



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 2 / 2021



Índice

| | |
|---|-----------|
| Evolução económica e monetária | 2 |
| Apreciação global | 2 |
| 1 Conjuntura externa | 8 |
| 2 Evolução financeira | 18 |
| 3 Atividade económica | 24 |
| 4 Preços e custos | 30 |
| 5 Moeda e crédito | 37 |
| 6 Evolução orçamental | 45 |
| Caixas | 50 |
| 1 Evolução económica na área do euro e nos Estados Unidos em 2020 | 50 |
| 2 O <i>stock</i> de capital da área do euro desde o início da pandemia de COVID-19 | 57 |
| 3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021 | 64 |
| 4 O impacto das medidas de contenção nos vários setores e países durante a pandemia de COVID-19 | 71 |
| 5 O papel das margens de lucro no ajustamento ao choque da COVID-19 | 78 |
| 6 Ponderações do IHPC para 2021 e as suas implicações para a medição da inflação | 84 |
| 7 Para uma aplicação eficaz do pacote de recuperação da UE | 89 |

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Embora se preveja que a situação económica geral melhore ao longo de 2021, subsistem incertezas quanto às perspetivas económicas de curto prazo, em particular no tocante à dinâmica da pandemia de coronavírus (COVID-19) e à rapidez das campanhas de vacinação. A recuperação da procura mundial e medidas orçamentais adicionais estão a apoiar a atividade mundial e da área do euro. No entanto, as taxas de infeção persistentemente elevadas, a propagação de mutações do vírus e a associada extensão e intensificação das medidas de contenção estão a afetar a atividade económica da área do euro a curto prazo. Em termos prospetivos, as campanhas de vacinação em curso, juntamente com a flexibilização gradual prevista das medidas de contenção, sustentam a expectativa de uma recuperação firme da atividade económica no decurso de 2021. A inflação aumentou nos últimos meses, principalmente devido a alguns fatores transitórios e a um aumento da inflação dos preços dos produtos energéticos. Ao mesmo tempo, as pressões subjacentes sobre os preços mantêm-se moderadas no contexto de uma procura fraca e de uma considerável margem disponível nos mercados de trabalho e do produto. Embora o mais recente exercício de projeção dos especialistas preveja um aumento gradual das pressões inflacionistas subjacentes, o mesmo confirma que as perspetivas de inflação a médio prazo se mantêm globalmente inalteradas face às projeções dos especialistas de dezembro de 2020 e abaixo do objetivo de inflação fixado pelo Conselho do BCE.

Nestas condições, continua a ser essencial preservar condições de financiamento favoráveis durante o período da pandemia. O Conselho do BCE avalia as condições de financiamento analisando um conjunto holístico e multifacetado de indicadores que abrange toda a cadeia de transmissão da política monetária, desde as taxas de juro isentas de risco e as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas até às taxas de rendibilidade das obrigações das empresas e às condições de crédito bancário. As taxas de juro do mercado aumentaram desde o início do ano, o que representa um risco para condições de financiamento mais amplas. Os bancos utilizam as taxas de juro isentas de risco e as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas como referências fundamentais para determinar as condições de crédito. Se forem consideráveis e persistentes, os aumentos destas taxas de juro do mercado, quando não forem controlados, poderão traduzir-se numa maior restritividade prematura das condições de financiamento para todos os setores da economia. Trata-se de uma situação indesejável numa altura em que continua a ser necessário preservar condições de financiamento favoráveis para reduzir a incerteza e reforçar a confiança, apoiando assim a atividade económica e salvaguardando a estabilidade de preços a médio prazo. Neste contexto, e com base numa avaliação conjunta das condições de financiamento e das perspetivas de inflação, o Conselho do BCE espera que as aquisições ao abrigo do programa de

compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) ao longo do próximo trimestre se efetuem a um ritmo significativamente mais elevado do que durante os primeiros meses deste ano.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 11 de março de 2021

A economia mundial recuperou da recessão provocada pela pandemia de coronavírus mais rapidamente do que o esperado, de acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Entretanto, fatores adversos ao crescimento

intensificaram-se com o agravamento da pandemia na viragem do ano. O aumento de novas infeções levou os governos a impor novamente confinamentos rigorosos, em particular nas economias avançadas. O impacto adverso destas medidas sobre o crescimento mundial já é visível nos dados disponibilizados mais recentemente. A pandemia permanece o principal fator a determinar a evolução económica em termos prospetivos. Os esforços de vacinação têm ganhado dinamismo de forma gradual, embora a diferentes ritmos nos vários países. No entanto, o nível de imunização continua a ser demasiado reduzido para permitir o levantamento das medidas de contenção. O pacote de estímulo orçamental nos Estados Unidos, aprovado em dezembro passado, e o acordo comercial entre a União Europeia e o Reino Unido apoiam as perspetivas para o enquadramento externo da área do euro em 2021. Projeta-se que o crescimento do PIB mundial (excluindo a área do euro) seja de 6,5% em 2021, antes de desacelerar para 3,9% em 2022 e 3,7% em 2023. Tal surge na sequência da estimada contração de 2,4% do PIB mundial em 2020. O acordo comercial entre a União Europeia e o Reino Unido e a recuperação mais forte projetada para as economias avançadas explicam as revisões em alta da procura externa da área do euro. Projeta-se que suba 8,3% este ano e 4,4% e 3,2% em 2022 e 2023, respetivamente, o que implica revisões em alta de 1,7 pontos percentuais em 2021 e 0,3 pontos percentuais em 2022. Os riscos para as projeções de referência para o crescimento mundial encontram-se enviesados em sentido ascendente, dado que o estímulo orçamental adicional planeado pelo Presidente Biden representa um importante risco em sentido ascendente. As simulações de modelos sugerem que tal resultará num aumento do nível do PIB real nos Estados Unidos de 2% a 3% e conduzirá a economia para um nível acima do potencial, embora o impacto na inflação deva ser moderado.

As condições financeiras na área do euro tornaram-se ligeiramente mais restritivas desde a reunião do Conselho do BCE de dezembro de 2020, num contexto de sentimento de risco positivo. No período em análise (10 de dezembro de 2020 a 10 de março de 2021), a curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) deslocou-se em sentido ascendente e tornou-se mais inclinada. Atualmente, a curva não sinaliza expectativas por parte das empresas de uma redução da taxa no muito curto prazo. Os diferenciais das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro mantiveram-se estáveis, uma vez que o aumento das taxas de rendibilidade foi impulsionado pelo aumento das taxas isentas de risco, apoiado por um sentimento de risco robusto assente em estímulos

monetários e orçamentais. Os preços dos ativos de risco aumentaram em conformidade. Nos mercados cambiais, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro enfraqueceu ligeiramente.

Após uma recuperação forte do crescimento no terceiro trimestre de 2020, o produto interno bruto (PIB) real da área do euro diminuiu 0,7% no quarto trimestre. Analisando o ano completo, estima-se que o PIB real tenha registado uma contração de 6,6% em 2020, com o nível de atividade económica para o quarto trimestre do ano a situar-se 4,9% abaixo do nível registado antes da pandemia no final de 2019. Os mais recentes dados económicos, inquéritos e indicadores de alta frequência apontam para a continuação da fragilidade económica no primeiro trimestre de 2021, motivada pela persistência da pandemia e pelas medidas de contenção associadas. Consequentemente, é provável que o PIB real volte a contrair-se no primeiro trimestre do ano. A evolução económica continua a ser desigual nos vários países e setores, com o setor dos serviços a ser mais negativamente afetado pelas restrições à interação social e à mobilidade do que o setor da indústria, que regista uma recuperação mais rápida. Embora as medidas de política orçamental apoiem as famílias e as empresas, os consumidores permanecem cautelosos em relação à pandemia e ao impacto da mesma no emprego e nos rendimentos. Além disso, os balanços mais fracos das empresas e a elevada incerteza quanto às perspetivas económicas ainda pesam sobre o investimento empresarial.

Em termos prospetivos, as campanhas de vacinação em curso, juntamente com a flexibilização gradual das medidas de contenção, sem prejuízo de novos desenvolvimentos adversos relacionados com a pandemia, sustentam a expectativa de uma recuperação firme da atividade económica no decurso de 2021. A médio prazo, a recuperação da economia da área do euro deverá ser apoiada por condições de financiamento favoráveis, por uma orientação orçamental expansionista e por uma retoma da procura, à medida que se levantam gradualmente as medidas de contenção.

Esta avaliação encontra-se, no geral, refletida no cenário de base das projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE de março de 2021. Estas projeções indicam que o crescimento real anual do PIB se situará em 4,0% em 2021, 4,1% em 2022 e 2,1% em 2023. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a atividade económica mantêm-se globalmente inalteradas.

Em termos gerais, os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro a médio prazo tornaram-se mais equilibrados, embora subsistam riscos em sentido descendente a curto prazo. Por um lado, as perspetivas são encorajadoras, dada a melhoria das perspetivas para a procura mundial, impulsionadas por estímulos orçamentais consideráveis, e os progressos nas campanhas de vacinação. Por outro lado, a pandemia em curso, incluindo a propagação de mutações do vírus, e as suas implicações para as condições económicas e financeiras, continuam a ser uma fonte de riscos em sentido descendente.

A inflação homóloga na área do euro aumentou acentuadamente para 0,9% em janeiro e fevereiro de 2021, face a -0,3% em dezembro de 2020. A recuperação da inflação global reflete um conjunto de fatores idiossincráticos, tais como o fim da redução temporária do IVA na Alemanha, atrasos nos períodos de saldos em alguns países da área do euro e o impacto das variações mais fortes do que o habitual nas ponderações do IHPC para 2021, bem como uma inflação mais elevada dos preços dos produtos energéticos. Com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, a inflação global deverá aumentar nos próximos meses, mas espera-se alguma volatilidade ao longo do ano, refletindo a evolução da dinâmica dos fatores que atualmente impulsionam a subida da inflação. É expetável que estes fatores desapareçam das taxas de inflação homólogas no início do próximo ano. Espera-se que as pressões subjacentes sobre os preços aumentem ligeiramente este ano devido às atuais restrições na oferta e à recuperação da procura interna, embora se preveja que, em termos globais, as pressões se mantenham moderadas, refletindo também pressões salariais baixas e a anterior apreciação do euro. Quando o impacto da pandemia se desvanecer, o desaparecimento do nível elevado de margem disponível, apoiado pelo caráter acomodatório da política monetária e das políticas orçamentais, contribuirá para um aumento gradual da inflação no médio prazo. As medidas baseadas em inquéritos e os indicadores baseados no mercado das expetativas de inflação a mais longo prazo mantêm-se em níveis moderados, ainda que os indicadores baseados no mercado tenham continuado a aumentar gradualmente.

Esta avaliação encontra-se também globalmente refletida no cenário de base das projeções macroeconómicas de março de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, que prevê que a inflação homóloga medida se situará em 1,5% em 2021, 1,2% em 2022 e 1,4% em 2023. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação foram revistas em alta para 2021 e 2022, em grande parte devido a fatores temporários e a uma inflação mais elevada dos preços dos produtos energéticos, mantendo-se inalteradas para 2023. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá ser 1,0% em 2021 e 1,1% em 2022, antes de aumentar para 1,3% em 2023.

A dinâmica monetária na área do euro continuou a refletir o impacto da pandemia de coronavírus. O crescimento do agregado monetário largo (M3) fixou-se em 12,5% em janeiro de 2021, face a 12,4% em dezembro e 11,0% em novembro de 2020. O forte crescimento da moeda continuou a ser apoiado pelas atuais compras de ativos pelo Eurosistema, as quais permanecem a maior fonte de criação de moeda. No contexto de uma preferência ainda elevada por liquidez e um custo de oportunidade reduzido de detenção das formas mais líquidas de moeda, o agregado monetário estreito M1 continua a dar o principal contributo para o crescimento do agregado monetário largo. A evolução dos empréstimos ao setor privado caracterizou-se por uma concessão de crédito ligeiramente mais fraca a sociedades não financeiras e uma concessão de empréstimos às famílias resiliente. O fluxo mensal de crédito disponibilizado a sociedades não financeiras prosseguiu a moderação observada desde o final do verão. Ao mesmo tempo, a taxa de crescimento homóloga de empréstimos às sociedades não financeiras manteve-se

globalmente inalterada em 7,0%, face a 7,1% em dezembro, refletindo ainda o aumento muito forte da concessão de crédito no primeiro semestre. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias manteve-se, em geral, estável em 3,0% em janeiro, face a 3,1% em dezembro, com um sólido fluxo mensal positivo. De um modo geral, as medidas de política monetária do Conselho do BCE, a par das medidas adotadas pelos governos nacionais e por outras instituições europeias, continuam a ser essenciais para apoiar as condições de crédito bancário e o acesso a financiamento, designadamente pelos mais afetados pela pandemia.

Em resultado do abrandamento económico muito acentuado durante a pandemia de coronavírus, em paralelo com uma reação orçamental forte e sem precedentes, estima-se que o défice orçamental das administrações públicas na área do euro tenha aumentado para 7,2% do PIB em 2020, face a 0,6% em 2019. As projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE em março de 2021 apontam para uma descida do rácio do défice para 6,1% do PIB em 2021 e para 2,4% no final do horizonte de projeção em 2023. Ainda que esta trajetória aumente a dívida pública da área do euro para 95% do PIB em 2023, ou seja, cerca de 11 pontos percentuais acima do valor registado antes da crise, é de notar que o impacto adverso na situação orçamental deverá ser ligeiramente inferior ao geralmente esperado na fase inicial da pandemia. Não obstante, uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada continuará a ser crucial. Para o efeito, deve continuar o apoio das políticas orçamentais nacionais, dada a fraca procura por parte das empresas e das famílias relacionada com a pandemia em curso e as medidas de contenção associadas. Em complemento, o pacote do instrumento de recuperação da União Europeia (UE) designado “Next Generation”, desempenhará um papel fundamental, ao contribuir para uma recuperação mais rápida, forte e uniforme. Este aumentará a resiliência económica e o potencial de crescimento das economias dos Estados-Membros da UE, em particular se os fundos forem utilizados para despesas públicas produtivas e estiverem aliados a políticas estruturais centradas na melhoria da produtividade.

Decisões de política monetária

Em 11 de março de 2021, o Conselho do BCE tomou as decisões descritas de seguida com vista a preservar condições de financiamento favoráveis durante o período da pandemia para todos os setores da economia, a fim de reforçar a atividade económica e salvaguardar a estabilidade de preços no médio prazo.

1. O Conselho do BCE decidiu continuar a efetuar aquisições líquidas de ativos no âmbito do PEPP, com uma dotação total de 1850 mil milhões de euros, no mínimo, até ao final de março de 2022 e, em qualquer caso, até o Conselho do BCE considerar que o período de crise do coronavírus terminou. Com base numa avaliação conjunta das condições de financiamento e das perspetivas de inflação, o Conselho do BCE espera que as aquisições ao abrigo do PEPP ao longo do próximo trimestre se efetuem a um ritmo significativamente mais elevado do que durante os primeiros meses deste ano. O Conselho do BCE efetuará aquisições de forma flexível de acordo com as condições de mercado e a fim de prevenir um aumento da restritividade das condições de

financiamento que seja incompatível com contrariar o impacto em sentido descendente da pandemia na trajetória projetada da inflação. Além disso, a flexibilidade das aquisições ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições continuará a apoiar a transmissão regular da política monetária. Se for possível manter condições de financiamento favoráveis com fluxos de compras de ativos que não esgotem a dotação no horizonte de aquisições líquidas ao abrigo do PEPP, a dotação não terá de ser utilizada na íntegra. De igual modo, a dotação pode ser recalibrada, se necessário, para manter condições de financiamento favoráveis, a fim de ajudar a contrariar o choque negativo provocado pela pandemia na trajetória da inflação. Além disso, o Conselho do BCE continuará a reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no contexto do PEPP, pelo menos, até ao final de 2023. De qualquer forma, a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada.

2. As aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) prosseguirão a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros. O Conselho do BCE continua a esperar que as aquisições mensais líquidas de ativos no contexto do APP decorram enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas diretoras do BCE e que cessem pouco antes de o Conselho do BCE começar a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE. Além disso, o Conselho do BCE pretende 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.
3. O Conselho do BCE decidiu não alterar as taxas de juro diretoras do BCE. Espera-se 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.
4. Por último, o Conselho do BCE continuará a proporcionar ampla liquidez através das suas operações de refinanciamento. Em particular, a terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) permanece uma fonte de financiamento atrativa para os bancos, apoiando a concessão de crédito bancário às empresas e às famílias.

O Conselho do BCE continuará também a acompanhar a evolução da taxa de câmbio no que toca a possíveis implicações para as perspetivas de inflação a médio prazo. Está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de garantir que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.

1 Conjuntura externa

As projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE indicam que a economia mundial recuperou mais rapidamente do que o esperado da recessão na sequência do surto da pandemia de coronavírus (COVID-19). Contudo, na viragem do ano, fatores adversos ao crescimento intensificaram-se quando o aumento de novas infeções levou os governos a impor novamente confinamentos mais rigorosos, em particular nas economias avançadas. O impacto adverso destas medidas sobre o crescimento mundial já é visível nos dados disponibilizados mais recentemente. A pandemia permanece o principal fator a determinar a evolução económica em termos prospetivos. Os esforços de vacinação têm ganhado dinamismo de forma gradual, embora a diferentes ritmos nos vários países. No entanto, o nível de imunização continua a ser demasiado reduzido para permitir o levantamento das medidas de contenção. O pacote de estímulo orçamental nos Estados Unidos, aprovado em dezembro passado, e o acordo comercial entre a UE e o Reino Unido apoiam as perspetivas para o enquadramento externo da área do euro em 2021. De acordo com as projeções, o PIB mundial (excluindo a área do euro) aumentará 6,5% em 2021, antes de abrandar para 3,9% em 2022 e 3,7% em 2023, no seguimento da contração estimada para o PIB mundial para 2,4% em 2020. O acordo comercial entre a UE e o Reino Unido e a recuperação mais forte projetada para as economias avançadas explicam as revisões em alta da procura externa da área do euro. Projeta-se que suba 8,3% este ano e 4,4% e 3,2% em 2022 e 2023, respetivamente, o que implica revisões em alta de 1,7 pontos percentuais em 2021 e 0,3 pontos percentuais em 2022. Os riscos para as projeções de referência para o crescimento mundial encontram-se enviesados em sentido ascendente, dado que o estímulo orçamental adicional planeado pelo Presidente Biden representa um importante risco em sentido ascendente. As simulações de modelos sugerem que tal resultará num aumento do nível do PIB real nos Estados Unidos de 2% a 3% e conduzirá a economia para um nível acima do potencial, embora o impacto na inflação deva ser moderado.

Atividade económica e comércio a nível mundial

A economia mundial recuperou da recessão provocada pela pandemia mais rapidamente do que o esperado. O investimento mundial – que beneficiou de condições de financiamento favoráveis no contexto de um forte apoio da política monetária – já se encontra perto dos níveis observados antes da pandemia. Contudo, a retoma do consumo mundial, apoiada por medidas orçamentais para impulsionar o rendimento e preservar o emprego, continua a apresentar um desfasamento, dado que as medidas de contenção prevaletentes afetam os serviços de maior contacto de forma negativa. O crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) registou uma forte recuperação, de 7,4%, no terceiro trimestre de 2020, ou seja, 0,7 pontos percentuais acima do esperado nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Registou-se um ritmo de recuperação mais dinâmico nas economias

avançadas e nas economias emergentes. Após esta retoma em forma de V, espera-se que a recuperação da atividade económica mundial prossiga no quarto trimestre de 2020 a um ritmo robusto, mas mais moderado, de 2,1%, mas que ainda é mais elevado do que o indicado nas anteriores projeções.

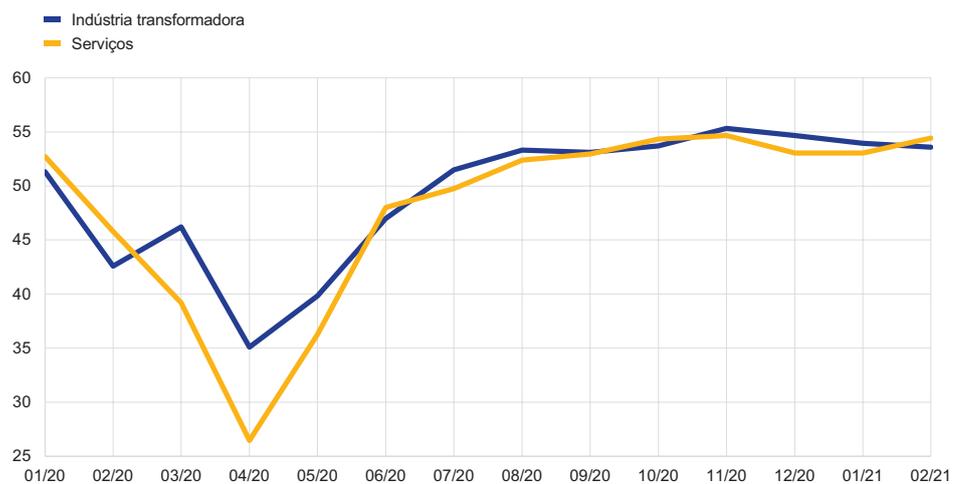
Os fatores adversos à recuperação intensificaram-se com o agravamento da pandemia mundial na viragem do ano. O aumento de novas infeções levou os governos a impor novamente confinamentos mais rigorosos, em particular nas economias avançadas. Em contrapartida, as medidas de contenção nas economias emergentes foram menos restritivas. Todavia, de um modo geral, os novos confinamentos implicam um retrocesso para o crescimento mundial no primeiro trimestre de 2021, como demonstrado por índices de elevada frequência de acompanhamento da atividade económica nas principais economias avançadas.

Os dados de inquéritos sinalizam um forte dinamismo do crescimento, mas também revelam heterogeneidade entre setores e países. O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) sinaliza a continuação da retoma da economia mundial no início de 2021. No seguimento de subidas ligeiramente menos dinâmicas na viragem do ano, este índice situou-se próximo da sua média de longo prazo em fevereiro, em grande medida devido a um crescimento mais rápido no setor dos serviços. Ao invés, o ritmo do IGC mundial do produto para a indústria transformadora (excluindo a área do euro) continua a registar uma moderação, embora permaneça em terreno claramente expansionista (gráfico 1). Os dados para o IGC compósito do produto sugerem um fortalecimento da atividade económica nos Estados Unidos, China, Índia e Rússia, apontando para uma diminuição da atividade no Reino Unido, Japão e Brasil.

Gráfico 1

IGC mundial do produto (excluindo a área do euro)

(Índices de difusão)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2021.

As condições financeiras mundiais mantêm-se acomodáticas, apesar da recente restritividade motivada pela venda generalizada nos mercados de obrigações soberanas. Desde as projeções macroeconómicas de dezembro de

2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, os progressos alcançados na aprovação e distribuição de vacinas, bem como o início das campanhas de vacinação, resultaram numa melhoria da confiança dos investidores. Tal beneficiou os ativos cíclicos e os ativos de risco, em conjugação com a conclusão de um acordo comercial entre a UE e o Reino Unido à última hora e políticas económicas propícias. Em termos gerais, as condições financeiras mundiais permanecem muito acomodáticas nas economias avançadas e nas economias emergentes. Mais recentemente, a melhoria das perspetivas para a economia mundial, suportada por uma evolução positiva relacionada com a pandemia e notícias relativas ao estímulo orçamental adicional nos Estados Unidos, conduziram a uma venda generalizada nos mercados de obrigações soberanas mundiais. Os mercados acionistas mundiais beneficiaram inicialmente de otimismo quanto às perspetivas. No entanto, esta tendência em sentido ascendente foi interrompida no final de fevereiro, altura em que preocupações quanto à forte subida das taxas de rendibilidade desencadearam uma venda generalizada nos mercados acionistas. Entretanto, uma medida baseada no mercado das expectativas de inflação nos Estados Unidos calculada a partir dos preços de obrigações protegidas contra a inflação aumentou para o nível mais elevado desde 2014.

As perspetivas para a economia mundial continuam a ser moldadas pela evolução da pandemia e pelas medidas de contenção associadas. Medidas de contenção mais rigorosas ajudaram a estabilizar as vagas recentes de novas infeções, o que, em associação com o aumento da disponibilização de vacinas, promete uma melhor contenção da pandemia e, por conseguinte, o levantamento gradual das medidas de confinamento. Simultaneamente, o impacto das medidas de distanciamento social nos serviços de maior contacto continua a ser significativo, embora o respetivo impacto económico global deva ser mais limitado do que o dos confinamentos impostos em março e abril de 2020. Tal reflete o facto de os confinamentos se terem tornado mais direcionados e de os agentes económicos terem ajustado o seu comportamento, a fim de limitar o impacto negativo dos confinamentos sobre a atividade. Neste contexto, projeta-se que o ritmo da recuperação mundial desacelere consideravelmente no primeiro trimestre de 2021, recuperando depois.

Entre outras notícias positivas, o pacote de estímulo orçamental aprovado nos Estados Unidos em dezembro de 2020 e o acordo comercial entre a UE e o Reino Unido implicam perspetivas mais sólidas para 2021. Projeta-se que estas notícias de política, sinalizadas como riscos em sentido ascendente para as perspetivas mundiais nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema e agora incluídas na projeção de referência, proporcionem um apoio adicional ao crescimento. Nos Estados Unidos, o estímulo orçamental acordado em dezembro do ano passado ascende a USD 900 mil milhões (4,4% do PIB). Este estímulo deverá ser utilizado em apoio direto ao rendimento das famílias e das empresas e resultar num aumento da atividade nos Estados Unidos em 2021. Além disso, o acordo comercial entre a UE e o Reino Unido substitui o pressuposto de um Brexit sem acordo subjacente às projeções anteriores. Garante o comércio de mercadorias sem o pagamento de direitos aduaneiros e quotas zero entre a UE e o Reino Unido, semelhante ao Acordo Económico e Comercial Global (*Comprehensive Economic and Trade*

Agreement – CETA) entre a UE e o Canadá, impulsionando, assim, a atividade e o comércio na economia do Reino Unido ao longo do horizonte de projeção.

Em termos globais, projeta-se que o PIB mundial (excluindo a área do euro) aumente 6,5% em 2021, desacelerando depois para 3,9% e 3,7% em 2022 e 2023, respetivamente. Tal surge na sequência da estimada contração de 2,4% do crescimento do PIB real mundial em 2020. O crescimento foi revisto em alta em 0,7 pontos percentuais em 2021, visto que o impacto positivo de uma repercussão das surpresas de crescimento na parte final do ano passado e as políticas económicas mais favoráveis são apenas parcialmente compensados pelo efeito negativo sobre o crescimento das medidas de contenção mais rigorosas no curto prazo. O crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) permanece globalmente inalterado para o período de 2022 a 2023, face às projeções anteriores.

Nos Estados Unidos, as perspetivas para a atividade são suportadas pelo estímulo orçamental aprovado no final de dezembro. Após uma retoma mais forte do que o esperado no segundo semestre de 2020, a atividade económica abrandou na viragem do ano, altura em que as medidas de contenção se tornaram mais restritivas devido à deterioração da situação pandémica¹. Uma vez que se pressupõe uma melhoria da situação pandémica no decurso do ano, projeta-se que a economia recupere estas perdas. Porém, em resposta ao abrandamento, um estímulo orçamental adicional correspondendo a 4,4% do PIB foi aprovado em dezembro, o que deverá fomentar o crescimento este ano. Após um abrandamento da despesa de consumo no final de 2020, os cheques de estímulo governamental deram um impulso ao rendimento das famílias e ao rácio de poupança. Os dados de elevada frequência sobre cartões de crédito e as vendas a retalho registaram uma forte retoma em janeiro. Embora a inflação tenha permanecido estável em janeiro, as expetativas de inflação estão a registar um aumento. A inflação global dos preços no consumidor permaneceu inalterada em 1,4% e a inflação subjacente diminuiu para 1,4% em janeiro. Contudo, as perspetivas de inflação a curto prazo apontam para fortes efeitos de base, principalmente dos preços do petróleo, o que poderá conduzir a um aumento da inflação para um nível superior a 2%. Adicionalmente, as perspetivas de crescimento mais robustas aumentaram as expetativas de inflação baseadas no mercado para 2,2%.

O considerável estímulo orçamental adicional planeado pela nova administração representa um importante risco em sentido ascendente para as atuais projeções. O pacote orçamental adicional, que ascende a USD 1,9 biliões (8,9% do PIB), inclui uma renovação do subsídio de desemprego, a entrega de um cheque único adicional às famílias e um aumento da despesa estadual e local para financiar os esforços de saúde pública e a educação, constituindo um importante risco em sentido ascendente para a atual projeção de referência. As simulações de modelos sugerem que tal resultaria num aumento de 2% a 3% do nível do PIB real nos Estados Unidos e a economia atingiria um nível acima do

¹ Para uma comparação do desempenho económico dos Estados Unidos e da área do euro durante a pandemia, ver a caixa 1, intitulada “Evolução económica na área do euro e nos Estados Unidos em 2020”, na presente edição do *Boletim Económico*.

potencial, enquanto o impacto na inflação parece ser moderado. Implicaria igualmente repercussões positivas no crescimento de outras economias, incluindo a área do euro².

No Reino Unido, é provável que o confinamento rigoroso e a redução das existências façam o crescimento regressar a terreno negativo no primeiro trimestre de 2021. Os resultados melhores do que o esperado do PIB no quarto trimestre de 2020 refletiram principalmente fatores específicos, como uma despesa pública mais elevada e a acumulação de existências relacionada com o Brexit. Sugerem igualmente que as restrições à mobilidade relacionadas com a COVID-19 no final de 2020 restringiram muito menos a atividade do que o confinamento rigoroso imposto na primavera de 2020. Este ano, porém, os dados de inquéritos e indicadores de elevada frequência que acompanham a atividade económica indicam uma contração económica acentuada, devido à reimposição de um confinamento rigoroso no início do ano, o que sugere uma queda considerável do crescimento do PIB real no primeiro trimestre de 2021. É possível que um contributo negativo das existências agrave a contração, uma vez que perturbações iniciais na fronteira entre a UE e o Reino Unido, em conjunto com níveis menos elevados de incerteza relativamente à conclusão do acordo comercial, contribuíram para alguma redução das existências. De acordo com um inquérito à indústria, estima-se que as exportações do Reino Unido para a UE tenham caído 68% em janeiro de 2021, em comparação com o ano anterior. Em termos prospetivos, se a situação sanitária for atenuada por progressos consideráveis na vacinação, é provável que continue o levantamento gradual das medidas de contenção no decurso do segundo trimestre, o que poderá levar a uma retoma do crescimento, apoiada por um aumento do consumo e uma recuperação do investimento privado. O acordo comercial entre a UE e o Reino Unido, que garante o comércio de mercadorias sem o pagamento de direitos aduaneiros e quotas zero, ajudou a evitar perturbações no comércio na viragem do ano. Por conseguinte, em comparação com o pressuposto de referência de um Brexit sem acordo indicado nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, projeta-se que a economia siga uma trajetória do produto e do comércio mais positiva ao longo do horizonte de projeção. A inflação homóloga dos preços no consumidor aumentou ligeiramente em janeiro para 0,7% face a 0,6% em dezembro, mas deverá registar um forte aumento no curto prazo. A recuperação dos preços dos produtos energéticos e do gás, após a queda observada no ano passado, e o fim da redução temporária do IVA no setor da hospitalidade em abril impulsionarão os preços no consumidor.

Na China, a atividade económica surpreendeu pela positiva no quarto trimestre, o que sugere que a recuperação face à pandemia prossegue de forma ininterrupta. A atividade recuperou rapidamente, na sequência de uma retoma da produção, apoiada pelo investimento público e por uma robusta procura externa. Em geral, a economia chinesa regressou à trajetória de crescimento registada antes da pandemia. O PIB da China cresceu 2,3% em 2020 e os últimos dados de frequência mais elevada ainda sugerem a continuação de um crescimento

² Para mais pormenores, ver a caixa intitulada [Riscos para as perspetivas dos Estados Unidos e da área do euro relacionados com o "Plano de Resgate Americano"](#), nas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE, março de 2021.

robusto, embora apontem para um dinamismo mais moderado. Contudo, dado que o apoio em termos de políticas se centrou no investimento e no crédito, os riscos para a estabilidade financeira poderão registar novo aumento. O consumo recuperou mais gradualmente, mas a confiança dos consumidores cresceu significativamente no último ano, tendo a despesa de consumo recuperado quase totalmente para níveis observados em 2019, à medida que os receios de um ressurgimento do vírus se atenuam. Uma retoma rápida face ao choque causado pela pandemia na China sugere também que as marcas por ela deixadas deverão ser limitadas.

No Japão, a atividade económica revelou ser mais resiliente do que o inicialmente esperado no último trimestre de 2020. Após uma acentuada recuperação no terceiro trimestre, o PIB real cresceu acima do esperado, 3% em termos trimestrais, apoiado por uma retoma considerável do investimento empresarial privado, bem como por um crescimento robusto do consumo privado e das exportações. Não obstante, um aumento de casos de COVID-19 resultou em medidas de contenção mais rigorosas no início de janeiro. Em resultado, espera-se que a atividade no primeiro trimestre diminua, embora de forma mais moderada face à primavera de 2020. A inflação homóloga dos preços no consumidor aumentou consideravelmente, para -0,6% em janeiro, face a -1,2% em dezembro, uma vez que a maior pressão exercida pelas quedas dos preços dos produtos energéticos foi mais do que compensada por uma recuperação significativa da inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e produtos alimentares).

O crescimento económico nos Estados-Membros da Europa Central e de Leste continuou a registar uma recuperação no quarto trimestre de 2020. Em termos prospetivos, é provável que o agravamento da pandemia e confinamentos rigorosos pesem temporariamente sobre a recuperação no início de 2021. Partindo do pressuposto que as restrições relacionadas com a COVID-19 serão relaxadas nos próximos meses, projeta-se que a atividade recupere dinamismo progressivamente, apoiada por uma orientação acomodatória da política orçamental e monetária.

Em grandes países exportadores de matérias-primas, prevê-se que o ritmo de recuperação seja moderado, sendo limitada a margem de manobra para um novo apoio em termos de políticas. Na Rússia, a recuperação no terceiro trimestre beneficiou de um amplo apoio em termos de políticas e um melhor controlo das infeções. No entanto, estima-se que confinamentos mais rigorosos, introduzidos a fim de controlar o número crescente de novas infeções, pesem sobre a atividade no curto prazo. Contudo, uma melhoria da situação pandémica no decurso de 2021 deverá apoiar o crescimento. Além disso, é provável que a economia beneficie do aumento dos preços do petróleo registado nos últimos meses. No Brasil, as autoridades lançaram um pacote considerável de estímulo orçamental, incluindo pagamentos diretos a famílias com rendimentos baixos, o que apoiou a retoma económica no ano passado. No entanto, à medida que o impacto do apoio orçamental diminuiu e a pandemia se agravou posteriormente, estima-se que o crescimento registre uma moderação no curto prazo.

Na Turquia, o crescimento do PIB real recuperou acentuadamente no terceiro trimestre e a recuperação prosseguiu no quarto trimestre. Uma retoma rápida foi apoiada, em larga medida, por um forte crescimento do crédito, enquanto o

impacto negativo das medidas de contenção se limitou sobretudo aos setores da hospitalidade e do turismo. No entanto, à medida que os estímulos de política são gradualmente reduzidos, prevê-se que o crescimento se modere no futuro, particularmente no consumo pessoal impulsionado pelo crédito. No médio prazo, espera-se que a recente mudança de direção em termos de políticas, em particular pelo banco central, resulte num crescimento abaixo da média histórica.

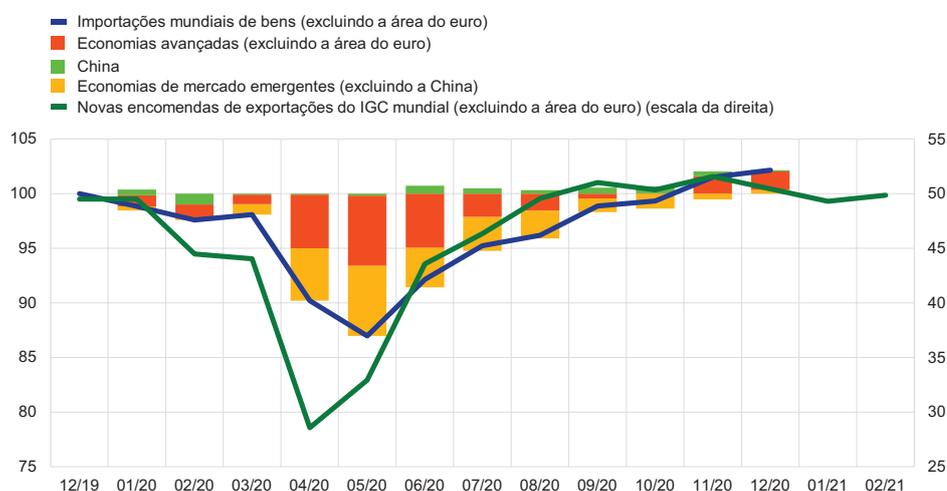
A retoma do comércio mundial foi dinâmica, uma vez que o comércio de bens recuperou rapidamente, bem como a produção industrial mundial.

As importações mundiais de bens (excluindo a área do euro) já tinham regressado para os níveis registados antes da pandemia no final de 2020, enquanto o comércio internacional de serviços permanece em níveis reduzidos. Os dados relativos ao comércio em termos nominais sugerem que o comércio mundial de serviços em novembro permaneceu cerca de 27% abaixo do nível observado no final de 2019, com as viagens e os serviços relacionados com o turismo a representar uma percentagem considerável desta perda. As pressões emergentes sobre as cadeias de oferta mundiais estão a adicionar fatores adversos à recuperação do comércio mundial no curto prazo. A forte recuperação da atividade da indústria transformadora no segundo semestre de 2020 e a subida relacionada das novas encomendas de exportações exerceram pressão sobre a oferta em determinados mercados e na capacidade de expedição de mercadorias a nível mundial. Esta situação aumentou os prazos de entrega dos fornecedores, como ilustrado pelos níveis historicamente elevados dos indicadores do IGC mundial relativos aos prazos de entrega. Os custos de expedição também aumentaram acentuadamente, parcialmente devido a uma recuperação desequilibrada do comércio. A forte recuperação do comércio na China e na Ásia Oriental resultou numa escassez de contentores de transporte de mercadorias, que permanecem nos portos da Europa e América do Norte. As novas encomendas de exportações são outro sinal do abrandamento do dinamismo no setor da indústria transformadora a nível mundial, as quais, em janeiro, desceram para níveis abaixo do limiar expansionista pela primeira vez desde setembro passado e aí permaneceram em fevereiro (gráfico 2).

Gráfico 2

Importações mundiais de bens (excluindo a área do euro) e novas encomendas de exportações

(escala da esquerda: índice, dezembro 2019 = 100; escala da direita: índice de difusão)



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

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2021 (IGC) e a dezembro de 2020 (importações mundiais de bens).

As importações mundiais (excluindo a área do euro) sofreram uma forte revisão em alta, projetando-se que aumentem 9,0% em 2021, abrandando depois para 4,1% em 2022 e 3,4% em 2023.

Esta revisão surge no seguimento da contração estimada para o comércio mundial de 9,1% em 2020. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as importações mundiais e, em particular, a procura externa da área do euro foram objeto de uma significativa revisão em alta, devido ao acordo comercial entre a UE e o Reino Unido e, em menor grau, à recuperação mais forte projetada para as economias avançadas. Projeta-se que a procura externa da área do euro suba 8,3% este ano e 4,4% e 3,2% em 2022 e 2023, respetivamente, o que implica revisões em alta de 1,7 pontos percentuais em 2021 e 0,3 pontos percentuais em 2022. Para 2023, a procura externa da área do euro permanece inalterada face às projeções de dezembro. Dados mais positivos na parte final do ano passado, associados às importações mais robustas projetadas para os principais parceiros comerciais da área do euro, sugerem que o desvio relativamente à trajetória observada antes da pandemia diminuiu consideravelmente, à semelhança do desvio do crescimento real do PIB mundial.

Os riscos para as projeções de referência para o crescimento mundial encontram-se enviesados em sentido ascendente.

Além do estímulo orçamental adicional planeado pela administração do Presidente Biden referido anteriormente, e em linha com as anteriores rondas de projeções, são utilizados dois cenários alternativos para as perspetivas mundiais para ilustrar a incerteza em torno da trajetória futura da pandemia. Estes cenários refletem a interação entre a evolução da pandemia e a trajetória associada das medidas de contenção³. Outros riscos

³ Para mais pormenores, ver a caixa intitulada [Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro](#), nas projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, março de 2021.

para as perspetivas mundiais estão relacionados com uma redução mais rápida do que o esperado das poupanças acumuladas durante a pandemia nas economias avançadas, o que poderia, por seu turno, apoiar o consumo privado e as importações. Ao invés, uma reavaliação repentina do risco nos mercados financeiros poderia resultar em saídas de capital e na depreciação da moeda em economias emergentes vulneráveis, o que poria em causa a respetiva recuperação. Adicionalmente, capacidades de produção limitadas em setores relacionados com TI e a escassez de contentores no setor de expedição de mercadorias poderiam aumentar os riscos para as cadeias de valor mundiais e o comércio mundial. Acresce que um endividamento elevado e crescente nas economias avançadas e economias emergentes representa riscos adicionais em sentido descendente para o crescimento no médio prazo.

Evolução dos preços a nível mundial

Os preços das matérias-primas aumentaram significativamente e os preços do petróleo encontram-se perto dos níveis observados antes da pandemia.

Os preços do petróleo bruto Brent aumentaram aproximadamente 35%, em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, no contexto de cortes unilaterais na oferta pela Arábia Saudita, da melhoria das perspetivas para a procura mundial, suportadas pela retoma robusta do setor da indústria transformadora a nível mundial, e das expectativas de crescimento nos Estados Unidos. Além disso, os preços do petróleo beneficiaram de uma subida dos ativos de maior risco a nível mundial. Este aumento dos preços do petróleo levou a curva de futuros para uma situação de *backwardation*, o que significa que os atuais preços do petróleo se encontram acima dos pressupostos no final do horizonte de projeção. Os preços dos metais também beneficiaram de uma procura mundial dinâmica, no contexto de restrições na oferta em alguns dos principais países exportadores a nível mundial, tendo aumentado 10% desde as projeções de dezembro. Tanto os preços dos metais como das matérias-primas alimentares aumentaram para níveis muito acima dos registados antes da pandemia.

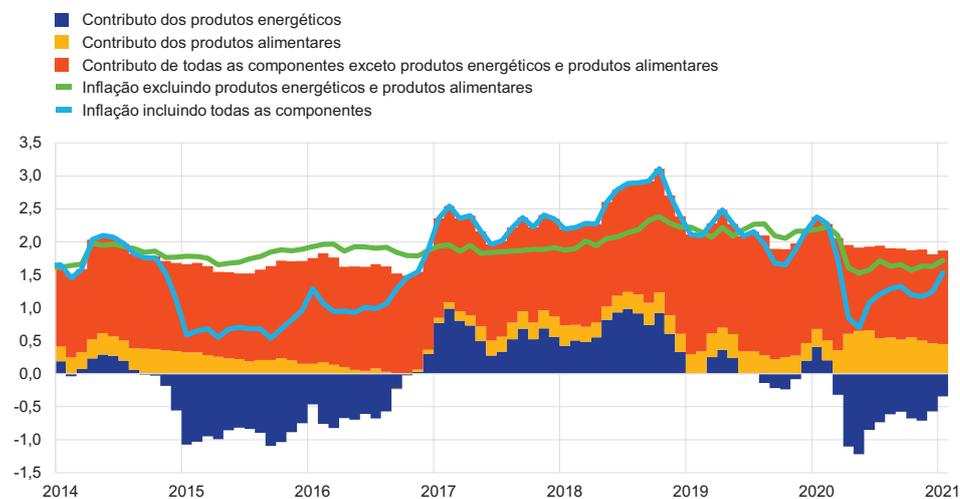
A inflação global a nível mundial aumentou em janeiro, devido a um contributo menos negativo dos preços dos produtos energéticos.

A inflação homóloga dos preços no consumidor nos países pertencentes à Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) aumentou para 1,5% em janeiro, face a 1,2% em dezembro de 2020 (gráfico 3) A inflação dos preços dos produtos alimentares permaneceu globalmente estável, enquanto a pressão em sentido descendente exercida pela inflação dos preços dos produtos energéticos se atenuou ligeiramente. A inflação subjacente do índice de preços no consumidor excluindo produtos energéticos e produtos alimentares subiu ligeiramente, passando de 1,6% em dezembro para 1,7% em janeiro. A inflação global homóloga dos preços no consumidor aumentou em todas as economias avançadas, mas permaneceu em terreno negativo no Japão. Entre as principais economias emergentes não pertencentes à OCDE, a inflação global homóloga na China voltou a cair para terreno negativo, após ter aumentado temporariamente em dezembro.

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 2021.

Espera-se que o aumento acentuado dos preços das matérias-primas impulse os preços no consumidor a nível mundial.

No curto prazo, o aumento da inflação global será acentuado pelo efeito de base positivo resultante da reação inicial dos preços mundiais das matérias-primas ao choque pandémico observado na primavera de 2020. Este padrão também é evidente nos preços de exportações dos concorrentes da área do euro em moeda nacional, que deverão aumentar de forma dinâmica no decurso de 2021. Contudo, é provável que este aumento da inflação seja transitório, devido a um substancial grau de folga na economia mundial, em particular no mercado de trabalho.

2 Evolução financeira

No período em análise (10 de dezembro de 2020 a 10 de março de 2021), a curva a prazo do índice overnight médio do euro (EONIA) deslocou-se em sentido ascendente e tornou-se mais inclinada. Atualmente, a curva não sinaliza expectativas por parte das empresas de uma redução da taxa no muito curto prazo. As taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro aumentaram, em parte devido a repercussões dos Estados Unidos, enquanto os diferenciais das obrigações soberanas se mantiveram globalmente estáveis. Os preços das ações aumentaram. Nos mercados cambiais, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro enfraqueceu ligeiramente.

No período em análise, a taxa de juro overnight média do euro (EONIA) e a nova taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situaram-se, em média, em -48 pontos base e -56 pontos base, respetivamente⁴. A liquidez excedentária aumentou 241 mil milhões de euros, para aproximadamente 3692 mil milhões de euros. Este aumento reflete principalmente a compra de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) e do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), que foram parcialmente compensados por reembolsos voluntários de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas e fatores autónomos de absorção de liquidez.

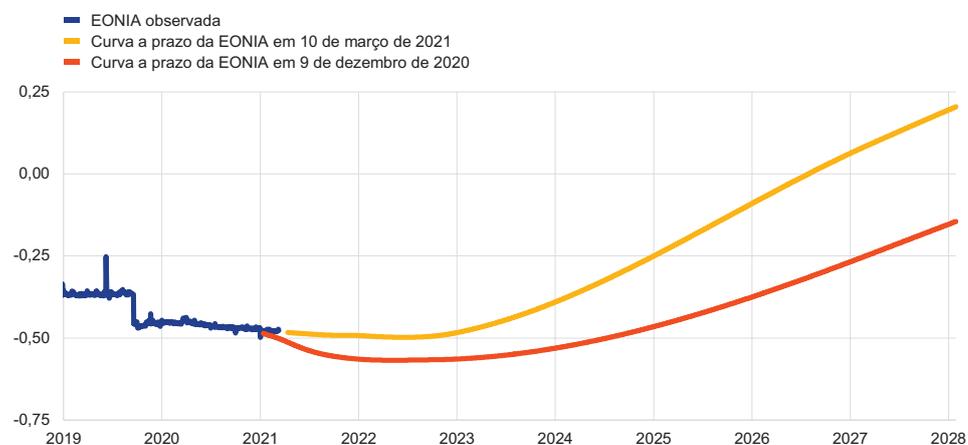
A curva a prazo da EONIA deslocou-se em sentido ascendente no período em análise, em particular nos horizontes longos, e tornou-se também mais inclinada (gráfico 4). A inversão moderada da curva nos prazos de curto prazo, que foi visível na trajetória prevalecente em dezembro, desapareceu num contexto de sentimento mais favorável face à recuperação. O valor mínimo da curva, que se situa 2 pontos base abaixo do atual nível da EONIA de -50 pontos base, corresponde a abril de 2022. Por conseguinte, a curva indica que os mercados financeiros não estão a contar com uma redução iminente das taxas. No geral, as taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA permanecem abaixo de zero para horizontes anteriores a meados de 2026, refletindo uma continuação de expectativas do mercado de um período prolongado de taxas de juro 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.

Gráfico 4

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

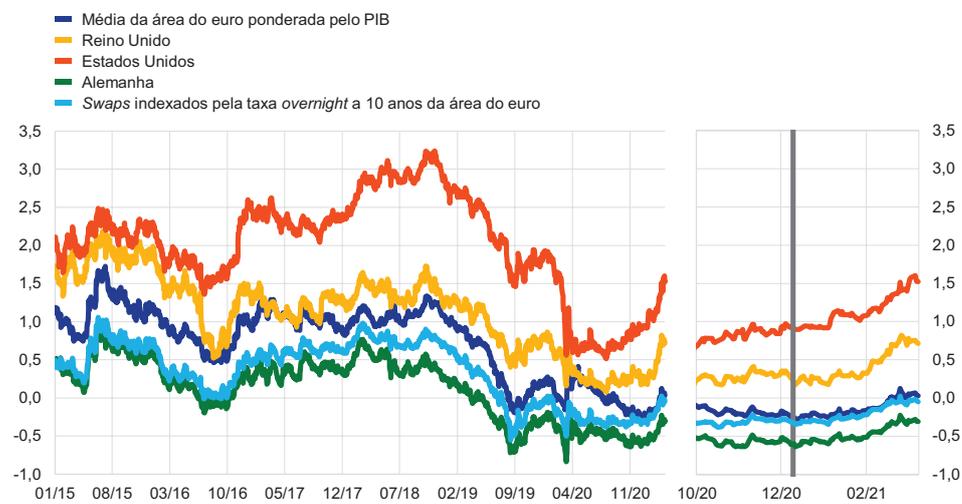
As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro aumentaram em conjunto com as suas contrapartes mundiais, embora significativamente menos, situando-se num nível consideravelmente mais elevado do que na reunião de dezembro do Conselho do BCE (gráfico 5).

Impulsionadas por perspetivas económicas cada vez mais positivas para os Estados Unidos, sustentadas por expectativas de um estímulo orçamental considerável por parte da nova Administração dos EUA sob o mandato do Presidente Joe Biden, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo aumentaram acentuadamente à escala mundial. Em particular, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB aumentou 28 pontos base, atingindo 0,03%. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos nos Estados Unidos e no Reino Unido aumentaram ainda mais acentuadamente, com uma subida de 62 e 51 pontos base, atingindo 1,52% e 0,72%, respetivamente.

Gráfico 5

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

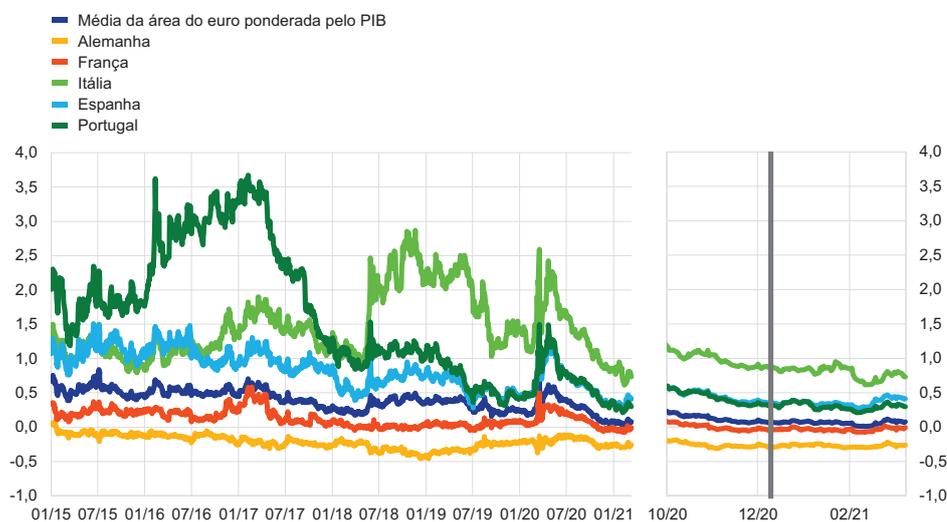
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 10 de dezembro de 2020. As últimas observações referem-se a 10 de março de 2021.

Os diferenciais das obrigações soberanas a longo prazo da área do euro face às taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* mantiveram-se bastante estáveis, uma vez que as taxas de rendibilidade aumentaram, em larga medida, em paralelo com as taxas isentas de risco na maioria das jurisdições (gráfico 6). Os diferenciais das obrigações soberanas de Itália diminuíram significativamente no período que antecedeu a formação de um novo governo pelo antigo Presidente do BCE, Mario Draghi, tendo atingido brevemente um novo nível mínimo plurianual antes de voltar a aumentar. Em particular, no período em análise, os diferenciais a 10 anos de Portugal e Itália diminuíram 12 e 1 pontos base, situando-se em 0,73% e 0,30%, respetivamente. No mesmo período, os diferenciais a 10 anos da Alemanha, França e Espanha aumentaram marginalmente 1, 1 e 6 pontos base, tendo atingido -0,26%, -0,01% e 0,41%, respetivamente.

Gráfico 6

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

(pontos percentuais)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

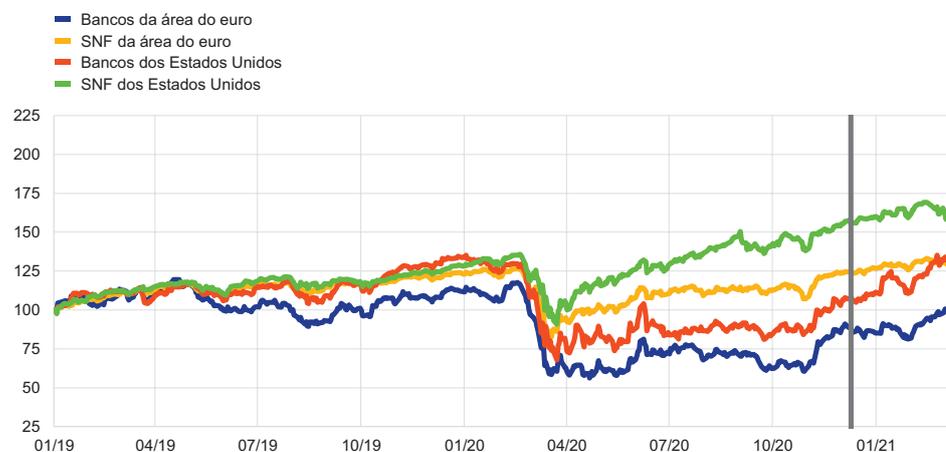
Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 10 de dezembro de 2020. As últimas observações referem-se a 10 de março de 2021.

Os preços das ações aumentaram em ambos os lados do Atlântico, atingindo máximos históricos no período em análise nos Estados Unidos, uma vez que o sentimento de risco se manteve favorável (gráfico 7). À exceção de alguma volatilidade, os preços das ações na área do euro e nos Estados Unidos registaram, em geral, uma tendência ascendente, antes de diminuírem apenas parcialmente nos Estados Unidos perto do final de janeiro. As ações financeiras registaram ganhos particularmente significativos tanto nos Estados Unidos como na área do euro. De um modo geral, os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) na área do euro e nos Estados Unidos aumentaram 7,4% e 4,4%, respetivamente. Os preços das ações dos bancos da área do euro e dos Estados Unidos aumentaram 16,5% e 26,9%, respetivamente, tendo o índice dos Estados Unidos recuperado plenamente as perdas registadas desde o início da pandemia.

Gráfico 7

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

(índice: 1 de janeiro de 2019 = 100)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

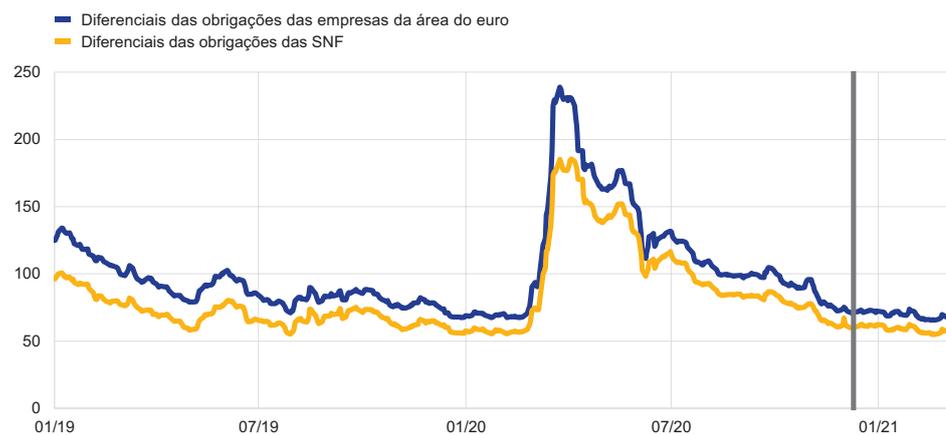
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 10 de dezembro de 2020. As últimas observações referem-se a 10 de março de 2021.

Os diferenciais das obrigações das empresas da área do euro mantiveram-se praticamente inalterados (gráfico 8). No período em análise, os diferenciais das obrigações das SNF com categoria de investimento e das obrigações do setor financeiro (em relação à taxa isenta de risco) diminuíram 2 e 4 pontos base, respetivamente, para se situarem em linha com os seus níveis pré-pandémicos. Em termos globais, registaram-se apenas pequenos movimentos nos diferenciais das obrigações das empresas desde a reunião de dezembro do Conselho do BCE.

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 prazos (com um prazo de vencimento residual de pelo menos 1 ano) com notação de investimento. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 10 de dezembro de 2020. As últimas observações referem-se a 10 de março de 2021.

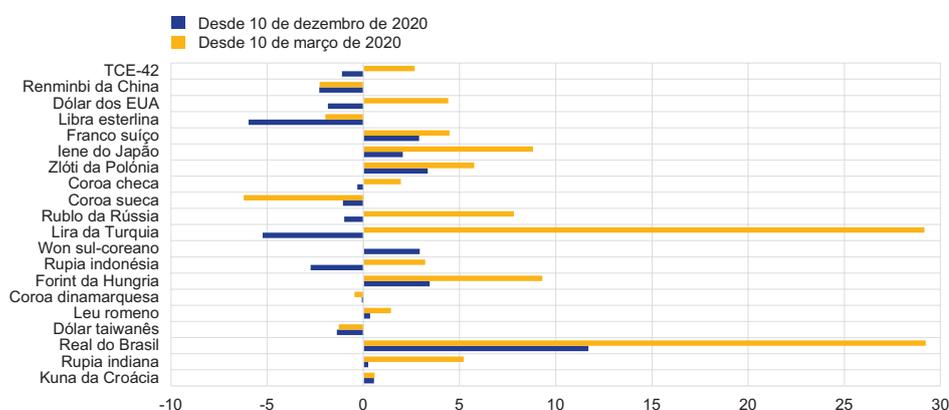
Nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira depreciação em termos ponderados pelo comércio (gráfico 9). Embora a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área

do euro, se tenha depreciado 1,1% no período em análise, manteve-se apenas 2,7% abaixo do seu máximo histórico atingido em dezembro de 2008. Tal refletiu uma evolução divergente das taxas de câmbio bilaterais num ambiente de mercado caracterizado por uma crescente apetência pelo risco. O euro depreciou-se face ao dólar dos Estados Unidos (em 1,8%), ao renminbi da China (em 2,3%) e à libra esterlina (em 6,0%), tendo, no entanto, se fortalecido face ao franco suíço (em 2,9%) e ao iene do Japão (em 2,0%). O euro também se fortaleceu sobretudo face às moedas dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro na Europa Central e de Leste.

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-42 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevaletentes em 10 de março de 2021.

Na sequência da forte recuperação observada no terceiro trimestre de 2020, o PIB real da área do euro voltou a contrair-se no quarto trimestre, caindo 0,7% em termos trimestrais em cadeia, ficando o produto quase 5% abaixo dos níveis pré-pandemia. A evolução económica continua a ser desigual entre setores e países, sendo o setor dos serviços o mais afetado pelas restrições à interação social e à mobilidade. Embora as medidas de política orçamental continuem a apoiar as famílias e as empresas, os consumidores permanecem cautelosos em relação à pandemia e ao impacto da mesma no emprego e nos rendimentos. Contudo, o investimento empresarial mantém-se relativamente resiliente, apesar da maior fragilidade dos balanços das empresas e da elevada incerteza. Globalmente, os mais recentes dados, inquéritos e indicadores de alta frequência apontam para a continuação da fragilidade económica no primeiro trimestre de 2021, motivada pela evolução da pandemia e pelas medidas de contenção associadas. Consequentemente, é provável que o PIB real volte a contrair-se no primeiro trimestre do ano. No entanto, numa análise a mais longo prazo, a implementação da vacinação permite uma maior confiança na resolução da crise sanitária, o que deverá reduzir a incerteza, impedindo novos desenvolvimentos adversos relacionados com a pandemia. A médio prazo, a recuperação económica na área do euro deverá ser também apoiada por condições de financiamento e uma orientação orçamental favoráveis, e uma retoma da procura, com o levantamento gradual das medidas de contenção.

Esta avaliação encontra-se, no geral, refletida no cenário de base das projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE de março de 2021. Estas projeções indicam que o crescimento do PIB real anual se situará em 4,0% em 2021, 4,1% em 2022 e 2,1% em 2023. As perspetivas para a atividade económica não registaram, em geral, alterações em comparação com as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema de dezembro de 2020. No geral, embora os riscos em torno das perspetivas de crescimento a curto prazo para a área do euro se mantenham em baixa, os riscos a médio prazo tornaram-se mais equilibrados. Por um lado, a melhoria das perspetivas para a procura mundial, os estímulos orçamentais consideráveis em toda a área do euro e a implementação da vacinação são motivos de otimismo. Por outro lado, contudo, a pandemia em curso (incluindo a propagação de novas variantes do vírus) e as suas implicações para as condições económicas e financeiras continuam a ser uma fonte de riscos em sentido descendente.

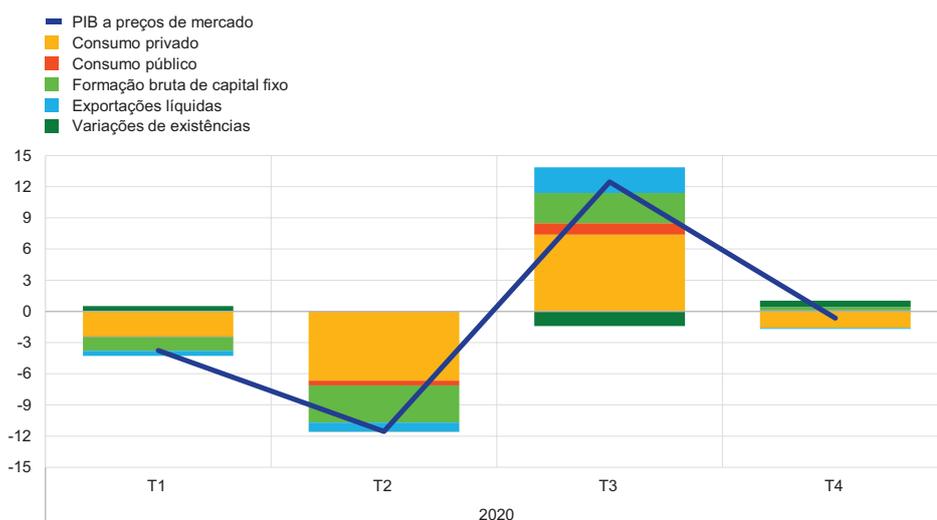
Depois de uma contração moderada do produto no quarto trimestre de 2020, a atividade económica na área do euro deverá manter-se fraca no primeiro trimestre de 2021. O PIB real desceu 0,7% em termos trimestrais em cadeia no quarto trimestre de 2020, após um crescimento de 12,5% no terceiro trimestre (gráfico 10), que foi, no entanto, melhor do que a contração de 2,2% prevista nas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema em dezembro de 2020. A queda do produto no quarto trimestre deveu-se principalmente à procura interna, em especial ao consumo privado. Embora no quarto trimestre o produto se tenha ainda situado quase 5% abaixo do nível pré-pandemia registado um ano antes, o resultado melhor do que o esperado para esse trimestre originou

um efeito de repercussão positivo sobre o crescimento em 2021, que totalizou 2,2%. Do lado da produção, a evolução no quarto trimestre variou significativamente entre os setores. Embora o valor acrescentado no setor dos serviços tenha diminuído acentuadamente, a produção no setor industrial (excluindo a construção) aumentou ainda mais. Com efeito, com um forte crescimento já observado no terceiro trimestre, a recuperação da produção industrial no segundo semestre de 2020 compensou, de um modo geral, a descida acentuada verificada no primeiro semestre. A caixa 4 faz o balanço do impacto das medidas de contenção relacionadas com a pandemia nos vários setores económicos dos maiores países da área do euro, e analisa de que forma esse impacto se alterou ao longo do tempo. Globalmente, estima-se que o produto da área do euro tenha diminuído 6,6% em 2020 – um pouco mais do que nos Estados Unidos. Tal como explica a caixa 1, isto pode estar relacionado com os confinamentos mais restritos observados na área do euro e com a política orçamental mais expansionista nos Estados Unidos.

Gráfico 10

PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fonte: Eurostat.

O mercado de trabalho da área do euro continua a beneficiar de um apoio significativo em termos de políticas, enquanto o emprego registou aumentos nos últimos meses e a taxa de desemprego tem sido, em geral, estável.

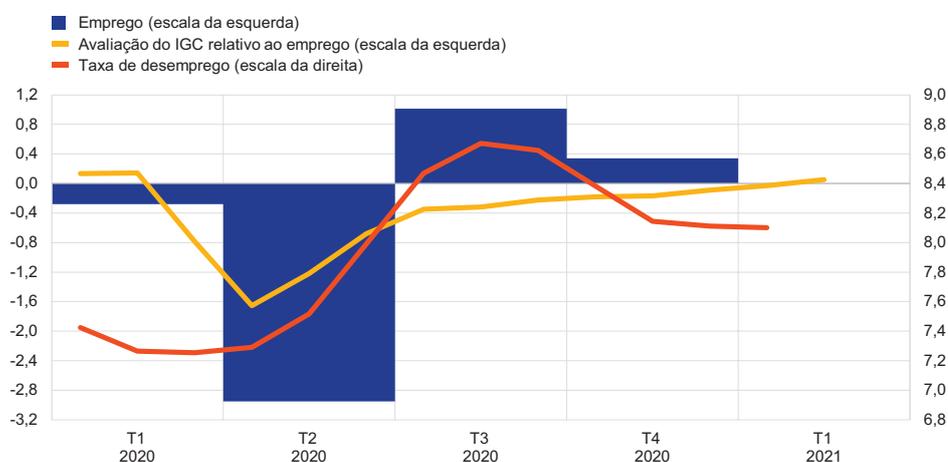
A utilização intensiva de regimes de manutenção de postos de trabalho continua a apoiar o emprego, atenuando assim o impacto sobre a taxa de desemprego, apoiando o rendimento das famílias e limitando a incerteza económica. O emprego subiu 0,3% em termos trimestrais em cadeia no quarto trimestre de 2020, após um aumento de 1,0% no terceiro trimestre (gráfico 11). Contudo, apesar dessa melhoria, o emprego era ainda 1,9% mais baixo no quarto trimestre do que um ano antes da pandemia. As horas trabalhadas continuaram a desempenhar um papel importante no ajustamento do mercado de trabalho da área do euro. O total de horas trabalhadas desceu 1,6% em termos trimestrais em cadeia no quarto trimestre (após um aumento de 14,8% no terceiro trimestre), situando-se quase 6,5% abaixo do

nível observado no final de 2019. Entretanto, a taxa de desemprego situou-se em 8,1% em janeiro de 2021, globalmente inalterada face a novembro de 2020 e descendo em relação a pouco menos de 8,7% em agosto de 2020, mas ainda aproximadamente 0,8 pontos percentuais acima do nível pré-pandemia registado em fevereiro de 2020. Estima-se que os trabalhadores abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho representavam cerca de 5,9% da população ativa em janeiro de 2021, uma redução face a quase 20% em abril de 2020. No entanto, o número de trabalhadores abrangidos por esses regimes tem vindo a aumentar desde outubro de 2020, em resultado de novas medidas de contenção em alguns países.

Gráfico 11

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

Notas: As duas linhas indicam a evolução mensal; as barras representam os dados trimestrais. O IGC é expresso num desvio face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2020 para o emprego, a fevereiro de 2021 para o IGC e a janeiro de 2021 para a taxa de desemprego.

Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho recuperaram parcialmente, mas ainda apontam para algumas vulnerabilidades no mercado de trabalho da área do euro.

Em fevereiro de 2021, o indicador do IGC composto do emprego tornou-se expansionista pela primeira vez desde o início da pandemia de coronavírus (COVID-19), embora permanecendo em níveis contracionistas em alguns países e no setor de serviços de baixa tecnologia. As expectativas de desemprego das famílias mantiveram-se elevadas nesse mês, num contexto de procura moderada de emprego. A prazo, o número substancial de trabalhadores ainda cobertos por regimes de manutenção de postos de trabalho pode representar riscos de sentido ascendente para a taxa de desemprego no futuro.

As despesas de consumo perderam o ímpeto na viragem do ano, diminuindo 3,0% em termos trimestrais em cadeia no quarto trimestre de 2020. Em janeiro de 2021, o comércio a retalho caiu 5,9% em termos mensais em cadeia, enquanto os registos de automóveis novos diminuíram 22% durante o mesmo período (descendo para o seu nível mais baixo desde junho de 2020). Com a segunda vaga da pandemia a originar um novo aumento da poupança das famílias, os fluxos de entrada de depósitos bancários das famílias mantiveram-se elevados em janeiro

(após uma descida temporária em dezembro). Um grande número de famílias continua a não ser afetado pelo impacto imediato da pandemia em termos de rendimentos, e esses agregados continuaram a acumular montantes substanciais de poupança involuntária. Ao mesmo tempo, as expectativas das famílias para os próximos 12 meses em relação à situação económica geral, à sua situação financeira pessoal e aos planos de efetuarem grandes compras não melhoraram significativamente desde maio do ano passado.

O investimento empresarial (aproximado pelo investimento em outros setores exceto construção) continua a ser relativamente resiliente, tendo aumentado novamente no quarto trimestre de 2020. O investimento em outros setores exceto construção tem sido apoiado por um forte investimento em produtos de propriedade intelectual, provavelmente devido, em parte, à necessidade de uma maior digitalização da economia em resposta à pandemia. Entretanto, o investimento em máquinas e equipamentos aumentou apenas moderadamente no final de 2020, na sequência de um crescimento excepcionalmente forte no terceiro trimestre. Nos últimos meses, o investimento empresarial tem sido apoiado por uma forte procura externa, como refletido no crescimento das encomendas industriais de bens de investimento de fora da área do euro, bem como nas melhorias verificadas nas carteiras de encomendas de exportações das empresas da indústria transformadora no período até fevereiro. Dados recentes de inquéritos são também consistentes com a manutenção de um crescimento resiliente no primeiro trimestre de 2021. Com efeito, o aumento da confiança das empresas e das expectativas de produção no setor dos bens de investimento (particularmente em fevereiro) sugere que o investimento deverá crescer mais nos próximos meses. As perspetivas de investimento continuarão provavelmente a ser impulsionadas sobretudo pelo setor da indústria transformadora, enquanto as empresas do setor dos serviços (geralmente mais afetadas pela pandemia e pelas medidas de contenção associadas) são, de acordo com inquéritos recentes, mais suscetíveis de adiar ou cancelar os respetivos planos de investimento. Numa perspetiva a mais longo prazo, o aumento do serviço da dívida das empresas e um aumento potencial das falências podem constituir uma ameaça à recuperação em curso do investimento.

O investimento em habitação manteve-se resiliente no quarto trimestre de 2020, apesar do novo aumento das restrições relacionadas com a pandemia, embora as perspetivas a curto prazo permaneçam incertas. O investimento em habitação aumentou ligeiramente no quarto trimestre, ou seja, 0,5% em termos trimestrais em cadeia, mas manteve-se cerca de 3% abaixo do nível observado no final de 2019. No entanto, indicadores recentes apontam para uma certa moderação no ritmo de recuperação a curto prazo, em parte em resultado da renovação das restrições à mobilidade observadas nos últimos meses. Isto pode até comprometer os progressos atingidos no segundo semestre de 2020 em termos do regresso do investimento imobiliário aos níveis pré-pandemia. Do lado da procura, os dados dos inquéritos da Comissão Europeia sobre as intenções dos consumidores de renovar as suas habitações nos próximos 12 meses apontam para um enfraquecimento das despesas de habitação a curto prazo, embora com diferenças entre os países. Do lado da oferta, apesar de alguns sinais de recuperação nas licenças de construção e carteiras de encomendas, os indicadores de confiança mais recentes sugerem que a fragilidade das perspetivas de curto prazo para a atividade empresarial poderia

pesar sobre as empresas do setor imobiliário e, em menor grau, do setor da construção. No setor da construção, os indicadores do IGC do produto para os dois primeiros meses de 2021 sugerem que as empresas do segmento residencial têm perspectivas mais favoráveis do que suas contrapartes no segmento comercial.

O comércio da área do euro continuou a expandir-se a uma taxa robusta no quarto trimestre de 2020, sobretudo em resultado de novos aumentos no comércio da indústria transformadora. O crescimento do comércio no quarto trimestre foi impulsionado i) pela consolidação da recuperação observada no terceiro trimestre, ii) pelo crescimento das exportações de bens de consumo para o Reino Unido, Brasil e Ásia, e iii) pelo aumento das importações de produtos energéticos da Noruega e da Rússia, tendo estes três fatores dado contributos quase equiparáveis. No entanto, as exportações para países não pertencentes à área do euro foram o único motor de crescimento em dezembro, apoiadas pela acumulação extraordinária de bens da UE no Reino Unido, em antecipação do final do período de transição do Brexit. No início de 2021, o custo de exportar da área do euro para o Reino Unido aumentou, os prazos de entrega foram prolongados, e as exportações em contentores registaram uma contração abrupta (de acordo com dados relativos ao comércio marítimo). O efeito resultante no comércio é provavelmente temporário, com os indicadores avançados de janeiro e fevereiro a apontarem para um maior crescimento das exportações de produtos da indústria transformadora no primeiro trimestre de 2021. Enquanto os bens de consumo foram o principal impulsionador de novas encomendas de exportação no quarto trimestre, os desenvolvimentos observados nos dois primeiros meses de 2021 refletiram melhorias nos setores dos bens de investimento e dos bens intermédios. Os dados disponibilizados sobre taxas de envio, que voltaram aos níveis pré-pandemia em fevereiro, fornecem novas evidências da normalização em curso do comércio da indústria transformadora. Ao mesmo tempo, contudo, o comércio nos serviços continua a ser fortemente prejudicado, com os confinamentos prolongados a continuarem a impedir qualquer melhoria substancial.

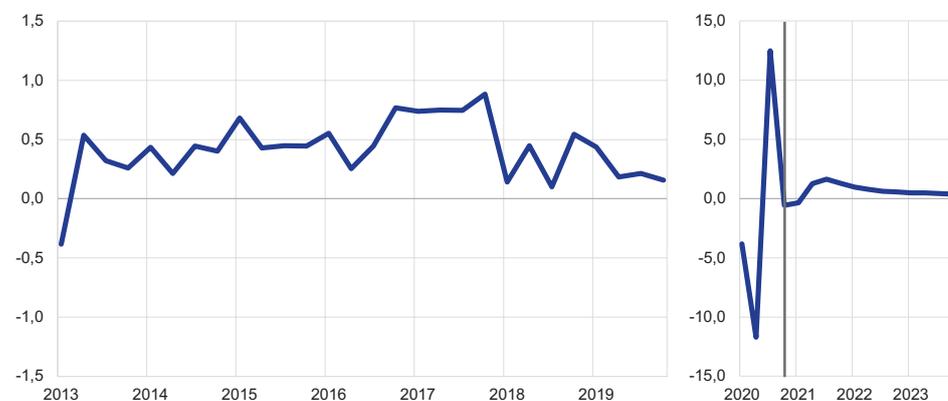
Os indicadores de conjuntura apontam para uma moderação contínua da atividade económica no primeiro trimestre de 2021. Os dados dos inquéritos mantêm-se em níveis baixos, globalmente consistentes com uma nova contração modesta no primeiro trimestre deste ano, apesar de ligeiras melhorias em relação ao quarto trimestre de 2020. O IGC compósito provisório do produto, que diminuiu de 52,4 no terceiro trimestre para 48,1 no quarto trimestre, aumentou um pouco recentemente, situando-se, em média, em 48,3 durante janeiro e fevereiro. Esta melhoria reflete a evolução no setor dos serviços (embora sugira que os serviços ainda se encontrem em níveis contracionistas). Em contraste, o IGC da produção na indústria transformadora diminuiu marginalmente nos dois primeiros meses de 2021, em comparação com o quarto trimestre de 2020, mas permaneceu em território expansionista. Analisando especificamente medidas relacionadas com a pandemia, embora o índice de rigor (*Stringency Index*) compósito tenha permanecido próximo dos níveis observados no pico que registou em abril de 2020, os indicadores de mobilidade de elevada frequência para os países da área do euro começaram a melhorar nos últimos meses. Globalmente, as perspectivas de curto prazo continuam rodeadas de considerável incerteza.

A recente intensificação da pandemia de COVID-19 enfraqueceu as perspetivas de curto prazo para a economia da área do euro, mas sem comprometer a sua recuperação. Os esforços para aumentar a produção e distribuição de vacinas (que deverão permitir a flexibilização das medidas de contenção), combinados com o apoio substancial das políticas monetária e orçamental (incluindo fundos proporcionados pelo Instrumento de Recuperação da União Europeia denominado “Next Generation EU”) e com melhores perspetivas para a procura global, deverão conduzir a uma recuperação robusta a partir do segundo semestre de 2021. Esta situação encontra-se refletida nas projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE de março de 2021, segundo as quais o crescimento do PIB real anual se situará em 4,0% em 2021, 4,1% em 2022 e 2,1% em 2023 (gráfico 12). Essa avaliação mantém-se globalmente inalterada face às projeções de dezembro de 2020. O PIB real deverá ultrapassar o seu nível pré-pandemia no segundo trimestre de 2022. No entanto, os riscos a curto prazo para as perspetivas de crescimento permanecem enviesados no sentido descendente devido ao ressurgimento do vírus, ao aparecimento de novas mutações e às medidas de contenção associadas. Ao mesmo tempo, os riscos em torno das perspetivas de crescimento para a área do euro a médio prazo tornaram-se mais equilibrados. Além disso, o “Plano de Resgate Americano” da Administração Biden, apresentado demasiado tarde para ser incluído nas projeções de referência, deverá resultar em algumas repercussões positivas para a área do euro⁵.

Gráfico 12

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem)



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, março de 2021](#).

Notas: Tendo em conta a volatilidade sem precedentes do PIB real no decurso de 2020, o gráfico tem uma escala diferente a partir de inícios de 2020. A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. Este gráfico não apresenta intervalos em torno das projeções. Tal reflete o facto de o cálculo normal dos intervalos (com base em erros de projeção históricos) não constituir, nas presentes circunstâncias, uma indicação fidedigna da incerteza sem precedentes que envolve as projeções atuais.

⁵ Ver a caixa 4 do artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, março de 2021](#), publicado no sítio do BCE em 11 de março de 2021.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga na área do euro situou-se em 0,9% em fevereiro de 2021, mantendo-se inalterada face a janeiro de 2021, mas registando um aumento substancial face a -0,3% em dezembro de 2020. Com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, a inflação global deverá aumentar nos próximos meses, mas espera-se alguma volatilidade ao longo do ano, refletindo a evolução da dinâmica dos fatores que atualmente impulsionam a subida da inflação. É exetável que estes fatores desapareçam das taxas de inflação homólogas no início do próximo ano. Espera-se que as pressões subjacentes sobre os preços aumentem ligeiramente este ano devido às atuais restrições na oferta e à recuperação da procura interna, embora se preveja que, em termos globais, as pressões se mantenham moderadas, refletindo, entre outros aspetos, pressões salariais baixas e a anterior apreciação do euro. Quando o impacto da pandemia de coronavírus (COVID-19) se desvanecer, o desaparecimento do nível elevado de margem disponível, apoiado pelo caráter acomodaticio da política monetária e das políticas orçamentais, contribuirá para um aumento gradual da inflação no médio prazo. As medidas baseadas em inquéritos e os indicadores baseados no mercado das expectativas de inflação a mais longo prazo mantêm-se em níveis moderados, ainda que os indicadores baseados no mercado tenham continuado a aumentar gradualmente. Esta avaliação encontra-se globalmente refletida no cenário de referência das projeções macroeconómicas de março de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, segundo as quais a inflação anual situar-se-á em 1,5% em 2021, 1,2% em 2022 e 1,4% em 2023. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação foram revistas em alta para 2021 e 2022, em grande parte devido a fatores temporários e a uma inflação mais elevada dos preços dos produtos energéticos, mantendo-se inalteradas para 2023.

A inflação medida pelo IHPC aumentou acentuadamente no início do corrente ano, em comparação com o final do ano passado. Depois de se situar em -0,3% durante quatro meses consecutivos, a inflação medida pelo IHPC aumentou para 0,9% em janeiro de 2021, mantendo-se a esta taxa em fevereiro. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a taxa inalterada em fevereiro de 2021 resultou do facto de a inflação menos negativa da componente de produtos energéticos ter sido compensada por uma descida da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX). Esta inflação diminuiu para 1,1% em fevereiro, face a 1,4% em janeiro, tendo sido, no entanto, substancialmente superior aos 0,2% registados nos últimos quatro meses de 2020.

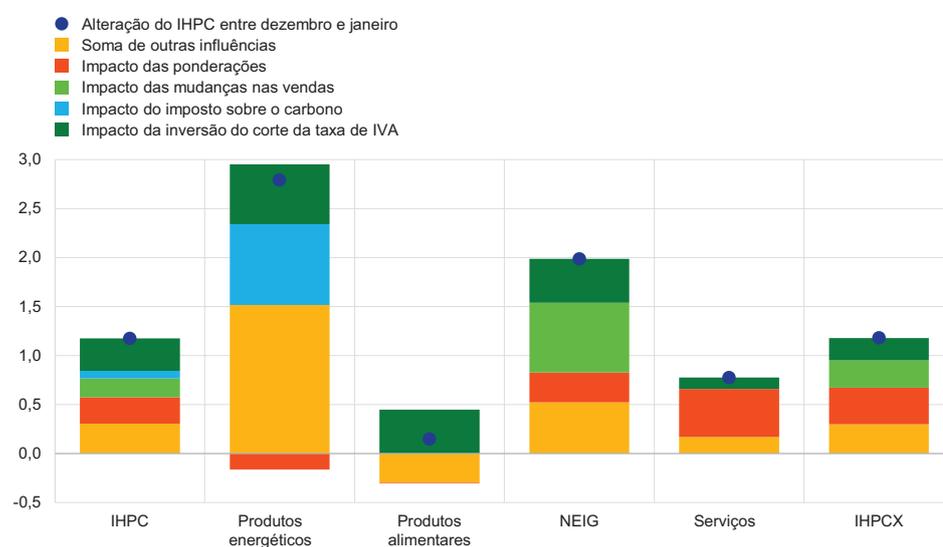
A subida da inflação global em janeiro refletiu vários fatores que eram, na sua maioria, temporários e de natureza estatística (gráfico 13). Em primeiro lugar, o impacto de alterações mais fortes do que o habitual nas ponderações do IHPC para 2021 associadas a mudanças nos padrões de consumo das famílias durante a pandemia de COVID-19 desempenhou um papel significativo. Foi especialmente o caso dos serviços relacionados com viagens e atividades recreativas. A alteração nas ponderações da despesa contribuiu em 0,3 pontos percentuais para a inflação

medida pelo IHPC em janeiro⁶. Em segundo lugar, a inversão do corte da taxa de IVA na Alemanha parece ter sido globalmente simétrica, em termos de magnitude, ao impacto da descida da taxa em julho de 2020 e contribuiu em cerca de 0,3 pontos percentuais para a subida da inflação medida pelo IHPC. Em terceiro lugar, as alterações de calendários e da magnitude das vendas sazonais em vários países da área do euro implicaram um aumento substancial da inflação dos produtos industriais não energéticos (*non-energy industrial goods* – NEIG). No entanto, mesmo tendo em conta estes fatores, subsiste algum impacto em sentido ascendente tanto sobre a inflação global medida pelo IHPC como sobre a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, resultante da soma de outros fatores (barras a amarelo no gráfico 13).

Gráfico 13

Variação da inflação global entre dezembro de 2020 e janeiro de 2021

(contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As mudanças nas vendas aplicam-se a Itália e a França. Tanto o imposto sobre o carbono como a inversão do corte da taxa do IVA dizem respeito à Alemanha.

O recente aumento da inflação medida pelo IHPC deveu-se também a uma inflação da componente dos produtos energéticos sucessivamente menos negativa.

Depois de se situar em -6,9% em dezembro de 2020, a inflação da componente dos produtos energéticos aumentou para -4,1% em janeiro de 2021 e para -1,7% em fevereiro. A taxa menos negativa em janeiro refletiu os recentes preços do petróleo mais elevados em euros, ao passo que em fevereiro a taxa também refletiu um efeito de base da queda dos preços do petróleo no início da pandemia no ano passado. Outros fatores que contribuíram para a taxa de inflação da componente dos produtos energéticos menos negativa incluíram a inversão do corte da taxa de IVA e a introdução da sobretaxa sobre o carbono na Alemanha e o aumento dos preços da eletricidade, em especial em Espanha, devido às baixas temperaturas registadas.

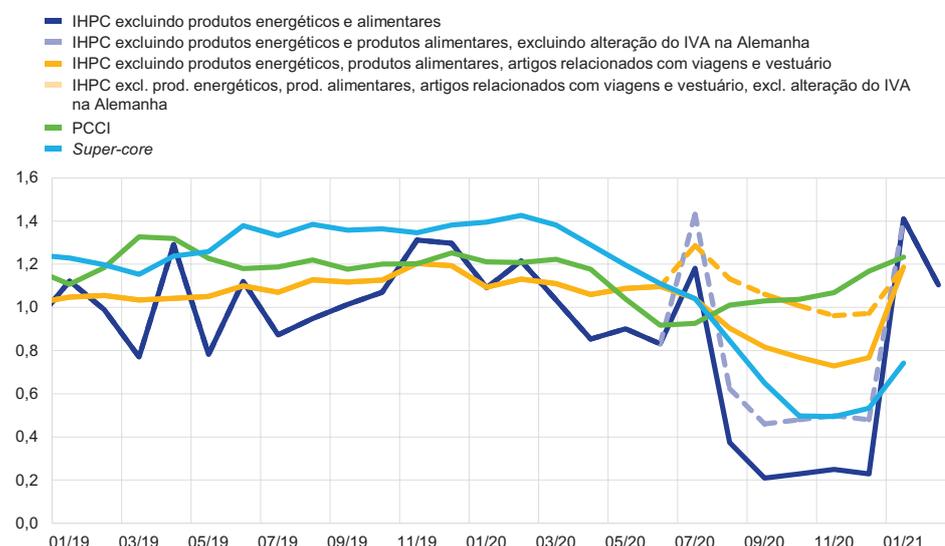
⁶ No entanto, este impacto alterar-se-á ao longo do ano, tendo sido estimado em 0,1 pontos percentuais em fevereiro. Para mais informações, ver a caixa intitulada "Ponderações do IHPC em 2021 e suas implicações para a inflação" na presente edição do *Boletim Económico*. O impacto da alteração das ponderações só pode ser estimado de forma fiável com a sua plena divulgação.

As imputações de preços registaram uma maior prevalência em janeiro e fevereiro, implicando um ligeiro aumento da incerteza em torno do sinal de pressões subjacentes sobre os preços. Depois de a percentagem de imputações de preços ter regressado a taxas muito baixas durante o verão de 2020, no final do ano começou a aumentar com as medidas de contenção da COVID-19 novamente mais restritas. Em fevereiro de 2021, foram imputados 14% e 19%, respetivamente, das rubricas do IHPC e do IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares.

Embora as medidas da inflação subjacente baseadas na exclusão tenham aumentado, as medidas baseadas em modelos mantiveram-se praticamente inalteradas em janeiro (dados disponíveis mais recentes)⁷. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado aumentou para 1,2% em janeiro de 2021, face a 0,8% no mês anterior, enquanto o indicador da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) permaneceu inalterado em 1,2%. O indicador *super-core* aumentou ligeiramente de 0,5% em dezembro de 2020 para 0,7% em janeiro de 2021 (gráfico 14). As medidas foram igualmente afetadas por alguns dos fatores temporários acima referidos, tais como a inversão do corte da taxa de IVA na Alemanha.

Gráfico 14
Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Para o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares e o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, excluindo alteração do IVA na Alemanha, as últimas observações referem-se às estimativas provisórias de fevereiro de 2021. Quanto ao resto, as últimas observações referem-se a janeiro de 2021.

⁷ Para uma descrição das medidas baseadas em modelos e das medidas baseadas na exclusão da inflação subjacente, ver o artigo intitulado [Measures of underlying inflation for the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2018.

As pressões acumuladas sobre os preços para a inflação medida pelos produtos industriais não energéticos mantiveram-se globalmente estáveis nas fases posteriores, enquanto as pressões nas fases iniciais se intensificaram.

Para os bens de consumo não alimentares, a inflação dos preços no produtor internos foi de 0,6% em janeiro, continuando a oscilar próximo da sua média de longo prazo. A inflação dos preços das importações de bens de consumo não alimentares manteve-se em níveis baixos, com o perfil mensal a refletir em larga medida movimentos na taxa de câmbio efetiva nominal do euro. Nas fases iniciais dos fatores de produção, tanto a inflação dos preços no produtor de bens intermédios como a inflação dos preços das importações de bens intermédios continuaram a aumentar em janeiro, refletindo provavelmente um novo abrandamento das pressões no sentido descendente dos preços do petróleo e de outras matérias-primas⁸.

A fixação de salários continua a ser afetada pelos regimes de apoio do Estado.

Tal reflete-se, por exemplo, na divergência entre o crescimento da remuneração por empregado e o crescimento da remuneração por hora. O fosso entre ambos aumentou novamente no quarto trimestre de 2020, com o aumento da adoção de regimes de trabalho a tempo parcial e de *lay-off* temporário em resultado das novas medidas de confinamento do final do ano passado. O crescimento homólogo da remuneração por empregado aumentou ligeiramente para 0,7% no quarto trimestre, face a 0,6% no terceiro trimestre, após ter registado uma taxa muito negativa de -4,5% no segundo trimestre. Por outro lado, o crescimento homólogo da remuneração por hora recuperou novamente para 5,1% no quarto trimestre, face a 3,4% no terceiro trimestre de 2020 (ver o gráfico 15). Esta evolução divergente reflete o impacto dos regimes de trabalho a tempo parcial e de *lay-off*, ao abrigo dos quais os trabalhadores mantiveram o seu estatuto de emprego, tendo, no entanto, recebido apenas parte da sua remuneração habitual, enquanto as horas efetivamente trabalhadas por indivíduo diminuíram acentuadamente⁹. O crescimento dos salários negociados, que não é diretamente afetado pela evolução das horas trabalhadas e pelo registo de benefícios dos regimes de manutenção de postos de trabalho, aumentou para 1,9% no quarto trimestre de 2020, face a 1,7% e 1,6% nos segundo e terceiros trimestres, respetivamente. Este movimento ascendente refletiu o impacto dos pagamentos pontuais no final do ano, mas, mesmo descontando este impacto, o crescimento dos salários negociados manteve-se relativamente robusto em 1,6% no quarto trimestre, uma vez que os dados ainda incluem acordos celebrados antes do início da pandemia.

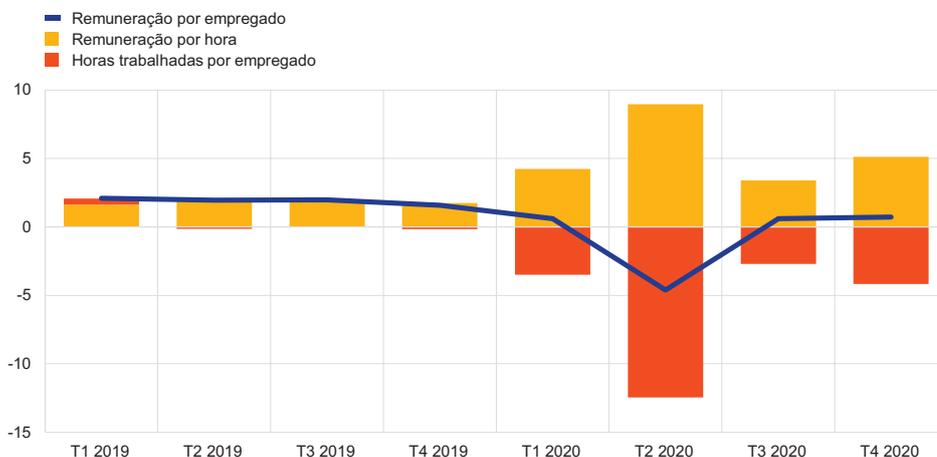
⁸ A inflação dos preços no produtor de bens intermédios aumentou para 0,9% em janeiro, face a -0,1% no mês anterior, enquanto a inflação dos preços das importações de bens intermédios aumentou para 0,1%, face a -0,8% no mesmo período.

⁹ É igualmente provável que os regimes de manutenção de postos de trabalho tenham contribuído para a resiliência das margens de lucro. Embora as margens de lucro se tenham deteriorado ligeiramente no quarto trimestre, mantiveram-se resilientes em relação à profundidade da recessão. Ver a caixa intitulada "O papel das margens de lucro no ajustamento ao choque da COVID-19" na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 15

Desagregação da remuneração por empregado em remuneração por hora e horas trabalhadas

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2020.

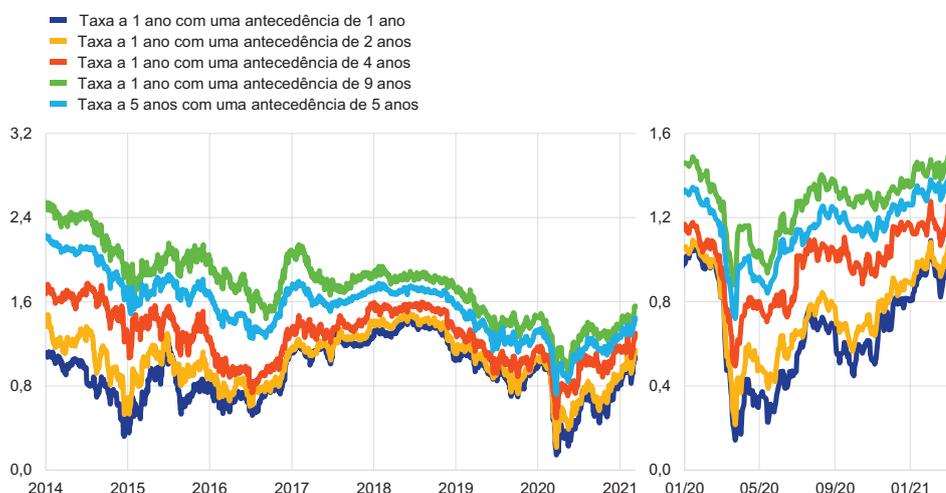
Os indicadores das expectativas de inflação baseados no mercado continuaram a aumentar a par da tendência de reflução a nível mundial (gráfico 16).

O aumento dos indicadores das expectativas de inflação baseados no mercado da área do euro no período em análise refletiu principalmente três fatores à escala mundial: uma melhoria do sentimento de risco em virtude do início da vacinação contra a COVID-19 e da diminuição das taxas de infeção, o novo estímulo orçamental nos Estados Unidos sob a Administração Biden e uma recuperação dinâmica dos preços das matérias-primas. Durante a primeira parte do período em análise, os indicadores de curto e médio prazo das expectativas de inflação baseadas no mercado aumentaram, tendo, no entanto, em meados de fevereiro, recuado parcialmente, em linha com os seus pares internacionais. Contudo, perto do final do mês, as taxas de *swaps* indexadas à inflação (*inflation-linked swaps* – ILS) da área do euro voltaram a subir. No início de março, os indicadores das expectativas de inflação baseados no mercado, tanto de curto como de longo prazo, situavam-se acima dos seus níveis anteriores à pandemia. No entanto, os níveis das taxas ILS de curto e de mais longo prazo continuaram recentemente a ser muito moderados e não sugerem um regresso da inflação ao objetivo do BCE num futuro próximo. Os indicadores das expectativas de inflação baseados em inquéritos mostram alguns sinais de terem estabilizado próximo dos seus níveis historicamente baixos. De acordo com o Inquérito a Analistas Profissionais (*Survey of Professional Forecasters* – SPF) conduzido pelo BCE para o primeiro trimestre de 2021 (realizado no início de janeiro de 2021), as expectativas de inflação a mais longo prazo permaneceram inalteradas em 1,7%.

Gráfico 16

Indicadores das expectativas de inflação baseadas no mercado

(taxas de variação homóloga (%))



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 10 de março de 2021.

As projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação global esteja sujeita a alguma volatilidade nos próximos meses, mas aumentando gradualmente ao longo do horizonte de projeção. As projeções de referência apontam para que a inflação global medida pelo IHPC se situe, em média, em 1,5% em 2021, 1,2% em 2022 e 1,4% em 2023 (gráfico 17). Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as projeções para a inflação medida pelo IHPC foram revistas em alta em 2021 e 2022, mas mantiveram-se inalteradas para 2023. A revisão em alta em 2021 reflete uma revisão em alta da inflação da componente dos produtos energéticos do IHPC, bem como o impacto dos fatores temporários que explicam a recente recuperação da inflação. A médio prazo, à medida que o impacto dos fatores temporários for excluído das taxas homólogas, a inflação deverá cair para 1,0% no início de 2022, antes de aumentar gradualmente para 1,4% em 2023. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá ser de 1,0% em 2021 e 1,1% em 2022, antes de aumentar para 1,3% em 2023. Espera-se que os efeitos do pacote orçamental dos Estados Unidos na inflação medida pelo IHPC na área do euro sejam moderados, com um impacto acumulado de cerca de 0,15 pontos percentuais ao longo do horizonte de projeção¹⁰.

¹⁰ Para mais pormenores, ver a caixa 4 do artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, março de 2021](#), publicado no sítio do BCE.

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 2021](#), publicadas no sítio do BCE, em 11 de março de 2021.

Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2020 (dados) e ao quarto trimestre de 2023 (projeções). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 16 de fevereiro de 2021.

5 Moeda e crédito

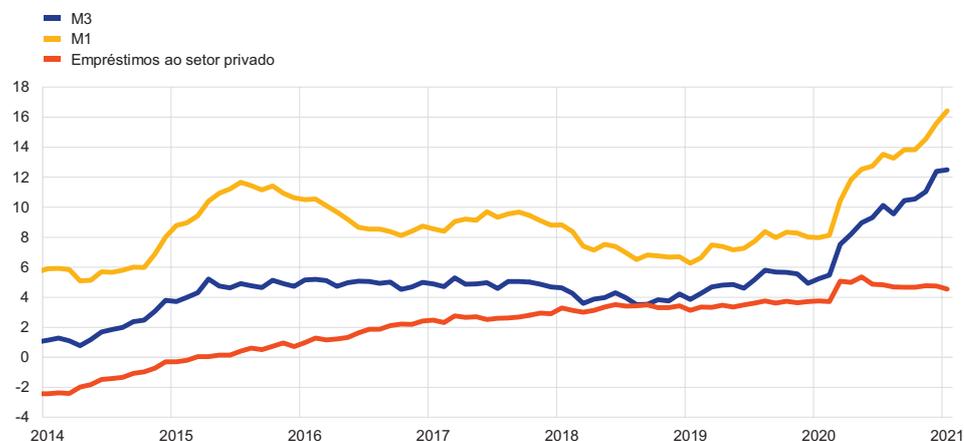
A dinâmica monetária na área do euro continuou a refletir as implicações da pandemia de coronavírus (COVID-19). Em janeiro, o crescimento monetário estabilizou em níveis robustos, refletindo a continuação da procura de liquidez por parte das empresas e das famílias. O crédito interno continuou a ser a principal fonte de criação de moeda, sendo as compras pelo Eurosistema o principal contributo para tal. As medidas atempadas e consideráveis tomadas pelas autoridades monetárias, orçamentais e de supervisão continuaram a apoiar o fluxo de crédito à economia da área do euro em condições favoráveis. O volume total de financiamento externo das empresas continuou a estabilizar no quarto trimestre de 2020. O custo global do financiamento externo das empresas estabilizou desde outubro de 2020, tendo em conta a moderação quer do custo da dívida baseada no mercado quer das ações, ao passo que as taxas ativas bancárias se mantiveram estáveis.

O crescimento do agregado monetário largo estabilizou em níveis robustos em janeiro. A dinâmica monetária continuou a refletir a pandemia de COVID-19, que desencadeou uma preferência excecional por liquidez. A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo M3 situou-se em 12,5% em janeiro, face a 12,4% em dezembro de 2020 (gráfico 18). A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário mais líquido, o M1, o qual engloba depósitos *overnight* e a moeda em circulação, continuou a acelerar para 16,4% em janeiro, face a 15,6% em dezembro, dando assim um forte contributo para o crescimento do M3. Esta evolução reflete não só as posições de liquidez acumulada pelas empresas e pelas famílias num contexto continuado de maior incerteza, mas também – no caso das famílias – algumas poupanças forçadas devido às reduzidas oportunidades para consumir. O forte crescimento do agregado monetário foi também o resultado de medidas de apoio substanciais tomadas pelo BCE e por autoridades de supervisão, bem como por governos nacionais, para assegurar que é disponibilizada liquidez suficiente à economia para lidar com as consequências económicas da pandemia.

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 nacionais (*notional cash pooling*). As últimas observações referem-se a janeiro de 2021.

Os depósitos pelo prazo *overnight* continuaram a ser o principal contributo para o crescimento do M3. A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* aumentou para 17,1% em janeiro, face a 16,3% em dezembro.

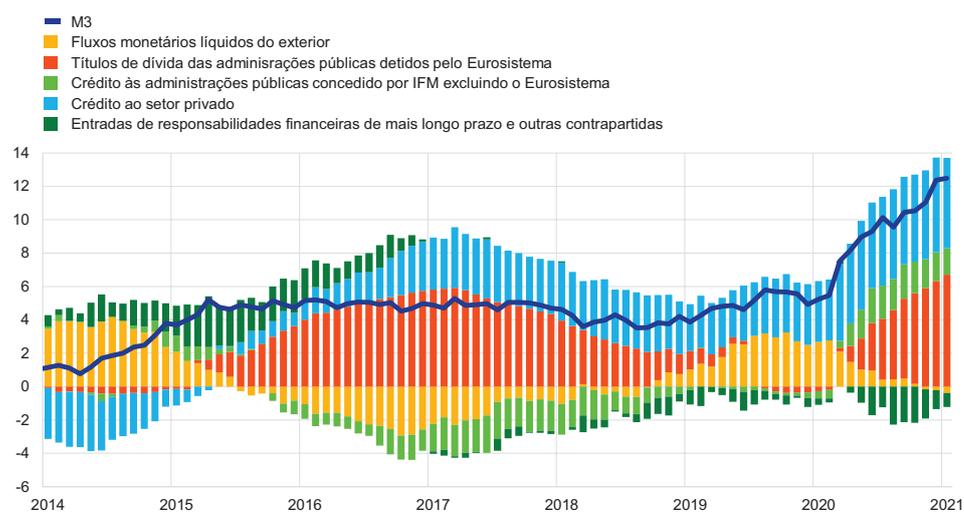
A preferência dos detentores de moeda por depósitos *overnight* refletiu motivos de precaução e o nível muito reduzido das taxas de juro, que diminuiu o custo de oportunidade da detenção desses instrumentos. O crescimento dos depósitos foi impulsionado sobretudo pelas detenções de empresas e famílias. No caso das empresas, o crescimento das detenções de depósitos variou entre os países, refletindo diferenças nas necessidades de liquidez das empresas e nas medidas de apoio prestadas pelos governos nacionais. A taxa de crescimento homóloga da moeda em circulação aumentou de 11,3% em dezembro para 12,3% em janeiro. Em comparação, outros depósitos de curto prazo e instrumentos negociáveis continuaram a dar um contributo modesto para o crescimento homólogo do M3, refletindo o nível reduzido das taxas de juro e o comportamento de procura de rentabilidade dos investidores.

O crédito interno continuou a ser a principal fonte de criação de moeda, sendo as compras pelo Eurosistema o principal contributo para tal. Desde outubro de 2020, as compras líquidas pelo Eurosistema de títulos de dívida pública no contexto do programa de compra de ativos do BCE (*asset purchase programme* – APP) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) passaram a dar o maior contributo para o crescimento do M3 (parte a vermelho nas barras do gráfico 19). O crescimento do crédito ao setor privado, que deu um contributo significativo, embora decrescente, para o crescimento do M3, foi o segundo maior contributo (parte a azul nas barras do gráfico 19). O fluxo de crédito do setor bancário (excluindo o Eurosistema) ao setor público moderou-se nos últimos meses (parte a verde-claro nas barras do gráfico 19). Os fluxos monetários externos líquidos foram globalmente equilibrados em 2020 (parte a amarelo nas barras do gráfico 19), enquanto as responsabilidades financeiras de mais longo prazo e outras contrapartidas tiveram um impacto

negativo no crescimento do agregado monetário (parte a verde-escuro nas barras do gráfico 19). Tal ficou a dever-se sobretudo à evolução das outras contrapartidas, em particular, acordos de recompra, enquanto as condições favoráveis das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas) continuaram a apoiar a substituição do financiamento dos bancos, dando origem a reembolsos líquidos de obrigações bancárias de longo prazo.

Gráfico 19 M3 e respetivas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

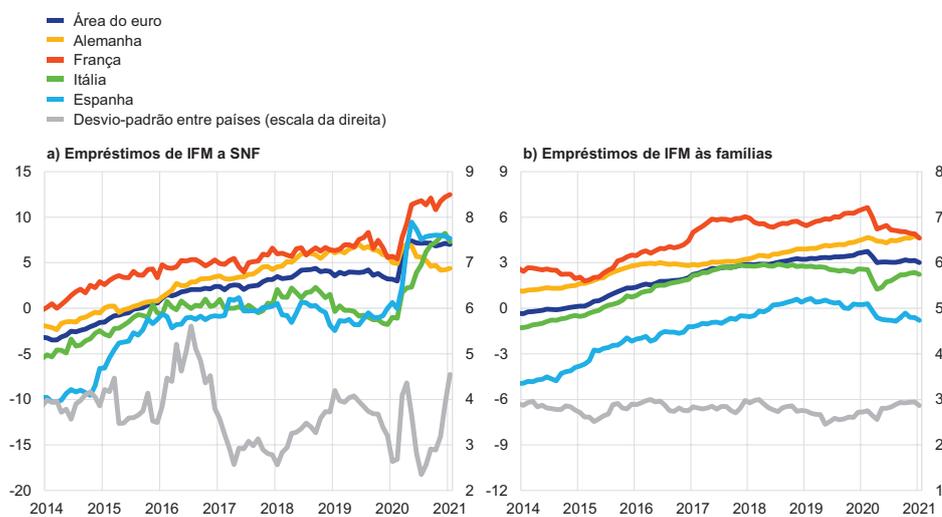
Notas: O crédito ao setor privado inclui empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) ao setor privado e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Como tal, abrange igualmente compras pelo Eurosistema de títulos de dívida de instituições financeiras não monetárias ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme*) e do PEPP. As últimas observações referem-se a janeiro de 2021.

O crescimento dos empréstimos ao setor privado moderou-se. A taxa de crescimento homologa dos empréstimos de instituições financeiras monetárias (IFM) ao setor privado desceu para 4,5% em janeiro, face a 4,7% em dezembro, mas manteve-se bem acima do seu nível anterior à pandemia (gráfico 18). A taxa de crescimento homologa dos empréstimos às empresas situou-se em 7,0% em janeiro, face a 7,1% em dezembro, ao passo que o crescimento dos empréstimos às famílias caiu de 3,1% para 3,0% durante este período (gráfico 20). A dinâmica de mais curto prazo dos empréstimos às empresas prosseguiu a sua moderação, com o fluxo mensal de crédito a tornar-se ligeiramente negativo em janeiro, refletindo a anterior acumulação de reservas de liquidez, a baixa procura de empréstimos para fins de investimento e sinais precoces de uma pressão de restritividade da oferta de crédito. A dependência das empresas de empréstimos de mais longo prazo continuou a aumentar em detrimento de empréstimos de mais curto prazo.

Gráfico 20

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

(taxas de variação homólogas (%))

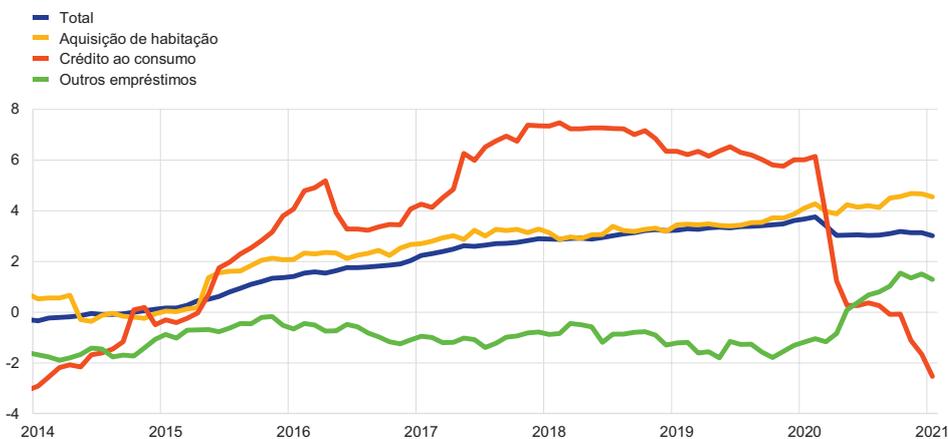


O total de empréstimos às famílias também registou uma moderação. Embora os empréstimos às famílias para aquisição de habitação tenham permanecido globalmente estáveis desde setembro de 2020, com um crescimento homólogo de 4,5% em janeiro, o crédito ao consumo continuou a registar uma descida acentuada, cujo momento inicial coincidiu com o início da pandemia (gráfico 21). A taxa de crescimento homóloga do crédito ao consumo desceu para -2,5% em janeiro, face a -1,7% em dezembro. A forte diminuição deste tipo de empréstimos está relacionada com a intensificação das medidas de confinamento desde novembro de 2020. Em contrapartida, o crescimento homólogo de outros empréstimos às famílias situou-se em 1,3% em janeiro, face a 1,5% em dezembro. Apesar de algumas melhorias desde maio de 2020, a evolução desta categoria de empréstimos, em grande parte explicada pela concessão de empréstimos a pequenas empresas (empresários em nome individual e sociedades de pessoas), manteve-se moderada. Embora as pequenas empresas tenham sido particularmente afetadas pelo abrandamento da atividade económica, também beneficiaram de apoio do Estado para satisfazer 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. As últimas observações referem-se a janeiro de 2021.

Na área do euro, o endividamento bruto das famílias, calculado como a dívida total em relação ao rendimento disponível, aumentou de novo nos últimos trimestres e excedeu significativamente o seu nível anterior à pandemia.

Embora esta evolução reflita as consequências económicas da pandemia, que tendeu a comprimir o rendimento disponível, verificou-se uma heterogeneidade entre os países. Ao mesmo tempo, a taxa de poupança das famílias aumentou acentuadamente, refletindo uma combinação de poupanças forçadas devido a um menor consumo causado pelos encerramentos e poupanças por motivos de precaução, na sequência da queda da confiança dos consumidores e de uma incerteza elevada.

Os bancos continuaram a beneficiar de condições de financiamento favoráveis, embora o risco de crédito pese sobre os respetivos balanços e rentabilidade.

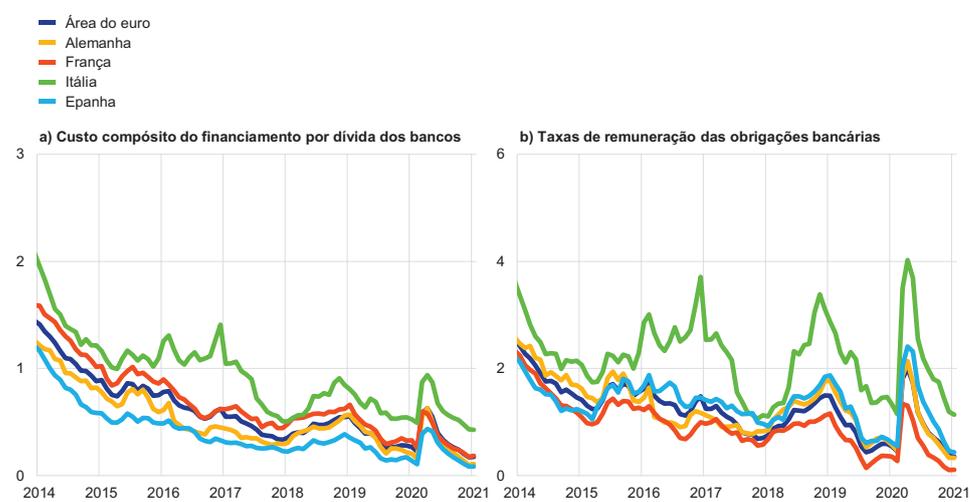
O custo composto do financiamento por dívida dos bancos da área do euro manteve-se abaixo do nível anterior à pandemia, também devido ao apoio da política monetária (gráfico 22). O APP e o PEPP do BCE exerceram pressão em sentido descendente sobre as taxas de rentabilidade e os bancos substituíram parcialmente o financiamento baseado no mercado por ORPA direcionadas em condições muito favoráveis. Ambos os fatores apoiaram também as condições de mercado para as obrigações bancárias. Além disso, os preços das obrigações bancárias com garantia estão a ser diretamente apoiados pelo terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes do BCE (*third covered bond purchase programme* – CBPP3). Acresce ainda o facto de as taxas de depósito dos bancos da área do euro, que representam a maior parte do financiamento dos bancos, se manterem inalteradas em mínimos históricos em janeiro de 2021, contribuindo assim para condições de financiamento por dívida dos bancos favoráveis num contexto de transmissão efetiva de taxas negativas. De facto, os bancos da área do euro têm vindo, cada vez mais, a cobrar taxas de juro negativas sobre os depósitos de sociedades não financeiras (SNF) por eles detidos desde o início da crise de COVID-19. Ao mesmo tempo, grande parte do financiamento dos bancos com base

em depósitos, em particular, depósitos de retalho, tende a manter-se igual ou superior a zero, o que comprime as respetivas margens de juro líquidas. A perspetiva de perdas de crédito devido à deterioração da capacidade de endividamento dos mutuários e à baixa rentabilidade dos bancos deverá pesar sobre a intermediação e a capacidade de absorção de perdas dos bancos. Tal como evidenciado pelo [inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro](#) de janeiro de 2021, os bancos aumentaram a restritividade dos respetivos critérios de concessão de crédito no quarto trimestre de 2020, refletindo a sua perceção de um risco acrescido em resultado da pandemia.

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. As taxas de rentabilidade das obrigações bancárias referem-se a médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. As últimas observações referem-se a janeiro de 2021.

As taxas ativas bancárias permaneceram estáveis próximo dos mínimos históricos.

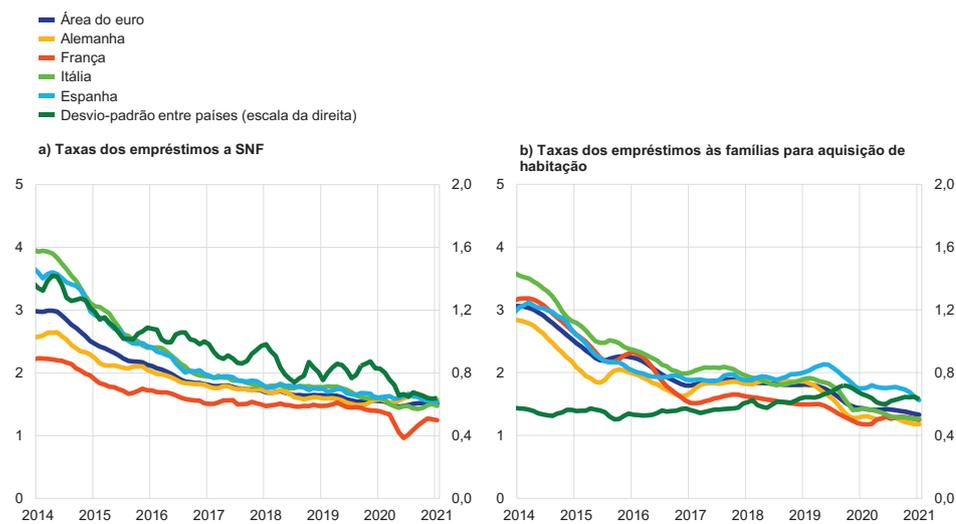
Em dezembro, as taxas ativas bancárias compostas dos empréstimos às empresas fixaram-se em 1,51%, enquanto as taxas ativas bancárias compostas dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação caíram para um novo mínimo histórico de 1,33% (gráfico 23). Esta evolução foi generalizada aos países da área do euro. No entanto, o diferencial entre as taxas bancárias ativas aplicadas a empréstimos de reduzido montante e a empréstimos de grande montante aumentou, permanecendo, no entanto, abaixo dos níveis anteriores à pandemia. Existem preocupações de que o impacto económico grave e prolongado da pandemia nas receitas das empresas, nas perspetivas de emprego das famílias e na capacidade de endividamento global dos mutuários exercerá pressões em sentido ascendente sobre as taxas ativas bancárias. Dois fatores explicam a reação benigna das taxas ativas bancárias à pandemia até ao momento. Primeiro, as medidas tomadas pelo BCE, pelos supervisores bancários e pelos governos contrabalançaram o impacto pró-cíclico do choque da pandemia sobre a oferta de crédito. A este respeito, as séries de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas continuarão a contribuir para a pressão em sentido

descendente sobre as taxas ativas. Segundo, as taxas ativas bancárias tendem a reagir menos no curto prazo, uma vez que os bancos absorvem temporariamente flutuações nas respetivas componentes de custos no sentido de manter as relações com os clientes.

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. As últimas observações referem-se a janeiro de 2021.

O volume total de financiamento externo das empresas continuou a estabilizar no quarto trimestre de 2020.

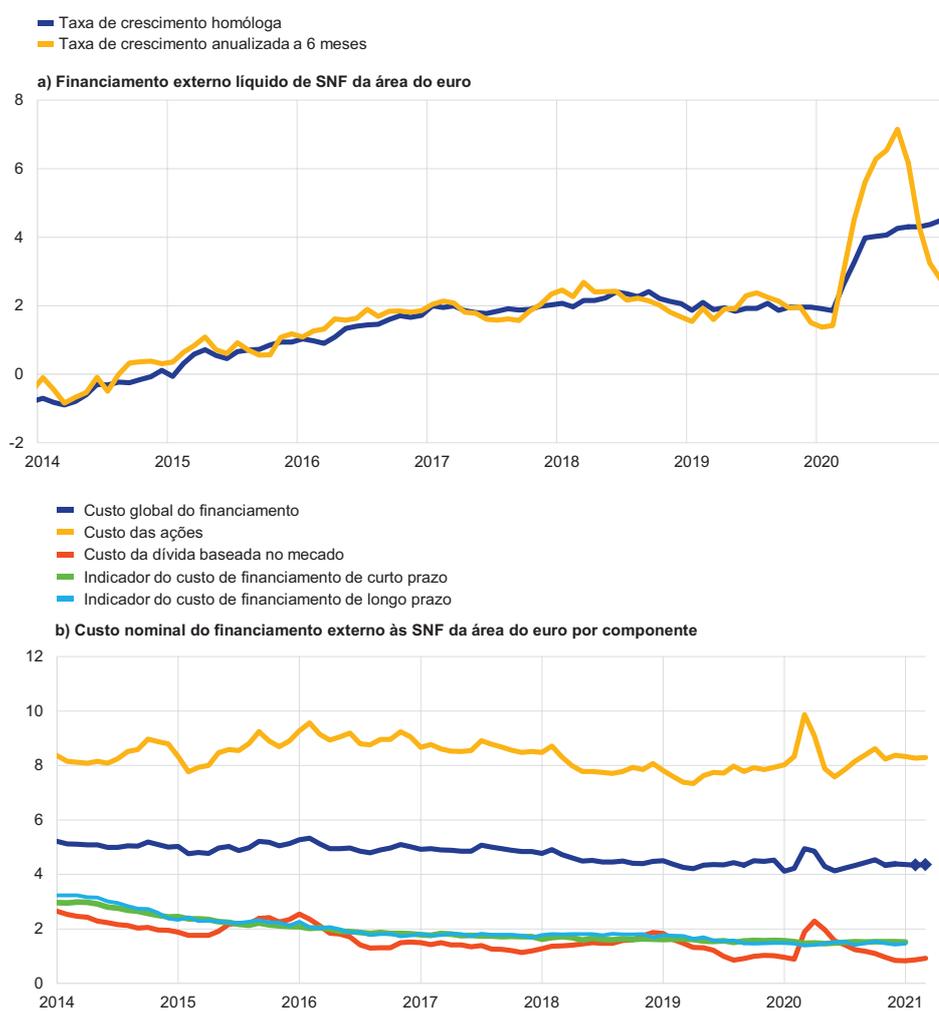
O crescimento homólogo do financiamento externo voltou a aumentar ligeiramente nos últimos meses, para 4,5% em dezembro de 2020, ao passo que a dinâmica do financiamento de mais curto prazo continuou a diminuir face ao pico observado no verão de 2020 (painel a) do gráfico 24). Esta evolução explica-se pelo menor crescimento dos empréstimos bancários às SNF e pela reduzida emissão líquida de títulos de dívida por parte das empresas. Entretanto, a emissão líquida de ações cotadas e não cotadas manteve-se globalmente estável. O abrandamento refletiu principalmente dois fatores: primeiro, as empresas constituíram reservas de liquidez consideráveis na primeira vaga da pandemia, reduzindo assim a necessidade de empréstimos adicionais de emergência; segundo, as necessidades de financiamento imediatas das empresas diminuíram devido ao adiamento do investimento fixo previsto no contexto da deterioração das perspetivas de crescimento de curto prazo. Ao mesmo tempo, os fluxos de financiamento externo continuaram a beneficiar de condições de financiamento favoráveis. O custo nominal global do financiamento externo das SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações, situou-se em 4,4% no final de janeiro (painel b) do gráfico 24). Este nível foi cerca de 60 pontos base inferior ao pico local de março de 2020 e 20 pontos base superior ao mínimo histórico de junho de 2020. Desde o final de outubro de 2020, o custo de financiamento global diminuiu cerca de 20 pontos base, principalmente devido ao menor custo quer da dívida baseada no mercado

quer das ações. O custo a longo prazo do crédito bancário também diminuiu vários pontos base. Entre o final de janeiro e o final do período de referência (10 de março de 2021), estima-se que o custo de financiamento global tenha permanecido estável, uma vez que um ligeiro aumento do custo da dívida baseada no mercado, resultante de uma taxa isenta de risco mais elevada e de uma descida apenas ligeira dos diferenciais das obrigações de empresas, foi compensado por uma descida do custo das ações.

Gráfico 24

Financiamento externo das SNF da área do euro

(variações em percentagem – painel a); percentagens por ano – painel b))



Fontes: Eurostat, Dealogic, BCE, 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 e emissão líquida de ações cotadas. Os empréstimos de IFM são corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (*cash pooling*). 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. Os diamantes a azul-escuro indicam a previsão do momento do custo global do financiamento para fevereiro de 2021 e março de 2021, partindo do princípio de que as taxas ativas bancárias permanecem inalteradas nos níveis de janeiro de 2021. As últimas observações referentes ao painel a) dizem respeito a dezembro de 2020. As últimas observações referentes ao painel b) dizem respeito a 10 de março de 2021 para o custo da dívida baseada no mercado (média mensal de dados diários), 5 de março de 2021 para o custo das ações (dados semanais) e janeiro de 2021 para o custo dos empréstimos (dados mensais).

6 Evolução orçamental

Em resultado do abrandamento económico muito acentuado durante a pandemia de coronavírus (COVID-19) e de uma forte reação orçamental, estima-se que o défice orçamental das administrações públicas na área do euro tenha aumentado para 7,2% do PIB em 2020, face a 0,6% em 2019. Após essa data, as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE em março de 2021 apontam para uma descida do rácio do défice para 6,1% do PIB em 2021 e para 2,4% no final do horizonte de projeção em 2023. Ainda que esta trajetória aumente o rácio da dívida pública da área do euro para cerca de 95% do PIB em 2023, ou seja, cerca de 11 pontos percentuais acima do valor registado antes da crise, a situação orçamental deverá ser menos afetada do que geralmente esperado na fase inicial da pandemia. Não obstante, uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada continuará a ser crucial. Para o efeito, deve continuar o apoio das políticas orçamentais nacionais, dada a fraca procura por parte das empresas e das famílias no contexto da pandemia em curso e das medidas de contenção associadas. Em complemento, o pacote do instrumento de recuperação da União Europeia (UE) designado “Next Generation EU” (NGEU) desempenhará um papel fundamental, ao contribuir para uma recuperação mais rápida, forte e uniforme. Este aumentará a resiliência económica e o potencial de crescimento das economias da UE, em particular se os fundos forem utilizados para despesas públicas produtivas e estiverem aliados a políticas estruturais centradas na melhoria da produtividade.

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro registou uma forte deterioração em 2020, mas projeta-se que melhore depois de forma gradual¹¹. Estima-se que o

rácio do défice das administrações públicas da área do euro tenha aumentado de 0,6% do PIB em 2019 para 7,2% do PIB em 2020, diminuindo para 6,1% em 2021 e de novo para 3,1% e 2,4% em 2022 e 2023, respetivamente (gráfico 25). O aumento do défice orçamental em 2020 é, em grande medida, atribuível a uma deterioração do saldo primário corrigido do ciclo, graças a medidas de apoio económico que ascendem a cerca de 4¼% do PIB. A maioria consistiu em despesas adicionais, nomeadamente sob a forma de transferências e subsídios para empresas e famílias, incluindo através de regimes de tempo de trabalho reduzido ou de *lay-off*. O aumento do défice resulta igualmente de uma componente cíclica negativa elevada, em conformidade com uma queda acentuada do produto na área do euro¹². Projeta-se que a melhoria subsequente do saldo orçamental seja inicialmente impulsionada por uma recuperação do saldo primário corrigido do ciclo, dado que parte das medidas de emergência deverá ter um custo menor do que em 2020, e medidas de recuperação adicionais serão

¹¹ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, março de 2021](#), publicadas no sítio do BCE em 11 de março de 2021.

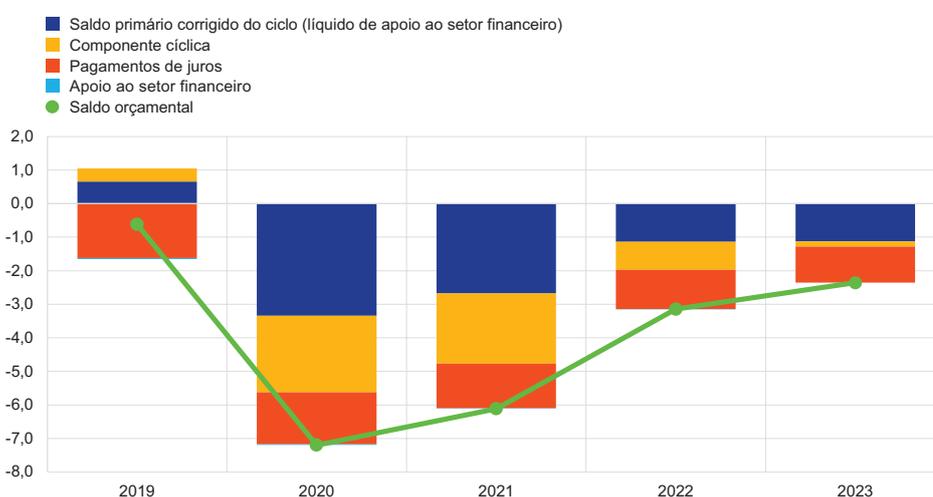
¹² Note-se que existe atualmente um grau de incerteza invulgarmente elevado em torno da desagregação da evolução orçamental em componente cíclica e componente de tendência.

financiadas por subvenções do NGEU¹³. Em 2021, os governos prolongaram as medidas de emergência dada a nova ronda de restrições de confinamento, alargaram a sua dimensão e/ou adotaram novas medidas de apoio, estimadas num total de 3¼% do PIB. A redução dos pagamentos de juros e a melhoria da componente cíclica contribuem igualmente para a melhoria do saldo orçamental projetada para 2021. Contudo, o contributo do ciclo económico deverá melhorar significativamente apenas a partir de 2022 e permanecer negativo ao longo do horizonte de projeção. Dado que a maior parte das medidas de emergência adicionais relacionadas com a pandemia aprovadas para 2021 são temporárias, esperando-se que venham a ser invertidas, contribuem para a melhoria do saldo primário corrigido do ciclo em 2022.

Gráfico 25

Saldo orçamental e respetivas componentes

(percentagem do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE.
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado da área do euro.

Estas projeções orçamentais apresentam, contudo, uma incerteza excecional, desde logo no tocante à dimensão, à calendarização e à composição da despesa relacionada com o NGEU, mas também, de um modo mais geral, à forma como as políticas económicas reagem à evolução da pandemia.

A orientação orçamental agregada foi altamente expansionista em 2020 e deverá ser, de um modo geral, neutra em 2021, após um ajustamento do impacto previsto de aumento das receitas pela receção de subvenções do NGEU por parte dos vários países. Estima-se que a orientação orçamental tenha sido altamente acomodatória em 2020, situando-se em 4,2% do PIB. Em 2021, prevê-se ainda que seja globalmente neutra, após o ajustamento das subvenções

¹³ As medidas de recuperação orçamental adicionais, que ascendem a cerca de 0,5% do PIB para 2021 (mantendo-se, no geral, ao longo do horizonte de projeção), serão financiadas por subvenções do NGEU, que reforçam o lado da receita do orçamento das administrações públicas dos países da UE beneficiários. O impacto global sobre o saldo orçamental será neutro nos anos de concessão de subvenções, pois haverá um efeito compensador de despesas mais elevadas. Estas subvenções proporcionam um novo estímulo orçamental em comparação com 2020.

do NGEU do lado da receita¹⁴. A maior restritividade esperada da orientação orçamental face a níveis de apoio muito elevados será, assim, adiada para 2022 (ascendendo a 1,5 pontos percentuais do PIB), seguida de uma evolução neutra em 2023 num cenário de políticas inalteradas, com base nas medidas consideradas nas projeções. Não obstante, o nível de apoio orçamental à recuperação económica continua a ser elevado ao longo do horizonte de projeção, tal como refletido pelo saldo orçamental primário global, que se mantém substancialmente negativo, melhorando apenas gradualmente para -1,3% do PIB em 2023.

Além do apoio orçamental às respetivas economias, os países da área do euro disponibilizaram consideráveis pacotes de garantia de empréstimos, a fim de reforçar a situação de liquidez das empresas. No total, estas garantias ascenderam a cerca de 17% do PIB no conjunto da área do euro em 2020, esperando-se que continuem a conceder apoio à liquidez durante o presente ano, com a dimensão dos pacotes e as taxas de utilização a diferirem substancialmente entre países. As garantias de empréstimos constituem uma responsabilidade contingente para as administrações públicas, e o montante de garantias utilizado representará, assim, despesa pública adicional que aumenta a dívida pública.

Estima-se que o saldo orçamental em 2020 tenha sido melhor do que o anteriormente previsto, mas as perspetivas para 2021 não foram revistas.

Comparando com as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema em dezembro de 2020, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro em percentagem do PIB foi revisto em alta em 0,8 pontos percentuais para 2020. Tal deve-se principalmente a medidas orçamentais discricionárias em resposta à pandemia ligeiramente inferiores às inicialmente previstas e a revisões de outras despesas e fatores não discricionários (conforme captado por um saldo corrigido do ciclo menos negativo), bem como a um impacto ligeiramente menos negativo do ciclo económico. O saldo em 2021 permanece inalterado, com um impacto um pouco mais favorável do ciclo económico a compensar os custos orçamentais adicionais de despesas de emergência mais elevadas (como captado pela revisão em baixa do saldo primário corrigido do ciclo). Para 2022 e 2023, o saldo foi revisto em alta de modo significativo devido a projeções de contributos mais favoráveis tanto do ciclo económico como do saldo primário corrigido do ciclo.

O rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro aumentou fortemente em 2020 e projeta-se que atinja um máximo em torno de 98% em 2021, descendo depois gradualmente para cerca de 95% em 2023. Os aumentos do rácio da dívida de 12,9 e 1,3 pontos percentuais em 2020 e 2021, respetivamente, espelham, em grande medida, défices primários elevados

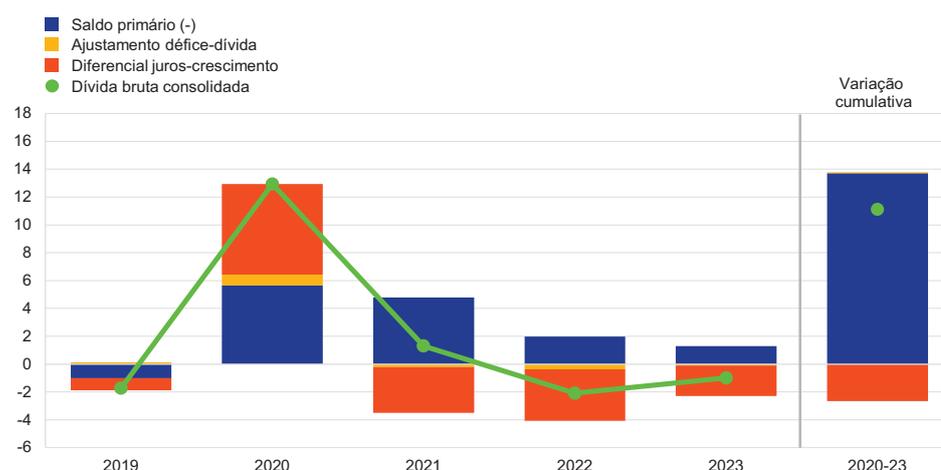
¹⁴ A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo proporcionado pelas políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. Aqui, é medida como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. A orientação orçamental deverá ser ajustada para ter em conta o impacto das subvenções do NGEU do lado da receita (ver também a nota anterior). Para mais pormenores sobre o conceito de "orientação orçamental" da área do euro, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

e, em 2020, diferenciais entre taxa de juro e crescimento muito desfavoráveis. Em 2020, o aumento deve-se igualmente a um ajustamento défice-dívida significativo, devido às medidas de política relacionadas com a pandemia, designadamente o apoio em termos de liquidez concedido às empresas e às famílias. Em 2022 e 2023, défices primários em diminuição, mas ainda significativos, são mais do que compensados por contributos favoráveis da melhoria dos diferenciais entre a taxa de juro e o crescimento, uma vez que se espera que a atividade económica recupere (gráfico 26). Consequentemente, no final do horizonte de projeção em 2023, o rácio da dívida em relação ao PIB deverá situar-se cerca de 11 pontos percentuais acima do nível que tinha registado antes da crise, de 84% em 2019. Note-se, no entanto, que a crise teve um impacto adverso um pouco menor na situação orçamental do que geralmente esperado na fase inicial da crise. Por exemplo, segundo as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema em junho de 2020, o rácio da dívida em relação ao PIB atingiu um nível máximo mais de 3 pontos percentuais acima do apresentado nas últimas projeções dos especialistas do BCE.

Gráfico 26

Fatores impulsionadores da variação na dívida pública

(pontos percentuais do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE.
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado da área do euro.

Uma coordenação contínua da política orçamental continua a ser fundamental para garantir que a área do euro avance para uma fase de recuperação sustentada. Para conter o impacto sobre as posições orçamentais subjacentes dos países, as medidas orçamentais deverão manter-se, na medida do possível, de natureza temporária e deverão tornar-se ainda mais direcionadas no sentido de conterem efeitos permanentes que possam deixar marcas na economia da área do euro. A sustentabilidade orçamental será auxiliada pela recuperação prevista em 2021, especialmente quando as vacinas contra a COVID-19 atingirem progressivamente uma maior fatia da população, mas, mais importante ainda, também pelas condições de financiamento, que deverão continuar a ser favoráveis. No entanto, continua a ser essencial que os Estados-Membros reduzam gradualmente os desequilíbrios orçamentais logo

que a atividade económica recupere suficientemente. Este processo pode ser ampliado por uma mudança decisiva no sentido de uma composição das finanças públicas mais favorável ao crescimento e de reformas estruturais que aumentem o potencial de crescimento das economias da área do euro. O Mecanismo de Recuperação e Resiliência do NGEU pode prestar um apoio importante neste aspeto, nomeadamente acelerando a transição ecológica e digital.

Caixas

1 Evolução económica na área do euro e nos Estados Unidos em 2020

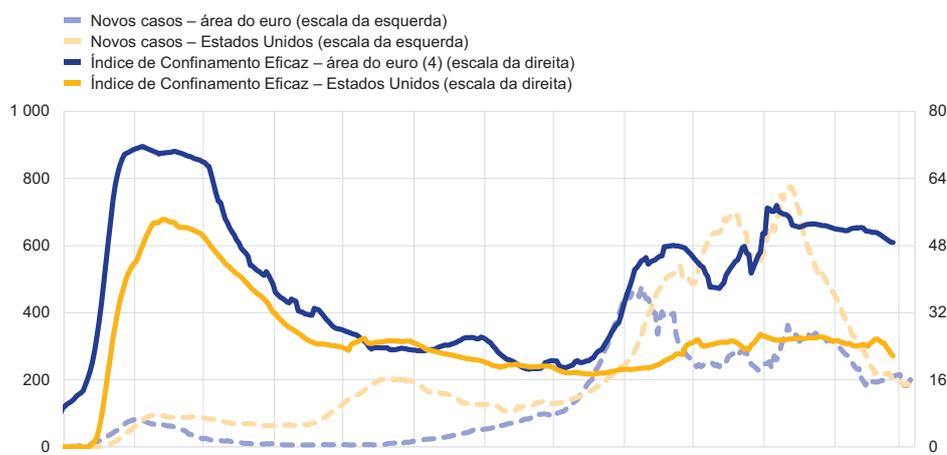
Por Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, Ramon Gomez-Salvador, Lukas Henkel e Matthias Mohr

A pandemia de coronavírus (COVID-19) afetou profundamente tanto a Europa como os Estados Unidos. Embora a pandemia tenha atingido os Estados Unidos mais tarde do que a área do euro e a densidade populacional do país seja inferior, o número de novos casos de COVID-19 tem, em geral, sido mais elevado nos Estados Unidos do que na área do euro, em especial entre meados de novembro de 2020 e o final de fevereiro de 2021. Esta incidência mais elevada de infeções nos Estados Unidos pode refletir a eficácia das políticas de confinamento, tal como medida pelo Índice de Confinamento Eficaz (*Effective Lockdown Index – ELI*) da Goldman Sachs (ver o gráfico A)¹⁵. Considerando que os Estados Unidos foram sujeitos a menos restrições do que a área do euro, a capacidade de resposta de curto prazo da economia ao estímulo em termos de políticas foi também provavelmente maior. Neste contexto, a presente caixa compara a evolução económica na área do euro e nos Estados Unidos, centrando-se em 2020.

Gráfico A

Infeções por COVID-19 na área do euro e nos Estados Unidos e eficácia das políticas de confinamento

(escala da esquerda: novos casos de infeção por milhão de pessoas, média móvel de sete dias; escala da direita: Índice de Confinamento Eficaz)



Fontes: Cálculos de especialistas do BCE, Oxford Economics e Goldman Sachs.

Notas: O Índice de Confinamento Eficaz da Goldman Sachs é uma combinação do Índice de Rigor das Administrações Públicas face à COVID-19 da Oxford e dos dados de mobilidade da Google. As últimas observações referem-se a 7 de março de 2021 para os novos casos de COVID-19 e a 26 de fevereiro de 2021 para o Índice de Confinamento Eficaz. Área do euro (4) refere-se aos índices ponderados pela paridade do poder de compra na Alemanha, França, Itália e Espanha.

¹⁵ Ver Aron, J. e Muellbauer, J., “The US excess mortality rate from COVID-19 is substantially worse than Europe’s”, *VoxEU*, 29 de setembro de 2020.

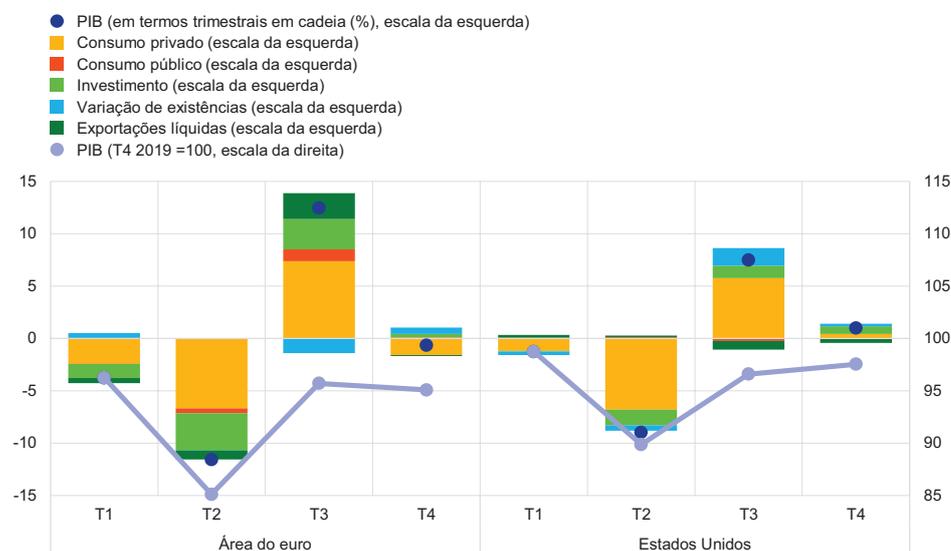
Em 2020, o PIB real diminuiu mais na área do euro do que nos Estados Unidos, possivelmente devido a vários fatores.

Ainda que os confinamentos mais severos na área do euro tenham provavelmente sido um fator importante subjacente à descida mais forte do PIB, as diferenças podem estar também relacionadas, entre outros aspetos, com as diferentes estruturas económicas, o potencial de crescimento e as respostas em termos de políticas, bem como com o calendário das fases da pandemia. A perda acumulada de atividade no quarto trimestre de 2020, em comparação com os níveis anteriores à crise, ascendeu a 4,9% na área do euro e a 2,4% nos Estados Unidos (ver o gráfico B). Em ambas as regiões, com base nos valores de 2019, cerca de três quartos do valor acrescentado real diziam respeito ao setor dos serviços negativamente afetado, enquanto apenas 15% e 11%, respetivamente, na área do euro e nos Estados Unidos, advinham do setor da indústria transformadora. Nas componentes da procura, o consumo privado contribuiu para o PIB em montantes globalmente semelhantes nas duas regiões ao longo do ano, apesar de ter sido prestado quase duas vezes mais apoio ao rendimento nos Estados Unidos (ver o gráfico C). Tal sugere que as políticas de menor dimensão mas mais direcionadas na área do euro (ou seja, através de regimes de trabalho a tempo parcial) poderão ter sido eficazes a amortecer uma queda ainda maior do consumo. Nos dois primeiros trimestres de 2020, as empresas da área do euro adiaram os seus planos de investimento em maior escala do que as empresas dos Estados Unidos e, aparentemente, as empresas da área do euro mostraram-se mais sensíveis à crescente incerteza, à queda da procura e à redução dos lucros. Em contraste, a área do euro registou uma recuperação acumulada mais forte do investimento no segundo semestre do ano. As exportações foram afetadas mais adversamente na área do euro no primeiro semestre de 2020, devido à exposição da economia à China e à Europa de Leste, enquanto os Estados Unidos foram afetados mais negativamente pela fraca procura externa do Canadá e da América Latina no primeiro semestre do ano e, posteriormente, da área do euro (e do resto da Europa). De um modo geral, os contributos do comércio líquido foram mais fracos nos Estados Unidos do que na área do euro.

Gráfico B

PIB real e componentes da despesa na área do euro e nos Estados Unidos em 2020

(escala da esquerda: variação percentual trimestral, contributos em pontos percentuais; escala da direita: T4 2019 = 100)



Fontes: Cálculos de especialistas do BCE, Eurostat e US Bureau of Economic Analysis.

Em 2020, a resposta em termos de política orçamental discricionária à crise da COVID-19 foi muito substancial, tanto na área do euro como nos Estados Unidos, embora a resposta norte-americana tenha sido mais forte (ver o gráfico C). Na área do euro, a resposta orçamental à pandemia consistiu principalmente em subsídios e transferências para empresas e famílias, incluindo regimes de manutenção de postos de trabalho¹⁶. O apoio às famílias e às empresas foi também o principal fator impulsionador na política orçamental dos Estados Unidos, em especial através de transferências diretas e subsídios de desemprego. O crescimento do consumo público foi mais elevado nos Estados Unidos do que na área do euro e incluiu um aumento maior da despesa relacionada com a saúde. Em termos globais, embora comparações de dados coerentes sejam difíceis, estima-se que a componente discricionária da resposta orçamental à pandemia tenha ascendido a cerca de 4¼% do PIB na área do euro e a cerca de 7¼% do PIB nos Estados Unidos.

¹⁶ Para uma análise das medidas de apoio nos países da área do euro, ver o artigo intitulado [The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2021.

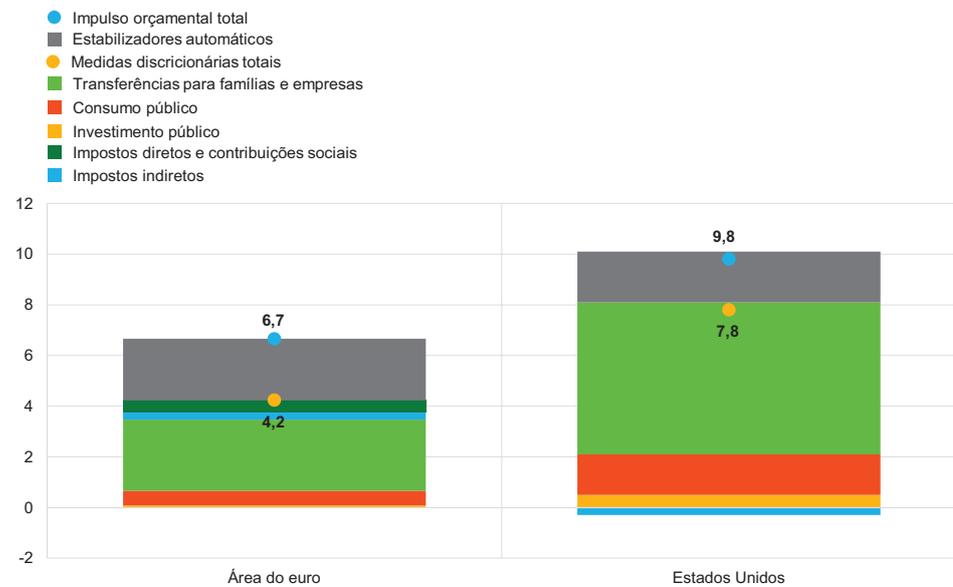
Caso seja incluído o impacto dos estabilizadores automáticos, o impulso orçamental total na área do euro em 2020 aproxima-se mais do impulso equivalente nos Estados Unidos.

Considera-se que os estabilizadores automáticos – aproximados pela variação da componente cíclica e outros fatores – foram maiores na área do euro¹⁷. Conjuntamente com as medidas discricionárias, o seu impacto orçamental ascende a perto de 7% do PIB na área do euro, em comparação com cerca de 10% do PIB nos Estados Unidos. Este impulso orçamental total – ou, de um modo geral, o custo da pandemia em termos de saldo orçamental – corresponde à variação estimada do saldo primário de 2019 para 2020. As reservas a estas comparações resultam da ausência de dados plenamente consistentes, do calendário da previsão e dos métodos de avaliação utilizados, assim como da indisponibilidade da execução orçamental final para 2020.

Gráfico C

Impulso orçamental em resposta à pandemia na área do euro e nos Estados Unidos em 2020

(contributos em pontos percentuais para as variações do rácio do saldo orçamental primário em relação ao PIB)



Fontes: Cálculos de especialistas do BCE, [Projeções macroeconómicas de março de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE](#), estimativas de especialistas do Eurosistema para as medidas discricionárias relativas à área do euro, bem como *World Economic Outlook* do FMI, de outubro de 2020, para os Estados Unidos.

Notas: O impulso orçamental total refere-se a rubricas com impacto no saldo orçamental, ou seja, medidas orçamentais discricionárias em resposta à crise da COVID-19 e estabilizadores automáticos (aproximados pela variação da componente cíclica e outros fatores). O impulso orçamental total corresponde, em geral, à variação do saldo primário das administrações públicas de 2019 para 2020. Relativamente à área do euro, por razões de coerência entre países, algumas partes dos regimes de manutenção de postos de trabalho (relacionadas com regras regulares) na Alemanha e na Bélgica são incluídas no âmbito das medidas discricionárias.

¹⁷ Os estabilizadores orçamentais automáticos referem-se a elementos incorporados nas receitas e despesas públicas que reduzem as flutuações da atividade económica sem a necessidade de uma atuação governamental discricionária. Para mais pormenores sobre a dimensão e a eficácia dos estabilizadores automáticos nos países da área do euro, incluindo uma comparação com os Estados Unidos, ver o artigo intitulado [Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020. Na prática, é difícil distinguir plenamente entre estabilizadores automáticos e medidas discricionárias. Algumas medidas podem ser consideradas estabilizadores orçamentais quase automáticos, ao passo que outros fatores não discricionários (como quebras nas receitas ou receitas extraordinárias) não são normalmente capturados na componente cíclica.

Foi prestado apoio adicional em termos de liquidez tanto na área do euro como nos Estados Unidos. Os governos proporcionaram várias formas de apoio em termos de liquidez às empresas, o qual, na área do euro, consistiu em garantias de empréstimos numa dotação total de 17% do PIB combinado dos países membros (5,7% nos Estados Unidos)¹⁸. Outras medidas de apoio à liquidez na área do euro assumiram a forma de regimes de diferimento de impostos e injeções de capital substanciais.

A resposta da política monetária foi significativa, mas mais forte nos Estados Unidos do que na área do euro. Em termos da resposta de política monetária, embora tanto o BCE como o Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos tenham respondido vigorosamente ao choque da pandemia, a descida da taxa dos fundos federais de 1,50-1,75% para 0-0,25% e a depreciação do dólar dos Estados Unidos proporcionaram um estímulo adicional neste país.

Na área do euro, o aumento substancial dos trabalhadores empregados abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho deixou a taxa de desemprego praticamente inalterada, enquanto nos Estados Unidos os despedimentos de carácter temporário provocaram um aumento da taxa de desemprego no país (ver o gráfico D)¹⁹. A área do euro teria registado uma descida muito maior do emprego se todos os trabalhadores sujeitos a regimes de manutenção de postos de trabalho, como indicado na parte amarela das barras no gráfico D, tivessem ficado desempregados ou inativos. Estes regimes impediram o aumento do desemprego e da inatividade na área do euro em quantidades comparáveis às observadas nos Estados Unidos. No final do quarto trimestre de 2020, o emprego na área do euro situava-se 1,9% abaixo do seu nível no quarto trimestre de 2019, enquanto nos Estados Unidos tinha registado uma diminuição de 5,5% durante o mesmo período, uma vez que o recurso aos regimes de manutenção de postos de trabalho na área do euro voltou a aumentar com os novos confinamentos e a recuperação do emprego nos Estados Unidos abrandou²⁰. O recurso a regimes de manutenção de postos de trabalho na área do euro implicou um ajustamento mais forte através da média de horas trabalhadas.

¹⁸ A taxa de utilização destas garantias foi bastante baixa a nível agregado da área do euro.

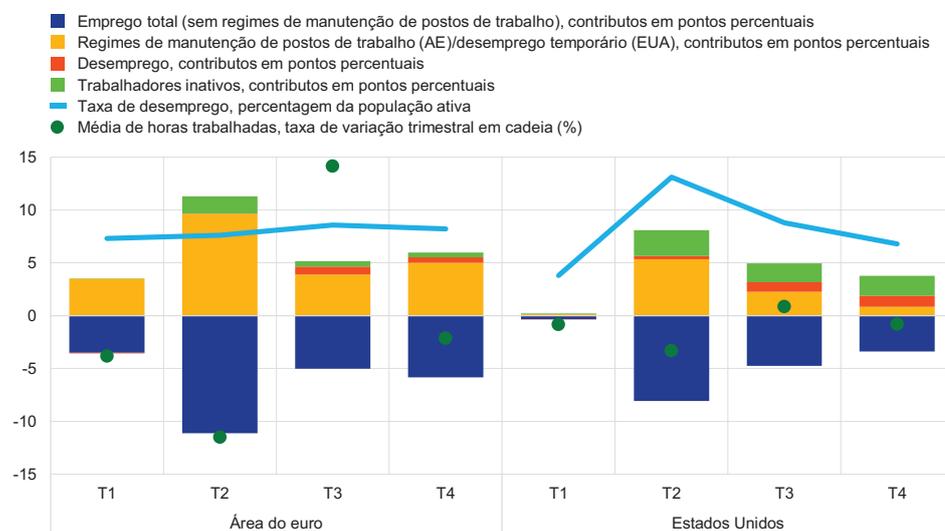
¹⁹ Ver o artigo intitulado [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020.

²⁰ Sem despedimentos temporários, como aproximação dos regimes de manutenção de postos de trabalho na área do euro, a taxa de desemprego nos Estados Unidos desce para um nível inferior a 5% em 2020.

Gráfico D

Evolução do mercado de trabalho na área do euro e nos Estados Unidos em 2020

(contributos em pontos percentuais para a variação percentual trimestral na população em idade ativa; percentagens da população ativa; variação percentual trimestral)



Fontes: Cálculos de especialistas do BCE, Eurostat e US Bureau of Economic Analysis.

Notas: No que respeita à área do euro, a parte azul das barras não inclui trabalhadores empregados em regimes de manutenção de postos de trabalho. Em relação aos Estados Unidos, a parte vermelha das barras não inclui trabalhadores temporariamente desempregados.

Durante a pandemia, as taxas de inflação global e de inflação subjacente registaram uma forte diminuição na área do euro e nos Estados Unidos, devido à queda dos preços do petróleo e a uma descida significativa da procura.

A inflação subjacente nos Estados Unidos registou uma descida mais rápida no primeiro semestre do ano, tendo aumentado depois moderadamente, ao passo que, na área do euro, desceu de forma moderada num primeiro momento e apresentou-se mais fraca no segundo semestre do ano, em parte devido à redução temporária do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) na Alemanha (ver o gráfico E). Tanto na área do euro como nos Estados Unidos, a descida da inflação subjacente é atribuída sobretudo a rubricas que são afetadas negativamente pelo distanciamento social. As rubricas mais afetadas incluem serviços relacionados com viagens/serviços de transporte e vestuário e calçado²¹. Embora o contributo de outros bens para a inflação tenha sido positivo nos Estados Unidos, foi negativo na área do euro (ver o gráfico E)²². Efetuando a correção do impacto da redução do IVA na Alemanha, a queda do IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares na área do euro no segundo semestre de 2020 teria sido

²¹ Na área do euro, as viagens internacionais representam a maioria do impacto negativo em termos de preços resultante das viagens. Ver a caixa intitulada [Prices for travel during the COVID-19 pandemic: is there commonality across countries and items?](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2021.

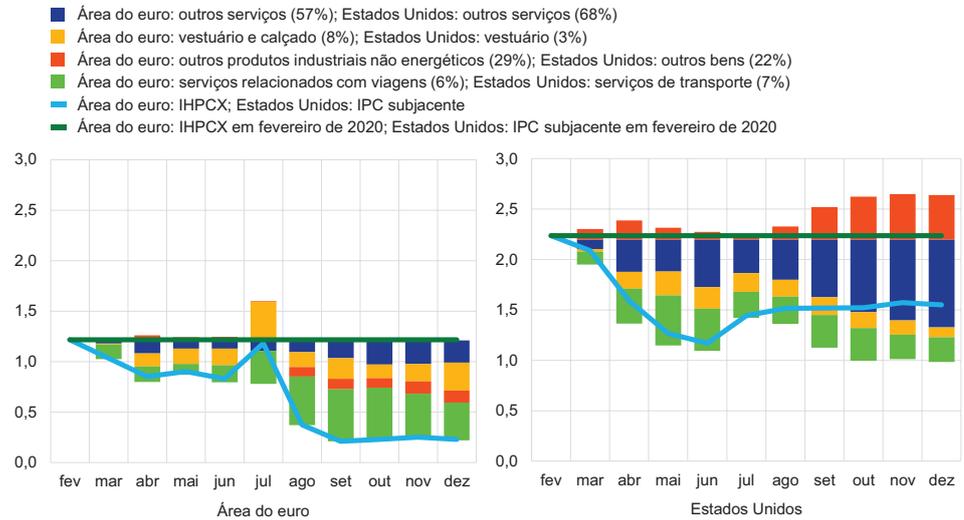
²² Parte das diferenças nas taxas de inflação pode ser potencialmente explicada por diferenças nas ponderações das componentes do cabaz. No entanto, é pouco provável que as diferenças de ponderação expliquem plenamente a evolução divergente desde o início da pandemia: a título de exemplo, a inflação de outros produtos industriais não energéticos tem vindo a diminuir na Europa (também devido à redução temporária do IVA na Alemanha), enquanto a inflação dos bens não relacionados com vestuário tem contribuído positivamente para a inflação nos Estados Unidos nos últimos meses. Para o impacto das variações das ponderações do IHPC na inflação da área do euro em 2021, consultar a caixa 6 da presente edição do *Boletim Económico*.

menos pronunciada, mas ainda significativamente abaixo dos níveis anteriores à pandemia²³.

Gráfico E

Inflação subjacente na área do euro e nos Estados Unidos em 2020

(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais relativamente a fevereiro de 2020)



Fontes: Cálculos de especialistas do BCE, Eurostat e US Bureau of Labor Statistics.

Notas: As percentagens no cabaz subjacente são indicadas entre parênteses. No que respeita à área do euro, IHPCX é o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares. No tocante aos Estados Unidos, o IPC subjacente exclui os preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos. As últimas observações referem-se a dezembro de 2020.

Em conclusão, medidas mais rigorosas relacionadas com a pandemia e, em certa medida, o nível mais baixo de apoio orçamental na área do euro do que nos Estados Unidos podem ter contribuído para os diferentes resultados económicos. A inflação foi mais fraca na área do euro, também devido a fatores especiais como a redução temporária do IVA na Alemanha. As políticas da área do euro apoiaram, aparentemente, mais o emprego, ao passo que, nos Estados Unidos, a tónica foi colocada em políticas mais amplas de apoio ao rendimento.

²³ Ver, por exemplo, o gráfico 8 no *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2021.

2 O *stock* de capital da área do euro desde o início da pandemia de COVID-19

Por Julien Le Roux

A presente caixa analisa os desenvolvimentos mais recentes no *stock* de capital da área do euro e os principais fatores impulsionadores. Mais especificamente, discute o papel desempenhado pelo investimento e pela depreciação e retirada de ativos fixos para explicar a evolução do *stock* de capital. Mostra igualmente até que ponto os desenvolvimentos recentes são semelhantes aos observados durante a grande crise financeira e a posterior crise da dívida soberana na área do euro²⁴. A análise assenta sobretudo em estimativas trimestrais do *stock* de capital elaboradas pelo Banco Central Europeu (BCE), que têm por base um modelo de otimização com restrições que utiliza dados anuais do Eurostat (com um desfasamento de dois anos) e técnicas de desagregação temporal²⁵. Por conseguinte, os dados e a análise recentes, em particular, devem ser interpretados com cautela e podem estar sujeitos a revisões consideráveis no futuro.

O *stock* de capital é um fator crucial para a análise do lado da oferta. Assim, a análise das variações do *stock* de capital é fundamental para estimar como o crescimento potencial foi afetado durante a crise do coronavírus (COVID-19)²⁶. Além disso, o capital por trabalhador – ou intensidade de capital – é também crucial para avaliar as tendências da produtividade do trabalho. Deste modo, compreender a recente evolução do *stock* de capital é importante para a análise dos efeitos de médio e longo prazo da crise da COVID-19 sobre os fatores do lado da oferta e o crescimento potencial.

Estima-se que o crescimento do *stock* de capital real tenha diminuído moderadamente na sequência da crise da COVID-19. Depois de aumentar continuamente desde o início de 2017, o *stock* de capital real da área do euro registou uma subida homóloga de 1,0% no segundo e terceiro trimestres de 2020, após um aumento de 1,1% no primeiro trimestre de 2020 (ver o gráfico A). A relativa estabilidade do *stock* de capital oculta os efeitos que a crise possa ter sobre o valor do *stock*. A natureza setorial assimétrica do choque pandémico

²⁴ Na presente caixa, o enfoque recai quer no *stock* de capital público quer no privado. Porém, a maior parte do *stock* de capital e do investimento da área do euro é composta de ativos privados (cerca de 85% quer do investimento quer do *stock* de capital).

²⁵ Ver Hofmeister, Z. e van der Helm, R., [Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area](#), *Série de Documentos Estatísticos*, n.º 23, BCE, maio de 2017. A metodologia assenta essencialmente numa desagregação temporal do *stock* de capital anual utilizando a formação bruta de capital fixo (FBCF) trimestral como indicador de perfil trimestral. A desagregação temporal é aplicada como a primeira diferença do *stock* de capital anual; o *stock* de capital trimestral daí resultante (incluindo os trimestres mais recentes previstos) é posteriormente compensado, conforme necessário, para assegurar que o ativo é equilibrado por matriz setorial. No que respeita aos casos em que os dados anuais do *stock* de capital não estão disponíveis dado o desfasamento de dois anos relativamente à sua publicação, estes valores anuais são calculados com recurso a um método do inventário permanente (PIM, na sigla em inglês) ou à chamada “equação sobre a acumulação de capital”. Os coeficientes relativos aos anos mais recentes, quando indisponíveis, são extrapolados com base em desenvolvimentos anteriores, no PIM “inverso” ou em informação especializada.

²⁶ Ver o artigo intitulado [The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2020.

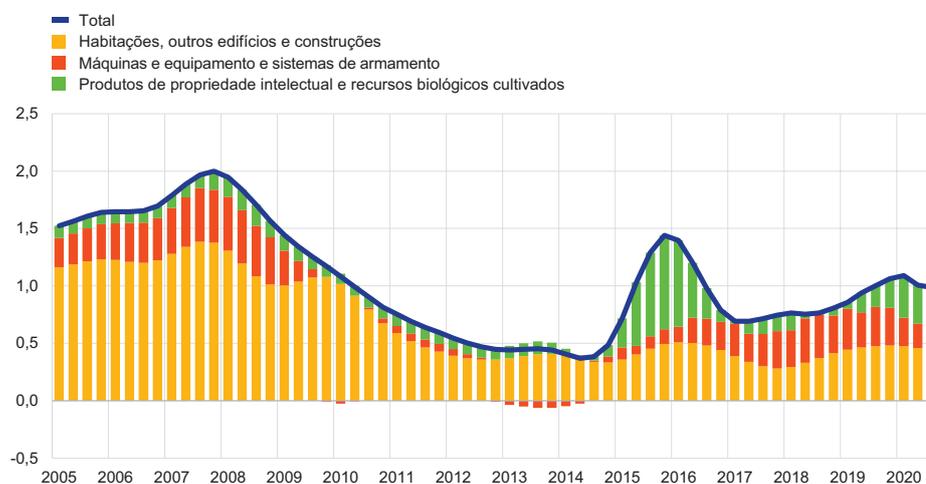
pode significar perdas de valor significativas no *stock* de capital a nível setorial. Por exemplo, as companhias aéreas já reduziram o valor contabilístico de alguns ativos²⁷. Este efeito de avaliação não é visível, pelo menos no curto prazo, sobre o volume do *stock* de capital. Acresce que o efeito limitado da crise sobre o *stock* de capital oculta uma heterogeneidade substancial entre ativos. A nível do ativo, a maquinaria e equipamento, por um lado, e os produtos de propriedade intelectual, por outro, deram um contributo significativo para a redução do *stock* de capital real. Em contraste, o contributo das habitações, outros edifícios e construções para a desaceleração foi mais modesto (ver o gráfico A).

Gráfico A

Crescimento resiliente do *stock* de capital até ao momento

Contributos de ativos para o crescimento do *stock* de capital real

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Cálculos de especialistas do BCE com base em dados do Eurostat.

No geral, o crescimento do *stock* de capital real manteve-se relativamente estável desde a eclosão da pandemia.

É um grande desafio analisar os primeiros trimestres de 2020 e tentar comparar com o observado durante as crises de 2008 e 2011. A crise da COVID-19 anda não terminou e é de uma natureza diferente da grande crise financeira e da crise da dívida soberana, que foram crises económicas decorrentes de crises financeiras. A pandemia está a atingir mais fortemente as atividades de serviços, enquanto afeta os setores com grande intensidade de capital, como a indústria transformadora, um pouco menos duramente. Após a grande crise financeira, o crescimento do *stock* de capital caiu gradualmente de uma média anual superior a 1,5% antes de 2008 para cerca de 0,4% no período entre 2011 e 2014 (ver o gráfico A). A recuperação do crescimento do *stock* de capital começou apenas no início de 2014, impulsionada pela recuperação combinada das máquinas e equipamento e dos produtos de propriedade intelectual. No entanto, estes desenvolvimentos de médio a longo prazo ainda não são visíveis na sequência da crise da COVID-19. Atualmente, à semelhança de 2008 e 2011, o crescimento do capital na componente de máquinas e equipamento tem sido

²⁷ Ver [All you need to know about aircraft values in 2021](#), International Bureau of Aviation, fevereiro de 2021.

gravemente afetado pela crise da COVID-19 (ver o gráfico B). Em contrapartida, os investimentos em habitações, outros edifícios e construções permanecem resilientes até ao momento – na mesma medida do que em 2008 e 2011. Porém, neste aspeto, a crise de 2008 teve efeitos adversos de longo prazo. Por último, no que respeita aos produtos de propriedade intelectual, as comparações com a grande crise financeira são complicadas pela reafetação das receitas de vendas e ativos intangíveis de empresas multinacionais em alguns países ao longo dos últimos anos²⁸. Após três trimestres observáveis de crise, a desaceleração do *stock* de capital em produtos de propriedade intelectual é mais forte do que a observada em 2008 e 2011, embora o ponto de partida também seja mais elevado (ver o gráfico B).

Gráfico B

Crescimento do *stock* de capital total e heterogeneidade do crescimento entre ativos

Crescimento do *stock* de capital real por ativo

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Cálculos de especialistas do BCE com base em dados do Eurostat.

A queda moderada do crescimento do *stock* de capital deverá dever-se ao facto de a redução do investimento ter sido parcialmente compensada por uma depreciação ligeiramente reduzida²⁹. A formação bruta de capital fixo diminuiu na área do euro no primeiro semestre de 2020, afetando negativamente o *stock* de capital. Os dados iniciais disponíveis, embora provisórios, sugerem que as taxas de depreciação mais baixas apoiaram a evolução do *stock* de capital.

²⁸ Nos últimos anos, várias empresas multinacionais de grande dimensão transferiram a sua atividade, em particular os produtos de propriedade intelectual subjacentes, para a Irlanda. Consequentemente, as vendas (produto) geradas com recurso a propriedade intelectual deram um contributo substancial para o investimento e o *stock* de capital na Irlanda. Ver Khder, M. e Montornès, J., *The impact of multinationals' transfers on Irish GDP*, *Eco Notepad*, n.º 202, Banque de France, fevereiro de 2021.

²⁹ As estimativas do *stock* de capital líquido têm por base, no geral, o método do inventário permanente, que pode ser aproximado pela equação sobre a acumulação de capital que liga o *stock* de capital líquido (NCS_t) ao investimento ($GFCF_t$), taxas de retirada e depreciação δ_t , e reavaliação β_t : $NCS_t = (1 - \delta_t + \beta_t) NCS_{t-1} + GFCF_t$. Em prol da simplicidade, na presente caixa, a chamada taxa de depreciação inclui quer ativos retirados de uso quer o consumo de capital fixo, responsável pelo desgaste do capital necessário para a produção.

O choque da COVID-19 afetou negativamente o *stock* de capital na área do euro, sobretudo devido ao menor investimento. Não obstante condições de financiamento favoráveis, o nível elevado de incerteza afeta negativamente as decisões de investimento, nomeadamente o investimento empresarial. A redução da procura interna e a queda das margens empresariais travam as despesas de investimento. Deste modo, em termos homólogos, a formação bruta de capital fixo total caiu 20% no segundo trimestre de 2020 e 4,3% no terceiro trimestre de 2020. A pandemia travou consideravelmente o investimento, ao passo que durante a grande crise financeira a redução foi mais lenta e menos acentuada (ver o gráfico C, painel A).

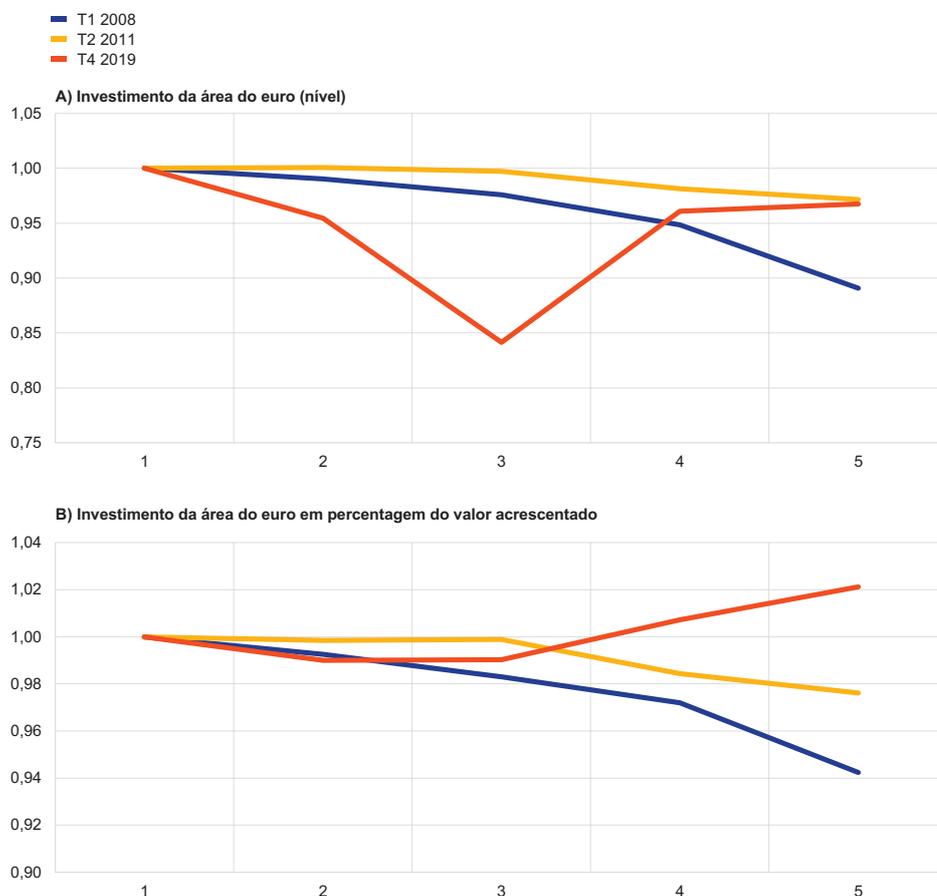
Não obstante o crescimento do investimento historicamente baixo no primeiro semestre de 2020, a redução do crescimento do investimento ficou aquém do que seria de esperar. Tipicamente, a magnitude das variações do investimento é superior à do valor acrescentado – um fenómeno comumente designado por “efeito acelerador”. O efeito acelerador não persistiu durante a crise da COVID-19. Em 2020, nos maiores países da área do euro, a magnitude das variações do investimento foi comparável à do valor acrescentado (ver o gráfico C, painel B)³⁰. Poderão existir várias explicações para a resiliência da formação bruta de capital fixo. No geral, as sociedades não financeiras entraram na pandemia com balanços sólidos, e o canal de crédito permaneceu aberto para elas. É também provável que o distanciamento social e o teletrabalho amplifiquem a necessidade de investimento em tecnologia digital. Além disso, a necessidade de reorganizar as cadeias de oferta poderá ter levado ao surgimento de novas oportunidades de investimento. Estes fatores contribuíram para a resiliência do crescimento do *stock* de capital.

³⁰ Ver [Economic outlook - February 2021](#), Institut national de la statistique et des études économiques, Paris, pp. 30-31.

Gráfico C

Queda do investimento da área do euro: comparação com recessões anteriores

(eixo dos x: trimestres; eixo dos y: pontos percentuais)



Fonte: Cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O gráfico ilustra a evolução da formação bruta de capital fixo total ao longo de cada recessão, em que o primeiro trimestre antes da recessão é definido como a unidade. O trimestre antes da recessão é indicado na legenda. A Irlanda é excluída da amostra, dada a volatilidade considerável que tem afetado o investimento na Irlanda nos últimos anos.

A menor taxa de depreciação compensou em parte a descida da implicação do investimento para o stock de capital. Em teoria, a retirada e a depreciação do capital poderiam ter sido afetadas de modo diferente pela COVID-19. Por um lado, as liquidações de empresas poderão fazer com que alguns dos ativos de capital sejam retirados antes do final da respetiva vida económica. Por outro, porém, o tempo de vida de ativos existentes poderá ser prolongado devido a uma utilização menos intensiva, por exemplo, se estiveram parados durante o confinamento. Tem-se também argumentado que a depreciação do capital seria procíclica e estaria associada a períodos de maior manutenção do capital em períodos recessivos³¹. Durante os três primeiros trimestres de 2020, alguns elementos indicam que predominou o efeito de um menor desgaste do capital, levando a uma menor depreciação do stock de capital. A partir dos dados sobre o stock de capital e o investimento, é possível extrair uma taxa de depreciação, a qual, embora com um certo grau de incerteza, parece ter diminuído quer no conjunto quer nos maiores países da área do euro durante os primeiros trimestres

³¹ Albonico, A., Pappa, E. e Sarantis, K., "Capital maintenance and depreciation over the business cycle", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 39, Issue C, Elsevier, 2014, pp. 273-286.

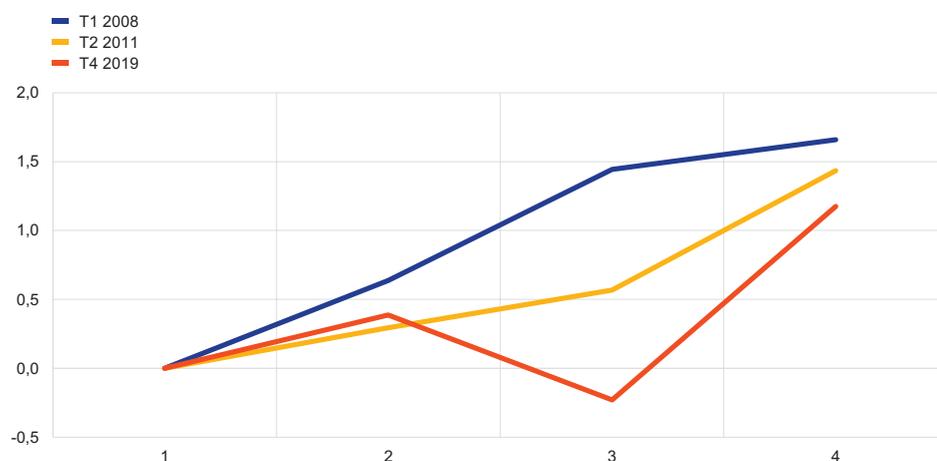
de 2020. Acresce que o consumo de capital fixo, que não inclui, porém, a retirada de uso de capital³², desacelerou ao longo de 2020 (ver o gráfico D). Reflete a menor utilização e desgaste das capacidades de produção. Entretanto, as medidas de política existentes, sob a forma de garantias de empréstimos e uma partilha parcial dos custos salariais no contexto de alguns regimes de trabalho a tempo parcial, deverão ter protegido as empresas da liquidação e evitado a retirada de capital. Por conseguinte, ao que parece, pelo menos temporariamente, a taxa de depreciação também apoiou a evolução do *stock* de capital.

Gráfico D

Queda do consumo de capital fixo: comparação com recessões anteriores

Consumo de capital fixo por unidade de valor acrescentado nos maiores países da área do euro

(eixo dos x: trimestres; eixo dos y: pontos percentuais)



Fonte: Cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O gráfico ilustra as variações acumuladas do consumo de capital fixo por unidade de valor acrescentado, em que o primeiro trimestre antes da recessão é definido como a unidade. O trimestre antes da recessão é indicado na legenda. Dada a volatilidade de algumas séries ou a ausência de dados em alguns países, este gráfico representa a variação global observada na Alemanha, França, Itália e Espanha.

³² Em média, na área do euro, o consumo de capital fixo representa metade da depreciação do capital, e a outra metade é composta de capital retirado de uso.

Em termos prospetivos, os efeitos de longo prazo da crise da COVID-19 sobre o *stock* de capital são muito incertos, nomeadamente num contexto de alterações estruturais significativas. O desfasamento de dois anos na divulgação de dados estatísticos oficiais sobre o *stock* de capital dificulta a avaliação de variações recentes e atuais. Por um lado, não é de excluir que a pandemia possa deixar marcas duradouras no *stock* de capital. O final das medidas de política de apoio direcionadas poderia resultar num aumento de falências de empresas e de retirada de capital bem como no menor crescimento do investimento. Por outro, a pandemia poderá também desencadear, ou acelerar, alterações estruturais na economia. O pacote de recuperação “Next Generation EU”, por exemplo, continuará a reforçar os esforços nacionais de investimento. Outros fatores de longo prazo poderão também afetar o *stock* de capital em larga medida. Por exemplo, prevê-se que as alterações climáticas conduzam a uma renovação do *stock* de capital. O recente inquérito anual às empresas conduzido pelo Banco Europeu de Investimento (BEI) concluiu que duas em cada três empresas da UE já investiram, ou planeiam investir, no sentido de fazer face ao impacto de fenómenos meteorológicos e reduzir as emissões de carbono³³.

³³ Ver [EIB Group survey on investment and investment finance 2020](#), Banco Europeu de Investimento, 1 de dezembro de 2020.

3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021

Por Daniel Gybas e Christian Lizarazo

A presente caixa descreve as operações de política monetária e a evolução da liquidez do BCE durante o sétimo e oitavo períodos de manutenção de reservas de 2020. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021 (o “período em análise”). Em 10 de dezembro, o Conselho do BCE introduziu uma série de ajustamentos em termos de políticas. Decidiu aumentar a dotação do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) em 500 mil milhões de euros, passando este para um total de 1850 mil milhões de euros, e alargar o seu horizonte temporal por nove meses – no mínimo, até ao final de março de 2022. Além disso, foram disponibilizadas três operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) adicionais e prolongado o período de aplicação de condições consideravelmente mais favoráveis por doze meses, ou seja, até junho de 2022. Para uma descrição detalhada das medidas, consultar o [Boletim Económico, número 8, de 2020](#).

O nível de liquidez do banco central no sistema bancário continuou a aumentar durante o período em análise. Tal ficou a dever-se, em grande medida, às aquisições de ativos realizadas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e do PEPP, bem como à liquidação da sexta operação das ORPA direcionadas III, em conjunto com uma descida moderada dos fatores de liquidez autónomos líquidos.

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, desceram 18,2 mil milhões de euros, situando-se em 2026,3 mil milhões de euros no período em análise. A descida para níveis abaixo dos observados durante o período analisado precedente, ou seja, durante o quinto e sexto períodos de manutenção de 2020, deveu-se a uma diminuição dos fatores autónomos líquidos de 20,1 mil milhões de euros para 1881,5 mil milhões de euros, que suplantou uma subida modesta das reservas mínimas obrigatórias de 1,8 mil milhões de euros para 144,8 mil milhões de euros (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”).

Por sua vez, a queda dos fatores autónomos líquidos foi impulsionada principalmente pela diminuição dos depósitos das administrações públicas, assinalando uma inversão parcial da tendência em sentido ascendente observada desde março de 2020. Os depósitos das administrações públicas

desceram 141,1 mil milhões de euros (ou 19%), passando para 588,7 mil milhões de euros. De um modo geral, apesar da descida face aos máximos atingidos em setembro de 2020, os depósitos das administrações públicas situam-se mais do que duas vezes acima do seu nível médio de 213,1 mil milhões de euros para o mesmo período (4 de novembro a 26 de janeiro) em anos anteriores (2020, 2019 e 2018). O crescimento rápido extraordinário dos depósitos das administrações públicas entre março e setembro de 2020 foi provavelmente motivado por uma alteração da gestão de tesouraria por parte dos governos da área do euro durante a crise do coronavírus (COVID-19). Contudo, ainda que a diminuição dos depósitos das administrações públicas durante o período em análise possa indicar o início de um processo de normalização, qualquer processo desta natureza pode permanecer sensível à dinâmica da crise da COVID-19. Esta diminuição foi parcialmente compensada por um aumento das notas em circulação (de 31,8 mil milhões de euros, para 1416,7 mil milhões de euros) e uma subida de outros fatores autónomos (de 32,0 mil milhões de euros, para 915,7 mil milhões de euros). No total, os fatores autónomos de absorção de liquidez diminuíram 77,4 mil milhões de euros, passando para 2921,0 mil milhões de euros. Tal foi parcialmente compensado por uma descida dos fatores autónomos de cedência de liquidez de 57,2 mil milhões de euros, os quais passaram a cifrar-se em 1039,8 mil milhões de euros. A descida ficou a dever-se a menores ativos líquidos denominados em euros. No geral, o efeito líquido de absorção de liquidez dos fatores autónomos desceu 20,1 mil milhões de euros, passando para 1881,5 mil milhões de euros. O quadro A apresenta uma panorâmica dos fatores autónomos referidos acima e respetivas variações.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; mil milhões de euros)

| | Período em análise atual: 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021 | | | | | | Período analisado anterior: 22 de julho de 2020 a 3 de novembro de 2020 | |
|--|--|-----------------|---|-----------------|---|----------------|--|-----------------|
| | Sétimo e oitavo períodos de manutenção | | Sétimo período de manutenção: 4 de novembro a 15 de dezembro | | Oitavo período de manutenção: 16 de dezembro a 26 de janeiro | | Quinto e sexto períodos de manutenção | |
| Fatores de liquidez autónomos | 2 921,0 | (-77,4) | 2 966,1 | (-56,7) | 2 875,8 | (-90,3) | 2 998,3 | (+149,0) |
| Notas em circulação | 1 416,7 | (+31,8) | 1 403,9 | (+14,8) | 1 429,4 | (+25,5) | 1 384,9 | (+27,3) |
| Depósitos das administrações públicas | 588,7 | (-141,1) | 647,0 | (-101,9) | 530,3 | (-116,7) | 729,7 | (+146,7) |
| Outros fatores autónomos ¹⁾ | 915,7 | (+32,0) | 915,2 | (+30,4) | 916,1 | (+1,0) | 883,7 | (-25,1) |
| Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias | 2 850,3 | (+287,6) | 2 816,7 | (+163,3) | 2 883,9 | (+67,2) | 2 562,7 | (+529,6) |
| Reservas mínimas obrigatórias²⁾ | 144,8 | (+1,8) | 144,0 | (+0,4) | 145,5 | (+1,5) | 142,9 | (+2,6) |
| Facilidade permanente de depósito | 561,2 | (+125,8) | 535,4 | (+74,7) | 586,9 | (+51,5) | 435,4 | (+104,8) |
| 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.

2) "Reservas mínimas obrigatórias" é uma rubrica por memória que não consta do balanço do Eurosistema e, por conseguinte, não deve ser incluída no cálculo do total do passivo.

Ativo

(médias; mil milhões de euros)

| | Período em análise atual: 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021 | | | | | | Período analisado anterior: 22 de julho de 2020 a 3 de novembro de 2020 | |
|--|--|-----------------|---|-----------------|---|-----------------|--|-----------------|
| | Sétimo e oitavo períodos de manutenção | | Sétimo período de manutenção: 4 de novembro a 15 de dezembro | | Oitavo período de manutenção: 16 de dezembro a 26 de janeiro | | Quinto e sexto períodos de manutenção | |
| Fatores de liquidez autónomos | 1 039,8 | (-57,2) | 1 092,9 | (-3,1) | 986,7 | (-106,2) | 1 097,0 | (+41,6) |
| Disponibilidades líquidas sobre o exterior | 856,8 | (-8,4) | 865,1 | (+0,7) | 848,6 | (-16,5) | 865,2 | (-42,1) |
| Ativos líquidos denominados em euros | 183,0 | (-48,8) | 227,8 | (-3,8) | 138,1 | (-89,7) | 231,8 | (+83,7) |
| Instrumentos de política monetária | 5 437,7 | (+395,1) | 5 369,6 | (+184,7) | 5 505,8 | (+136,2) | 5 042,6 | (+744,3) |
| Operações de mercado aberto | 5 437,7 | (+395,1) | 5 369,6 | (+184,7) | 5 505,8 | (+136,2) | 5 042,6 | (+744,3) |
| Operações de leilão | 1 773,9 | (+125,9) | 1 754,9 | (+45,8) | 1 792,9 | (+38,0) | 1 648,0 | (+435,5) |
| Operações principais de refinanciamento | 0,4 | (-0,9) | 0,5 | (-0,8) | 0,3 | (-0,2) | 1,3 | (+0,7) |
| ORPA com prazo de 3 meses | 0,9 | (-0,7) | 0,9 | (-0,3) | 0,9 | (-0,0) | 1,6 | (-0,6) |
| ORPA direcionadas II | 22,5 | (-17,9) | 29,3 | (-4,7) | 15,7 | (-13,6) | 40,4 | (-242,4) |
| ORPA direcionadas III | 1 724,2 | (+141,5) | 1 699,0 | (+49,8) | 1 749,4 | (+50,4) | 1 582,7 | (+890,8) |
| ORPA intercalares | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (-228,6) |
| Operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica | 25,9 | (+3,9) | 25,3 | (+1,8) | 26,6 | (+1,3) | 22,1 | (+15,7) |
| Carteiras definitivas | 3 663,8 | (+269,2) | 3 614,7 | (+138,9) | 3 712,9 | (+98,2) | 3 394,6 | (+308,8) |
| Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes | 0,5 | (-0,0) | 0,5 | (-0,0) | 0,5 | (-0,0) | 0,5 | (-0,2) |
| Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes | 2,8 | (-0,1) | 2,8 | (-0,0) | 2,7 | (-0,0) | 2,8 | (-0,1) |
| Terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes | 287,3 | (+1,5) | 286,8 | (-0,0) | 287,8 | (+1,0) | 285,8 | (+3,5) |
| Programa dos mercados de títulos de dívida | 28,6 | (-4,5) | 28,6 | (-3,4) | 28,6 | (+0,0) | 33,1 | (-3,6) |
| Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados | 29,7 | (+0,1) | 29,9 | (+0,6) | 29,6 | (-0,3) | 29,6 | (-1,2) |
| Programa de compra de ativos do setor público | 2 337,1 | (+53,9) | 2 329,0 | (+29,0) | 2 345,2 | (+16,2) | 2 283,2 | (+53,1) |
| Programa de compra de ativos do setor empresarial | 249,9 | (+17,6) | 247,9 | (+9,7) | 252,0 | (+4,1) | 232,3 | (+15,3) |
| Programa de compra de ativos devido a emergência pandémica | 727,9 | (+200,6) | 689,4 | (+103,0) | 766,5 | (+77,1) | 527,3 | (+242,0) |
| Facilidade permanente de cedência de liquidez | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (-0,0) | 0,0 | (-0,0) |

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre 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: 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021 | | | | | | Período analisado anterior: 22 de julho de 2020 a 3 de novembro de 2020 | |
|--|--|----------|---|----------|---|----------|--|----------|
| | Sétimo e oitavo períodos de manutenção | | Sétimo período de manutenção: 4 de novembro a 15 de dezembro | | Oitavo período de manutenção: 16 de dezembro a 26 de janeiro | | Quinto e sexto períodos de manutenção | |
| Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾ | 2 026,3 | (-18,2) | 2 017,5 | (-53,2) | 2 035,0 | (+17,5) | 2 044,5 | (+109,8) |
| Fatores autónomos líquidos ²⁾ | 1 881,5 | (-20,1) | 1 873,5 | (-53,6) | 1 889,5 | (+16,0) | 1 901,6 | (+107,3) |
| Liquidez excedentária ³⁾ | 3 411,4 | (+413,4) | 3 352,1 | (+238,0) | 3 470,8 | (+118,7) | 2 998,0 | (+634,5) |

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 e das reservas mínimas obrigatórias.

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

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

Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

| | Período em análise atual: 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021 | | | | | | Período analisado anterior: 22 de julho de 2020 a 3 de novembro de 2020 | |
|---|--|---------|---|---------|---|---------|--|---------|
| | Sétimo e oitavo períodos de manutenção | | Sétimo período de manutenção: 4 de novembro a 15 de dezembro | | Oitavo período de manutenção: 16 de dezembro a 26 de janeiro | | Quinto e sexto períodos de manutenção | |
| Operações principais de refinanciamento | 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 | (+0,00) | -0,50 | (+0,00) | -0,50 | (+0,00) | -0,50 | (+0,00) |
| EONIA ¹⁾ | -0,475 | (-0,01) | -0,471 | (-0,00) | -0,478 | (-0,01) | -0,468 | (-0,01) |
| €STR | -0,559 | (-0,01) | -0,556 | (+0,00) | -0,562 | (-0,01) | -0,553 | (-0,01) |

Fonte: BCE.

Nota: 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 (*euro short term rate* – €STR) acrescida de 8,5 pontos base, desde 1 de outubro de 2019. As diferenças nas variações apresentadas para o índice *overnight* médio do euro (*euro overnight index average* – EONIA) e para a €STR devem-se a arredondamentos.

Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

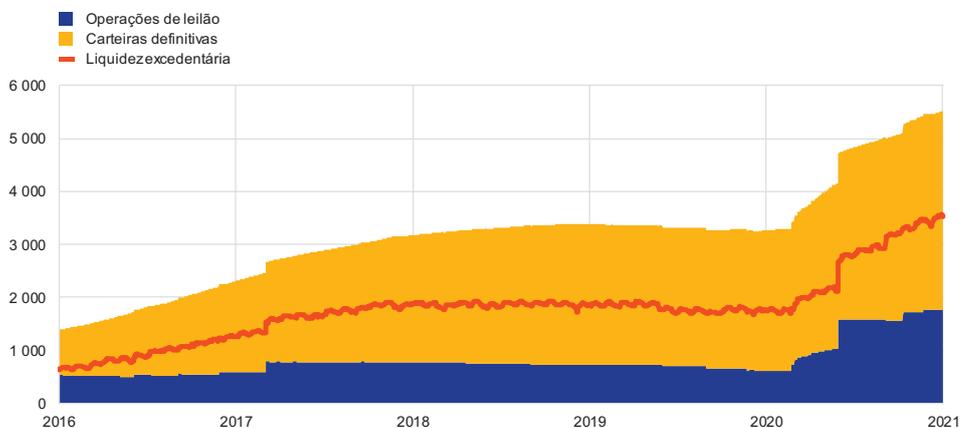
O montante médio de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária aumentou 395,1 mil milhões de euros, passando para 5437,7 mil milhões de euros durante o período em análise (ver o gráfico A). Cerca de 68%

do aumento resulta das aquisições líquidas em curso ao abrigo dos programas de compra de ativos, principalmente do PEPP, ao passo que os restantes 32% se devem a operações de crédito, sobretudo à colocação da sexta operação das ORPA direcionadas III em dezembro.

Gráfico A

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

(mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: A última observação refere-se a 26 de janeiro de 2021.

O montante médio da liquidez cedida através de operações de crédito aumentou 125,9 mil milhões de euros durante o período em análise, em grande parte devido à liquidação da sexta operação das ORPA direcionadas III.

O aumento médio de 141,5 mil milhões de euros em liquidez cedida através das ORPA direcionadas III foi, em parte, compensado pelo vencimento e/ou o reembolso antecipado voluntário de operações da segunda série de ORPA direcionadas (ORPA direcionadas II), uma vez que as contrapartes mudaram das ORPA direcionadas II para as ORPA direcionadas III. Em média, o vencimento e o reembolso de operações ao abrigo das ORPA direcionadas II ascenderam a 17,9 mil milhões de euros. A operação de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica adicionou mais 3,9 mil milhões de euros de liquidez. As operações principais de refinanciamento e as ORPA com prazo de 3 meses continuam a desempenhar apenas um papel reduzido, tendo a utilização média de ambas as operações de refinanciamento regulares diminuído 1,6 mil milhões de euros, passando para 1,3 mil milhões de euros, em comparação com o período analisado anterior.

Ao mesmo tempo, as carteiras definitivas aumentaram 269,2 mil milhões de euros, passando para 3663,8 mil milhões de euros, devido a aquisições líquidas ao abrigo do APP e do PEPP. As posições médias no contexto do PEPP ascenderam a 727,9 mil milhões de euros, representando um aumento de 200,6 mil milhões de euros em relação à média do período analisado precedente. As aquisições ao abrigo do PEPP representaram, de longe, o maior aumento no conjunto dos programas de compra de ativos, seguidas das realizadas no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) e do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP), com aumentos médios de, respetivamente, 53,9 mil milhões de euros para 2337,1 mil milhões de euros e de 17,6 mil milhões de euros para 249,9 mil milhões de euros.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média aumentou 413,4 mil milhões de euros, passando para 3441,4 mil milhões de euros (ver o gráfico A). Os depósitos à ordem das

instituições de crédito que ultrapassam as reservas mínimas aumentaram 287,6 mil milhões de euros para 2850,3 mil milhões de euros, enquanto a utilização média da facilidade permanente de depósito aumentou 125,8 mil milhões de euros, passando para 561,2 mil milhões de euros. A isenção parcial da liquidez excedentária de uma remuneração negativa à taxa de juro da facilidade permanente de depósito no âmbito do sistema de dois níveis só é aplicável a saldos em conta corrente. Por conseguinte, as instituições de crédito têm um incentivo económico para deter reservas em conta corrente, em vez de na facilidade permanente de depósito, até ao limite de isenção concedido ao abrigo do sistema de dois níveis. Os saldos que excedem o montante isento são muitas vezes deixados na facilidade permanente de depósito, devido à conveniência operacional e/ou ao tratamento regulamentar.

Evolução das taxas de juro

A média da €STR manteve-se praticamente inalterada durante o período em análise face ao período analisado precedente. A €STR situou-se, em média,

em -55,9 pontos base durante o período em análise, o que compara com uma média de -55,3 pontos base durante o período analisado anterior. Desde outubro de 2019, a EONIA é calculada como correspondendo à €STR acrescida de um diferencial fixo de 8,5 pontos base. Por conseguinte, seguiu, e vai continuar a seguir, uma trajetória paralela à da €STR. As taxas diretoras do BCE – a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro das facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez – mantiveram-se inalteradas no período em análise.

O impacto das medidas de contenção nos vários setores e países durante a pandemia de COVID-19

Por Niccolò Battistini e Grigor Stoevsky

As medidas introduzidas para conter a pandemia de coronavírus (COVID-19) tiveram um impacto diversificado na atividade económica nos vários setores e países da área do euro em 2020. As proibições de eventos públicos, confinamentos rigorosos e restrições a inúmeras atividades na primavera de 2020 tiveram um efeito dramático sobre a economia, com o PIB da área do euro a diminuir 15% no primeiro semestre. Desde então, quer as autoridades públicas quer as famílias e empresas aprenderam a melhor forma de reagir a medidas de contenção mais direcionadas, a fim de minimizar o respetivo impacto económico. Porém, persiste ainda uma incerteza significativa quanto à evolução da pandemia, das medidas de contenção e dos efeitos económicos conexos. Neste contexto, a presente caixa explora o impacto económico heterogéneo das medidas de contenção da pandemia de COVID-19 nos vários setores e nos cinco maiores países da área do euro, estudando igualmente a forma como este impacto evoluiu ao longo do tempo³⁴.

As atividades que requerem interação social foram as mais gravemente afetadas em todos os países da área do euro analisados. No entanto, as estruturas económicas específicas a cada país (composição por setor e grau de abertura), as medidas de contenção (composição subnacional e intersetorial das políticas), as respostas de política económica e as características institucionais contribuíram para uma heterogeneidade significativa entre países nas perdas económicas observadas em 2020 (gráfico A)³⁵. Em comparação com o agregado da área do euro, a Alemanha e os Países Baixos registaram perdas económicas globais mais reduzidas, dado que os serviços recreativos representam uma percentagem menor do valor acrescentado bruto (VAB) real total na Alemanha (20% em 2019, face a 22,5% para o conjunto da área do euro) e foram menos afetados em ambos os países³⁶. Registaram-se quedas superiores em Espanha e Itália, enquanto a França esteve globalmente em linha com o agregado da área do euro. Porém, visto que as perdas relativamente substanciais observadas em Itália

³⁴ Os setores analisados abrangem o conjunto da economia, nomeadamente: agricultura (nomenclatura da NACE Rev.2: A); outras indústrias (B, D e E); indústrias transformadoras (C); construção (F); comércio, transportes, alojamento e restauração (G, H e I); informação e comunicação (J); atividades financeiras e de seguros (K); atividades imobiliárias (L); atividades de consultoria e técnicas (M e N); administração pública (O, P e Q); e atividades artísticas e recreativas (R, S, T e U).

³⁵ Para uma visão geral da forma como as medidas orçamentais discricionárias relacionadas com a COVID-19 variaram entre países, ver o artigo intitulado [The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2021. Para uma análise do impacto das características institucionais sobre a eficácia das políticas de contenção entre países, ver "Lessons learnt or squandered? The evolving policy response and effectiveness of measures to deal with the pandemic", OCDE, a publicar.

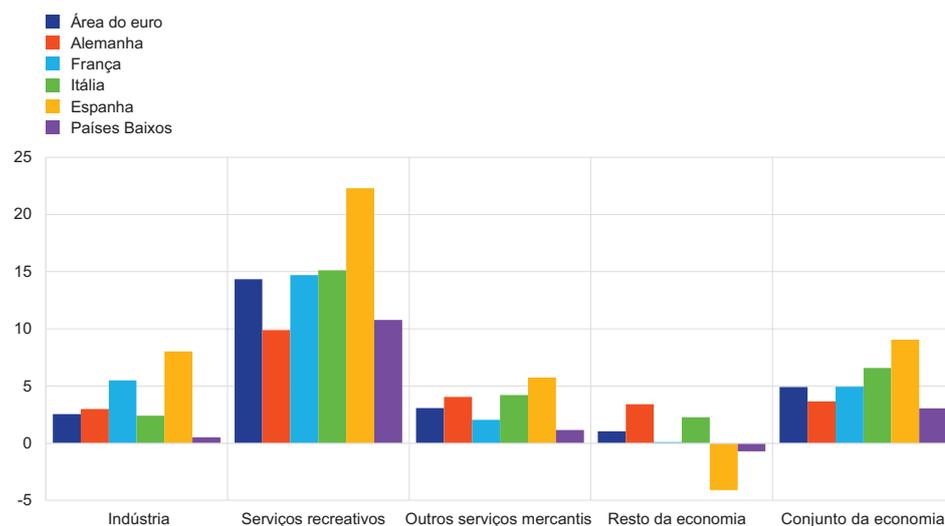
³⁶ As perdas económicas mais reduzidas observadas nos serviços recreativos na Alemanha e nos Países Baixos devem-se, entre outros fatores, aos efeitos negativos mais reduzidos de perturbações no turismo internacional nestes dois países, em comparação com outros países da área do euro de grande dimensão. Ver a caixa intitulada [Evolução no setor do turismo durante a pandemia de COVID-19](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020, e a caixa intitulada [Impacto do confinamento devido à COVID-19 no comércio de serviços de viagens](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020.

também se ficaram a dever em parte à evolução da procura externa, o impacto direto negativo da contenção foi globalmente comparável à média da área do euro (como ilustrado abaixo).

Gráfico A

Perdas económicas por setor nos cinco maiores países da área do euro

(perda de VAB real no T4 de 2020 em percentagem do nível do VAB no T4 de 2019)



Fontes: Eurostat, Hale, T. *et al.*, (ver a nota de rodapé 37), Eurosistema e cálculos do BCE.

Nota: "Indústria" inclui os setores da nomenclatura NACE Rev.2 B, C, D, E e F; "serviços recreativos" inclui os setores G, H, I, R, S, T e U; "outros serviços mercantis" inclui os setores J, K, L, M e N; "resto da economia" inclui os setores A, O, P e Q; e "conjunto da economia" refere-se ao PIB real.

Utiliza-se um modelo vetorial autorregressivo (VAR) intersetorial para quantificar os efeitos diretos das medidas de contenção.

É aplicada uma abordagem econométrica formal aos dados setoriais para a área do euro e os cinco maiores países membros. O quadro econométrico compara a atividade setorial, medida pelo VAB real, com uma aproximação para o rigor das medidas de contenção a nível nacional, o índice de rigor da Oxford (*Oxford Stringency Index* – OSI), que é comparável entre países³⁷. A fim de controlar as diferentes estruturas económicas dos países da área do euro em termos de redes de produção e graus de abertura, o modelo também associa a atividade setorial a uma medida da procura externa específica a cada país³⁸. Tal permite identificar o impacto direto específico a cada setor das políticas de contenção a nível nacional enquanto se controla os

³⁷ Ver Hale, T., Angrist, N., Cameron-Blake, E., Hallas, L., Kira, B., Majumdar, S., Petherick, A., Phillips, T., Tatlow, H. e Webster, S., "Oxford COVID-19 Government Response Tracker," Blavatnik School of Government, 2020. O OSI agregado para a área do euro é calculado como uma média ponderada pelo PIB para 2019 do OSI relativo a 18 países da área do euro (não se encontram disponíveis dados sobre Malta). Cada OSI nacional é um índice composto que resume diferentes políticas de contenção e de encerramento, como encerramentos de escolas e restrições à circulação. O OSI apenas se encontra disponível a nível nacional e não capta variações nas medidas de contenção entre regiões de um país.

³⁸ A procura externa específica a cada país é calculada com base numa média ponderada dos volumes de importações dos parceiros comerciais, sendo uma medida utilizada nas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE/Eurosistema. Ver a caixa intitulada [Enquadramento internacional, Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE](#), BCE, março de 2021; [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), BCE, julho de 2016; e Hubrich, K. e Karlsson, T., [Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises: an overview](#), *Série de Documentos Ocasionais*, n.º 108, BCE, março de 2010.

efeitos de fatores externos, como perturbações nas cadeias de oferta mundiais pela maior ou menor orientação para a exportação de diferentes setores.

O modelo tem em conta a possibilidade de alterações no impacto económico das medidas de contenção da pandemia de COVID-19 ao longo do tempo.

Essas alterações são o resultado de um processo de aprendizagem para as autoridades públicas – à medida que ajustam a composição das medidas a nível subnacional e setorial – e para as famílias e as empresas – à medida que se adaptam, a fim de minimizar as perdas económicas. A presente caixa mostra os resultados com base em elasticidades estimadas por setor (constantes e variáveis no tempo), o que permite determinar a sensibilidade do conjunto da economia (PIB real) ao rigor das medidas de contenção³⁹. A evolução das elasticidades variáveis no tempo reflete o processo de aprendizagem dos agentes económicos ao longo do tempo, bem como a persistência contrária das marcas deixadas pelas restrições⁴⁰.

Enquanto as medidas de contenção a nível nacional tiveram um grave impacto sobre os serviços recreativos, a contenção nas indústrias transformadoras foi principalmente impulsionada por fatores externos.

Os serviços recreativos, incluindo comércio, transportes, alojamento, atividades de restauração, atividades artísticas e de espetáculos, apresentam as elasticidades (absolutas) mais elevadas a alterações no OSI, o que indica que estes setores foram mais gravemente afetados pelas medidas de contenção (gráfico B). Embora os confinamentos iniciais também tenham afetado instalações de produção, o impacto médio das restrições em 2020 nas indústrias transformadoras foi relativamente reduzido, dado que a atividade neste setor é, em grande medida, motivada pela evolução da procura externa. De facto, a elevada elasticidade das indústrias transformadoras à procura externa (não ilustrada) reflete o elevado grau de abertura do setor ao comércio internacional. Este resultado deixa antever o custo adicional das perturbações nas cadeias de oferta mundiais durante as fases iniciais da pandemia e explica a forte

³⁹ Os resultados para o PIB real são obtidos através da ponderação dos resultados para cada setor com a respetiva percentagem do VAB real total no quarto trimestre de 2019.

⁴⁰ A estimativa é baseada em dados específicos de cada país e setor para o VAB real do primeiro trimestre de 1995 ao quarto trimestre de 2020. Em termos formais, o modelo de vetores autorregressivos intersetorial, calculado separadamente para cada país, pode ser representado da seguinte forma:

$$\begin{aligned} Y_t &= A + B Y_{t-1} - C_t \Delta s_t + D W_t + u_t \\ C_t &= C_{t-1} + e_t \end{aligned}$$

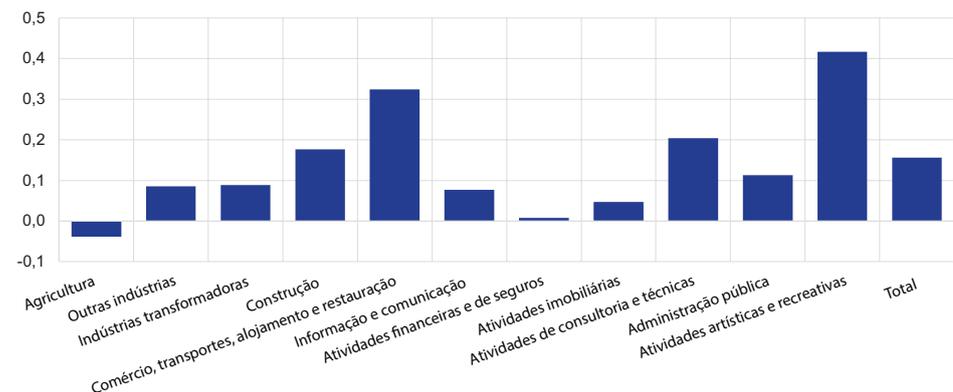
em que se Δ refere ao operador de diferença de primeira ordem e $Y_t = [y_{1,t}, \dots, y_{s,t}, \dots, y_{11,t}]$ denota o vetor das taxas de crescimento trimestrais em cadeia do VAB real setorial no trimestre t . O termo de erro do vetor u_t capta os efeitos económicos agregados residuais que influenciam a atividade económica setorial e não estão diretamente relacionados com as medidas de contenção ou a procura externa. Além disso, A é um vetor de parâmetros constantes que se refere à taxa de crescimento do VAB real médio específico de cada setor, B é uma matriz de parâmetros autorregressivos que corresponde à dinâmica intra e intersetorial e C_t refere-se ao vetor dos parâmetros das elasticidades específicas de cada setor constantes ou variáveis no tempo no que se refere às primeiras diferenças de s_t , ou seja, impacto económico. A trajetória das elasticidades também capta os efeitos de aprendizagem. As variáveis s_t representam o rigor das medidas de contenção, obtido por aproximação ao OSI médio observado no trimestre t . A utilização do modelo no período de projeção requer pressupostos sobre os valores futuros do OSI e das elasticidades variáveis no tempo. Após a obtenção de estimativas da elasticidade constantes utilizando técnicas padronizadas, utiliza-se o filtro Kalman para calcular as sensibilidades variáveis no tempo, que se pressupõe seguirem um passeio aleatório. É comum o pressuposto de que os coeficientes seguem um processo estocástico de passeio aleatório na literatura macroeconómica. Ver, entre outros, o contributo de referência de King, R., Plosser, C., Stock, J. e Watson, M., "Stochastic Trends and Economic Fluctuations", *American Economic Review*, vol. 81, n.º 4, 1991, pp. 819-840.

retoma do setor observada posteriormente, quando o comércio internacional recuperou no segundo semestre de 2020. Por fim, a agricultura apresenta uma elasticidade negativa, e, na verdade, parece ter beneficiado, em média, das restrições, possivelmente devido ao facto de os processos de produção agrícola exigirem uma reduzida interação social e serem apoiados por uma procura sustentada.

Gráfico B

Elasticidades por setor ao rigor das medidas de contenção na área do euro

(impacto de uma diminuição em um ponto do OSI sobre o crescimento trimestral em cadeia do VAB real, pontos percentuais)



Fontes: Eurostat, Hale, T. *et al.*, *op. cit.*, Eurosistema, O*NET e cálculos do BCE.

Notas: As elasticidades por setor reportadas são calculadas através do modelo de vetores autorregressivos intersetorial com os parâmetros constantes. "Total" refere-se ao PIB real.

As medidas de contenção afetaram em especial setores com atividades profissionais sem recurso ao teletrabalho e de maior contacto.

Embora a heterogeneidade do impacto direto das restrições possa refletir várias características específicas a cada setor, evidência recente sugere que as medidas de distanciamento social tiveram um maior impacto em setores onde existem menos oportunidades de teletrabalho (ou seja, atividades profissionais sem recurso ao teletrabalho). Nestes setores, as atividades com uma frequência mais elevada de trabalho em equipa presencial ou interação presencial com os clientes (ou seja, atividades profissionais de maior contacto) foram as mais afetadas⁴¹. Tal é confirmado pela correlação positiva entre as elasticidades por setor estimadas e um índice de atividades profissionais sem recurso ao teletrabalho (pontos azuis no gráfico C), excluindo a agricultura, bem como pela correlação positiva entre as mesmas elasticidades e um índice de atividades profissionais de maior contacto e sem recurso ao teletrabalho (pontos amarelos no gráfico C), incluindo a agricultura⁴².

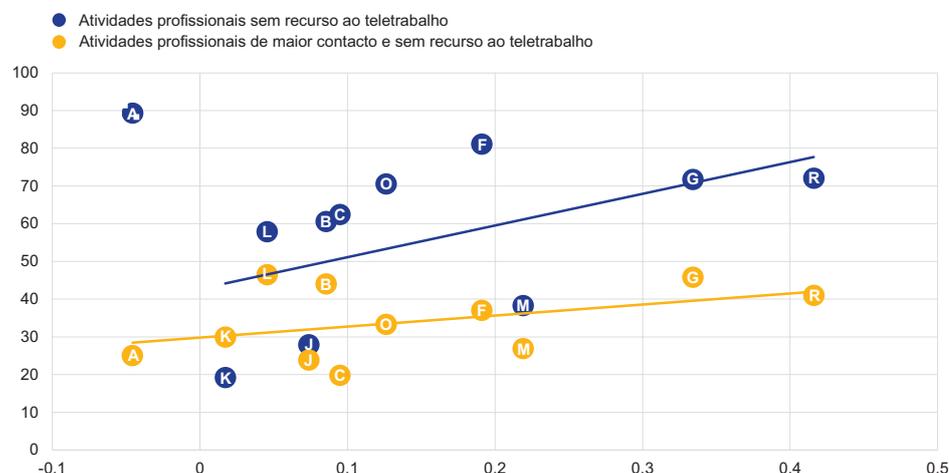
⁴¹ Ver Dingel, J. e Neiman, B., "How Many Jobs Can be Done at Home?", *Discussion Papers*, n.º 14584, Centre for Economic Policy Research, abril de 2020; e Koren, M. e Petó, R., "Business disruptions from social distancing", *PLoS ONE*, setembro de 2020.

⁴² A agricultura é uma atividade profissional que não pode recorrer ao teletrabalho, mas não é uma atividade de maior contacto, pelo que foi considerada uma exceção na primeira correlação.

Gráfico C

Correlação das elasticidades por setor com tipos de atividade profissional na área do euro

(eixo dos x: elasticidades por setor, pontos percentuais; eixo dos y: percentagem de trabalhadores em atividades profissionais sem recurso ao teletrabalho ou atividades profissionais de maior contacto e sem recurso ao teletrabalho, percentagens)



Fontes: Eurostat, Hale, T. *et al.*, *op. cit.*, Eurosistema, O*NET e cálculos do BCE.

Notas: As elasticidades por setor reportadas são calculadas através do modelo de vetores autorregressivos intersetorial com os parâmetros constantes. As letras individuais referem-se aos seguintes setores: agricultura (A); outras indústrias (B); indústrias transformadoras (C); construção (F); comércio, transporte, alojamento e restauração (G); informação e comunicação (J); atividades financeiras e de seguros (K); atividades imobiliárias (L); atividades de consultoria e técnicas (M); administração pública (O); atividades artísticas e recreativas (R). Os dados granulares relativos às atividades profissionais têm por base o conjunto de dados O*NET (ver O*NET OnLine, National Center for O*NET Development, 2020). O índice de atividades profissionais sem recurso ao teletrabalho é calculado como 100 menos o índice de atividades que podem recorrer ao teletrabalho em Dingel, J. e Neiman, B. *op. cit.* O índice de atividades profissionais de maior contacto e sem recurso ao teletrabalho é produzido por Koren, M. e Petó, R., *op. cit.*, através da combinação de um índice de atividades profissionais sem recurso ao teletrabalho com um índice composto de trabalho em equipa presencial, interações com clientes, presença física e comunicação. Estes dados granulares são agregados nos 11 setores com base em ponderadores de valor acrescentado relativos ao nível de dois dígitos da NACE Rev.2 da base de dados mundial de entradas e saídas (*World Input-Output Database – WIOD*) de 2014 para a área do euro. A linha azul a cheio corresponde à tendência entre as elasticidades por setor e as atividades profissionais sem recurso ao teletrabalho relativamente a todos os setores excluindo a agricultura. A linha amarela a cheio corresponde à tendência entre as elasticidades por setor e as atividades profissionais de maior contacto e sem recurso ao teletrabalho relativamente a todos os setores.

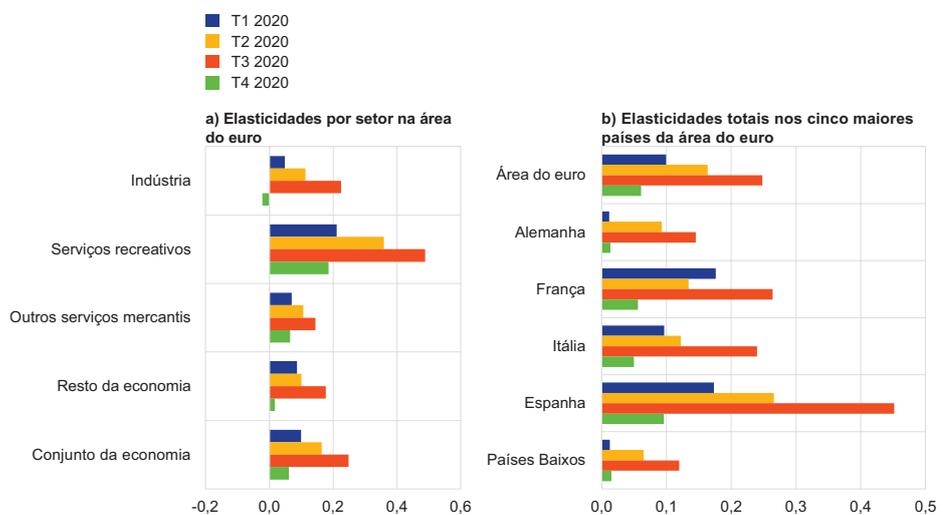
O impacto das medidas de contenção diferiu entre países e alterou-se ao longo do tempo, à medida que os agentes económicos aprenderam a lidar com as restrições.

As elasticidades estimadas variáveis no tempo captam esta alteração (gráfico D). Devido à rápida propagação da pandemia, estes efeitos de aprendizagem tiveram pouco impacto no primeiro semestre de 2020, como indicado pelo forte aumento da sensibilidade da atividade numa conjuntura de aumento das restrições. Tal foi observado na maioria dos setores (painel a) do gráfico D), especialmente nos serviços recreativos e na indústria (incluindo as indústrias transformadoras, a construção e outras indústrias) e dos países (painel b) do gráfico D), em particular em Espanha. Pelo contrário, estes efeitos de aprendizagem tiveram um impacto significativo no segundo semestre de 2020. No terceiro trimestre, as elasticidades aumentaram consideravelmente, enquanto as restrições diminuíram, o que permitiu uma forte retoma da atividade. O processo de aprendizagem voltou a fortalecer-se no quarto trimestre, uma vez que as elasticidades diminuíram consideravelmente, no contexto de uma maior restritividade das medidas, o que aliviou a contração económica. Este efeito foi relativamente forte no setor industrial, bem como na Alemanha e nos Países Baixos. Embora existam provas sólidas de aprendizagem ao longo do tempo, o modelo não consegue determinar se os principais fatores subjacentes foram medidas de contenção mais orientadas (ou localizadas) implementadas pelas autoridades ou

respostas comportamentais melhoradas por parte das famílias e empresas⁴³. Em termos gerais, embora os níveis de contenção tenham sido relativamente comparáveis, as perdas económicas mais reduzidas na Alemanha e nos Países Baixos implicaram elasticidades estimadas relativamente reduzidas, enquanto as perdas mais elevadas em Espanha implicaram elasticidades mais elevadas. Os resultados sugerem igualmente que o impacto económico negativo médio das medidas de contenção em França e Itália em 2020 foi globalmente comparável ao impacto estimado para o conjunto da área do euro.

Gráfico D Elasticidades estimadas ao longo do tempo na área do euro

(impacto de uma diminuição em um ponto do OSI sobre o crescimento trimestral em cadeia do VAB real, pontos percentuais)



Fontes: Eurostat, Hale, T. *et al.*, *op. cit.* Eurosistema e cálculos do BCE.
Nota: "Conjunto da economia" refere-se ao PIB real.

Espera-se que a retoma da atividade económica permaneça heterogénea entre setores no primeiro semestre de 2021, alterando a composição da atividade.

O modelo de vetores autorregressivos intersetorial pode ser utilizado para desagregar o perfil de crescimento do PIB real das projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE em perfis do VAB real específicos de cada setor (gráfico E). Estes perfis refletem as interações intersetoriais históricas e as elasticidades estimadas, a pressuposta procura externa e restrições relacionadas com a pandemia e o pressuposto impacto das medidas de contenção no futuro. De acordo com estes resultados, os serviços recreativos deverão sofrer o maior impacto da pandemia no curto prazo, descendo para níveis cerca de 10% inferiores aos observados antes da crise até meados de 2021. Projeta-se que outros serviços mercantis (não recreativos) permaneçam cerca de 4% abaixo dos respetivos níveis antes da pandemia. Pelo contrário, espera-se que o setor industrial continue a apresentar valores positivos na atual fase da pandemia e que, até ao segundo trimestre de 2021, ultrapasse em aproximadamente 1% o nível observado no quarto trimestre de 2019. Em geral, estas extrapolações mecânicas

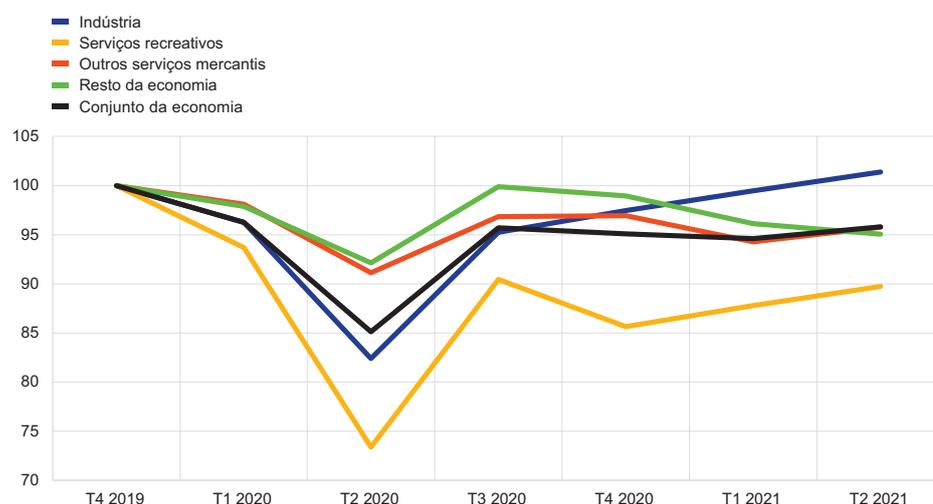
⁴³ As respostas comportamentais incluem práticas destinadas a minimizar perturbações na atividade. Estas perturbações podem ser provocadas pelo distanciamento social voluntário em resposta ao aumento das infeções e por atrasos na vacinação, entre outros fatores. Ver igualmente o capítulo 2 do relatório [World Economic Outlook](#), Fundo Monetário Internacional, outubro de 2020.

baseadas em modelos implicam uma continuação da redistribuição da atividade entre serviços mercantis, favorecendo setores menos afetados pelas medidas de distanciamento social e de contenção em detrimento de setores de maior contacto.

Gráfico E

Desagregação setorial do PIB real na área do euro

(Índice: T4 2019 = 100)



Fontes: Eurostat, Hale, T. *et al.*, *op. cit.*, Eurosistema e cálculos do BCE.

Nota: A evolução setorial implícita nos modelos tem por base as projeções de março de 2021 para o PIB real e a procura externa no primeiro e segundo trimestres de 2021.

Em resumo, as medidas de contenção da pandemia de COVID-19 tiveram um impacto económico heterogéneo entre setores e países e ao longo do tempo.

Medidas de contenção direcionadas e as respostas comportamentais pelos agentes económicos ajudaram a limitar os custos económicos das restrições. Em termos prospetivos, é provável que persista a grande divergência observada no impacto económico das medidas de contenção entre setores, pelo menos no curto prazo.

O papel das margens de lucro no ajustamento ao choque da COVID-19

Por Elke Hahn

As margens de lucro são parte integrante da fixação de preços a nível interno e tiveram impacto na resposta da inflação da área do euro ao choque do coronavírus (COVID-19). O crescimento do deflator do PIB manteve-se robusto no primeiro semestre de 2020, apesar da queda acentuada da atividade económica. A presente caixa ilustra que a evolução das margens de lucro em termos de lucros unitários (ou seja, excedente de exploração bruto por unidade do PIB) foi excepcional durante a crise, incluindo por comparação com recessões anteriores, e moldou a evolução da inflação baseada no deflator do PIB. A caixa incide também sobre as fontes prováveis da resposta involuntária das margens de lucro e analisa a evolução dos indicadores de lucro mais granulares nos principais setores institucionais desde o início da crise.

A evolução do deflator do PIB e das suas componentes tem sido excepcional desde o início da crise da COVID-19 (ver o gráfico A). Apesar da recessão, a taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB aumentou para 2,3% no segundo trimestre de 2020, face a 1,8% no primeiro trimestre, antes de diminuir para taxas em torno de 1,0% nos dois trimestres seguintes. Este foi o maior movimento entre dois trimestres da história da série. No entanto, em vez de refletir alterações genuínas nas pressões internas sobre os preços, o perfil do deflator do PIB em forma de “U” invertido parece espelhar principalmente efeitos da medição estatística⁴⁴. Ao mesmo tempo, as variações nas componentes do deflator do PIB também foram muito mais acentuadas do que as observadas em crises anteriores. Em particular, os custos unitários do trabalho registaram um aumento temporário pronunciado no segundo trimestre e os impostos unitários líquidos de subsídios sobre a produção deram um contributo negativo elevado e sem precedentes para o deflator do PIB. Este último refletiu as medidas de apoio estatal implementadas no contexto dos regimes de manutenção de postos de trabalho, ao passo que, no terceiro e quarto trimestres, um menor recurso a estes regimes, tendo em conta a retoma da atividade económica, conduziu a uma descida significativa deste

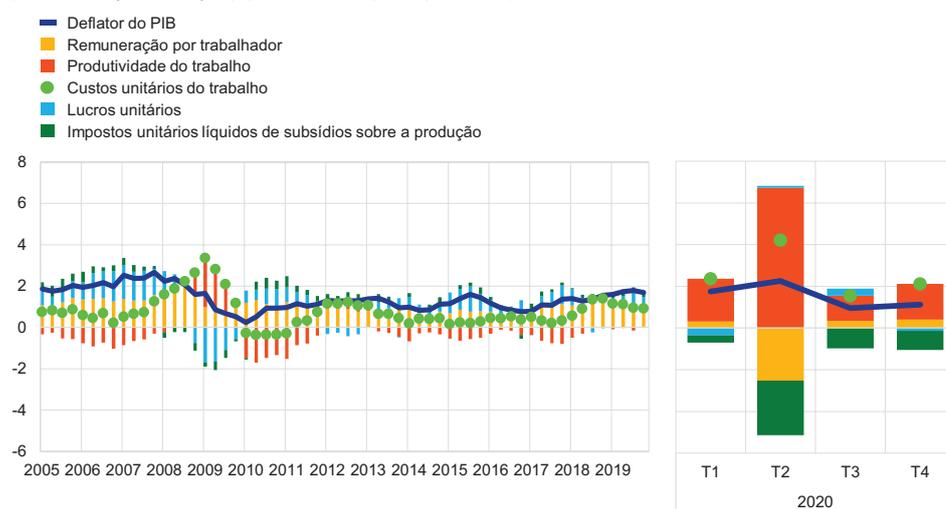
⁴⁴ O deflator do PIB implícito nas contas nacionais é calculado dividindo o PIB nominal pelo PIB real (encadeado em volume). Consequentemente, pode ser analisado pela ótica da despesa, do rendimento e da produção do PIB. A desagregação do deflator do PIB pela ótica da produção mostra que o aumento da taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB no segundo trimestre de 2020 se deveu, em grande medida, ao deflator do setor de “serviços da administração pública, defesa, educação, saúde e ação social”. O deflator do setor público aumentou no segundo trimestre, porque o produto nominal não diminuiu tanto quanto o produto real. Muitos institutos nacionais de estatística tiveram dificuldades em medir a produção não mercantil devido à crise da COVID-19 e o Eurostat foi instado a fornecer orientações específicas neste domínio (ver [Guidance on non-market output in the context of the COVID-19 crisis](#), Eurostat, maio de 2020). De acordo com estas orientações, o desvio da abordagem convencional de “soma dos custos” relativamente à produção a preços correntes devido a alterações temporárias na atividade não se justifica e o requisito legal do Sistema Europeu de Contas (SEC 2010) a este respeito deve continuar a ser seguido. Tal garante igualmente uma abordagem harmonizada em todos os Estados-Membros da UE. O facto de, na situação atual, se ter verificado uma evolução contraintuitiva no deflator do setor público no segundo trimestre de 2020 pode dever-se, em parte, à insuficiência de informação à disposição dos institutos nacionais de estatística na altura. Não são de excluir revisões a estes resultados com base em dados subsequentes sobre o PIB e quando os resultados anuais completos para 2020 estiverem disponíveis mais tarde em 2021.

contributo⁴⁵. Os regimes de manutenção de postos de trabalho também tiveram um impacto substancial na evolução das margens de lucro durante a crise, como se explica adiante⁴⁶.

Gráfico A

Deflator do PIB e componentes

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



Os lucros totais diminuíram acentuadamente durante a crise da COVID-19, tanto no setor das sociedades não financeiras (SNF) como no setor das famílias (ver o gráfico B). Quer o excedente de exploração bruto das SNF, quer o rendimento misto bruto das empresas de menor dimensão não constituídas em sociedade abrangidas pelo setor das famílias – que, em conjunto, representam cerca de três quartos do total dos lucros da economia – diminuíram significativamente no segundo trimestre de 2020 e de forma muito mais forte do que durante a grande crise financeira⁴⁷. No terceiro trimestre de 2020, foi possível recuperar grande parte da queda nos lucros do trimestre anterior. O mesmo se aplica à maioria dos indicadores de lucro mais específicos disponíveis para o setor das SNF. Apenas os lucros não distribuídos líquidos, que evoluíram de modo relativamente favorável nos últimos anos, permaneceram num nível mais modesto.

⁴⁵ O registo dessas medidas de apoio estatal nas contas nacionais diverge entre os países da área do euro, devido à forma como o apoio é prestado pelos governos nacionais. Em alguns países, o apoio é concedido sob a forma de subsídio aos empregadores, que o transferem para os trabalhadores sob a forma de compensação. Tal implica um impacto atenuante na componente “impostos líquidos de subsídios sobre a produção” do deflator do PIB e um impacto em sentido ascendente correspondente sobre a remuneração por trabalhador.

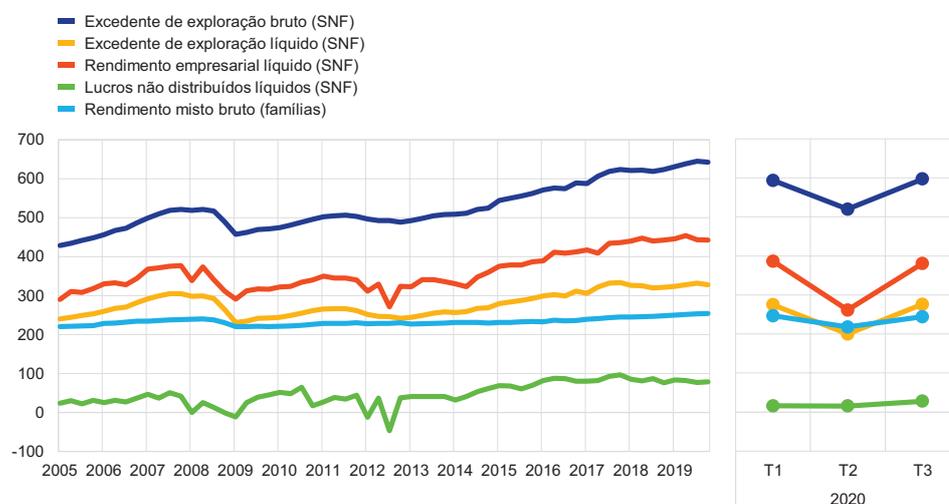
⁴⁶ Para mais informações sobre os efeitos dos regimes de manutenção de postos de trabalho nos salários, ver a caixa intitulada “Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic” no artigo intitulado [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020.

⁴⁷ O excedente de exploração bruto do setor das famílias não é aqui considerado, uma vez que se refere sobretudo às atividades de habitação ocupada pelo proprietário.

Gráfico B

Lucros do setor das SNF e do setor das famílias

(em mil milhões de euros)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos da autora.

Nota: As últimas observações dizem respeito ao terceiro trimestre de 2020.

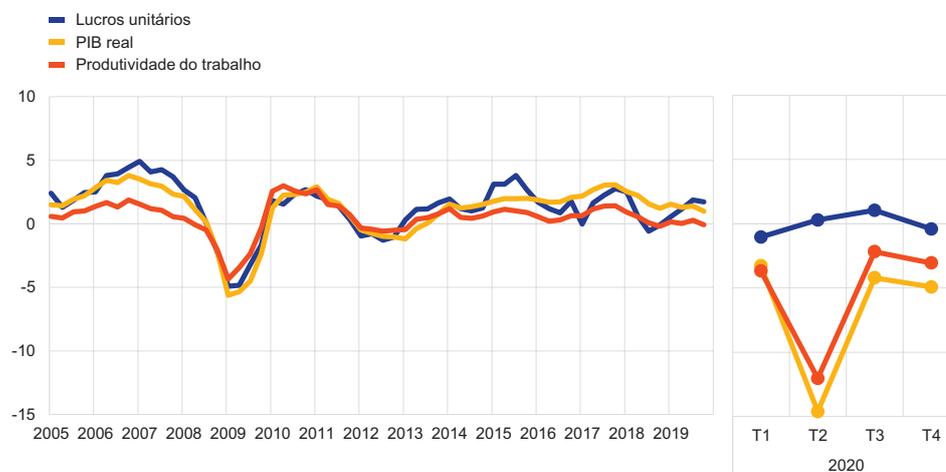
Apesar da diminuição global dos lucros, os lucros unitários mostraram resiliência face à profundidade da recessão.

A evolução dos lucros unitários é extremamente cíclica e tende a apresentar um co-movimento forte com indicadores cíclicos como o PIB e a produtividade do trabalho (ver o gráfico C). Todavia, no segundo trimestre de 2020, o co-movimento cíclico típico dos lucros unitários com a atividade económica real não se verificou. Isto pode ser claramente observado quando se efetua uma comparação com a evolução durante e após a grande crise financeira. No segundo trimestre de 2020, os lucros unitários foram fracos, mas mantiveram-se muito melhores do que o implícito no co-movimento cíclico típico, tendo mesmo dado um pequeno contributo positivo para o deflator do PIB, não obstante a forte queda do PIB. No terceiro e quarto trimestres de 2020, os lucros unitários permaneceram fracos e desligados da recuperação cíclica acentuada, mas mantiveram-se ainda mais fortes do que o implícito na situação cíclica, como refletido, por exemplo, na evolução do PIB. Embora seja provável que tenham desempenhado um papel na evolução dos lucros unitários, os efeitos da medição estatística não podem explicar a sua resiliência observada.

Gráfico C

Lucros unitários, PIB real e produtividade do trabalho

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2020.

Os dados empíricos baseados em recessões passadas apontam para não linearidades e ajustamentos cíclicos relativamente mais moderados dos lucros unitários durante recessões do que durante expansões (ver o gráfico D)⁴⁸. Os resultados de um modelo de vetores autorregressivos de limiar (*threshold vector autoregressive*) indicam que um choque da procura tem um efeito proporcionalmente menor sobre a inflação em recessões do que em expansões, devido a uma resposta inferior dos lucros unitários, tendo este comportamento, aparentemente, também prevalecido durante a crise da COVID-19⁴⁹. A não linearidade estimada na resposta dos lucros unitários ajuda igualmente a explicar por que razão a inflação tendeu a diminuir menos em recessões anteriores do que o indicado por modelos lineares, um comportamento designado de “ausência de desinflação”. Contudo, a resiliência das margens de lucro durante a crise da COVID-19 é excepcional, mesmo quando comparada com recessões precedentes.

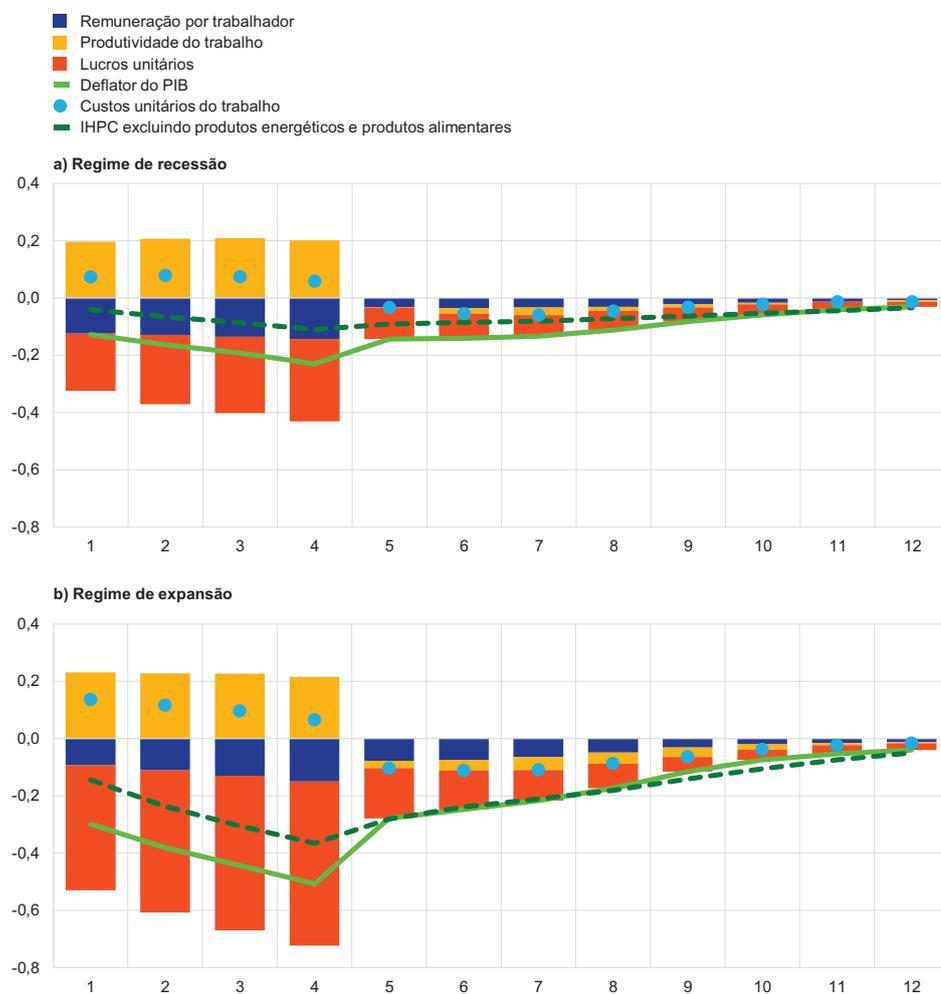
⁴⁸ Ver Hahn, E., [The wage-price pass-through in the euro area: does the growth regime matter?](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2485, BCE, outubro de 2020.

⁴⁹ No que se refere aos choques da oferta, a análise empírica não detetou qualquer comportamento não linear entre recessões e expansões.

Gráfico D

Resposta do deflator do PIB e componentes e do IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares a choques adversos da procura em recessões e expansões

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



Fonte: Hahn, E. (2020).

Notas: O eixo dos x refere-se ao horizonte das respostas por impulso em trimestres. A magnitude do choque da procura corresponde a uma descida de 1% do PIB real ao longo do primeiro ano. Parte-se do princípio de que os impostos indiretos líquidos de subsídios respondem proporcionalmente ao PIB real, pelo que esta componente não contribui para variações no deflator do PIB.

Os regimes de manutenção de postos de trabalho desempenharam um papel importante na resiliência dos lucros unitários durante a crise da COVID-19⁵⁰.

Nas fases iniciais de um abrandamento económico, as empresas procuram, em geral, manter os trabalhadores, mesmo à custa de margens de lucro mais baixas. Esta pressão em sentido descendente sobre as margens de lucro pode ser atenuada pelos regimes de apoio estatal aos salários. Estes regimes têm sido muito mais comuns durante a crise da COVID-19 do que em recessões anteriores, o que explica, provavelmente, a resiliência das margens de lucro na atual crise quando comparada com recessões precedentes.

⁵⁰ Para mais informação sobre os regimes de manutenção de postos de trabalho, ver o artigo intitulado [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020.

Para concluir, embora os lucros tenham registado uma diminuição mais forte durante a crise da COVID-19 do que em recessões anteriores, mostraram um elevado grau de resiliência face à atividade. Tal contribuiu para atenuar as pressões em sentido descendente sobre a inflação durante este período.

É provável que a forte resiliência das margens de lucro durante esta crise reflita tanto a resiliência normal das margens de lucro em recessões como o impacto dos regimes de manutenção de postos de trabalho. Dada a probabilidade de os regimes de manutenção de postos de trabalho permanecerem em vigor enquanto persistir a crise da COVID-19, é de esperar que as margens de lucro se mantenham relativamente resilientes, tendo em conta a evolução da atividade.

6 Ponderações do IHPC para 2021 e as suas implicações para a medição da inflação

Por Eduardo Gonçalves, Lukas Henkel, Omiros Kouvavas, Mario Porqueddu e Riccardo Trezzi

A pandemia de coronavírus (COVID-19) e as medidas de confinamento daí resultantes desencadearam alterações extraordinárias nos padrões de consumo desde o início de 2020. As famílias aumentaram a sua percentagem relativa de despesas em certas categorias do cabaz do IHPC em detrimento de outras. A presente caixa analisa estas alterações no consumo e as suas implicações para a medição da inflação.

As ponderações do IHPC para 2021 foram atualizadas utilizando dados que também refletem as despesas de consumo das famílias em 2020⁵¹. O IHPC é construído em torno de uma abordagem de cabaz fixo, de acordo com a qual as ponderações do IHPC são atualizadas no início de cada ano, com vista a refletir o consumo das famílias do ano anterior. Estas ponderações do IHPC mantêm-se fixas até dezembro de cada ano⁵². Uma vez que os padrões de consumo das famílias tendem a mudar gradualmente, utilizar as percentagens de consumo relativas ao ano anterior (em vez do ano corrente) para calcular a inflação atual tem, normalmente, pouco impacto. No entanto, no período da COVID-19, isto significa que as ponderações do IHPC utilizadas para compilar a inflação anual em 2020 não refletiram devidamente as principais alterações na despesa das famílias desencadeadas pela pandemia. Assim, as grandes mudanças no consumo das famílias em 2020 estão agora refletidas nas últimas ponderações do IHPC utilizadas para calcular as taxas de inflação medida pelo IHPC em 2021⁵³.

As últimas ponderações anuais do IHPC introduzidas no início de 2021 revelam grandes mudanças entre categorias. O gráfico A mostra os valores das ponderações do IHPC utilizadas para compilar a inflação em 2020 e 2021 por agregados especiais e a sua distribuição histórica ao longo do período de 2012-2019 (barras a cinzento). As maiores diminuições de ponderação registam-se nos serviços, em especial nas atividades recreativas e nos transportes, enquanto a ponderação dos produtos alimentares e dos serviços de habitação foi a que mais aumentou⁵⁴. A magnitude das mudanças pode ser melhor compreendida pela

⁵¹ Para mais informações, ver a [nota metodológica do Eurostat](#). A medida em que estas orientações foram seguidas pelos institutos nacionais de estatística é heterogénea.

⁵² O IHPC é um índice do tipo Laspeyres obtido por índices de 13 meses (de dezembro a dezembro) encadeados anualmente. O mês de dezembro de cada ano é o mês de sobreposição ou de ligação em que o preço do cabaz de produtos novo e antigo é fixado e os índices são alinhados em conformidade. Para mais pormenores, ver o [manual metodológico do IHPC do Eurostat](#) e os requisitos legais descritos no artigo 3.º do [ato de execução do IHPC](#).

⁵³ Relativamente a análises anteriores do BCE sobre este tema, ver [Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2020, e [Inflation measurement in times of economic distress](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2020.

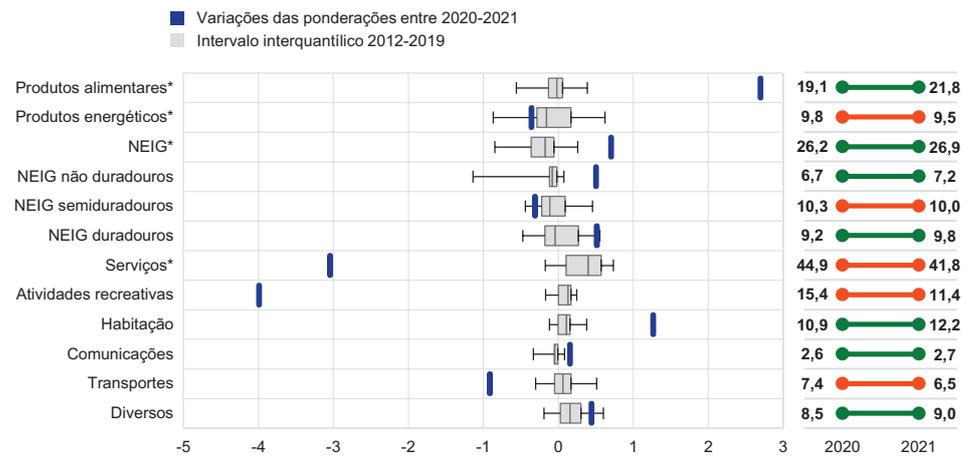
⁵⁴ As ponderações da despesa do IHPC são ponderações relativas. Por conseguinte, a ponderação de uma rubrica aumenta não só se a despesa nessa rubrica aumentar mais do que a despesa global (como, por exemplo, nas rubricas de produtos alimentares em 2020), mas também se a despesa se mantiver praticamente inalterada e as famílias reduzirem a despesa global (como, por exemplo, nos serviços de habitação em 2020).

análise da distribuição das variações históricas (lado esquerdo do gráfico A). Para certas categorias, trata-se de alterações sem precedentes. Quase todas as rubricas mostram uma variação em 2021 muito fora do intervalo de 75% das alterações históricas e muitas variações estão significativamente fora do limite histórico. Por exemplo, a variação da ponderação das atividades recreativas foi de cerca de 20 desvios-padrão da distribuição histórica.

Gráfico A

Ponderações do IHPC: níveis e distribuição de variações históricas

(pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos dos autores.

Notas: O gráfico mostra as ponderações do IHPC em 2020 e em 2021 (lado direito). Uma linha verde/vermelha indica se as ponderações aumentaram/diminuíram. O gráfico mostra igualmente as variações de ponderações (marcadores a azul do lado esquerdo) e as suas distribuições históricas (barras a cinzento do lado esquerdo). As categorias destacadas com "*" representam os principais agregados especiais. As categorias não destacadas são subagregados incluídos nos agregados principais. As barras a cinzento indicam a mediana, o percentil 25, o percentil 75, o mínimo e o máximo da distribuição histórica. "NEIG" significa "produtos industriais não energéticos" (abreviatura da expressão em inglês *non-energy industrial goods*). Os intervalos históricos baseiam-se na amostra entre 2012 (o primeiro ano em que as ponderações anuais do IHPC ficaram disponíveis) e 2019.

A variação das ponderações teve um impacto de sentido ascendente na inflação medida pelo IHPC em janeiro de 2021.

O gráfico B mostra a variação da ponderação da despesa e a variação correspondente da taxa de inflação por categorias de despesas granulares⁵⁵. A dimensão da bolha reflete a ponderação da despesa do IHPC em 2021. As rubricas com a maior descida na percentagem do consumo mostram, em média, a maior descida da inflação⁵⁶. Intuitivamente, com a alteração para as ponderações de 2021, o IHPC atribui atualmente maior ponderação a categorias com uma taxa de inflação superior à média, ao passo que atribui menor ponderação a rubricas com uma taxa de inflação inferior à média. Por conseguinte, a mudança nas ponderações resulta numa taxa de inflação agregada mais elevada do que teria acontecido caso não existissem mudanças nas percentagens de consumo.

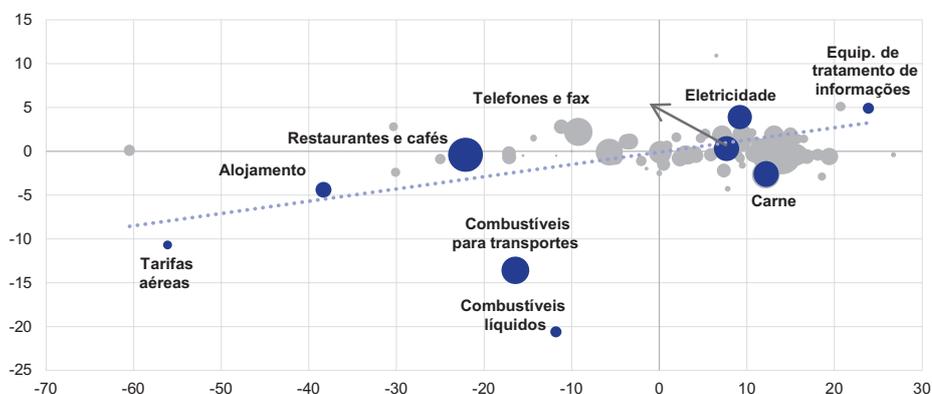
⁵⁵ O gráfico B apresenta as rubricas do IHPC ao nível de agregação de 4 dígitos da COICOP. A COICOP representa a classificação do consumo individual de acordo com o objetivo. O IHPC utiliza o sistema de classificação COICOP; para mais pormenores, ver o [manual metodológico do IHPC do Eurostat](#).

⁵⁶ Tendo em conta a taxa de inflação homóloga em janeiro de 2021 e não a variação das taxas de inflação homólogas entre janeiro de 2020 e janeiro de 2021, os resultados são muito semelhantes.

Gráfico B

Variações nas ponderações e na inflação medida pelo IHPC por categorias de despesas granulares

(eixo dos x: variação percentual das ponderações do IHPC entre 2020 e 2021; eixo dos y: variação das taxas de inflação homólogas entre janeiro de 2020 e janeiro de 2021)



Fontes: Eurostat e cálculos dos autores.

Notas: O gráfico mostra a correlação entre a variação das ponderações do IHPC (eixo dos x) e a variação da taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC (eixo dos y). Cada bolha representa uma rubrica do IHPC no nível de agregação da COICOP-4. As bolhas são dimensionadas de acordo com as ponderações do IHPC para 2021. As bolhas azuis indicam as rubricas selecionadas. A linha pontilhada azul é um ajustamento linear dos dados.

Um exercício contrafactual pode quantificar o impacto em sentido ascendente da variação das ponderações sobre a taxa de inflação medida pelo IHPC de janeiro de 2021.

Com base nas taxas de inflação do IHPC publicadas para janeiro de 2021, construiu-se um índice do IHPC contrafactual utilizando as ponderações para 2020 em vez das ponderações para 2021 (gráfico C)⁵⁷. A diferença entre as taxas publicadas da inflação medida pelo IHPC (barras azuis) e as nossas taxas de inflação contrafactuais (barras amarelas) no painel superior do gráfico C reflete o impacto das novas ponderações na inflação agregada. A inflação global é cerca de 0,3 pontos percentuais superior à taxa de inflação contrafactual. A taxa de inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) é cerca de 0,4 pontos percentuais mais elevada, uma vez que o impacto das ponderações na inflação dos produtos alimentares e dos produtos energéticos é limitado. No entanto, tal como mostra o painel inferior do gráfico C, o efeito entre países foi heterogéneo⁵⁸.

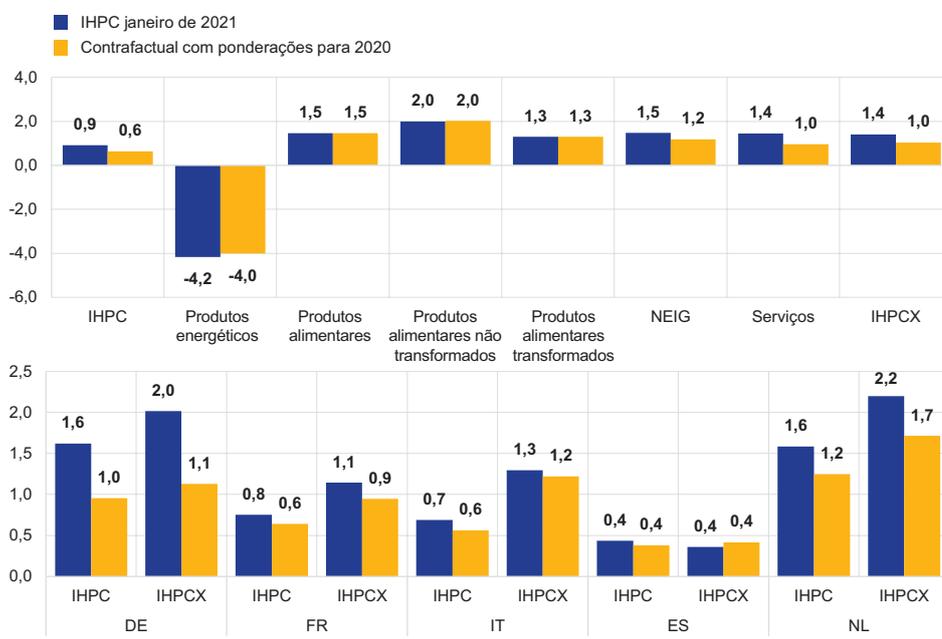
⁵⁷ A fim de reproduzir a metodologia exata do IHPC, no nosso exercício contrafactual utilizámos dados ao nível de agregação de 5 dígitos da COICOP.

⁵⁸ As diferenças no efeito da ponderação entre países podem ter origem em dois fatores. Em primeiro lugar, a dimensão da variação das ponderações das categorias à escala nacional. As diferenças entre países nas variações das ponderações podem refletir diferentes evoluções nos padrões de consumo, mas também o procedimento de atualização das ponderações utilizado pelos institutos nacionais de estatística e a medida em que tal refletiu devidamente os padrões de consumo de 2020. Em segundo lugar, as diferenças entre países podem também refletir diferenças nas taxas de inflação a nível das categorias, interagindo simultaneamente com as variações das ponderações.

Gráfico C

Taxas de inflação homólogas medidas pelo IHPC publicadas e taxas de inflação contrafactuais

(percentagens)



Fontes: Eurostat e cálculos dos autores.

Notas: O gráfico mostra a taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC em janeiro de 2021 (barras azuis) e as taxas contrafactuais construídas utilizando as ponderações para 2020 (barras amarelas). "NEIG significa" "produtos industriais não energéticos" (abreviatura da expressão em inglês *non-energy industrial goods*). "IHPCX" significa "IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos".

A variação das ponderações continuará a afetar as taxas de inflação medida pelo IHPC ao longo de 2021. A magnitude e o sinal do impacto das ponderações na inflação homóloga medida pelo IHPC poderão alterar-se nos meses subsequentes. Embora, em janeiro de 2021, as ponderações das categorias com taxas de inflação acima da média tenham aumentado, estas categorias poderão não continuar a registar taxas de inflação acima da média ao longo do ano. À medida que a evolução dos preços de cada categoria varia de mês para mês, o efeito das ponderações na inflação homóloga medida pelo IHPC evolui em conformidade. A natureza de ligação em cadeia do índice do IHPC poderá potencialmente amplificar estes efeitos⁵⁹. Os índices de encadeamento a um nível baixo (elevado) do índice implicam que os próprios índices poderão não regressar totalmente aos níveis anteriores, mesmo quando as ponderações e os preços regressam aos respetivos níveis anteriores à pandemia. Foi o caso, por exemplo, do subíndice dos combustíveis para transportes, que se encontrava num nível baixo quando os índices estavam ligados (dezembro de 2020). Paralelamente, reduziu-se a ponderação, minimizando as futuras contribuições desta rubrica para o índice dos

⁵⁹ A ligação em cadeia é uma consequência metodológica de um índice de preços, com a realização de atualizações regulares das ponderações. Tal como explicado no artigo intitulado [Chain linking over December and methodological changes in the HICP: view from a central bank perspective](#), *Série de Documentos Estatísticos*, BCE, fevereiro de 2021, de um modo geral, o valor num período de ligação – mês ou ano – afeta uma série temporal encadeada a partir do momento em que o índice recente está ligado a esse valor. As séries de índices encadeados dependem da trajetória, ou seja, são afetadas pelos valores de cada período de ligação, que têm um impacto permanente nas séries temporais.

produtos energéticos. Tal poderá, uma vez mais, levar a que o índice dos produtos energéticos não regresse totalmente aos níveis anteriores, mesmo se tanto os preços como as ponderações regressarem aos respetivos níveis anteriores.

É provável que, nos próximos anos, as ponderações do IHPC continuem a afetar a medição da inflação mais do que o habitualmente. A pandemia desencadeou alterações significativas nos padrões de despesa das famílias em 2020, estando estas mudanças agora refletidas nas ponderações do IHPC para 2021 e, conseqüentemente, também na inflação medida em 2021. Numa análise prospetiva, as ponderações das categorias do cabaz do IHPC poderão mudar significativamente uma vez mais em 2022, o que dependerá de saber se e como os padrões de despesa se (re)ajustam à luz da recuperação económica esperada e da subsequente evolução da pandemia de COVID-19.

Por Nico Zorell e Sander Tordoir

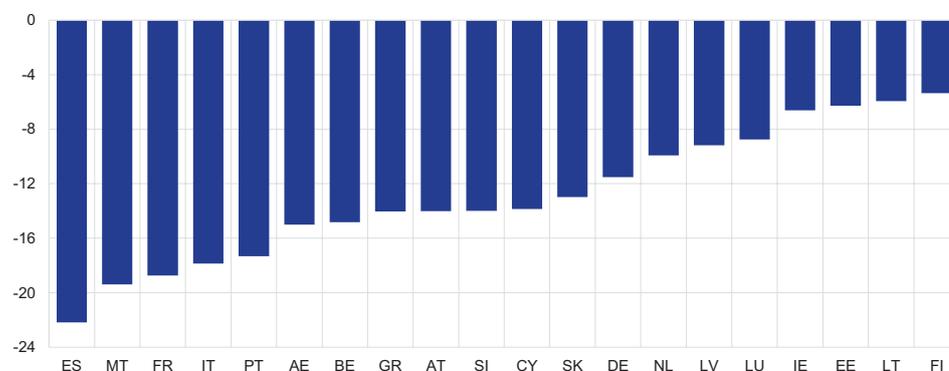
Apesar de a pandemia do coronavírus (COVID-19) ser um choque comum que afeta todos os países da área do euro, o impacto económico provocado não tem sido uniforme.

A descida do produto interno bruto (PIB) entre o quarto trimestre de 2019 e o segundo trimestre de 2020, que corresponde a uma mudança do valor máximo para o valor mínimo na maior parte dos países, variou entre 5% e 22% nos países da área do euro (gráfico A)⁶⁰. As repercussões heterogéneas do choque provocado pela COVID-19 refletem as diferenças existentes entre os países em termos de dinâmica da saúde pública e das medidas de contenção, bem como fatores económicos, tais como a especialização setorial da economia, a resiliência dos mercados de trabalho e do produto e os diferentes níveis de margem de manobra orçamental⁶¹. De acordo com as projeções elaboradas por instituições europeias e internacionais, existe o risco de os diferenciais de crescimento se manterem durante a fase de recuperação e prejudicar, a médio prazo, a convergência dos rendimentos na área do euro.

Gráfico A

Variação do PIB real entre o quarto trimestre de 2019 e o segundo trimestre de 2020

(percentagens)



Fonte: Eurostat.

Nota: AE refere-se a "área do euro".

⁶⁰ Verifica-se uma heterogeneidade similar na resposta do emprego ao choque da COVID-19. Ver o artigo intitulado [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Boletim Económico*, Número 8, 2020.

⁶¹ A crise da COVID-19 agravou igualmente as vulnerabilidades macroeconómicas dos países da área do euro, tal como documenta o mais recente relatório sobre o mecanismo de alerta da Comissão Europeia. O relatório aponta, nomeadamente, para um aumento do endividamento público e privado, perspetivas de crescimento moderadas e fragilidades do setor empresarial. Ver Comissão Europeia, [Alert Mechanism Report 2021](#), novembro de 2020.

O instrumento da União Europeia denominado “Next Generation EU” (NGEU), em vigor desde 19 de fevereiro de 2021, abriu um novo capítulo na resposta política da Europa à pandemia de COVID-19⁶². Este instrumento tem como principal objetivo apoiar a recuperação e estabelecer as bases para uma economia europeia mais ecológica, mais digital e mais resiliente. Para o efeito, a Comissão Europeia foi autorizada a contrair empréstimos nos mercados de capitais em nome da União Europeia até ao montante de 750 mil milhões de euros (cerca de 5% do PIB da UE). Os fundos podem ser utilizados para subvenções até um montante de 390 mil milhões de euros e empréstimos até um montante de 360 mil milhões de euros aos Estados-Membros da UE, a desembolsar até ao final de 2026. Com uma dotação de 672,5 mil milhões de euros, o Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR) constitui o elemento central do NGEU. A chave de repartição do MRR assegura um apoio orçamental mais forte aos países mais vulneráveis e afetados negativamente pela crise da COVID-19. Para receberem apoio, é necessário que os Estados-Membros elaborem planos de recuperação e resiliência com uma agenda de investimento e reformas que dê resposta às recomendações específicas por país formuladas no contexto do Semestre Europeu⁶³. Os objetivos em matéria de clima e digitalização devem ocupar um lugar de destaque. Pelo menos 37% das despesas previstas pelos Estados-Membros devem contribuir para os objetivos em matéria de clima e pelo menos 20% do investimento total deve apoiar a transformação digital. Os fundos do MRR serão desembolsados em prestações à medida que forem atingidos os marcos e os objetivos identificados nos planos aprovados.

Se for aplicado de forma eficaz, o pacote de recuperação pode contribuir para uma recuperação económica mais rápida, mais forte e mais uniforme, promovendo simultaneamente a resiliência e o potencial de crescimento da economia da área do euro. Espera-se que o instrumento de recuperação proporcione um estímulo considerável à procura, em especial nos países que são grandes beneficiários líquidos dos fundos. O facto de 13% dos fundos serem pagos a título de adiantamento sublinha a importância dada pelos decisores de políticas europeus a este efeito de estabilização. A médio prazo, os projetos de investimento e de reforma financiados pelo NGEU poderão apoiar a resiliência, o potencial de crescimento e a convergência da economia da área do euro. Assim, o pacote de recuperação poderá ajudar a garantir uma atuação das políticas monetária, orçamental e estrutural de forma a se reforçarem mutuamente, ainda que as mesmas sejam aplicadas de forma independente na área do euro. Ao atenuar as repercussões heterogéneas da pandemia de COVID-19, o pacote de recuperação poderá também reforçar a eficácia da política monetária na área do euro.

⁶² Para mais informações sobre a governação do NGEU e os seus aspetos orçamentais, ver a caixa intitulada [As implicações orçamentais do pacote de recuperação da UE](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020.

⁶³ O Semestre Europeu fornece um quadro para a coordenação das políticas económicas no conjunto da União Europeia. Para mais pormenores, consultar [The European Semester in your country](#).

A eficácia do pacote de recuperação dependerá da obtenção de um equilíbrio adequado entre investimentos e reformas que se reforcem mutuamente.

A este respeito, é extremamente importante proceder a uma análise cuidadosa dos planos nacionais de recuperação e resiliência, a fim de verificar a sua plena conformidade com os critérios de avaliação previsto na regulamentação pertinente da UE. As recomendações específicas por país do Semestre Europeu e a legislação da UE nos domínios do clima e da digitalização, tais como a taxonomia da UE para atividades sustentáveis⁶⁴, podem servir de indicações úteis para as prioridades de investimento e de reforma. Os objetivos mínimos para as despesas do MRR em matéria digital e do clima, juntamente com o requisito de as despesas do MRR financiarem investimentos adicionais, podem aumentar o nível de ambição. De um modo geral, quanto mais o NGEU se orientar para o investimento produtivo e não para as despesas correntes, mais acentuado poderá ser o seu potencial impacto no crescimento a longo prazo⁶⁵. O NGEU disponibilizará, em média, cerca de 1% do PIB em termos de subvenções por ano. Comparativamente, em 2019 o investimento público situou-se em 3% do PIB da área do euro. Reformas ambiciosas e direcionadas dos planos nacionais de recuperação e resiliência podem reforçar ainda mais o potencial de crescimento, a convergência e a resiliência. Existem amplos indícios de que os diferenciais de crescimento a médio prazo entre os países da área do euro podem, em parte, dever-se a diferenças nas estruturas económicas e nas instituições⁶⁶. Além disso, os países que revelam deficiências neste domínio podem sofrer até duas vezes a perda em termos de produto em comparação com os países com melhor desempenho em caso de choque comum⁶⁷. Assim, a vertente reformista do MRR pode ajudar a gerar um dividendo de longo prazo em termos de crescimento e resiliência a choques. Os planos que disponham de pilares de investimento e de reforma coerentes e ambiciosos podem ser mais eficazes do que a soma das suas partes. Os efeitos do investimento público adicional no crescimento poderão ajudar a compensar os eventuais custos macroeconómicos a curto prazo associados a algumas reformas estruturais⁶⁸. Ao mesmo tempo, reformas estruturais bem direcionadas poderão reduzir os estrangulamentos administrativos para o investimento público e contribuir para estimular o investimento privado, ampliando assim o impacto do NGEU⁶⁹.

⁶⁴ Ver o [Regulamento \(UE\) 2020/852](#) do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de junho de 2020, relativo ao estabelecimento de um regime para a promoção do investimento sustentável.

⁶⁵ Ver Bańkowski, K., Ferdinandusse, M., Hauptmeier, S., Jacquinet, P. e Valenta, V., [The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasional*, n.º 255, BCE, Frankfurt am Main, janeiro de 2021.

⁶⁶ Ver Masuch, K., Moshhammer, E. e Pierluigi, B., [Institutions, public debt and growth in Europe](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1963, BCE, setembro de 2016.

⁶⁷ Ver Sondermann, D., [Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1984, BCE, novembro de 2016. De igual modo, existe uma maior probabilidade de os países da área do euro com vulnerabilidades macroeconómicas preexistentes sofrerem profundas recessões económicas em caso de choque. Ver Sondermann, D. e Zorell, N., [A macroeconomic vulnerability model for the euro area](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2306, BCE, agosto de 2019.

⁶⁸ A este respeito, é essencial a definição de prioridades e uma cuidadosa sequenciação dos investimentos e das reformas.

⁶⁹ Ver Consolo, A., Langiulli, M. e Sondermann, D., "Business investment in euro area countries: the role of institutions and debt overhang", *Applied Economics Letters*, vol. 26(7), 2019.

A fim de assegurar uma absorção atempada e eficiente dos fundos de recuperação para despesas públicas produtivas, deve atender-se, em especial, ao reforço da capacidade administrativa e à redução dos estrangulamentos na execução.

A Comissão Europeia espera que cerca de 20% de todos os fundos do NGEU sejam pagos em 2021 e 2022, enquanto os restantes fundos serão desembolsados até ao final de 2026. A velocidade prevista dos desembolsos do NGEU é significativamente mais rápida do que a observada para os fundos estruturais no orçamento regular da UE. O ciclo do Quadro Financeiro Plurianual (QFP) da UE tem uma duração de sete anos, embora o desembolso efetivo possa ocorrer com um período de carência de alguns anos para o período seguinte⁷⁰. No entanto, durante os dois últimos ciclos do QFP, menos de 50% dos fundos estruturais da UE afetados aos países da área do euro foram pagos num horizonte temporal comparável ao do NGEU, ou seja, ao longo de seis anos (gráfico B). A velocidade de absorção também variou substancialmente entre os países da área do euro. Ao condicionar os recursos administrativos, a atual pandemia de COVID-19 poderá complicar ainda mais a absorção de fundos. Resta descobrir se a dependência do MRR nos organismos administrativos nacionais, mais do que regionais, as suas prioridades gerais em termos de políticas e a ausência de requisitos de cofinanciamento facilitarão uma absorção mais rápida dos fundos do que os projetos típicos do orçamento da UE. Mesmo assim, a velocidade de absorção é um indicador imperfeito da utilização eficaz e eficiente dos fundos da UE. Tal como documentado pelo Tribunal de Contas Europeu, a corrida à absorção de fundos da UE no final de um ciclo orçamental da UE pode resultar num desperdício de despesas⁷¹, o que sugere que a qualidade e a capacidade da administração pública constituem provavelmente fatores decisivos para o êxito da utilização dos fundos do NGEU, podendo constituir um domínio promissor para reformas. Embora possa demorar algum tempo até que as reformas de reforço das capacidades do setor público atinjam todo o seu potencial, uma utilização eficaz do Instrumento de Assistência Técnica (IAT) da Comissão Europeia poderá atenuar as restrições nacionais em termos de capacidade, especialmente a curto prazo⁷². Este instrumento pode ajudar os Estados-Membros a gerir o ciclo de vida dos projetos de investimento e de reforma, reforçando a capacidade para os preparar, executar, acompanhar e avaliar. Do mesmo modo, ao estabelecer uma infraestrutura jurídica clara e harmonizada, a legislação da UE pode facilitar e acelerar a sua aplicação.

⁷⁰ Para o QFP 2014-2020, o período de carência foi de três anos, contrariamente ao período de carência de dois anos dos QFP de 2007-2013 e 2021-2027.

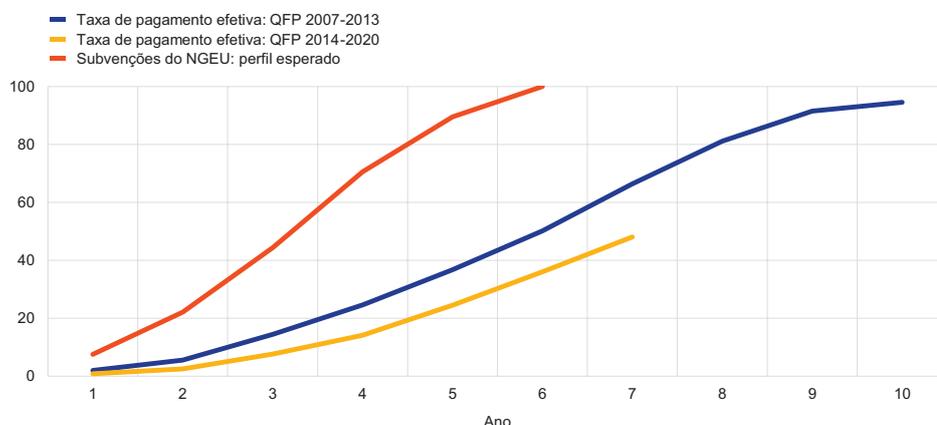
⁷¹ Ver o relatório do Tribunal de Contas Europeu intitulado [As medidas da Comissão e dos Estados Membros durante os últimos anos do período de programação de 2007-2013 deram resposta ao baixo nível de absorção mas não deram ênfase suficiente aos resultados](#), *Relatório Especial*, n.º 17, 2018.

⁷² O IAT tem como um dos principais objetivos apoiar os Estados-Membros na elaboração e execução dos respetivos planos de recuperação e resiliência, por exemplo, através da disponibilização de conhecimentos especializados, recursos humanos e formação. O instrumento dispõe de um orçamento de 864 milhões de euros ao longo do atual período orçamental da UE.

Gráfico B

Taxas de pagamento históricas para os fundos estruturais da UE e taxas de pagamento previstas para o NGEU

(percentagens)



Fontes: Cálculos de especialistas da Comissão Europeia e do BCE com base em Darvas, Z., "Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?", *Bruegel Blog*, 24 de setembro de 2020.

Notas: O ano de 1 é o primeiro ano do respetivo programa, ou seja, 2007 para o QFP 2007-2013, 2014 para o QFP 2014-2020 e 2021 para o NGEU. O QFP 2007-2013 abrange o Fundo de Coesão, o Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional e o Fundo Social Europeu, ao passo que este último fundo ficou excluído do QFP 2014-2020. A taxa de pagamento do QFP é a parte do montante total afetado no orçamento da UE a um Estado-Membro que foi paga pela Comissão. Os cálculos relacionados com o QFP abrangem apenas os países da área do euro (média não ponderada). O perfil do NGEU mostra os desembolsos esperados pela Comissão Europeia.

A existência de sistemas nacionais de controlo e auditoria adequados poderá também desempenhar um papel crucial para assegurar uma aplicação eficaz do pacote de recuperação. Tal como salientado nas orientações da Comissão Europeia aos Estados-Membros para a elaboração dos seus planos de recuperação e resiliência, estes sistemas de controlo poderiam incluir medidas cautelares para prevenir a corrupção, a fraude e os conflitos de interesses⁷³. A conclusão atempada dos procedimentos relativos aos impactos ambientais e mecanismos processuais bem definidos para a colaboração entre as administrações centrais e locais, com vista a evitar conflitos de competências, contribuiriam igualmente para uma boa execução dos projetos de investimento e de reforma. Garantir uma ênfase suficiente nestes aspetos provavelmente reforçaria o impacto macroeconómico global do pacote de recuperação.

⁷³ Ver Comissão Europeia, "Guidance to Member States recovery and reconciliation plans", *Documento de trabalho dos serviços da Comissão (2021) 12 final*, 22 de janeiro.

© **Banco Central Europeu, 2021**

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.

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-21-002-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep