euro nominais aumentaram 1,3%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2019. Mais especificamente, as exportações para a Turquia, o Brasil, a China e o resto da Ásia recuperaram no final de 2019. Porém, as exportações de bens para os Estados Unidos e o Reino Unido enfraqueceram durante o mesmo período devido, respetivamente, à redução das exportações de produtos farmacêuticos e à redução gradual das existências anteriormente acumuladas devido ao Brexit. O comércio intra-área do euro permaneceu anémico, refletindo o enfraquecimento da produção industrial e do investimento na área do euro. Em termos prospetivos, os indicadores avançados disponíveis apontam para

uma descida das exportações em resultado do coronavírus. O IGC relativo às novas encomendas de exportações da área do euro para fevereiro de 2020 caiu acentuadamente, e os indicadores relativos ao transporte marítimo e aéreo (como, por exemplo, o Baltic Dry Index) inverteu-se significativamente nas divulgações mais recentes. Estes indicadores ainda não incorporam os efeitos do surto do coronavírus em Itália e noutros países da área do euro. Prevê-se que o impacto do coronavírus no comércio da área do euro se materializará por meio de perturbações nas cadeias de oferta extra e intra-área do euro, na descida da procura externa, na deterioração da confiança e numa redução acentuada de serviços como o turismo e os transportes.

Os mais recentes dados económicos e a informação baseada em inquéritos apontam para uma ligeira estabilização do crescimento da área do euro, embora em níveis reduzidos, mas não refletem plenamente os desenvolvimentos relacionados com o surto do coronavírus na Europa

Continental. O IGC compósito do produto aumentou em fevereiro de 2020, com melhorias nas componentes da indústria transformadora e dos serviços, colocando a média para os dois primeiros meses de 2020 acima da do quarto trimestre de 2019 (51,4, face a 50,7). O indicador de Sentimento Económico (ESI) da Comissão Europeia aumentou em fevereiro, situando-se acima da sua média de longo prazo. Em 2020, até à data, a média situa-se em 103,0, acima da média de 100,6 do quarto trimestre de 2019. Apesar do decréscimo do ESI para o setor da construção e da ligeira descida para o setor retalhista, tal foi globalmente compensado pela melhoria do sentimento nos setores da indústria transformadora e dos serviços e nas famílias. Não obstante sinais de estabilização nos dados de inquéritos, os prazos de entrega por parte dos fornecedores e as expectativas das empresas nos inquéritos até fevereiro já indicam restrições sobre a atividade na área do euro devido ao impacto do coronavírus na China. Os desenvolvimentos relacionados com a propagação do vírus na sequência do surto na Europa poderão originar mais perturbações na cadeia de oferta e afetar quer o consumo quer o investimento, devido aos níveis de incerteza muito elevados e à maior volatilidade nos mercados financeiros.

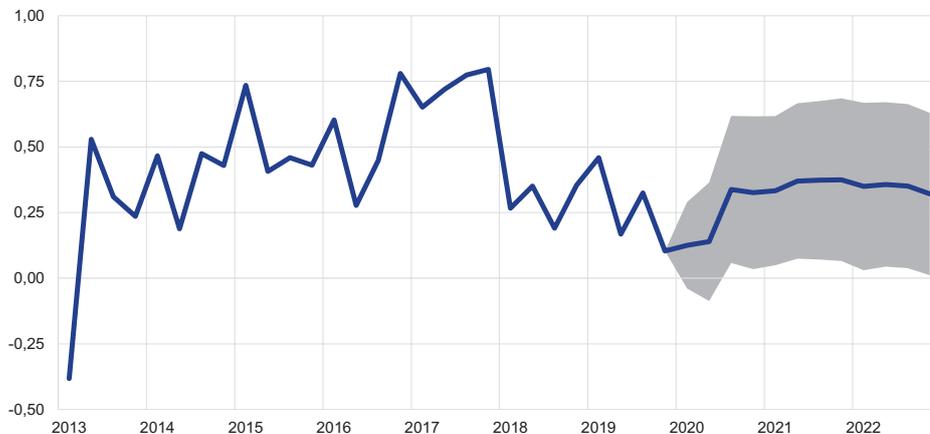
As projeções macroeconómicas para a área do euro de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE preveem um aumento do PIB real anual de 0,8% em 2020, 1,3% em 2021 e 1,4% em 2022 (ver o gráfico 12).

Em comparação com as projeções de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas de crescimento do PIB real foram revistas em baixa em 0,3 pontos percentuais para 2020 e em 0,1 pontos percentuais para 2021, embora a recente propagação rápida do vírus para a área do euro esteja apenas parcialmente refletida. Por conseguinte, os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro permanecem claramente enviesados no sentido descendente. A propagação do coronavírus acrescenta uma significativa fonte de riscos em sentido descendente para as perspetivas de crescimento, para além de riscos geopolíticos, do aumento do protecionismo e de vulnerabilidades nos mercados emergentes.

Gráfico 12

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(taxas de variação em termos trimestrais em cadeia (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2020](#), publicado no sítio do BCE em 12 de março de 2020 (também disponíveis no sítio do Banco de Portugal).

Notas: Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE ([New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)), dezembro de 2009 (disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE).

4 Preços e custos

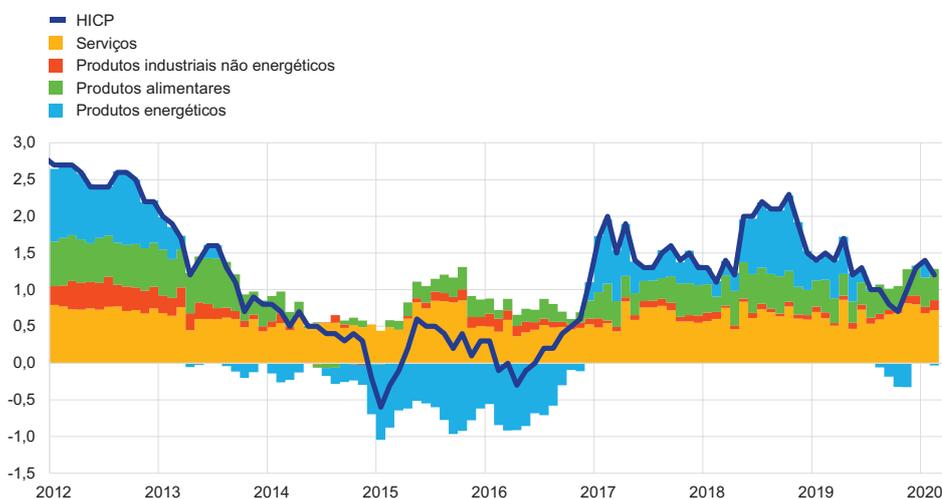
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) na área do euro desceu para 1.2% em fevereiro de 2020, face a 1.4% em janeiro. Com base no recente declínio dos preços correntes do petróleo e dos futuros do petróleo, é provável que a inflação global diminua consideravelmente nos próximos meses. Esta avaliação está apenas parcialmente refletida nas projeções macroeconómicas de março de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, segundo as quais a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1,1% em 2020, 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022, e permanecem praticamente inalteradas nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema. No médio prazo, a inflação será apoiada pelas medidas de política monetária do BCE. As implicações do coronavírus para a inflação estão rodeadas de elevada incerteza, tendo em conta que as pressões em sentido descendente associadas a uma procura mais fraca podem ser compensadas por pressões em sentido ascendente relacionadas com perturbações do lado da oferta. A recente queda acentuada dos preços do petróleo apresenta riscos descendentes significativos para as perspetivas da inflação no curto prazo.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC diminuiu em fevereiro. A diminuição de 1,4% em janeiro para 1,2% em fevereiro refletiu uma queda na inflação dos produtos energéticos, que mais do que compensou aumentos da inflação dos preços dos produtos alimentares, dos serviços e dos produtos industriais não energéticos. Embora a inflação dos produtos energéticos tenha continuado a ser o principal fator impulsionador da dinâmica da inflação global, a inflação dos produtos alimentares, em taxas superiores a 2%, tem contribuído recentemente de forma considerável para o nível da inflação.

Gráfico 13

Contributos das componentes para a inflação global medida pelo IHPC na área do euro

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2020 (estimativas provisórias). As taxas de crescimento relativas a 2015 estão distorcidas em sentido ascendente, em virtude de uma alteração metodológica (ver caixa intitulada *Novo método para o índice de preços de férias organizadas na Alemanha e o seu impacto nas taxas de inflação medidas pelo IHPC do Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019).

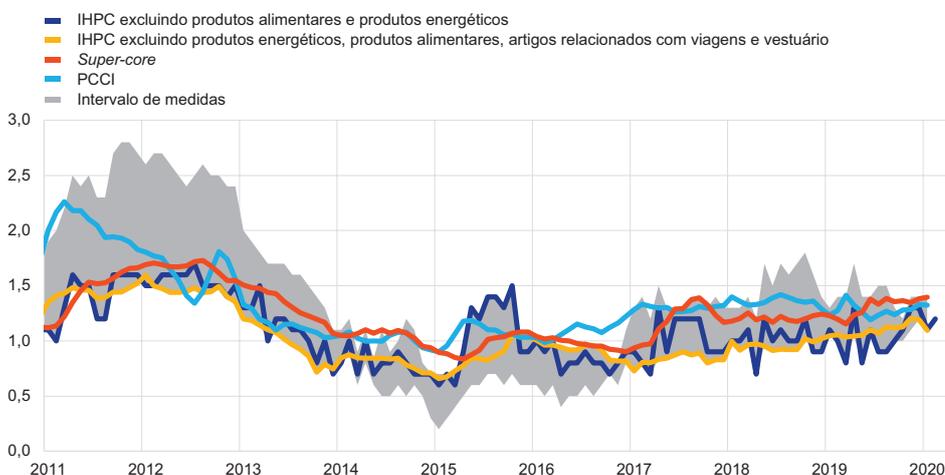
As medidas da inflação subjacente permaneceram, no geral, fracas. A inflação medida pelo IHPC excluindo os produtos alimentares e os produtos energéticos aumentou para 1,2% em fevereiro, na sequência de algum movimento ascendente para 1,3% em novembro e dezembro, e um movimento descendente para 1,1% em janeiro. Outras medidas de inflação subjacente têm estado mais estáveis ao longo dos últimos meses (dados disponíveis até janeiro apenas; ver o gráfico 14). A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, artigos relacionados com viagens e vestuário, bem como o indicador da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation* – PCCI) e o indicador *super-core*⁵, continuaram o amplo movimento lateral observado ao longo do ano passado.

⁵ Para mais informações sobre estas medidas da inflação subjacente, ver as caixas 2 e 3 do artigo intitulado *Measures of underlying inflation for the euro area*, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2018 (disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE).

Gráfico 14

Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2020 (estimativas provisórias) para o IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos e a janeiro de 2020 no que respeita a todas as outras medidas. O intervalo de medidas da inflação subjacente inclui as seguintes: IHPC excluindo produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, artigos relacionados com viagens e vestuário; média aparada a 10% do IHPC; média aparada a 30% do IHPC; e mediana ponderada do IHPC. As taxas de crescimento do IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares referentes a 2015 estão distorcidas em sentido ascendente, em virtude de uma alteração metodológica (ver caixa intitulada [Novo método para o índice de preços de férias organizadas na Alemanha e o seu impacto nas taxas de inflação medidas pelo IHPC](#) do Boletim Económico, Número 2, BCE, 2019).

A acumulação de pressões sobre os preços para a inflação dos produtos industriais não energéticos do IHPC manteve-se globalmente estável nas fases mais avançadas da cadeia de oferta. A inflação dos preços no produtor de vendas internas de bens de consumo não alimentares, que é um indicador de pressões sobre os preços nas fases mais avançadas da cadeia de oferta, situou-se em 0,7% em termos homólogos em janeiro, mantendo-se inalterada desde outubro e acima da sua média histórica. A taxa homóloga correspondente da inflação medida pelos preços das importações aumentou de 0,1% em dezembro para 0,5% em janeiro. Os indicadores de pressões sobre os preços nas fases iniciais da cadeia de oferta mantiveram-se fracos, com a inflação homóloga dos preços no produtor no que respeita a vendas de bens intermédios a subir para 1,0% em janeiro, face a 1,1% em dezembro, e a inflação dos preços das importações de bens intermédios a aumentar de 1,2% em dezembro para 0,4% em janeiro.

O crescimento salarial diminuiu. O crescimento homólogo da remuneração por trabalhador situou-se em 1,7% no quarto trimestre de 2019, face a 2,1% no terceiro trimestre (ver o gráfico 15). A média para 2019 situou-se em 2,0%, diminuindo ligeiramente de 2,2% em 2018. Os valores de 2019 têm sido afetados por uma queda significativa nas contribuições para a segurança social em França⁶. O crescimento homólogo dos ordenados e salários por empregado, que exclui contribuições para a segurança social, caiu para 2,1% no quarto trimestre, após ter registado 2,5% no terceiro trimestre e 2,4% em 2019, face à média de 2,3% em

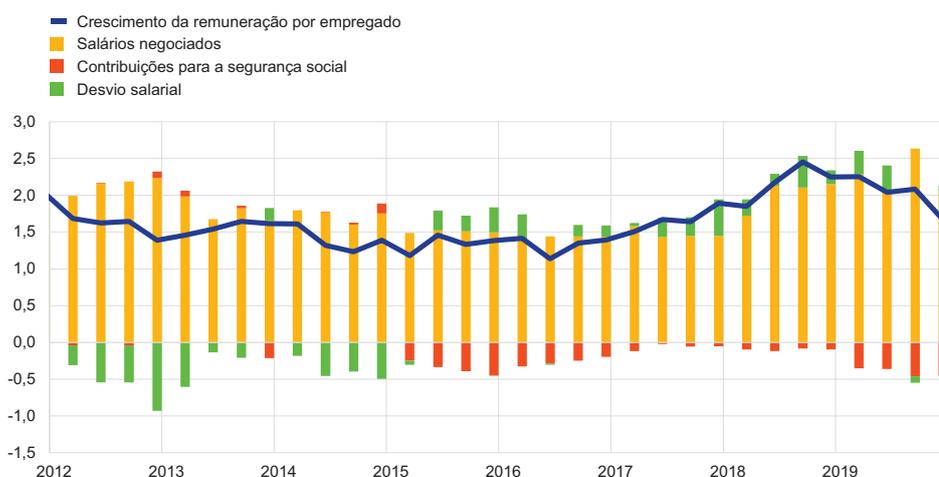
⁶ Para mais informações, ver a caixa 5 intitulada [Evolução recente das contribuições para a segurança social e do salário mínimo na área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2019.

2018. O crescimento homólogo dos salários negociados na área do euro situou-se em 2,0% no quarto trimestre de 2019, uma descida face a 2,6% no terceiro trimestre. Esta descida deveu-se sobretudo a pagamentos pontuais no setor da indústria transformadora na Alemanha no terceiro trimestre. Analisando os diferentes indicadores e para além dos fatores temporários, o crescimento salarial diminuiu ligeiramente ao longo do ano de 2019, embora em valores próximo ou acima das suas médias históricas.

Gráfico 15

Contributos das componentes da remuneração por empregado

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

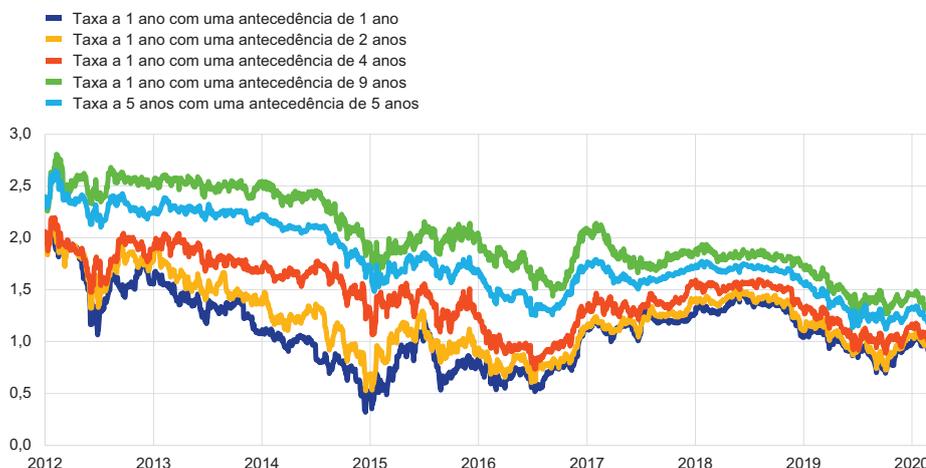
Nota: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2019.

Os indicadores das expectativas de inflação de curto a longo prazo baseados no mercado atingiram um novo mínimo histórico no início de março, após uma acentuada contração em resposta à propagação mundial do coronavírus. Estas quedas recentes dos indicadores das expectativas de inflação de curto a longo prazo baseados no mercado seguiram-se a um aumento observado no último trimestre de 2019 até à reunião de janeiro do Conselho do BCE. Desde meados de janeiro, a taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a cinco anos caiu 42 pontos base, situando-se em 0,91%. Ao mesmo tempo, a probabilidade de deflação (neutra em termos de risco) baseada no mercado (com base numa inflação média nos próximos cinco anos abaixo de zero) aumentou 22%. O perfil a prazo das medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação continua a apontar para um período prolongado de inflação baixa. De acordo com o Inquérito do BCE a Analistas Profissionais relativo ao primeiro trimestre de 2020, realizado durante a segunda semana de janeiro de 2020, bem como a mais recente informação divulgada pelo Consensus Economics e do Barómetro da Zona Euro, as expectativas de inflação de longo prazo baseadas em inquéritos em janeiro situaram-se também em mínimos históricos.

Gráfico 16

Indicadores das expectativas de inflação baseadas no mercado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 11 de março de 2020.

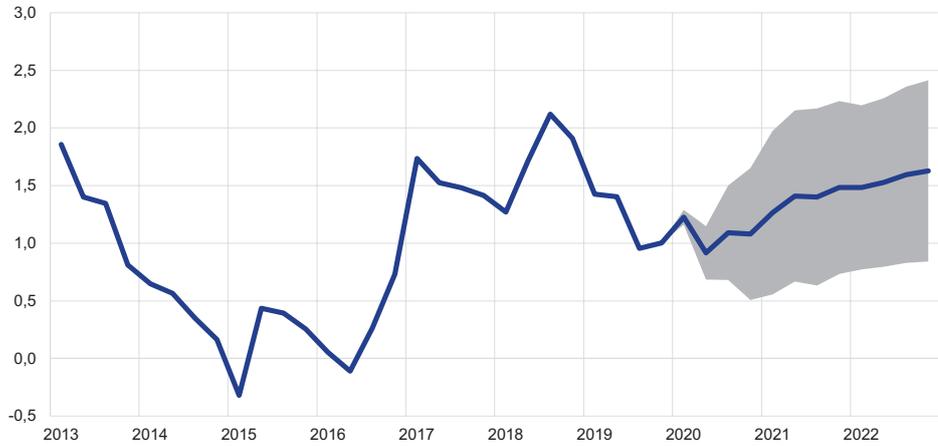
As projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE apontam para um aumento da inflação subjacente a médio prazo.

Estas projeções indicam que a inflação global medida pelo IHPC se situará, em média, em 1,1% em 2020, 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022, permanecendo praticamente inalterada face às projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema (ver o gráfico 17). A taxa de inflação global mais fraca em 2020, em comparação com 2019, reflete uma queda notória dos preços dos produtos energéticos do IHPC dada a fraca evolução dos preços do petróleo (até à data de fecho relativa a pressupostos técnicos de 18 de fevereiro), em parte devido ao surto de COVID-19. Espera-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares registre um movimento lateral em 1,2% durante 2020 e fortaleça gradualmente para 1,4% em 2021 e 1,5% em 2022. Além do impacto no preço do petróleo, as implicações da propagação de COVID-19 para a inflação estão rodeadas de considerável incerteza. Nas projeções pressupõe-se que as pressões no sentido descendente sobre os preços relacionadas com uma procura mais fraca em 2020 sejam amplamente compensadas por efeitos em sentido ascendente relacionados com perturbações do lado da oferta, embora esta avaliação esteja sujeita a claros riscos em sentido descendente.

Gráfico 17

Inflação medida pelo IHPC na área do euro (incluindo projeções)

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2020](#), publicadas no sítio do BCE, em 12 de março de 2020 (também disponíveis no sítio do Banco de Portugal).

Notas: As últimas observações referem-se ao quarto de 2019 (dados) e ao quarto trimestre de 2022 (projeções). Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE ([New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)), dezembro de 2009 (disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 18 de fevereiro de 2020.

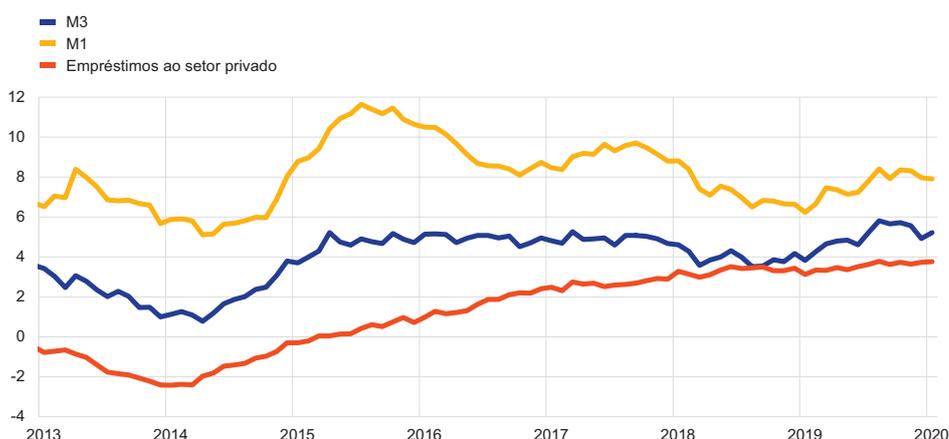
5 Moeda e crédito

A dinâmica monetária apresentou uma moderação face aos níveis confortáveis do final do verão de 2019. O crédito ao setor privado continuou a exibir uma evolução divergente em todas as categorias de empréstimo. Embora o crédito às famílias se tenha mantido resiliente, o crédito às empresas registou uma moderação. O financiamento dos bancos e as condições de financiamento favoráveis continuaram a apoiar os empréstimos e, conseqüentemente, o crescimento económico. O financiamento externo líquido total das empresas da área do euro estabilizou, apoiado por custos de financiamento por dívida favoráveis. No entanto, é provável que o recente aumento do sentimento de necessidade de aversão ao risco (risk-off) cause uma deterioração das condições de financiamento não bancário para as sociedades não financeiras (SNF).

A dinâmica monetária tem registado uma moderação desde final do verão de 2019. A taxa de crescimento homóloga do M3 aumentou para 5,2% em janeiro, de 4,9% em dezembro (ver o gráfico 18), principalmente devido a um efeito de base positivo relacionado com instrumentos negociáveis, que ocultou a moderação continuada da dinâmica monetária a mais curto prazo. O crescimento do agregado monetário largo foi apoiado pelos custos muito baixos de oportunidade de detenção de instrumentos monetários. Pelo contrário, o abrandamento da atividade económica atuou como um entrave ao crescimento do M3. De modo similar aos trimestres anteriores, o crescimento do M3 continuou a ser maioritariamente impulsionado pelo agregado monetário estreito M1, que engloba os depósitos *overnight* e a circulação monetária. A taxa de crescimento homóloga do M1 foi de 7,9% em janeiro, face a 8,0% em dezembro.

Gráfico 18
M3, M1 e empréstimos ao setor privado

(taxas de variação homólogas (%); dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

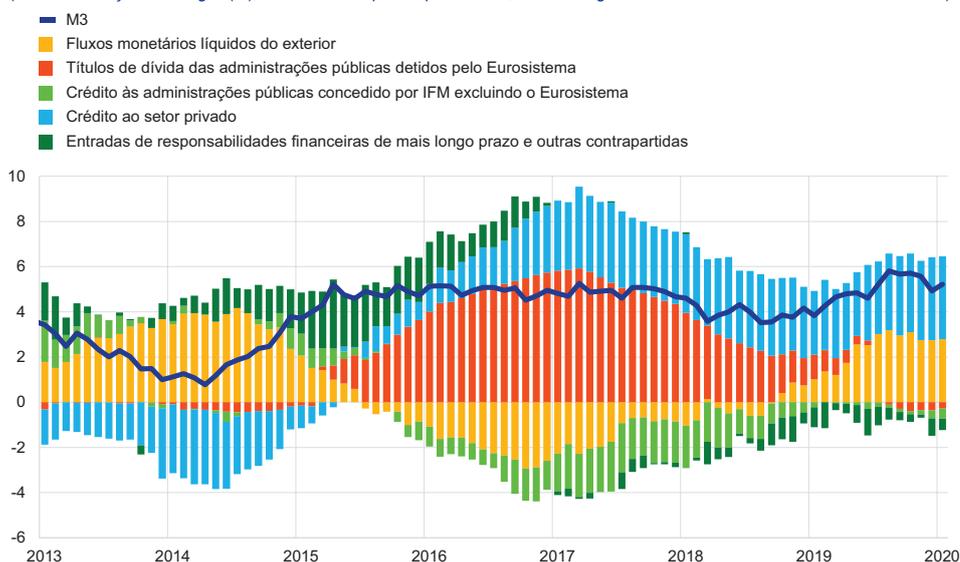
Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa nomenclais (*notional cash pooling*). A última observação refere-se a janeiro de 2020.

Os depósitos pelo prazo *overnight* continuaram a ser o principal contributo para o crescimento do agregado monetário. A taxa de crescimento homóloga dos depósitos pelo prazo *overnight* manteve-se globalmente estável em janeiro, em 8,4%, face a 8,5% em dezembro, ao passo que a sua contribuição para o crescimento homólogo do M3 apresentou uma ligeira moderação desde o outono de 2019. Numa perspetiva setorial, os depósitos *overnight* constituídos pelas empresas e pelas famílias contribuíram para esta moderação. A taxa de crescimento homóloga da moeda em circulação continuou a oscilar em torno de 5% em janeiro e não indicia uma substituição acelerada de depósitos por numerário na atual conjuntura de taxas de juro baixas. O pequeno aumento do crescimento homólogo do M3 em janeiro deveu-se sobretudo a instrumentos negociáveis (ou seja, M3 menos M2), que contribuíram positivamente para a dinâmica mensal do M3. Deste modo, reverteu-se o efeito atenuante dos instrumentos negociáveis no M3 em dezembro, devido à emissão líquida de títulos de dívida fortemente negativa desse mês, o que poderá ter refletido efeitos de fim de ano.

O crédito ao setor privado continuou a ser a principal fonte de criação de agregado monetário largo. O crédito ao setor privado continuou a dar um contributo considerável para o crescimento do agregado monetário largo em janeiro (ver a parte a azul das barras do gráfico 19). O contributo anual do crédito para o setor privado até janeiro de 2020 refletiu em larga medida um crescimento homólogo dos empréstimos robusto. Os fluxos monetários do exterior foram a segunda principal fonte de criação de moeda, os quais têm dado um contributo globalmente estável para o M3 desde novembro de 2019, refletindo a preferência dos investidores por ativos da área do euro (ver a parte a amarelo das barras do gráfico 19). O retomar das compras líquidas de ativos do BCE ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) em novembro teve apenas um impacto direto limitado no M3 nos primeiros três meses. Provavelmente, tal deve-se ao facto de os bancos e os não residentes estarem entre os principais vendedores de obrigações ao Eurosistema. O retomar das compras líquidas de ativos também não compensou o entrave ao crescimento do M3 decorrente de títulos de dívida não relacionados com o APP vencidos (ver a parte a vermelho das barras do gráfico 19). A pressão exercida pelas responsabilidades financeiras a mais longo prazo continuou a ser reduzida (ver a parte a verde escuro das barras do gráfico 19).

Gráfico 19 M3 e respetivas contrapartidas

(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

Notas: O crédito ao setor privado inclui empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) ao setor privado e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Como tal, abrange igualmente compras pelo Eurosistema de títulos de dívida de instituições financeiras não monetárias ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme*). A última observação refere-se a janeiro de 2020.

Em geral, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao setor privado manteve-se globalmente estável, num contexto de evolução divergente entre setores. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de IFM ao setor privado (corrigida de vendas, titularização e fluxos de caixa nocionais – *notional cash pooling* – de empréstimos) situou-se em 3,8% em janeiro, o que compara com 3,7% em dezembro (ver o gráfico 18). Enquanto a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias manteve uma trajetória ligeiramente ascendente (3,7% em janeiro, face a 3,6% em dezembro), a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às empresas estabilizou em 3,2%, confirmando assim a sua moderação desde setembro de 2018. A considerável heterogeneidade do crescimento dos empréstimos entre os países reflete, por exemplo, diferenças entre países no crescimento económico, variações na disponibilidade de outras fontes de financiamento, o nível de endividamento das famílias e das empresas, bem como heterogeneidade na evolução dos preços da habitação entre países (ver o gráfico 20).

A moderação do crescimento dos empréstimos às empresas está em linha com o seu padrão cíclico de desfaseamento face à atividade económica real.

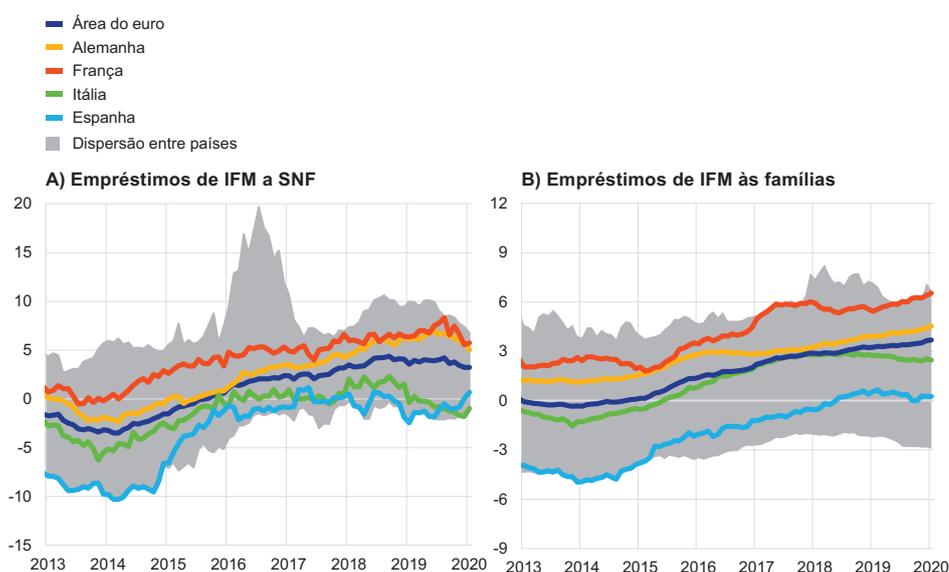
A moderação dos empréstimos bancários às empresas continua a concentrar-se nos setores da indústria transformadora e do comércio, que são particularmente afetados pelo abrandamento persistente da atividade mundial. Pelo contrário, até ao momento não houve muitos indícios de efeitos de repercussão ao setor dos serviços (incluindo empresas que prestam serviços relacionados com o imobiliário), que representa a maior percentagem do crescimento dos empréstimos às SNF. A julgar pelos resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito para a área do euro, o abrandamento do crescimento dos empréstimos às empresas parece ser

impulsionado sobretudo pela procura, por exemplo, resultante de necessidades de financiamento mais baixas para fins de investimento fixo. As propriedades de indicador avançado do inquérito apontam também para uma nova moderação do crescimento dos empréstimos às empresas no primeiro semestre de 2020. Até ao momento, os critérios aplicados à concessão de empréstimos têm permanecido globalmente inalterados, num contexto de ligeira reavaliação negativa do risco de crédito das empresas, em particular para as pequenas e médias empresas, que tende a ser particularmente sensível ao ciclo económico.

Gráfico 20

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

(variação anual, em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo, com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a janeiro de 2020.

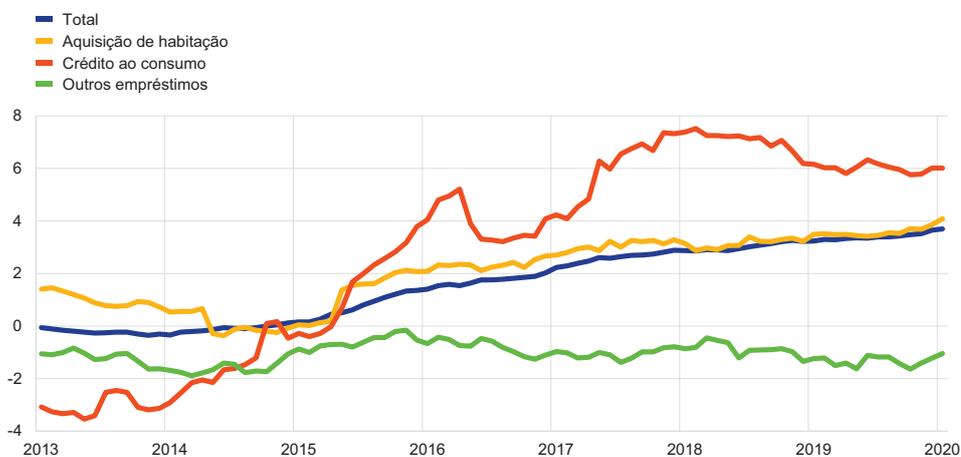
Os empréstimos às famílias para aquisição de habitação prosseguiram a sua trajetória ascendente gradual, enquanto o crescimento do crédito ao consumo estabilizou.

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação aumentou para 4,1%, face a 3,9% em dezembro, continuando a sua trajetória ascendente estável desde 2015 (ver o gráfico 21). A taxa de crescimento homóloga do crédito ao consumo permaneceu robusta na área do euro, situando-se em 6% em janeiro, inalterada face a dezembro. Registou uma ligeira moderação em relação aos níveis acima de 7% no início de 2018. Comparativamente ao crescimento robusto dos empréstimos hipotecários e do crédito ao consumo, a taxa de crescimento homóloga de outros empréstimos às famílias permaneceu moderada em 1,0% em janeiro, face a 1,2% em dezembro. O enfraquecimento deste tipo de empréstimos pode ser atribuído, em larga medida, aos empréstimos a pequenas empresas (empresários em nome individual e sociedades de pessoas) que se registaram no setor das famílias. Estas entidades foram particularmente afetadas pelo abrandamento da atividade económica e podem também recorrer a fontes de financiamento não bancário, incluindo fundos internos, para cobrir as suas necessidades de financiamento.

Gráfico 21

Empréstimos de IFM às famílias por finalidade

(taxas de variação homólogas (%); dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

Notas: A série do total dos empréstimos às famílias foi corrigida de vendas e titularização de empréstimos. A última observação refere-se a janeiro de 2020.

O endividamento bruto das famílias estabilizou na área do euro nos últimos trimestres próximo do nível do final de 2007⁷. A estabilização na área do euro surge num contexto de uma evolução divergente da dívida das famílias entre os países. Ao mesmo tempo, os custos do serviço da dívida das famílias atingiram um novo mínimo histórico que apoia a sustentabilidade da dívida.

As condições de financiamento dos bancos mantiveram-se favoráveis.

O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro, que, desde o início de 2019, tem diminuído em linha com as taxas de mercado, manteve-se em níveis muito baixos no quarto trimestre de 2019 e em janeiro de 2020 (ver o gráfico 22). Esta evolução reflete uma queda considerável das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias para níveis historicamente baixos durante 2019, embora tenham recuperado, em particular como reação à propagação do coronavírus (COVID-19) desde o final de fevereiro. As taxas de depósito dos bancos da área do euro, que representam a maior parte do financiamento dos bancos e relativamente aos quais existem dados disponíveis até janeiro de 2020, mantiveram-se em mínimos históricos, contribuindo assim para condições de financiamento por dívida favoráveis. As condições de financiamento por dívida estão igualmente a beneficiar das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas), de acordo com o reportado pelos bancos no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito, bem como do reinício das aquisições líquidas do BCE em novembro de 2019.

As margens entre empréstimos e depósitos dos bancos da área do euro mantiveram-se globalmente estáveis em janeiro. Embora as margens entre empréstimos e depósitos aplicadas a novas empresas tenham sido comprimidas desde 2014, dado o declínio mais acentuado nas taxas aplicadas aos

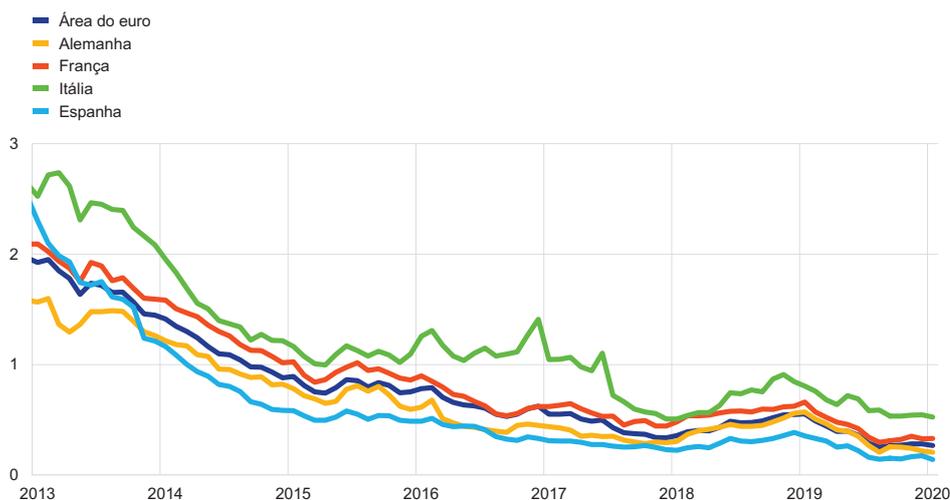
⁷ Ver [Households and non-financial corporations in the euro area: third quarter of 2019](#), Banco Central Europeu, janeiro de 2020 (disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE).

empréstimos do que nas taxas dos depósitos, as implicações para a rentabilidade desta compressão têm sido contrabalançadas por um aumento dos volumes de empréstimos. O efeito global sobre a margem financeira (ou seja, o produto entre as margens de empréstimos e os volumes de empréstimos) tem sido ligeiramente positivo ao longo deste período. Desde o corte na taxa da facilidade permanente de depósito efetuado em setembro de 2019 pelo BCE, a percentagem de depósitos detidos pelas empresas remunerados a taxas negativas aumentou novamente, apoiando assim as margens entre empréstimos e depósitos dos bancos, que se mantiveram em 1,34% em janeiro de 2020. Os bancos alcançaram também novos progressos na melhoria dos seus balanços, por exemplo, através da redução dos créditos não produtivos. No entanto, a rentabilidade dos bancos da área do euro permanece baixa quando comparada com padrões históricos, o que se deve também à forte concorrência existente dentro do setor bancário e instituições não bancárias, bem como à necessidade de uma melhor relação custo/eficácia no setor⁸.

Gráfico 22

Custo composto do financiamento por dívida dos bancos

(custo composto do financiamento através de depósitos e por dívida não garantido baseado no mercado; percentagens por ano)



Fontes: BCE, Markit iBoxx e cálculos do BCE.

Notas: O custo composto dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. A última observação refere-se a janeiro de 2020.

Taxas ativas favoráveis continuam a apoiar o crescimento económico.

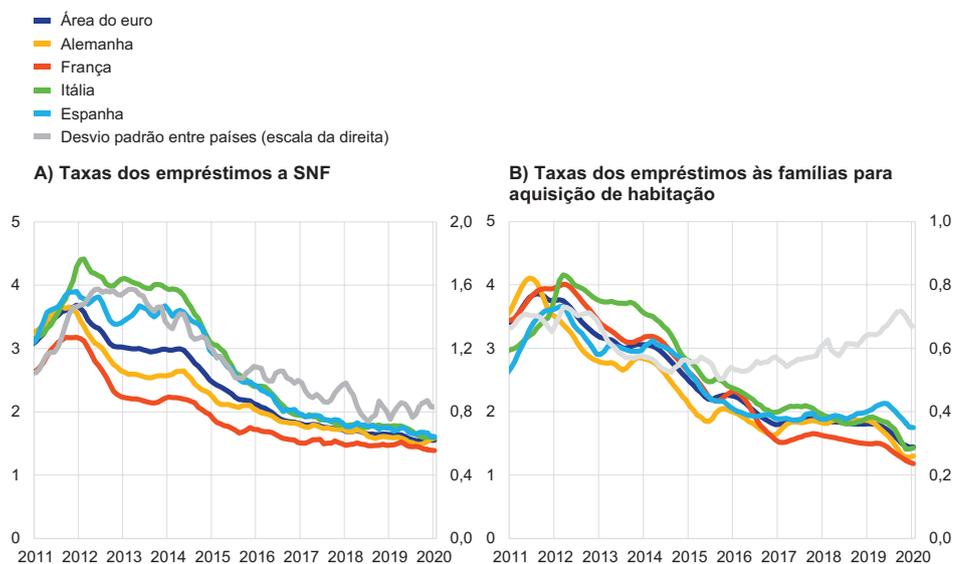
As taxas ativas bancárias compostas dos empréstimos às empresas e dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação mantiveram-se globalmente estáveis nos três meses até janeiro de 2020 (ver o gráfico 23). Tal está em linha com os movimentos contidos nas taxas de curto prazo do mercado e não obstante a volatilidade das taxas de mais longo prazo do mercado. Em janeiro de 2020, a taxa ativa bancária composta dos empréstimos às empresas manteve-se em 1,55%, inalterada face a dezembro e apenas ligeiramente acima do seu mínimo histórico de agosto de 2019. A taxa ativa bancária composta dos empréstimos

⁸ Ver [Financial Integration and Structure in the Euro Area](#), Banco Central Europeu, março de 2020 (disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE).

para aquisição de habitação permaneceu globalmente estável, em 1,44%, em comparação com o seu mínimo histórico de 1,41% em dezembro de 2019. As pressões concorrenciais, os custos de financiamento dos bancos favoráveis e a transmissão com o corte da taxa da facilidade permanente de depósito do BCE em setembro de 2019 mantiveram as taxas ativas aplicadas aos empréstimos às empresas e às famílias na área do euro próximo dos seus mínimos históricos. No geral, as taxas ativas bancárias compósitas aplicadas aos empréstimos às empresas e às famílias diminuíram significativamente desde o anúncio das medidas de redução da restritividade do crédito aplicadas pelo BCE em junho de 2014. Entre maio de 2014 e janeiro de 2020, as taxas ativas bancárias compósitas aplicadas aos empréstimos às empresas e às famílias para aquisição de habitação caíram cerca de 140 e 150 pontos base, respetivamente.

Gráfico 23
Taxas ativas compósitas em países da área do euro selecionados

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



Fonte: BCE.

Notas: O indicador para o custo total do financiamento dos bancos é calculado através da agregação das taxas de curto e longo prazo, utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes de novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a janeiro de 2020.

O fluxo homólogo do financiamento externo total das SNF da área do euro estabilizou em níveis sólidos no quarto trimestre de 2019 (ver o painel A do gráfico 24).

Os fluxos de financiamento por dívida às SNF têm registado uma moderação desde o quarto trimestre de 2018, a par de um abrandamento da atividade económica. Porém, a tendência descendente dos fluxos de financiamento externo foi interrompida no último trimestre de 2019. Em 2019, a emissão líquida de obrigações atingiu níveis, em geral, similares aos de 2016-2017, embora excedendo por uma margem significativa o nível de 2018. Ao mesmo tempo, o financiamento dos bancos às empresas abrandou na parte final de 2019, devido à redução das necessidades de financiamento das empresas relacionada com os efeitos desfasados da moderação da atividade económica desde meados de 2018 e apesar de custos relativos favoráveis do financiamento por dívida.

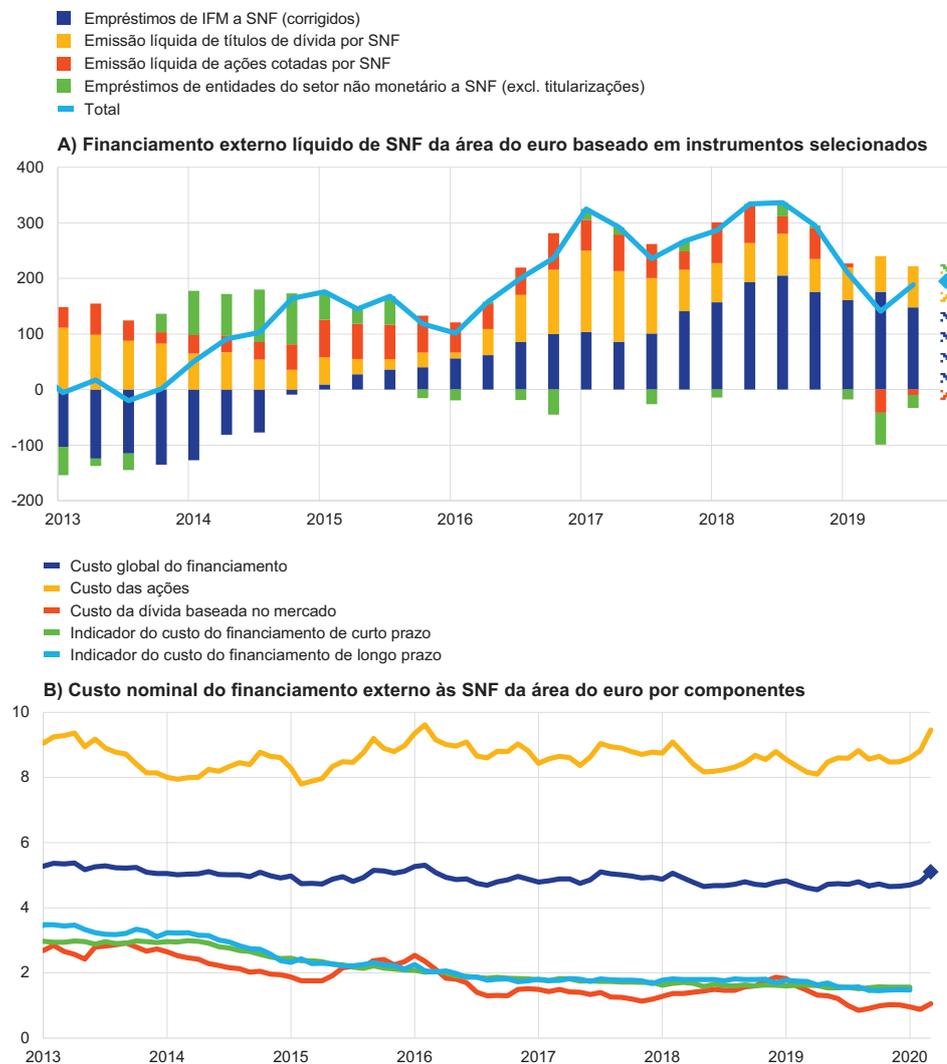
Os empréstimos de entidades não bancárias (setor não monetário) tornaram-se menos negativos no terceiro trimestre de 2019, antes de passarem a ser ligeiramente positivos no quarto trimestre, apontando para um fortalecimento moderado da emissão de obrigações de empresas através de sociedades-veículo de financiamento das SNF. Os dados recentes sugerem que a emissão líquida de títulos de dívida foi forte em janeiro e fevereiro de 2020. A emissão líquida de ações cotadas passou a ser mais negativa em termos homólogos no quarto trimestre de 2019, refletindo o enfraquecimento continuado da atividade de emissão, uma mudança de ações cotadas para ações não cotadas no segundo trimestre de 2019 e um efeito de base considerável. Além disso, custo persistentemente mais elevado das ações cotadas, em comparação com o custo do financiamento por dívida das empresas, atenua o uso de ações cotadas como instrumento financeiro.

Em janeiro de 2020, o custo de financiamento para as SNF manteve-se próximo do nível de setembro de 2019, mas prevê-se ter aumentaram significativamente desde então (ver o painel B do gráfico 24).

Em janeiro de 2020, o custo nominal global do financiamento externo das SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações, era de 4,7%. Como tal, em janeiro de 2020 o custo de financiamento era apenas 14 pontos base superior ao de abril de 2019, momento em que a série estava no seu mínimo histórico. No entanto, desde então e até ao final do período de referência (11 de março de 2020), prevê-se que o custo de financiamento geral tenha aumentado de forma acentuada para 5,1%. Tal reflete um aumento tanto do custo das ações como do custo da dívida baseada no mercado de 85 e 10 pontos base, respetivamente. A evolução em ambos os indicadores dos custos pode atribuir-se à deterioração rápida e acentuada do sentimento face ao risco, devido à propagação do coronavírus que conduziu a prémios de risco das ações mais elevados e a diferenciais das obrigações de empresas mais alargados (ver a secção 2).

Gráfico 24 Financiamento externo das SNF da área do euro

(fluxos anuais em EUR mil milhões – painel A; percentagens por ano – painel B)



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

Notas: Painel A: O financiamento externo líquido equivale à soma de empréstimos de IFM, emissão líquida de títulos de dívida, emissão líquida de ações cotadas e empréstimos do setor não monetário. Os empréstimos de IFM são corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (*cash pooling*). Os empréstimos do setor não monetário incluem empréstimos concedidos por outras instituições financeiras e sociedades de seguros e fundos de pensões líquidos de empréstimos titularizados. A barra padronizada refere-se à previsão de muito curto prazo para o quarto trimestre de 2019. Painel B: O custo global do financiamento das SNF é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações, com base nos respetivos saldos. O losango azul refere-se à previsão de muito curto prazo para março de 2020 para o custo global do financiamento, no pressuposto de que as taxas ativas bancárias se mantêm inalteradas nos níveis de janeiro de 2020. Última observação: Painel A: T3 2019 para dados das contas da área do euro. Estimativas para T4 2019 baseadas no BSI do BCE, dados do SEC e Dealogic. Painel B: 11 de março de 2020 para o custo das ações e o custo da dívida baseada no mercado, janeiro de 2020 para o custo dos empréstimos.

6 Evolução orçamental

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, projeta-se que o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro diminua em 2020 e 2021 e que estabilize em 2022. Pode atribuir-se este declínio primordialmente a uma redução dos excedentes primários. Estes desenvolvimentos refletem-se igualmente na orientação orçamental expansionista que, de acordo com as projeções, se prevê expansionista tanto em 2020 como em 2021 e globalmente neutra em 2022. Apesar da orientação orçamental relativamente expansionista, nas projeções prevê-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB na área do euro se mantenha numa trajetória descendente gradual devido ao diferencial favorável entre a taxa de juro e a um saldo primário ligeiramente positivo ao longo de todo o período. A evolução decorrente da propagação do coronavírus (COVID-19), após as projeções estarem concluídas, aponta, no entanto, para uma nova expansão da orientação orçamental. Neste aspeto, o compromisso assumido pelo Eurogrupo de ação conjunta e coordenada das políticas deve receber um forte apoio.

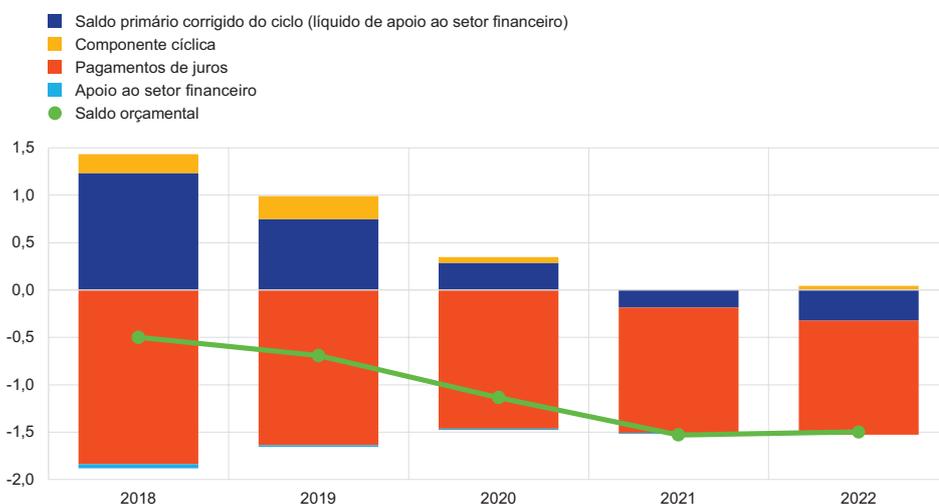
Nas projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, projeta-se que o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro diminuirá em 2020 e 2021 e que estabilizará em 2022⁹.

Com base nas projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, o rácio do défice das administrações públicas da área do euro deverá aumentar de 0,7% do PIB em 2019 para 1,1% em 2020 e, em seguida, para 1,5% em 2021 e em 2022 (ver o gráfico 25). A diminuição do saldo orçamental em 2020 e 2021 resulta sobretudo de um saldo primário corrigido do ciclo mais baixo. Tal é parcialmente compensado pelas menores despesas com juros, ao passo que a componente cíclica apresenta uma descida marginal durante o horizonte de projeção.

⁹ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE - março de 2020](#), publicadas no sítio do BCE em 12 de março de 2020 (também disponíveis no sítio do Banco de Portugal).

Gráfico 25 Saldo orçamental e respetivas componentes

(percentagem do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE.
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado da área do euro.

De acordo com as projeções de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas orçamentais para a área do euro para o período 2020-2022 mostram uma política orçamental notoriamente mais propícia do que a indicada nas projeções de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema. O saldo orçamental das administrações públicas em percentagem do PIB foi revisto, diminuindo 0,2 pontos percentuais em 2020 e 0,4 pontos percentuais tanto em 2021 como 2022. Estas revisões resultam de um saldo primário mais baixo e uma componente cíclica mais fraca do que o esperado, enquanto a componente das despesas com juros permanece inalterada.

A orientação orçamental agregada da área do euro é avaliada como sendo expansionista em 2020 e 2021 e globalmente neutra em 2022¹⁰. Estima-se que a orientação orçamental tenha sido ligeiramente expansionista em 2019 e prevê-se que continue a ser menos restritiva em 2020 e 2021, prestando apoio à atividade económica. Tal deve-se sobretudo a um aumento das despesas, em particular com transferências na Alemanha, em Espanha e em Itália, bem como a cortes nos impostos diretos e nas contribuições para a segurança social em França e nos Países Baixos. Em 2022, espera-se que a orientação orçamental seja globalmente neutra.

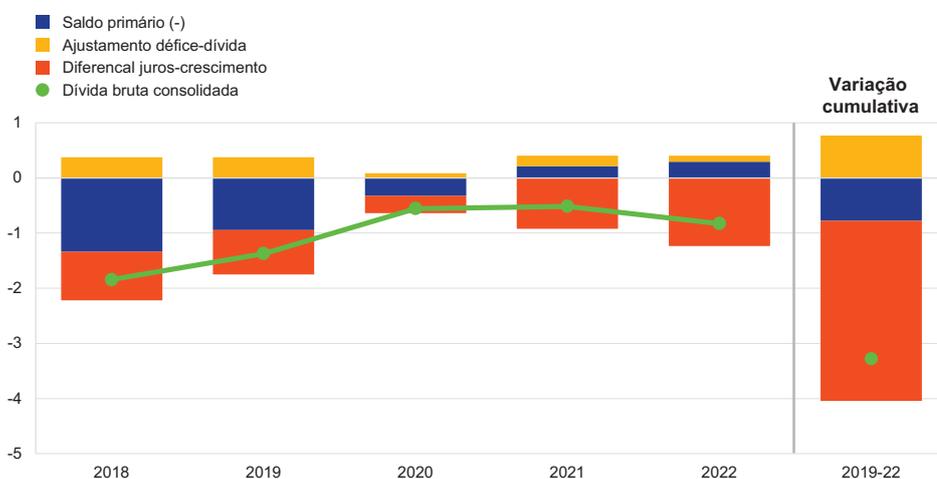
As projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE indicam que o rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro prosseguirá numa trajetória descendente gradual. De acordo com as projeções, espera-se que o rácio agregado da dívida

¹⁰ A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo das políticas orçamentais à economia, 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 de auxílios estatais ao setor financeiro. 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 (disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE).

pública em relação ao PIB da área do euro diminua de 84,5% do PIB em 2019 para 82,6% do PIB em 2022. Esta redução é apoiada por um diferencial favorável entre a taxa de juro e o crescimento¹¹, ao passo que a contribuição do saldo primário está próxima de zero durante todo o horizonte de previsão (ver o gráfico 26). Em comparação com as projeções de dezembro de 2019, projeta-se que o rácio de dívida diminua mais lentamente devido aos excedentes primários abaixo das projeções e uma componente cíclica menos favorável. A propagação do coronavírus mais rápida desde que as projeções de março de 2020 foram concluídas sugere que a trajetória do rácio da dívida pública em relação ao PIB seja mais grave do que a prevista nas projeções.

Gráfico 26 Fatores impulsionadores da variação na dívida pública

(pontos percentuais do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE.
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado da área do euro.

A propagação do coronavírus tem sido um choque significativo para as economias da área do euro e do mundo, exigindo uma resposta ambiciosa e coordenada em termos de política orçamental. Neste momento, é necessário um apoio atempado e direcionado ao setor da saúde, bem como a empresas e famílias afetadas, para responder ao problema da saúde pública de conter a propagação do coronavírus e mitigar o seu impacto económico. Por conseguinte, apoia-se fortemente o compromisso do Eurogrupo de ação conjunta e coordenada das políticas.

¹¹ Para mais informações, ver a caixa intitulada [Diferencial entre a taxa de juro e o crescimento e dinâmica da dívida pública](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019.

Caixas

1 Utilização de informação de artigos de jornal como indicador da atividade económica real

Por Massimo Ferrari e Helena Le Mezo

Os métodos de análise de textos têm sido amplamente utilizados na literatura económica para medir o risco e a incerteza a nível macroeconómico¹². Existe, contudo, evidência limitada no que toca ao volume de informação sobre a atividade económica real que pode ser extraído de tais índices. Esta caixa apresenta um indicador da atividade económica real nos Estados Unidos baseado na análise textual de artigos de jornais. O indicador é construído recorrendo a dados da base de dados Factiva, que reúne todos os artigos publicados pelos principais jornais de um vasto leque de países. Os artigos de jornais publicados nos Estados Unidos são extraídos da base de dados e utilizados para construir um indicador da atividade baseado em textos¹³. Para cada dia desde janeiro de 1970, o indicador mede o número de artigos que abordam um abrandamento (ou uma recessão) da economia dos Estados Unidos face ao total de artigos publicados nos Estados Unidos. Intuitivamente, o índice construído deverá apresentar um co-movimento com o ciclo económico, dado que os jornais dedicam mais espaço ao tema do abrandamento económico. Além disso, o indicador deverá reagir mais rapidamente a desenvolvimentos no ciclo económico que levam tempo a refletir-se em variáveis macroeconómicas agregadas e são muitas vezes publicados com desfasamento. Por último, este índice pode ser facilmente atualizado com uma frequência elevada (diariamente) e aplicado a um elevado número de economias avançadas e emergentes.

O índice construído pode ser utilizado para acompanhar em tempo real a atividade económica real nos Estados Unidos. O gráfico A mostra que o indicador apresenta uma boa correlação com períodos de abrandamento económico nos Estados Unidos, quando estes são medidos em termos de diminuição da produção industrial ou das datas de recessão estabelecidas pelo Gabinete Nacional de Estudos Económicos (National Bureau of Economic Research – NBER). Esta correlação sugere que o índice baseado em textos

¹² Exemplos recentes incluem Caldara, D. e Iacoviello, M., “Measuring Geopolitical Risk”, *International Finance Discussion Papers*, n.º 1222, Board of Governors of the Federal Reserve System (Estados Unidos), 2018; Baker, R.S., Bloom, N. e Davis, S.J., “Measuring Economic Policy Uncertainty”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131(4), Oxford University Press, 2016, pp. 1593-1636; para uma abordagem recente de análise de textos aplicada à área do euro, consultar Azqueta-Gavaldón, A., Hirschbühl, D., Onorante, L. e Saiz, L., “Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a machine learning approach”, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, Frankfurt am Main, novembro de 2019.

¹³ Utilizando a mesma metodologia que a adotada por Caldara, D. e Iacoviello, M., “Measuring Geopolitical Risk”, *International Finance Discussion Papers*, n.º 1222, Board of Governors of the Federal Reserve System (Estados Unidos), 2018.

pode ser utilizado como um indicador em tempo real para acompanhar a evolução económica com uma frequência elevada, uma vez que contém informação relevante sobre o ciclo económico.

Gráfico A

Índice baseado em textos e recessões nos Estados Unidos

(indicador de abrandamento baseado em textos; recessões e produção industrial nos Estados Unidos, índice (2010=100))



Fontes: Factiva, Haver Analytics e cálculos dos autores.

Notas: O indicador baseado em textos é construído a partir do rácio entre o número de artigos publicados nos Estados Unidos que abordam um abrandamento da economia norte-americana e o total de artigos publicados diariamente nos Estados Unidos. Os dados são depois agregados com uma frequência mensal. A última observação refere-se a janeiro de 2020.

O índice tem também um conteúdo de previsão da futura atividade económica.

Este pressuposto pode ser formalmente testado acrescentando o indicador baseado em textos a um modelo-padrão de probabilidade de recessão¹⁴. É estimada a seguinte equação:

$$P(Crisis)_{t+k} = \alpha + \beta^1 [yield_t^{3-months} - yield_t^{10-year}] + \beta^2 Index_t + \varepsilon_{t+k} \quad (1)$$

em que a probabilidade de recessão no horizonte futuro ($t + k$) é prevista pela inclinação da curva de rendimentos no horizonte presente (a diferença entre taxas de rendibilidade de curto e de longo prazo), que constitui um elemento típico de previsão de recessão, e pelo indicador baseado em textos¹⁵. O índice fornece informação adicional sobre a inclinação da curva de rendimentos dos Estados Unidos. A adequação do ajustamento dos modelos de probabilidade de recessão é sintetizada pela chamada curva característica de operação do recetor, ou curva ROC, que pode ser vista como uma medida da exatidão das previsões efetuadas

¹⁴ Com base em Wright, J.H., "The yield curve and predicting recessions", *Finance and Economics Discussion Series*, 2006-07, Divisions of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C., fevereiro de 2006.

¹⁵ Os modelos de curva de rendimentos foram revistos recentemente no contexto dos programas de compra de ativos dos principais bancos centrais. Ver a caixa intitulada "US yield curve inversion and financial market signals of recession", *Boletim Económico*, Número 1, BCE, Frankfurt am Main, 2020.

utilizando o modelo¹⁶. A estatística da curva ROC é reportada no gráfico B e mostra que a especificação aplicando o índice baseado em artigos de jornais é superior à curva de rendimentos simples em horizontes de curto prazo. A inclusão de dados de artigos de jornais na estimação melhora significativamente o desempenho do modelo. Esta avaliação é robusta a uma definição de recessão distinta da utilizada pelo NBER (segundo a qual uma recessão é definida como oito meses consecutivos de contração da produção industrial) e à exclusão do período da crise financeira mundial.

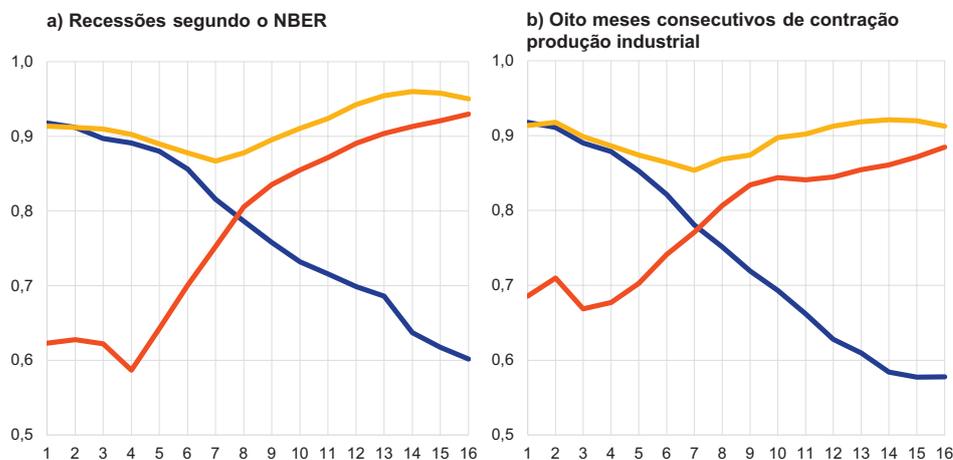
A evidência apresentada nesta caixa indica que a informação extraída de artigos de jornais é útil para acompanhar a evolução económica e complementa os dados macroeconómicos. Os artigos de jornais reúnem um vasto leque de informação sobre o ciclo económico, que não surge imediatamente nas séries temporais macroeconómicas. O facto de este tipo de indicador baseado em textos estar disponível e poder ser atualizado diariamente torna-o útil e relevante para o acompanhamento e a previsão de desenvolvimentos económicos, em particular em horizontes de curto prazo.

Gráfico B

Estatísticas de adequação do ajustamento para os modelos de probabilidade de recessão em horizontes de previsão com diferentes meses de antecedência

(Índice, à esquerda)

- Apenas o índice
- Apenas a curva de rendimentos
- Índice e curva de rendimentos



Fontes: Factiva, Haver Analytics e cálculos dos autores.

Notas: A adequação do ajustamento assenta na estatística da curva ROC obtida a partir do modelo de probabilidade de recessão estimado: i) apenas com a curva de rendimentos; ii) apenas com o índice baseado em textos; iii) tanto com o índice baseado em textos como com a curva de rendimentos em cada horizonte de previsão. A estatística é calculada como a distância normalizada entre as previsões corretas do modelo e uma atribuição aleatória (isto é, probabilidade de contração 50% constante); quanto maior for a distância, maior será o valor da estatística da curva ROC. A última observação refere-se a janeiro de 2020.

¹⁶ A curva ROC compara os verdadeiros positivos (ou seja, a avaliação de uma recessão quando se verifica efetivamente uma recessão) com os falsos positivos (isto é, a avaliação de uma recessão quando esta não existe). Quanto mais próxima do eixo vertical estiver a estatística da curva ROC estimada, maior o poder de previsão do modelo. Além disso, é possível resumir o gráfico ROC calculando a área situada abaixo da curva ROC mas acima da linha de 45 graus (que implica atribuições aleatórias). Quanto maior for a área abaixo da curva, mais exato é o modelo.

2 O papel da tributação de multinacionais na primeira inversão dos fluxos de investimento direto estrangeiro na área do euro

Por Virginia Di Nino e Andrejs Semjonovs

A presente caixa explica como a tributação das empresas multinacionais, na sequência da recente reforma do imposto sobre as sociedades nos Estados Unidos, afetou os fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE) de e para a área do euro¹⁷. Na área do euro, tal como noutras economias avançadas, os investimentos no estrangeiro de empresas residentes ultrapassam normalmente os investimentos de empresas estrangeiras na área do euro. No entanto, no decurso de 2018, as saídas líquidas de IDE (que também podem ser descritas como os ativos líquidos de IDE da área do euro – geralmente os investimentos de empresas nacionais em empresas coligadas estrangeiras) passaram a entradas e as entradas líquidas de IDE (ou passivos líquidos, ou seja, os investimentos líquidos de empresas estrangeiras na área do euro) passaram a ser saídas. Estes movimentos de capitais estiveram, em grande parte, relacionados com determinadas medidas adotadas no âmbito da reforma do imposto sobre as sociedades nos Estados Unidos que entrou em vigor no início de 2018¹⁸.

A inversão dos fluxos de IDE da área do euro deveu-se exclusivamente aos fluxos de e para i) os Estados Unidos e ii) centros *offshore* (ver o gráfico A). As multinacionais dos Estados Unidos procederam a desinvestimentos na área do euro (gerando saídas líquidas de IDE em termos bilaterais) em 2017, isto é, antes da reforma do imposto sobre as sociedades, mas os fluxos agregados de IDE na área do euro registaram uma inversão no segundo semestre de 2018, dado que os centros *offshore* começaram também a desinvestir na área do euro.

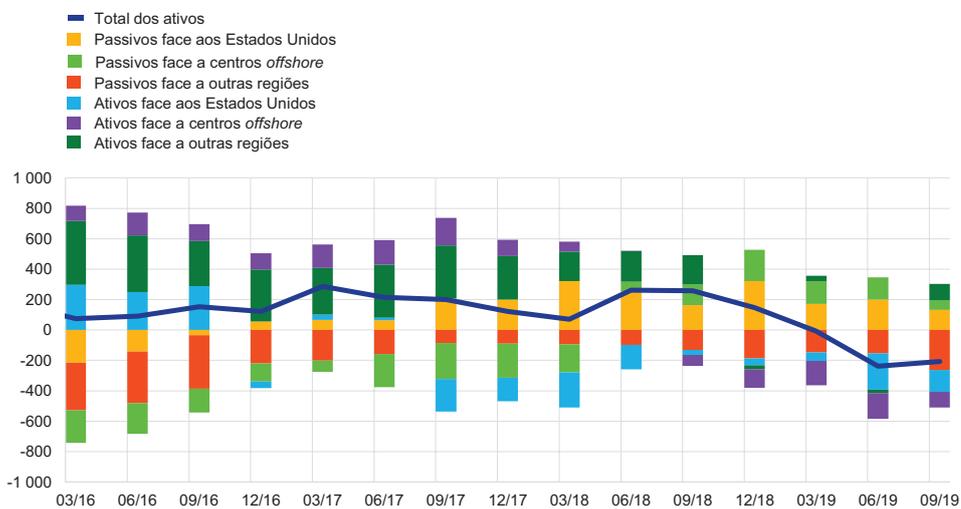
¹⁷ Ver também a caixa intitulada “Euro area foreign direct investment since 2018: the role of special purpose entities”, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2019.

¹⁸ Ver ainda o artigo intitulado “Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective”, na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico A

Fluxos de IDE da área do euro (ativos líquidos e passivos líquidos) por origem ou região beneficiária

(soma móvel de quatro trimestres das operações, em mil milhões de euros, sem correção de sazonalidade)



Fonte: Eurostat.

Notas: Relativamente aos ativos, um valor positivo (negativo) indica compras (vendas) líquidas de instrumentos de fora da área do euro por investidores da área do euro. Relativamente aos passivos, um valor positivo (negativo) indica compras (vendas) líquidas de instrumentos da área do euro por investidores de fora da área do euro. Os centros *offshore* são: Andorra, Antígua e Barbuda, Anguila, Aruba, Barém, Bermudas, Baamas, Belize, Ilhas Cook, Curaçau, Granada, Guernsey, Gibraltar, RAE de Hong Kong, Ilha de Man, Jersey, São Cristóvão e Neves, Ilhas Caimão, Líbano, Santa Lúcia, Listenstaine, Libéria, Ilhas Marshall, Monserrate, Maurícia, Nauru, Niué, Panamá, Filipinas, Seicheles, Singapura, Sint Maarten, Ilhas Turcas e Caicos, São Vicente e Granadinas, Ilhas Virgens Britânicas, Ilhas Virgens Americanas, Vanuatu e Samoa. As observações mais recentes dizem respeito ao terceiro trimestre de 2019.

A inversão dos fluxos líquidos de IDE ocorreu apenas em determinados centros financeiros da área do euro, ou seja, nos países com grandes fluxos financeiros, e verificou-se através das transações realizadas por entidades de finalidade especial (ver o gráfico B).

Em outras economias da área do euro, os fluxos continuaram a ser reduzidos, não tendo sido possível identificar uma recomposição geográfica significativa das operações de IDE. Além disso, a inversão de duplo sentido (ativos e passivos) reflete o elevado grau de co-movimento entre fluxos de ativos e passivos nos países sujeitos aos “movimentos de ida e volta” (*round-tripping*) e às práticas de transferência de empresas multinacionais¹⁹. Contudo, na Irlanda, a retração das entradas e saídas brutas de IDE decorreu sobretudo de operações com outros centros financeiros da área do euro (e não com os Estados Unidos) e concretizou-se mais cedo, tendo começado no quarto trimestre de 2017²⁰. Atendendo à estrutura complexa da rede mundial de IDE, uma possível explicação coerente com esta evidência é que poderá ter ocorrido alguma repatriação de lucros da Irlanda por via de outros centros financeiros da área do euro.

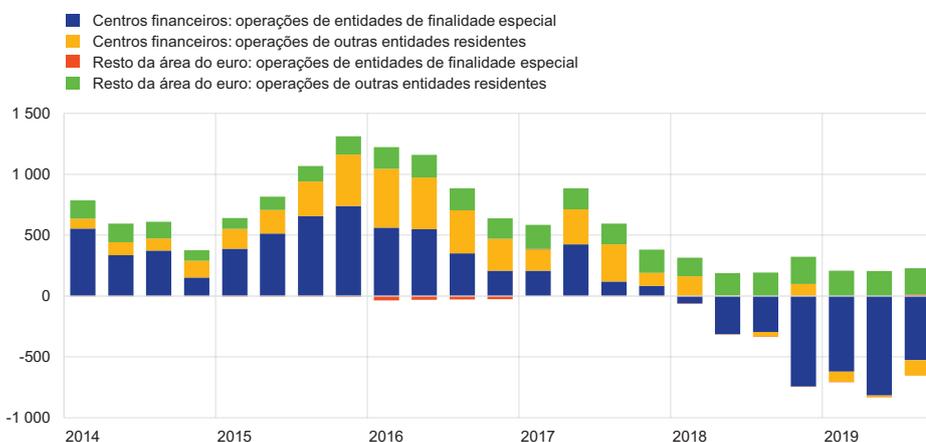
¹⁹ Os “movimentos de ida e volta” (*round-tripping*) envolvem a venda de ativos por uma empresa a outra empresa (ou empresas), geralmente localizada numa jurisdição diferente, com um acordo de recompra dos mesmos ativos ou de ativos semelhantes por cerca do mesmo preço. Estas operações inflacionam as receitas e os custos sem afetar os lucros. Estão frequentemente associadas a práticas de transferência, em que a outra empresa paga os impostos sobre o rendimento dos ativos e a empresa original obtém assim uma redução de imposto.

²⁰ Ver Emter, L., Kennedy, B. e McQuade, P., “US profit repatriations and Ireland’s Balance of Payments statistics”, *Quarterly Bulletin*, Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, T2 2019.

Gráfico B

Operações sobre passivos de IDE da área do euro: entidades de finalidade especial face a outras entidades coligadas residentes

(soma móvel de quatro trimestres das operações, em mil milhões de euros, sem correção de sazonalidade)



Fontes: OCDE e Eurostat.

Notas: As partes a azul e a vermelho refletem as entradas líquidas de investimentos em unidades operacionais que são entidades de finalidade especial. As partes a amarelo e a verde refletem as entradas líquidas IDE em outras entidades residentes na área do euro coligadas a empresas estrangeiras. Os centros financeiros são: Bélgica, Luxemburgo e Países Baixos. O resto da área do euro inclui todos os outros países, com à exceção de Espanha, Chipre, Letónia e Malta, excluídos por falta de dados. As observações mais recentes dizem respeito ao terceiro trimestre de 2019.

A decomposição dos fluxos brutos de IDE por tipo de instrumento revela que a inversão envolveu principalmente capital próprio, mas excluiu a componente de lucros reinvestidos (ver o gráfico C). Neste aspeto, a inversão sublinha o facto de as decisões de IDE refletirem sobretudo considerações fiscais. Não desencadeou uma recomposição nem uma deslocalização de IDE sob a forma de títulos de participação no capital próprio e de dívida para outras economias da área do euro. Além disso, os lucros reinvestidos não foram, em geral, afetados, uma vez que os lucros anteriores repatriados à taxa preferencial pontual concedida pelas empresas dos Estados Unidos não foram registados como distribuição de rendimentos (os “superdividendos” – ou os grandes dividendos excepcionais – são registados na balança de pagamentos como operações de IDE sob a forma de capital próprio). Em resultado e no contexto de um IDE líquido estável na Irlanda e da redomiciliação para o país de algumas grandes empresas multinacionais dos Estados Unidos, as receitas do imposto sobre as sociedades continuaram a aumentar na Irlanda em 2018²¹.

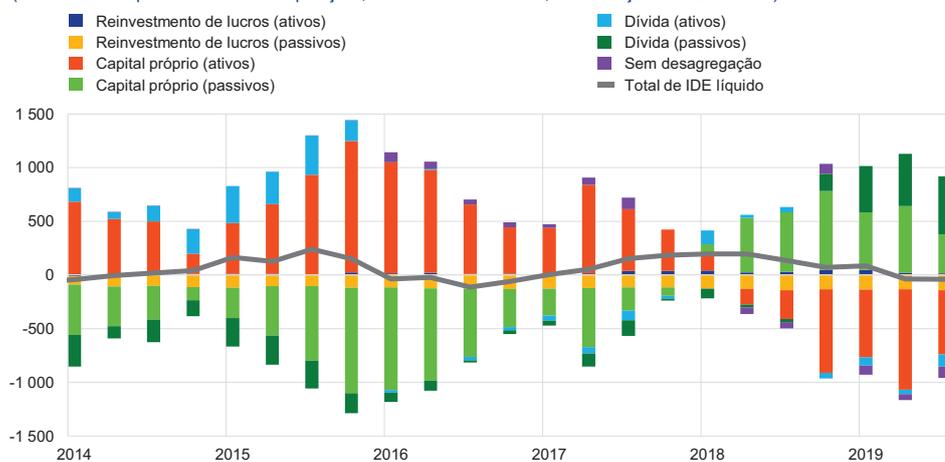
Embora se esperasse que algumas disposições da reforma fiscal dos Estados Unidos tivessem efeitos transitórios nas operações de IDE, a reforma também incluía medidas contra a erosão da base tributável que podem afetar os fluxos brutos e líquidos de IDE a longo prazo. A reforma implicou uma taxa de imposto sobre lucros anteriores não repatriados pontualmente mais reduzida. Todavia, a atual isenção total de imposto em vigor para os rendimentos no estrangeiro sob a

²¹ No passado, os cortes nos impostos sobre as sociedades nos Estados Unidos parecem ter aumentado o emprego e o crescimento na Irlanda por meio do investimento em indústrias financiadas externamente. Desta vez, porém, poderá haver um risco de saídas de capitais, como consequência da alteração das atividades das empresas multinacionais no país. Ver Clancy, D., “US corporate tax rate cuts: Spillovers to the Irish economy”, *Working Paper Series*, n.º 38, Mecanismo Europeu de Estabilidade, 2019.

Gráfico C

Fluxos líquidos de IDE nos centros financeiros da área do euro (ativos e passivos) por tipo de instrumento financeiro

(soma móvel de quatro trimestres das operações, em mil milhões de euros, sem correção de sazonalidade)



Fonte: OCDE.

Notas: Os dados referentes à Irlanda não foram divulgados para alguns trimestres no que toca à dívida, ao capital próprio e ao reinvestimento de componentes dos resultados. Não estão disponíveis dados para Malta e Chipre. Os passivos líquidos são reportado em escala inversa na secção negativa (quando positivos) do eixo vertical. As observações mais recentes dizem respeito ao terceiro trimestre de 2019.

forma de dividendos é, em geral, igualmente aplicável quer estes sejam repatriados ou detidos no estrangeiro. Esta situação enfraquece o incentivo para que as multinacionais dos Estados Unidos reinvestirem os lucros no estrangeiro. Além disso, a reforma compreende também medidas contra a erosão da base tributável que podem afetar os fluxos brutos e líquidos de IDE a longo prazo. Reduz os incentivos para que as empresas dos Estados Unidos transferirem os seus ativos incorpóreos para centros *offshore* ao prever uma dedução fiscal de até 37,5% para os rendimentos decorrentes de ativos incorpóreos externos. A inversão dos fluxos brutos de IDE da área do euro poderá, assim, constituir uma transição para um novo equilíbrio do investimento estrangeiro. Apesar de ainda ser cedo para uma avaliação, os desinvestimentos prosseguiram em 2019 e, nos centros financeiros da área do euro, afetaram não só passivos de capital próprio, mas também a componente de dívida do IDE (ver o gráfico C). As estimativas mensais para o último trimestre de 2019 sugerem que a inversão poderá ter chegado ao fim, e que uma normalização das condições poderá estar prestes a verificar-se, mas os fluxos permaneceram bastante moderados em termos históricos.

3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 30 de outubro de 2019 a 28 de janeiro de 2020

Por Pamina Karl e Marco Weißler

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante o sétimo e oitavo períodos de manutenção de reservas de 2019, que decorreram de 30 de outubro a 17 de dezembro de 2019 e de 18 de dezembro de 2019 a 28 de janeiro de 2020, respetivamente. O período em análise compreende o início do sistema de dois níveis para a remuneração da liquidez excedentária. A partir do sétimo período de manutenção de reservas, que teve início em 30 de outubro de 2019, este sistema isenta parte da liquidez excedentária das instituições de crédito (ou seja, as reservas de liquidez detidas para além das reservas mínimas obrigatórias) da remuneração negativa à taxa aplicável à facilidade permanente de depósito²². Ao invés, esta liquidez excedentária é atualmente remunerada a uma taxa homóloga de 0%. Outras alterações recentes incluem os reembolsos líquidos da liquidez proporcionada pelas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas), bem como a retoma das compras de ativos.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos líquidos e reservas mínimas, situaram-se em 1505,7 mil milhões de euros, um montante 53,7 mil milhões de euros inferior ao do período em análise precedente (ou seja, o quinto e sexto períodos de manutenção de reservas de 2019; ver o quadro A). Os fatores autónomos líquidos diminuíram 55,4 mil milhões de euros, enquanto as reservas mínimas obrigatórias aumentaram 1,7 mil milhões de euros para 134,3 mil milhões de euros.

O decréscimo dos fatores autónomos líquidos foi impulsionado sobretudo por um aumento no ativo do balanço do Eurosistema (disponibilidades líquidas sobre o exterior e ativos líquidos denominados em euros). Os fatores autónomos no lado do ativo aumentaram 55,1 mil milhões de euros para 1009,1 mil milhões de euros, refletindo tanto um aumento de 33,2 mil milhões de euros nas disponibilidades líquidas sobre o exterior (similar ao crescimento registado no período analisado precedente), como um aumento de 21,9 mil milhões de euros nos ativos líquidos denominados em euros para 238,0 mil milhões de euros. Os fatores autónomos no lado do passivo permaneceram praticamente

²² As reservas elegíveis das instituições financeiras são calculadas com base na média dos saldos de fim de dia dos depósitos à ordem da instituição durante o período de manutenção. A isenção das taxas de juro negativas aplica-se à liquidez excedentária nos depósitos à ordem até um determinado múltiplo das reservas mínimas obrigatórias da instituição. O Conselho do BCE fixou o multiplicador inicial em 6.

inalterados em termos agregados (tendo diminuído 0,4 mil milhões de euros). Ainda que outros fatores autónomos e as notas em circulação tenham aumentado, respetivamente, 42,3 mil milhões de euros e 20,0 mil milhões de euros, estas subidas foram plenamente compensadas pela diminuição dos depósitos das administrações públicas, que se situaram, em média, em 219,8 mil milhões de euros no período em análise, após terem alcançado um máximo histórico de 298,6 mil milhões de euros no sexto período de manutenção de reservas. Em geral, os fatores autónomos líquidos – definidos como fatores autónomos de absorção de liquidez no lado do passivo *menos* fatores autónomos de cedência de liquidez no lado do ativo – desceram para 1371,4 mil milhões de euros.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

| | Período em análise atual: 30 de outubro de 2019 a 28 de janeiro de 2020 | | | | | | Período analisado anterior: 31 de julho de 2019 a 29 de outubro de 2019 | |
|---|--|-----------------|---|-----------------|---|----------------|--|----------------|
| | Sétimo e oitavo períodos de manutenção | | Sétimo período de manutenção: 30 de outubro a 17 de dezembro | | Oitavo período de manutenção: 18 de dezembro a 28 de janeiro | | Quinto e sexto períodos de manutenção | |
| | | | | | | | | |
| Fatores de liquidez autónomos | 2 380,2 | (-0,4) | 2 384,8 | (-37,1) | 2 375,0 | (-9,8) | 2 380,6 | (+87,3) |
| Notas em circulação | 1 271,8 | (+20,0) | 1 262,9 | (+10,1) | 1 282,2 | (+19,3) | 1 251,8 | (+17,8) |
| Depósitos das administrações públicas | 219,8 | (-62,7) | 226,6 | (-72,1) | 211,8 | (-14,7) | 282,4 | (+11,9) |
| Outros fatores autónomos ¹ | 888,7 | (+42,3) | 895,3 | (+24,8) | 880,9 | (-14,4) | 846,4 | (+57,6) |
| Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias | 1 510,1 | (+284,9) | 1 528,0 | (+272,7) | 1 489,2 | (-38,8) | 1 225,2 | (-17,2) |
| Reservas mínimas obrigatórias | 134,3 | (+1,7) | 134,1 | (+0,9) | 134,5 | (+0,3) | 132,6 | (+2,5) |
| Facilidade permanente de depósito | 256,4 | (-253,6) | 257,9 | (-198,7) | 254,6 | (-3,3) | 510,0 | (-77,4) |
| Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) |

Fonte: BCE.

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

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

Ativo

(médias; mil milhões de euros)

| | Período em análise atual: 30 de outubro de 2019 a 28 de janeiro de 2020 | | | | | | Período analisado anterior: 31 de julho de 2019 a 29 de outubro de 2019 | |
|---|--|----------------|---|----------------|---|----------------|--|----------------|
| | Sétimo e oitavo períodos de manutenção | | Sétimo período de manutenção: 30 de outubro a 17 de dezembro | | Oitavo período de manutenção: 18 de dezembro a 28 de janeiro | | Quinto e sexto períodos de manutenção | |
| Fatores de liquidez autónomos | 1 009,1 | (+55,1) | 1 020,9 | (+32,7) | 995,4 | (-25,5) | 954,0 | (+41,7) |
| Disponibilidades líquidas sobre o exterior | 771,1 | (+33,2) | 773,3 | (+14,8) | 768,6 | (-4,7) | 737,9 | (+38,5) |
| Ativos líquidos denominados em euros | 238,0 | (+21,9) | 247,6 | (+17,9) | 226,9 | (-20,7) | 216,1 | (+3,2) |
| Instrumentos de política monetária | 3 272,2 | (-22,4) | 3 284,3 | (+5,1) | 3 258,1 | (-26,2) | 3 294,6 | (-46,6) |
| Operações de mercado aberto | 3 272,2 | (-22,4) | 3 284,3 | (+5,1) | 3 258,1 | (-26,2) | 3 294,6 | (-46,4) |
| Operações de leilão | 644,0 | (-39,9) | 665,5 | (-5,0) | 619,0 | (-46,5) | 683,9 | (-31,1) |
| OPR | 2,3 | (-0,2) | 1,8 | (-0,2) | 2,9 | (+1,1) | 2,5 | (-2,6) |
| ORPA com prazo de 3 meses | 3,4 | (+0,5) | 2,7 | (-0,1) | 4,3 | (+1,6) | 2,9 | (-0,3) |
| Operações das ORPA direcionadas II | 589,8 | (-87,3) | 657,6 | (-5,3) | 510,8 | (-146,8) | 677,2 | (-29,5) |
| Operações das ORPA direcionadas III | 48,5 | (+47,2) | 3,4 | (+0,6) | 101,1 | (+97,7) | 1,3 | (+1,3) |
| Carteiras definitivas | 2 628,2 | (+17,5) | 2 618,8 | (+10,1) | 2 639,1 | (+20,3) | 2 610,7 | (-15,1) |
| Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes | 2,0 | (-0,8) | 2,3 | (-0,5) | 1,7 | (-0,5) | 2,8 | (-0,3) |
| Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes | 2,9 | (-0,3) | 2,9 | (-0,1) | 2,9 | (-0,0) | 3,2 | (-0,3) |
| Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes | 263,8 | (+2,8) | 262,9 | (+2,3) | 264,8 | (+1,9) | 260,9 | (-0,8) |
| Programa dos mercados de títulos de dívida | 47,9 | (-4,9) | 47,8 | (-3,6) | 47,9 | (+0,0) | 52,8 | (-8,6) |
| Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados | 28,2 | (+2,1) | 27,9 | (+1,7) | 28,6 | (+0,7) | 26,1 | (-0,1) |
| Programa de compra de ativos do setor público | 2 099,9 | (+12,3) | 2 093,4 | (+6,0) | 2 107,6 | (+14,3) | 2 087,6 | (-4,8) |
| Programa de compra de ativos do setor empresarial | 183,5 | (+6,2) | 181,6 | (+4,2) | 185,6 | (+4,0) | 177,3 | (-0,4) |
| Facilidade permanente de cedência de liquidez | 0,0 | (-0,0) | 0,0 | (-0,0) | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (-0,2) |

Fonte: BCE.

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

Outras informações com base na liquidez

(médias; mil milhões de euros)

| | Período em análise atual: 30 de outubro de 2019 a 28 de janeiro de 2020 | | | | | | Período analisado anterior: 31 de julho de 2019 a 29 de outubro de 2019 | |
|---|--|---------|---|---------|---|---------|--|---------|
| | Sétimo e oitavo períodos de manutenção | | Sétimo período de manutenção: 30 de outubro a 17 de dezembro | | Oitavo período de manutenção: 18 de dezembro a 28 de janeiro | | Quinto e sexto períodos de manutenção | |
| Necessidades de liquidez em termos agregados ¹ | 1 505,7 | (-53,7) | 1 498,4 | (-69,0) | 1 514,3 | (+15,9) | 1 559,5 | (+48,2) |
| Fatores autónomos ² | 1 371,4 | (-55,4) | 1 364,3 | (-69,9) | 1 379,8 | (+15,6) | 1 426,9 | (+45,6) |
| Liquidez excedentária ³ | 1 766,5 | (+31,3) | 1 785,9 | (+74,0) | 1 743,8 | (-42,0) | 1 735,2 | (-94,5) |

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 parêntesis denotam as variações face à análise ou ao período de manutenção anteriores.

1) Corresponde à soma dos fatores autónomos líquidos com as 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 de reservas mínimas obrigatórias com o recurso à facilidade permanente de depósito, subtraindo o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez.

Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

| | Período em análise atual: 30 de outubro de 2019 a 28 de janeiro de 2020 | | | | | | Período analisado anterior: 31 de julho de 2019 a 29 de outubro de 2019 | |
|---|--|---------|---|---------|--|---------|--|---------|
| | Sétimo e oitavo períodos de manutenção | | Sétimo período de manutenção: 30 de outubro a 17 de dezembro | | Sexto período de manutenção: 18 de setembro a 29 de outubro | | Quinto e sexto períodos de manutenção | |
| OPR | 0,00 | (+0,00) | 0,00 | (+0,00) | 0,00 | (+0,00) | 0,00 | (+0,00) |
| Facilidade permanente de cedência de liquidez | 0,25 | (+0,00) | 0,25 | (+0,00) | 0,25 | (+0,00) | 0,25 | (+0,00) |
| Facilidade permanente de depósito | -0,50 | (-0,05) | -0,50 | (+0,00) | -0,50 | (+0,00) | -0,45 | (-0,05) |
| EONIA ¹ | -0,454 | (-0,05) | -0,454 | (+0,01) | -0,454 | (+0,00) | -0,408 | (-0,04) |
| €STR ² | -0,539 | (-0,04) | -0,539 | (+0,00) | -0,540 | (-0,00) | -0,496 | (-0,05) |

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 parêntesis denotam as variações face à análise ou ao período de manutenção anteriores.

1) Calculada utilizando a taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) acrescida de 8,5 pontos base a partir de 1 de outubro de 2019. As diferenças nas alterações relativas ao índice overnight médio do euro (EONIA) e à €STR devem-se a arredondamentos.

2) Os valores anteriores à publicação da €STR encontram-se incluídos no cálculo das médias anteriores a 30 de setembro de 2019.

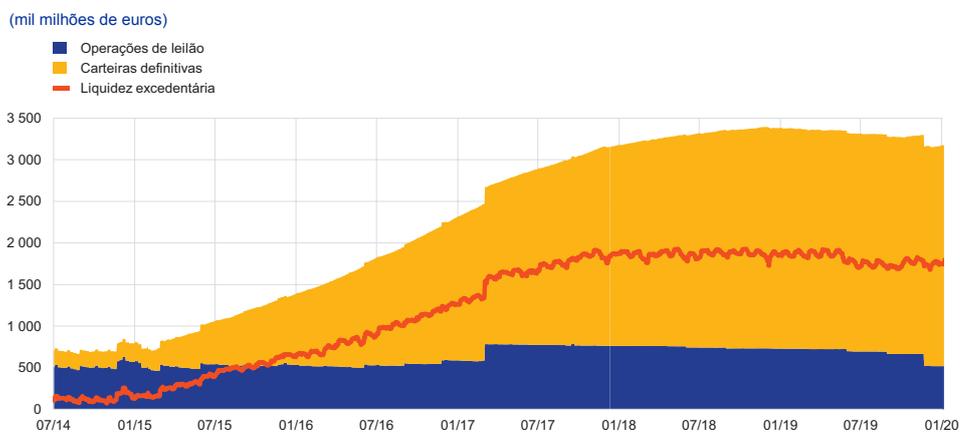
Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – incluindo operações de leilão e carteiras de política monetária – diminuiu 22,4 mil milhões de euros, para 3272,2 mil milhões de euros (ver o gráfico A).

Tal como nos dois períodos de manutenção precedentes, este decréscimo deveu-se sobretudo à menor procura nas operações de leilão. Em contraste, e ao invés do observado em períodos analisados anteriores em 2019, a liquidez cedida através de carteiras de política monetária aumentou novamente em resultado da retoma das aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) em novembro de 2019.

Gráfico A

Evolução da liquidez cedida através de operações de mercado aberto e da liquidez excedentária



Fonte: BCE.

Nota: A última observação refere-se a 28 de janeiro de 2020.

O montante médio de liquidez cedida através das operações de leilão diminuiu durante o período em análise, tal como no período analisado precedente.

A descida de 39,9 mil milhões de euros para 644,0 mil milhões de euros deveu-se principalmente à menor liquidez cedida através de ORPA direcionadas. As instituições financeiras na área do euro reembolsaram voluntariamente, em média, 87,3 mil milhões de euros de financiamento no âmbito das ORPA direcionadas II durante os dois períodos de manutenção. Este montante excedeu a procura de novo financiamento no contexto das ORPA direcionadas III, que aumentou 47,2 mil milhões de euros para 48,5 mil milhões de euros, em média, no período analisado. Além disso, a cedência de liquidez através das operações principais de refinanciamento (OPR) diminuiu ligeiramente, passando de 2,5 mil milhões de euros para 2,3 mil milhões de euros. A diminuição média observada teria sido ainda maior sem a OPR realizada no final do ano, na qual foram colocados 7,9 mil milhões de euros. O saldo das operações de refinanciamento de prazo alargado com prazo de 3 meses aumentou ligeiramente, ou seja, 0,5 mil milhões de euros.

A liquidez cedida através das carteiras de política monetária do Eurosistema aumentou 17,5 mil milhões de euros para 2628,2 mil milhões de euros, em virtude da retoma das aquisições líquidas de ativos.

As detenções médias aumentaram 12,3 mil milhões de euros, passando para 2099,9 mil milhões de euros, no programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) e 6,2 mil milhões de euros, passando para 183,5 mil milhões de euros, no programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP). Além disso, as detenções no âmbito do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes (*third covered bond purchase programme* – CBPP3) e do programa de compra de instrumentos de

dívida titularizados (*asset-backed securities purchase programme* – ABSPP) aumentaram 2,8 mil milhões de euros e 2,1 mil milhões de euros, respetivamente²³. Os reembolsos de obrigações detidas ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida (*securities markets programme* – SMP) totalizaram 4,9 mil milhões de euros no período em análise.

Liquidez excedentária

Como as necessidades de liquidez em termos agregados diminuíram, a liquidez excedentária média aumentou 31,3 mil milhões de euros, para 1766,5 mil milhões de euros, em comparação com o período analisado anterior (ver o gráfico A). Não obstante a menor cedência de liquidez através de operações de leilão, a diminuição dos fatores autónomos líquidos e a retoma das aquisições líquidas de ativos aumentaram a liquidez excedentária na área do euro.

Além disso, a composição da liquidez excedentária foi afetada pelo início do sistema de dois níveis para a remuneração da liquidez excedentária na área do euro a partir do sétimo período de manutenção. Tal deve-se ao facto de só os saldos detidos em depósitos à ordem das instituições financeiras até ao volume máximo estabelecido estarem isentos da remuneração negativa à taxa aplicável à facilidade permanente de depósito. Tal levou as instituições financeiras a transferirem fundos da facilidade permanente de depósito, que diminuiu 253,6 mil milhões de euros, para depósitos à ordem, os quais aumentaram 284,9 mil milhões de euros.

Evolução das taxas de juro

A €STR permaneceu globalmente estável durante o sétimo e oitavo períodos de manutenção. A taxa aplicada à facilidade permanente de depósito do BCE e as taxas aplicadas às OPR e à facilidade permanente de cedência de liquidez mantiveram-se inalteradas no período em análise. Consequentemente, a €STR permaneceu estável no sétimo e oitavo períodos de manutenção, situando-se em -53,9 e -54,0 pontos base, respetivamente. A introdução do sistema de dois níveis para a remuneração da liquidez excedentária não afetou significativamente o nível da €STR. A EONIA, que desde outubro de 2019 é calculada como a €STR acrescida de um diferencial fixo, deslocou-se em paralelo com a €STR.

²³ Mesmo com reinvestimento total, motivos operacionais poderão levar a desvios temporários limitados na dimensão e composição totais do APP. Ver o artigo intitulado [Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019.

4 Implicações das medidas orçamentais em resposta às alterações climáticas

Por Steffen Osterloh

A presente caixa analisa o impacto, no crescimento e na inflação, das medidas orçamentais para reduzir as emissões de gases com efeito de estufa, ao longo do horizonte considerado nas projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE. Os atuais objetivos em termos de políticas e

de redução das emissões na UE no período de 2021 a 2030 baseiam-se no quadro de ação relativo ao clima e à energia para 2030, adotado pelo Conselho Europeu em 2014. O referido quadro estabelece objetivos vinculativos no sentido de reduzir as emissões de gases com efeito de estufa para níveis inferiores aos de 1990, nomeadamente uma redução das emissões de 20% até 2020 e de, pelo menos, 40% até 2030. As políticas de redução das emissões de carbono na UE compreendem: i) o regime de comércio de licenças de emissão da UE (RCLE-UE), que cobre cerca de 45% das emissões de gases com efeito de estufa da UE e limita as emissões provenientes, em particular, de setores com grande utilização de energia na UE (mais a Islândia, o Listenstaine e a Noruega), como, por exemplo, centrais elétricas, indústrias com utilização intensiva de energia e voos entre aeroportos localizados no Espaço Económico Europeu (EEE); e ii) medidas nacionais em setores não abrangidos pelo RCLE, como os transportes, o aquecimento e a agricultura.

O RCLE-UE proporciona certeza quanto à redução anual das emissões nos setores abrangidos, deixando, porém, incertezas quanto à evolução dos preços das licenças. Funciona com base no princípio da “limitação e comércio”, estabelecendo um limite para a quantidade total de certos gases com efeito de estufa que podem ser emitidos pelas instalações abarcadas pelo regime e permitindo que as empresas comercializem as suas licenças de emissão. O limite é reduzido ao longo do tempo, a fim de que as emissões totais sejam reduzidas. A percentagem de licenças de emissão leiloadas, isto é, as licenças que não são concedidas a título gratuito às empresas, aumentou com o tempo, passando para 57% no período de comércio de 2013 a 2020. O preço que as empresas têm de pagar pela quota-parte das licenças leiloadas tem um efeito semelhante a um imposto sobre o teor de carbono dos fatores de produção de uma empresa, na medida em que eleva automaticamente os custos de produção. A literatura empírica demonstra que a subida de custos resultante dos anteriores aumentos dos preços das licenças de emissão ao abrigo do RCLE foi, em grande medida, transmitida aos preços no consumidor²⁴.

²⁴ Consultar, por exemplo, Martin, R. et al., *The Impact of the European Union Emissions Trading Scheme on Regulated Firms: What Is the Evidence after Ten Years?*, *Review of Environmental Economics and Policy*, vol. 10, n.º 1, 2016, pp. 129-148.

A evolução, nos últimos dois anos, dos preços das licenças de acordo com o RCLE-UE gerou, possivelmente, uma certa pressão inflacionista limitada, mas os mercados esperam, no máximo, novos aumentos moderados durante o horizonte de projeção. Tendo permanecido relativamente estável em níveis baixos de, em média, 6 euros por tonelada de CO₂ entre 2012 e 2017, o preço RCLE subiu de modo significativo em 2018 e 2019, situando-se em torno de 25 euros por tonelada no final de 2019. Esta subida traduziu-se igualmente num aumento súbito das receitas públicas decorrentes das licenças de emissão leiloadas e em custos adicionais para as empresas. Tal implica um impacto positivo na inflação da área do euro em 2018 e 2019 e um impacto negativo, mas muito reduzido, no crescimento do PIB. No entanto, apesar do atual racionamento das licenças de emissão, os futuros RCLE não apontam, presentemente, para um novo aumento súbito dos preços, o que sugere que não é exetável um grande impacto nos preços no consumidor nos próximos anos. Todavia, os preços voláteis das licenças de emissão continuam a representar um fator de risco para o IHPC.

A redução das emissões nos restantes setores (não abrangidos pelo RCLE) está consagrada no Regulamento (UE) 2018/842 (Regulamento Partilha de Esforços). Este estabelece os objetivos anuais vinculativos em termos de emissões de gases com efeito de estufa, aplicáveis aos Estados-Membros da UE nos períodos de 2013 a 2020 e de 2021 a 2030. De um modo geral, em comparação com os níveis de 2005, os objetivos nacionais visam alcançar coletivamente uma redução de cerca de 10% até 2020 e de 30% até 2030. Ao contrário do que acontece com os setores abrangidos pelo RCLE, no caso dos setores não incluídos, compete aos Estados-Membros definir as políticas com vista a que sejam atingidos os objetivos nacionais.

Foi recentemente acordado, na Alemanha, um sistema nacional de fixação do preço do carbono para os setores não incluídos no RCLE-UE, o qual deverá ter efeitos positivos na inflação. Como parte do “pacote climático” acordado em dezembro de 2019, será introduzido em 2021 um sistema nacional de fixação do preço do carbono para os setores dos transportes e do aquecimento de edifícios. Visto que o sistema de fixação do preço do carbono começará por ter um preço fixo que aumentará de forma gradual até 2025, no início assemelha-se a um imposto sobre o carbono. As projeções de dezembro de 2019 refletiam o primeiro acordo, alcançado pela coligação, de um preço inicial de 10 euros por tonelada de CO₂ em 2021. Previa-se um efeito positivo no IHPC entre 2021 e 2022, esperando-se, porém, que o efeito sobre o PIB fosse reduzido²⁵. O impacto nos preços e no PIB deverá ser fraco, uma vez que uma grande parte das receitas da venda de licenças será utilizada para compensar a indústria e os consumidores, nomeadamente através dos preços da eletricidade mais baixos decorrentes da redução da taxa imposta pela lei alemã das energias renováveis (*Erneuerbare-Energien-Gesetz – EEG*) em consonância com a subida dos preços das emissões de CO₂. Além disso, as despesas relacionadas com o clima serão aumentadas. As projeções de março de 2020 incorporam o pacote revisto, que prevê um preço muito mais elevado de 25 euros por tonelada de CO₂ em 2021, subindo este para 55 euros por tonelada

²⁵ Para uma quantificação, ver [The impact of the Climate Package on economic growth and inflation, Monthly Report](#), Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, dezembro de 2019.

até 2025. Contudo, as implicações macroeconómicas desta revisão deverão ser reduzidas, atendendo a que os efeitos dos preços mais elevados das emissões de CO₂ serão atenuados, refletindo o anúncio de que as receitas adicionais serão totalmente utilizadas para reduzir ainda mais os preços da eletricidade mediante a redução da taxa imposta pela lei das energias renováveis.

Esperam-se poucos aumentos dos impostos sobre o carbono nos próximos anos. A par dos regimes de limitação e de comércio das emissões de carbono, os impostos sobre o carbono – que incidem sobre o teor de carbono dos combustíveis – são considerados o instrumento mais eficaz, em termos de custos, para reduzir as emissões de carbono. Um aumento gradual automático dos preços do carbono para atingir os objetivos nacionais de redução das emissões permitiria a adaptação das famílias e das empresas. Contudo, nenhum dos oito países da área do euro com um imposto sobre o carbono tem em vigor, atualmente, um tal mecanismo automático. A Irlanda aprovou legislação para uma subida dos impostos sobre o carbono em 2020, com implicações orçamentais muito reduzidas para o conjunto da área do euro, tendo o Governo irlandês declarado a intenção de introduzir aumentos de imposto lineares até 2030. Em Portugal, um mecanismo liga a taxa de imposto sobre o carbono ao preço das licenças de emissão de acordo com o RCLE-UE no ano precedente, o que conduziu, recentemente, a alguns aumentos. Os restantes países não preveem, atualmente, uma subida das suas taxas de imposto sobre o carbono.

Vários países planeiam aumentos dos impostos ambientais durante o horizonte de projeção, mas a dimensão total desses aumentos é limitada a nível da área do euro. Mais de metade dos países da área do euro tenciona subir os impostos ambientais, que não os sobre o carbono, nos próximos dois anos. Esses aumentos dizem respeito, principalmente, a impostos sobre o consumo de produtos energéticos e de combustíveis, mas também a impostos sobre veículos e bilhetes de avião. A maior subida de tais impostos está prevista nos Países Baixos, se bem que os efeitos macroeconómicos serão amplamente contrabalançados por cortes compensatórios dos impostos sobre os produtos energéticos. Em outros países, estas medidas são, em regra, limitadas (sendo o aumento anual, em quase todos os casos, inferior a 0,1% do PIB) e, no conjunto da área do euro, a sua dimensão é marginal. Além disso, em alguns casos, serão aplicadas medidas fiscais indiretas com um efeito expansionista – por exemplo, reduções de impostos para incentivar a utilização de transportes públicos, eletromobilidade ou gás de petróleo liquefeito (GPL). Por último, o recurso a medidas fiscais diretas para apoiar a transição ecológica é diminuto.

Em geral, o impacto das medidas climáticas sobre o PIB da área do euro e os preços no período de 2020 a 2022 deverá ser reduzido, mas, a médio prazo, o reforço dos objetivos de redução das emissões poderá representar um risco em sentido ascendente para as perspetivas de inflação. Embora se espere algum efeito sobre a inflação da área do euro em 2021 e 2022, em resultado do pacote climático alemão, nenhum outro Estado-Membro de grande dimensão dispõe atualmente de planos concretos para um sistema semelhante de fixação do preço do carbono. Além disso, não são exetáveis efeitos substanciais em outros países que já aplicam impostos sobre o carbono. Vários Estados-Membros estão

a planejar aumentos dos impostos ambientais, mas projeta-se que as implicações para o crescimento e os preços durante o horizonte de projeção sejam reduzidas no que toca à área do euro, no seu todo. Não obstante, a médio prazo, o impacto das medidas climáticas nos preços poderá aumentar, devido a um possível novo reforço dos objetivos de redução das emissões como parte do Pacto Ecológico Europeu, anunciado pela Comissão Europeia em dezembro de 2019. Objetivos mais ambiciosos poderão ter um efeito positivo sobre os preços das licenças de emissão de acordo com o RCLE-UE e podem levar à aplicação de novas medidas nacionais com um efeito positivo sobre o nível geral de preços, tais como um regime nacional de comércio de licenças de emissão ou impostos sobre o carbono.

© Banco Central Europeu, 2020

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

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

Este Boletim foi preparado sob a responsabilidade da Comissão Executiva do BCE. As traduções são elaboradas e publicadas pelos bancos centrais nacionais.

A data de fecho das estatísticas incluídas nesta publicação foi 11 de março de 2020.
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-20-002-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep