



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 2 / 2022



Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	10
2 Evolução financeira	22
3 Atividade económica	28
4 Preços e custos	35
5 Moeda e crédito	42
6 Evolução orçamental	50
Caixas	54
1 Estrangulamentos nas cadeias de abastecimento na área do euro e nos Estados Unidos: qual o ponto da situação?	54
2 O papel do risco de crédito nas recentes valorizações de obrigações de empresas a nível mundial	59
3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 3 de novembro de 2021 a 8 de fevereiro de 2022	67
4 Rácios de poupança das empresas durante a pandemia	74
5 O papel do ciclo de existências na retoma atual	80
6 Recuperação do mercado de trabalho da área do euro com base no inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores	86
7 Que subcomponentes estão a impulsionar os custos de habitação ocupada pelo proprietário?	91

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

A invasão russa da Ucrânia terá um impacto materialmente relevante na atividade económica e na inflação através de preços dos produtos energéticos e das matérias-primas mais elevados, da perturbação do comércio internacional e de uma confiança mais fraca. A amplitude destes efeitos dependerá da evolução do conflito, do impacto das atuais sanções e de possíveis medidas adicionais.

O impacto da guerra tem de ser avaliado no contexto de condições subjacentes sólidas para a economia da área do euro, com a ajuda de um amplo apoio em termos de políticas. A recuperação da economia está a ser impulsionada pelo desvanecimento do impacto da variante Ómicron do coronavírus (COVID-19). Os estrangulamentos no abastecimento têm mostrado alguns sinais de abrandamento e a melhoria do mercado de trabalho prossegue. Na projeção de referência das projeções de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE – que incorporam uma primeira avaliação das implicações da guerra na Ucrânia – o crescimento do produto interno bruto (PIB) foi revisto em baixa no curto prazo devido ao conflito.

A inflação continuou a surpreender em alta, devido aos custos energéticos inesperadamente elevados. Os aumentos de preços também se tornaram mais generalizados. A projeção de referência para a inflação nas novas projeções elaboradas por especialistas foi revista significativamente em alta. Num conjunto de medidas, as expectativas de inflação a mais longo prazo voltaram a ancorar no objetivo do BCE para a inflação. O Conselho do BCE considera cada vez mais provável que a inflação estabilize no seu objetivo de 2% no médio prazo.

Nos cenários alternativos do impacto económico e financeiro da guerra, a atividade económica poderá ser significativamente enfraquecida por uma subida mais acentuada dos preços dos produtos energéticos e das matérias-primas e por um entrave mais grave ao crescimento e ao sentimento. A inflação poderá ser consideravelmente mais elevada no curto prazo. No entanto, em todos os cenários, a expectativa ainda é de que a inflação desça de forma gradual e, em 2024, estabilize em níveis em torno do objetivo de inflação de 2%.

Com base na avaliação atualizada das perspetivas de inflação e tendo em conta a conjuntura incerta, o Conselho do BCE reviu o calendário de aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) nos próximos meses. As aquisições líquidas mensais no âmbito do APP ascenderão a 40 mil milhões de euros em abril, 30 mil milhões de euros em maio e 20 mil milhões de euros em junho. A calibração das aquisições líquidas no terceiro trimestre dependerá dos dados e refletirá a evolução da avaliação das perspetivas pelo Conselho do BCE. Se os dados entretanto disponibilizados apoiarem a expectativa de que as perspetivas de inflação no médio prazo não enfraquecerão, mesmo

após o termo das aquisições líquidas de ativos, o Conselho do BCE cessará as aquisições líquidas ao abrigo do APP no terceiro trimestre. Se as perspetivas de inflação no médio prazo se alterarem e as condições de financiamento se tornarem incompatíveis com novos progressos no sentido do objetivo de 2%, o Conselho do BCE está preparado para rever o calendário de compras líquidas de ativos em termos de volume e/ou duração. Quaisquer ajustamentos das taxas de juro diretas do BCE ocorrerão algum tempo após o termo das aquisições líquidas no contexto do APP e serão graduais. A trajetória das taxas de juro diretas do BCE continuará a ser determinada pelas indicações sobre a orientação futura da política monetária fornecidas pelo Conselho do BCE e pelo seu compromisso estratégico de estabilizar a inflação em 2% no médio prazo. Nessa conformidade, o Conselho do BCE espera que as taxas de juro diretas do BCE permaneçam nos níveis atuais até observar que a inflação atinge 2%, muito antes do final do horizonte de projeção e de forma durável durante o resto do horizonte de projeção, e considerar que os progressos realizados em termos de inflação subjacente estão suficientemente avançados para serem consentâneos com uma estabilização da inflação em 2% no médio prazo. O Conselho do BCE confirmou ainda as suas restantes medidas.

Atividade económica

A economia mundial expandiu-se a um ritmo robusto em 2021, apesar dos fatores adversos relacionados com o ressurgimento da pandemia de coronavírus e dos estrangulamentos no abastecimento. Os indicadores baseados em inquéritos apontam para a continuação do crescimento da atividade no primeiro trimestre de 2022. Porém, a guerra entre a Rússia e a Ucrânia lança uma incerteza significativa quanto a perspetivas mundiais que, de outra forma, seriam robustas. Inquéritos recentes sobre a atividade económica sugerem que o dinamismo do crescimento recuperou entre janeiro e fevereiro, à medida que as pressões da pandemia e do lado da oferta diminuam. Porém, devido às repercussões económicas da guerra e ao desvanecimento gradual dos estímulos em termos de políticas, as projeções do crescimento mundial foram revistas em baixa, em particular para 2022 e 2023, em comparação com as projeções de dezembro. Estima-se que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) tenha registado uma expansão de 6,3% em 2021, projetando-se que o ritmo de crescimento abrande para 4,1% em 2022 e 3,6% em 2023 e 2024. Projeta-se que o crescimento da procura externa da área do euro se modere de 9,9% em 2021 para 4% em 2022, 3,2% em 2023 e 3,6% em 2024. Em comparação com as importações mundiais, a procura externa da área do euro é mais fortemente afetada pelo conflito, dada a proporção relativamente elevada do comércio da área do euro proveniente da Rússia e dos países da Europa Central e de Leste que estão particularmente expostos aos efeitos negativos do conflito. Se compararmos com as projeções anteriores, a taxa de crescimento da procura externa da área do euro manteve-se inalterada para 2022 (dado que o impacto da invasão contrabalança plenamente o efeito de repercussão positivo de 2021), tendo sido revista em baixa para 2023 e 2024. Prevê-se que os estrangulamentos no abastecimento comecem a abrandar durante 2022 e se desvanecem totalmente até 2023. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos em alta para 2022 e 2023, num contexto de sobreposição de preços das

matérias-primas mais elevados, estrangulamentos no abastecimento e recuperação da procura. Embora a trajetória futura da pandemia continue a ser um importante fator de risco que afeta as projeções de referência para a economia mundial, a guerra entre a Rússia e a Ucrânia amplifica substancialmente a incerteza. Os riscos de cauda em sentido descendente resultantes de uma nova intensificação podem ser significativos e comprometer a recuperação mundial, fomentando simultaneamente as pressões inflacionistas.

A guerra entre a Rússia e a Ucrânia terá um impacto significativo na atividade económica da área do euro através de preços dos produtos energéticos e das matérias-primas mais elevados, da perturbação do comércio internacional e de uma confiança mais fraca. No entanto, as condições subjacentes são sólidas, apoiadas pelo amplo apoio em termos de políticas. A economia registou um crescimento de 5,3% em 2021, tendo o PIB regressado ao nível anterior à pandemia no final do ano. Contudo, o crescimento abrandou para 0,3% no último trimestre de 2021 e espera-se que permaneça fraco durante o primeiro trimestre de 2022. As perspetivas para a economia dependerão da evolução da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, bem como do impacto das sanções económicas e financeiras e de outras medidas. Paralelamente, outros fatores adversos ao crescimento estão agora a desvanecer-se. Na projeção de referência das projeções elaboradas por especialistas, o crescimento da economia da área do euro ainda deverá ser robusto em 2022, mas mais lento do que o esperado antes da eclosão da guerra. As medidas para conter a propagação da variante Ómicron tiveram um impacto mais ligeiro do que as tomadas em vagas anteriores, estando agora a ser levantadas. As perturbações no lado da oferta causadas pela pandemia também mostram alguns sinais de abrandamento e o mercado de trabalho continuou a fortalecer-se. O impacto do fortíssimo choque sobre os preços dos produtos energéticos nas pessoas e nas empresas poderá ser, em parte, amortecido pelo recurso às poupanças acumuladas durante a pandemia e por medidas orçamentais compensatórias.

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro prossegue numa trajetória de melhoria na sequência dos défices muito elevados registados em resultado da crise do coronavírus. No entanto, os riscos para esta projeção de referência são substanciais e estão cada vez mais enviesados no sentido de défices orçamentais mais elevados, relacionados sobretudo com a guerra na Ucrânia. Em consonância com a projeção de referência, estima-se que o rácio do défice tenha descido para 5,5% do PIB em 2021, face a um pico de 7,2% em 2020. Projeta-se que continue a descer para 3,1% em 2022 e 2% no final do horizonte de previsão. Relativamente à orientação orçamental da área do euro, verificou-se uma forte expansão em 2020 seguida de um ligeiro aumento da restritividade em 2021, uma vez corrigida das subvenções do “Next Generation EU” (NGEU). Em 2022, projeta-se que a orientação se torne novamente mais restritiva, devido principalmente à inversão de uma parte significativa do apoio de emergência motivado pela crise do coronavírus. O aumento da restritividade deverá ser apenas marginal nos últimos dois anos do horizonte de previsão, continuando a verificar-se um apoio significativo à economia. À luz dos elevados riscos que atualmente advêm de múltiplas fontes, os quais já estão, em parte, a concretizar-se, as medidas orçamentais, incluindo a nível da União Europeia, ajudariam a proteger a economia.

As políticas orçamentais têm de permanecer ágeis, à medida que a situação evolui. A disponibilidade para recorrer a políticas orçamentais não é incompatível com a necessidade de uma normalização a médio prazo credível das finanças públicas.

No médio prazo, de acordo com a projeção de referência das projeções elaboradas por especialistas, o crescimento será impulsionado por uma procura interna robusta, apoiada por um mercado de trabalho mais forte. Com mais pessoas empregadas, as famílias deverão auferir rendimentos mais elevados e gastar mais. A recuperação mundial e a continuação do apoio das políticas orçamentais e da política monetária também estão a contribuir para estas perspetivas de crescimento. O apoio das políticas orçamental e monetária permanece crucial, especialmente dada a situação geopolítica difícil. O crescimento da área do euro deverá ainda ser robusto em 2022, mas o ritmo será mais lento do que o esperado antes da eclosão da guerra. As projeções macroeconómicas de março elaboradas por especialistas indicam que o crescimento do PIB real anual se situará em 5,4% em 2021, 3,7% em 2022, 2,8% em 2023 e 1,6% em 2024. Em comparação com as projeções de dezembro, as perspetivas foram revistas em baixa para 2022 e 2023. Tal tem por base o pressuposto de que as atuais perturbações do aprovisionamento energético e os efeitos negativos sobre a confiança associados ao conflito são temporários e as cadeias de abastecimento mundiais não são substancialmente afetadas. Num cenário adverso em que são impostas sanções mais pesadas à Rússia – conduzindo a algumas perturbações nas cadeias de valor mundiais, subidas nos preços dos produtos energéticos e alguns cortes temporários na produção da área do euro, bem como perturbações financeiras adicionais e incerteza mais persistente – o crescimento da área do euro seria 1,2 pontos percentuais inferior ao da projeção de referência em 2022. A diferença em 2023 seria limitada, e em 2024 o crescimento seria ligeiramente mais robusto, devido a efeitos de recuperação. Caso se materialize um cenário grave (o qual, além das características do cenário adverso, pressupõe uma reação mais forte dos preços dos produtos energéticos a cortes mais profundos na oferta e uma reavaliação mais forte do preço do risco nos mercados financeiros), o crescimento do PIB poderia vir a situar-se 1,4 pontos percentuais e 0,5 pontos percentuais abaixo da projeção de referência em 2022 e 2023, respetivamente, com efeitos de recuperação relativamente modestos em 2024.

Inflação

A inflação subiu para 5,8% em fevereiro, face a 5,1% em janeiro, e deverá registar nova subida no curto prazo. A inflação dos preços dos produtos energéticos, que atingiu 31,7% em fevereiro, continua a ser a principal razão subjacente à alta taxa de inflação global e está a fazer subir os preços em muitos outros setores. Os preços dos produtos alimentares também aumentaram, devido a fatores sazonais, a custos de transporte elevados e à subida dos preços dos fertilizantes. Os custos energéticos registaram nova subida nas recentes semanas e a pressão sobre os preços de alguns produtos alimentares e matérias-primas intensificar-se-á, devido à guerra na Ucrânia. Os aumentos de preços tornaram-se mais

generalizados. A maioria das medidas da inflação subjacente aumentou nos últimos meses para níveis acima de 2%. No entanto, é incerto até que ponto o aumento destes indicadores será persistente, tendo em conta o papel de fatores temporários relacionados com a pandemia e os efeitos indiretos dos preços mais elevados dos produtos energéticos. Os indicadores baseados no mercado sugerem que os preços dos produtos energéticos permanecerão altos durante mais tempo do que o anteriormente esperado, mas registarão uma moderação no decurso do horizonte de projeção. As pressões sobre os preços resultantes de estrangulamentos no abastecimento a nível mundial também deverão diminuir. As condições no mercado de trabalho continuaram a melhorar, tendo o desemprego descido para 6,8% em janeiro. Embora a escassez de mão de obra afete cada vez mais setores, o crescimento salarial mantém-se, em geral, fraco. Com o tempo, o regresso da economia a um funcionamento com capacidade total deverá apoiar um crescimento ligeiramente mais rápido dos salários. Várias medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo, determinadas com base nos mercados financeiros e em inquéritos, situam-se em torno de 2%. Estes fatores também continuarão a contribuir para a inflação subjacente e ajudarão a inflação global a estabilizar de forma durável no objetivo de 2%.

As projeções macroeconómicas de março de 2022 elaboradas por especialistas apontam para uma inflação anual de 5,1% em 2022, 2,1% em 2023 e 1,9% em 2024 – sendo estes valores significativamente mais elevados do que os avançados nas projeções anteriores em dezembro, particularmente para 2022. Projeta-se que a inflação excluindo produtos alimentares e produtos energéticos se situe, em média, em 2,6% em 2022, 1,8% em 2023 e 1,9% em 2024, sendo estes valores também mais elevados do que os indicados nas projeções de dezembro. Caso o cenário adverso acima descrito se concretizasse, a inflação poderia ser 0,8 pontos percentuais mais elevada em 2022. Com o reequilíbrio dos mercados do petróleo e do gás, os grandes aumentos dos preços dos produtos energéticos seriam anulados gradualmente, fazendo descer a inflação para níveis abaixo das projeções de referência, sobretudo em 2024. No cenário mais grave, a inflação seria 2 pontos percentuais mais elevada em 2022, com uma inflação significativamente mais elevada em 2023. Em 2024, os efeitos de segunda ordem mais fortes compensariam o impacto negativo na inflação da descida dos preços dos produtos energéticos, deixando a inflação inalterada face à projeção de referência.

Análise dos riscos

O Conselho do BCE considera que os riscos para as perspetivas económicas aumentaram substancialmente e apresentam-se enviesados em sentido descendente. Apesar de os riscos relacionados com a pandemia terem diminuído, a guerra na Ucrânia poderá ter um efeito mais forte sobre o sentimento económico e agravar de novo as restrições do lado da oferta. Os custos dos produtos energéticos persistentemente elevados, aliados a uma perda de confiança, poderão reduzir a procura mais do que o esperado e restringir o consumo e o investimento. Os mesmos fatores constituem riscos para as perspetivas de inflação, estando esses riscos enviesados em sentido ascendente no curto prazo. A guerra na Ucrânia representa um considerável risco em sentido ascendente, sobretudo para os

preços dos produtos energéticos. Se as pressões sobre os preços se repercutirem em aumentos de salários mais elevados do que o previsto ou caso se verifiquem implicações adversas persistentes do lado da oferta, a inflação também poderá revelar-se mais alta no médio prazo. Contudo, se a procura enfraquecer no médio prazo, tal poderá igualmente reduzir as pressões sobre os preços.

Condições monetárias e financeiras

A invasão russa da Ucrânia provocou uma volatilidade considerável nos mercados financeiros. Após a eclosão da guerra, registou-se uma inversão parcial do aumento das taxas de juro do mercado isentas de risco observado desde a reunião de fevereiro do Conselho do BCE e os preços das ações desceram. As sanções financeiras contra a Rússia, incluindo a exclusão de alguns bancos russos da rede SWIFT (do inglês, “Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication”/ Sociedade de Telecomunicações Financeiras Interbancárias Mundiais), não gerou, até à data, tensões graves nos mercados monetários ou escassez de liquidez no sistema bancário da área do euro. Os balanços dos bancos permanecem, em geral, sólidos, graças a posições de capital robustas e a menos créditos não produtivos. Os bancos são agora tão rentáveis como antes da pandemia. As taxas ativas bancárias aplicadas às empresas registaram uma ligeira subida, ao passo que as taxas dos empréstimos hipotecários às famílias se mantêm estáveis em níveis historicamente baixos. Os fluxos de crédito às empresas diminuíram, após um forte aumento no último trimestre de 2021. O crédito às famílias tem resistido, em especial para aquisição de habitação.

Decisões de política monetária

Com base na sua avaliação atualizada e tendo em conta a conjuntura incerta, o Conselho do BCE procedeu à revisão do calendário de aquisições para os próximos meses ao abrigo do APP. As aquisições líquidas mensais no âmbito do APP ascenderão a 40 mil milhões de euros em abril, 30 mil milhões de euros em maio e 20 mil milhões de euros em junho. A calibração das aquisições líquidas no terceiro trimestre dependerá dos dados e refletirá a evolução da avaliação das perspetivas pelo Conselho do BCE. Se os dados entretanto disponibilizados apoiarem a expectativa de que as perspetivas de inflação no médio prazo não enfraquecerão, mesmo após o termo das aquisições líquidas de ativos, o Conselho do BCE cessará as aquisições líquidas ao abrigo do APP no terceiro trimestre. Se as perspetivas de inflação no médio prazo se alterarem e as condições de financiamento se tornarem incompatíveis com novos progressos no sentido do objetivo de 2%, o Conselho do BCE está preparado para rever o calendário de compras líquidas de ativos em termos de volume e/ou duração.

O Conselho do BCE pretende também continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do APP durante um período prolongado após a data em que comece a aumentar as taxas de juro diretas do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.

As taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento, à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito permanecerão inalteradas em 0,00%, 0,25% e -0,50%, respetivamente.

Quaisquer ajustamentos das taxas de juro diretoras do BCE ocorrerão algum tempo após o termo das aquisições líquidas no contexto do APP e serão graduais. A trajetória das taxas de juro diretoras do BCE continuará a ser determinada pelas indicações sobre a orientação futura da política monetária fornecidas pelo Conselho do BCE e pelo seu compromisso estratégico de estabilizar a inflação em 2% no médio prazo. Nessa conformidade, o Conselho do BCE espera que as taxas de juro diretoras do BCE permaneçam nos níveis atuais ou em níveis inferiores até observar que a inflação atinge 2%, muito antes do final do horizonte de projeção e de forma durável durante o resto do horizonte de projeção, e considerar que os progressos realizados em termos de inflação subjacente estão suficientemente avançados para serem consentâneos com uma estabilização da inflação em 2% no médio prazo.

O Conselho do BCE está a realizar aquisições líquidas de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) a um ritmo inferior no primeiro trimestre do que no trimestre anterior. Descontinuará as aquisições líquidas de ativos no âmbito do PEPP no final de março de 2022.

O Conselho do BCE pretende reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no contexto do PEPP até, pelo menos, ao final de 2024. 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.

A pandemia mostrou que, em condições de tensão, a flexibilidade na conceção e realização de aquisições de ativos ajudou a resolver as dificuldades na transmissão da política monetária e tornou mais eficazes os esforços do Conselho do BCE no sentido de atingir o seu objetivo. No âmbito do mandato do Conselho do BCE, em condições de tensão, a flexibilidade permanecerá um elemento da política monetária sempre que ameaças à transmissão da política monetária comprometam a consecução da estabilidade de preços. Mais especificamente, em caso de nova fragmentação do mercado relacionada com a pandemia, os reinvestimentos no contexto do PEPP podem, em qualquer momento, ser ajustados de forma flexível ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições. Tal poderá incluir aquisições de obrigações emitidas pela República Helénica num montante acima e para além das renovações de reembolsos, a fim de evitar uma interrupção das aquisições nessa jurisdição, que poderia dificultar a transmissão da política monetária à economia grega, enquanto esta ainda se encontra a recuperar das repercussões da pandemia. As aquisições líquidas ao abrigo do PEPP podem também ser retomadas, se necessário, para contrariar choques negativos relacionados com a pandemia.

O Conselho do BCE continuará a acompanhar as condições de financiamento bancário e a assegurar que o vencimento dos fundos cedidos no âmbito da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) não dificulta a boa transmissão da política monetária. Avaliará também com regularidade o modo como as operações de refinanciamento

direcionadas estão a contribuir para a orientação da política monetária. Como anunciado, espera que as condições especiais aplicáveis no contexto das ORPA direcionadas III cessem em junho deste ano. Analisará igualmente a calibração apropriada do sistema de dois níveis para a remuneração de reservas, com vista a que a política de taxas de juro negativas não limite a capacidade de intermediação dos bancos num enquadramento de ampla liquidez excedentária.

Tendo em conta a conjuntura altamente incerta gerada pela invasão russa da Ucrânia e o risco de repercussões regionais passíveis de afetar negativamente os mercados financeiros da área do euro, o Conselho do BCE decidiu prolongar a facilidade de operações de reporte do Eurosistema com bancos centrais (*Eurosystem Repo Facility for Central Banks – EUREP*) até 15 de janeiro de 2023. A EUREP continuará, assim, a complementar os mecanismos regulares de cedência de liquidez em euros a bancos centrais de países não pertencentes à área do euro. Em conjunto, estes proporcionam um grupo abrangente de facilidades de apoio para dar resposta a possíveis necessidades de liquidez em euros, na eventualidade de disfunções de mercado fora da área do euro que possam ter um efeito adverso na transmissão regular da política monetária do BCE. Os pedidos de linhas individuais de liquidez em euros apresentados por bancos centrais de países não pertencentes à área do euro serão avaliados caso a caso pelo Conselho do BCE.

O Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de assegurar que a inflação estabiliza no seu objetivo de 2% no médio prazo.

1 Conjuntura externa

As projeções macroeconómicas de março de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE apontam para uma atividade económica mundial moderada na viragem do ano, quando a variante Ómicron do coronavírus (COVID-19) começou a propagar-se rapidamente, persistiam os estrangulamentos no abastecimento e os preços das matérias-primas permaneciam elevados. A guerra entre a Rússia e a Ucrânia gera incertezas significativas quanto às perspetivas mundiais, especialmente no curto prazo. Estima-se que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) tenha registado uma expansão de 6,3% em 2021, projetando-se que o ritmo de crescimento abrande para 4,1% em 2022 e 3,6% em 2023 e 2024. Em comparação com as projeções anteriores, o crescimento mundial foi revisto em alta para 2021, quando um apoio significativo em termos de políticas impulsionou a procura mundial de bens, e em baixa para 2022 e 2023, em particular devido às repercussões económicas da guerra entre a Rússia e a Ucrânia e ao desvanecimento gradual dos estímulos em termos de políticas. Após uma forte recuperação em 2021 (12,1%), o crescimento das importações mundiais deverá moderar-se em 2022 em resultado da menor atividade e do impacto negativo da guerra entre a Rússia e a Ucrânia sobre o comércio. Em 2023 e 2024, projeta-se que as importações mundiais cresçam a um ritmo mais lento, refletindo o efeito do conflito em curso, uma desaceleração generalizada nas várias regiões e o pressuposto de que a procura de bens de consumo se normalizará gradualmente. Projeta-se que o crescimento da procura externa da área do euro se modere de 9,9% em 2021 para 4% em 2022, 3,2% em 2023 e 3,6% em 2024. Em comparação com as importações mundiais, a procura externa da área do euro é mais fortemente afetada pelo conflito, dado o peso mais elevado no comércio da área do euro da Rússia e dos países da Europa Central e de Leste, que estão mais expostos aos efeitos negativos do conflito do que outros países fora da área do euro. Em comparação com as projeções anteriores, a taxa de crescimento da procura externa da área do euro manteve-se inalterada para 2022, dado que o impacto da invasão contrabalança plenamente o efeito de repercussão positivo de 2021, tendo sido revista em baixa para 2023 (-1,1 pontos percentuais) e 2024 (-0,3 pontos percentuais). Prevê-se que os estrangulamentos no abastecimento comecem a abrandar durante 2022 e se desvançam totalmente até 2023. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos em alta para 2022 e 2023, num contexto de confluência de preços das matérias-primas mais elevados, de estrangulamentos no abastecimento e de recuperação da procura. Embora a trajetória futura da pandemia continue a ser um importante fator de risco que afeta as projeções de referência para a economia mundial, a guerra entre a Rússia e a Ucrânia amplifica substancialmente a incerteza. Em termos prospetivos, os riscos de cauda em sentido descendente resultantes de uma nova intensificação do conflito podem ser significativos e comprometer a recuperação mundial, fomentando simultaneamente as pressões inflacionistas.

Atividade económica e comércio a nível mundial

A economia mundial expandiu-se a um ritmo robusto em 2021, apesar dos fatores adversos relacionados com o ressurgimento da pandemia e dos estrangulamentos no abastecimento.

Em 2021, as infeções por COVID-19 aumentaram consideravelmente em diferentes ocasiões por todo o mundo e afetaram a atividade económica, mesmo nos casos em que não foram impostas medidas de contenção fortes. No entanto, o PIB real continuou a recuperar, impulsionado por um apoio significativo em termos de políticas e uma forte recuperação da procura mundial de bens transformados, à medida que a procura dos consumidores se afastava dos serviços em resposta a medidas de contenção relacionadas com a pandemia. Com os produtores em dificuldades para satisfazer uma procura mais elevada, através de um aumento da oferta de bens em igual medida, e as perturbações no setor logístico que dificultam o fornecimento atempado de fatores de produção, as graves tensões nas redes de produção mundiais começaram já a pesar sobre o ciclo económico mundial no final de 2020, criando assim obstáculos à retoma económica em 2021¹. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) em 2021 foi revisto em alta em 0,3 pontos percentuais, para 6,3%.

Os indicadores baseados em inquéritos apontam para a continuação do crescimento da atividade no primeiro trimestre de 2022 e para o pico das perturbações do lado da oferta desde o final de 2021.

Em fevereiro, o IGC mundial compósito (excluindo a área do euro) subiu para 53,1 face a 51 em janeiro, impulsionado sobretudo pelo setor dos serviços, que recuperou face a uma descida na viragem do ano induzida pela propagação da variante Ómicron. O IGC mundial compósito da produção na indústria transformadora também aumentou, mas em menor escala, sinalizando um crescimento positivo, embora moderado. No geral, o impacto económico da variante Ómicron deverá ser modesto e limitado ao primeiro trimestre de 2022. No entanto, não se pode excluir o surgimento de variantes novas e mais agressivas do vírus, sendo que a COVID-19 constitui ainda um risco em sentido descendente para a economia mundial, apesar da forte proteção oferecida pelas vacinas. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) para o primeiro trimestre de 2022 foi revisto em baixa em 0,7 pontos percentuais, para 0,5% em termos trimestrais em cadeia, em grande parte devido ao impacto da variante Ómicron. Os prazos de entrega dos fornecedores no IGC mundial (excluindo a área do euro) têm vindo a melhorar ligeiramente nos últimos tempos, mas continuam a ser apertados e apontam ainda para longos prazos de entrega, enquanto o congestionamento do transporte marítimo permanece elevado. Ao mesmo tempo, dado o forte crescimento do comércio de mercadorias e da produção automóvel nos últimos meses, afigura-se que as restrições da oferta em alguns setores poderão ter ultrapassado o seu pico. De um modo geral, as projeções macroeconómicas de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE continuam a pressupor que os estrangulamentos

¹ Ver a caixa 1 da presente edição do *Boletim Económico*.

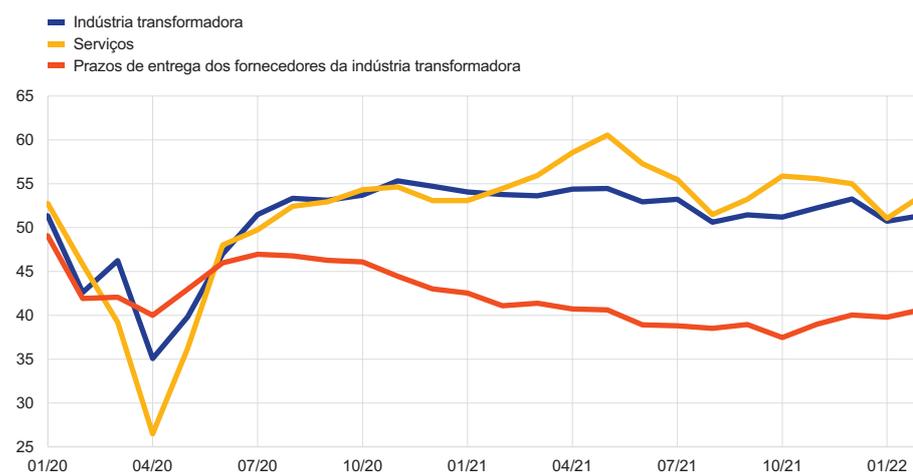
no abastecimento começarão a diminuir gradualmente ao longo de 2022 e desaparecerão totalmente até 2023. Tal acontecerá à medida que a procura dos consumidores voltar a transitar dos bens para os serviços e a capacidade de expedição de mercadorias e a oferta de semicondutores aumentarem em resultado do investimento planeado.

A guerra entre a Rússia e a Ucrânia lança uma incerteza significativa quanto a perspetivas mundiais que, de outra forma, seriam robustas. A invasão russa da Ucrânia provocou nervosismo por toda a economia mundial, sendo que se avalia que pese sobre as perspetivas mundiais por via de três canais principais. Primeiro, as sanções financeiras e comerciais (não energéticas) substanciais impostas à Rússia afetarão gravemente a atividade económica e o comércio no país ao longo do horizonte de projeção. A exclusão de alguns bancos russos da SWIFT traduz-se em perturbações mais vastas, afetando também o comércio mundial, ao comprometer gravemente o financiamento comercial das empresas russas. Segundo, o conflito exerceu pressões ascendentes substanciais sobre os preços das matérias-primas, visto que a Rússia desempenha um papel crucial nos mercados energéticos da UE, ao passo que a Ucrânia é um exportador primordial de matérias-primas – maioritariamente, cereais – para a UE. Os preços das matérias-primas já tinham sido significativamente afetados pelas crescentes tensões geopolíticas ao longo de 2021, e a invasão da Ucrânia fê-los subir ainda mais². Por último, a guerra entre a Rússia e a Ucrânia está a prejudicar a confiança mundial, induzindo efeitos negativos tanto em termos financeiros como na economia real. Espera-se, por sua vez, que a conseqüente deterioração das condições financeiras, a par de tensões geopolíticas persistentes e da incerteza, afete o investimento.

Gráfico 1

IGC mundial do produto (excluindo a área do euro) por setor

(índices de difusão)



Fontes: IHS Markit e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2022.

² Embora, até à data, as sanções não tenham visado diretamente o setor energético, é provável que já tenham ocorrido algumas perturbações do lado da oferta. Isto porque as empresas estão cada vez mais relutantes em comprar petróleo russo, as grandes empresas estão a desinvestir em ativos petrolíferos russos, e os bancos e as companhias de seguros estão cada vez menos dispostos a financiar e contratar seguros sobre o comércio de matérias-primas russas.

O apoio em termos de políticas ao crescimento diminui ao longo do horizonte de projeção. A continuação das surpresas em matéria de inflação no decurso de 2021 levou os bancos centrais a anunciar uma cessação mais rápida dos estímulos relacionados com a pandemia, tendo algumas economias de mercado emergentes (EME) entrado no ciclo de restritividade já em 2021. Consequentemente, as condições financeiras tornaram-se mais restritivas, afetando assim o crescimento económico no Brasil e noutros países. A política monetária está também a tornar-se menos acomodatória em algumas das grandes economias avançadas. O Bank of England começou a aumentar a restritividade em dezembro de 2021 e subiu as taxas de juro três vezes desde então. Nos Estados Unidos, o Sistema de Reserva Federal começou a reduzir os estímulos de política monetária e aumentou a taxa dos fundos federais em março de 2022. Prevê-se agora que o ritmo de aumento da restritividade da política monetária seja mais rápido do que o previsto há alguns meses, incluindo uma redução do ritmo mensal de compras de ativos numa reunião futura. A orientação de política monetária mantém-se acomodatória na China, cujo banco central reduziu recentemente os rácios das reservas mínimas aplicáveis aos bancos e baixou várias taxas diretoras em resposta aos fatores adversos ao crescimento. Também no Japão, a política monetária permanece acomodatória dado que a inflação se situa abaixo do objetivo do banco central.

As condições financeiras mundiais tornaram-se mais restritivas nas economias avançadas e emergentes. Desde as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as condições financeiras nas economias avançadas tornaram-se menos acomodatórias, embora permaneçam amplas nos Estados Unidos quando avaliadas em função da posição da economia no ciclo económico. Inicialmente, os desenvolvimentos foram dominados pelo desvanecimento das preocupações quanto aos riscos em sentido descendente colocados pela variante Ómicron e pelas crescentes expectativas de um aumento da restritividade da política monetária por parte do Sistema de Reserva Federal. Mais recentemente, a invasão russa da Ucrânia levou a uma maior restritividade das condições financeiras, num contexto de deterioração do sentimento face ao risco, especialmente nos mercados europeus. Nas EME, a restritividade das condições financeiras continuou a aumentar, à medida que o sentimento de aversão ao risco acrescia à maior restritividade da política monetária ao longo do último ano, especialmente em EME de grande dimensão, num contexto de inflação elevada (excluindo a China).

Projeta-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) se modere gradualmente ao longo do horizonte de projeção. A partir de 2022, projeta-se que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) registe taxas de crescimento mais moderadas. Tal reflete o impacto de curta duração da variante Ómicron e, mais adiante, o efeito da guerra entre a Rússia e a Ucrânia. Espera-se que a subida da inflação mantenha o consumo privado moderado, enquanto se projeta que as condições mais restritivas no mercado de trabalho e a diminuição do apoio em termos de políticas – que são apenas parcialmente contrabalançadas pelo desvanecimento dos estrangulamentos no abastecimento – continuem a travar a economia. Este é especialmente o caso dos Estados Unidos, onde se pressupõe que o apoio da política monetária se desvaneça a partir de 2022. Além disso, o estímulo orçamental incorporado na atual projeção de referência é inferior ao

pressuposto até às projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Dado que não se espera que o Congresso aprove a “Lei Construir Melhor” (*Build Back Better Act*), apenas as medidas adotadas durante o verão são incluídas nas projeções de referência. Projeta-se que o crescimento económico na Rússia seja gravemente afetado pelos efeitos da guerra na Ucrânia e das sanções impostas. Passando a outras EME, projeta-se que o crescimento abrande no Brasil, principalmente devido ao aumento agressivo da restritividade da política monetária em resposta às maiores pressões inflacionistas, e na Turquia, dada a turbulência nos mercados relacionada com a elevada incerteza em termos de políticas e a inflação muito elevada, afetando negativamente o consumo e o investimento. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento do PIB real mundial foi revisto em baixa ao longo do horizonte de projeção (-0,4 pontos percentuais em 2022, -0,3 pontos percentuais em 2023 e -0,1 pontos percentuais em 2024). Em 2022, o impacto adverso dos fatores acima enumerados é parcialmente compensado por um efeito de repercussão positivo a partir do final de 2021, ao passo que, nos anos seguintes, as revisões em baixa estão relacionadas com um crescimento mundial mais fraco devido à guerra entre a Rússia e a Ucrânia e também com um menor crescimento quer nos Estados Unidos quer em algumas EME de grande dimensão. Prevê-se que o crescimento do PIB real totalize 4,1% em 2022 e 3,6% em 2023 e 2024.

Nos Estados Unidos, prevê-se que a atividade económica tenha abrandado na viragem do ano em resultado da variante Ómicron e do menor apoio governamental. A economia dos Estados Unidos registou uma forte expansão no quarto trimestre de 2021, impulsionada sobretudo pela forte reconstituição de existências. Projeta-se que o crescimento tenha diminuído na viragem do ano devido ao impacto da variante Ómicron e ao menor consumo privado induzido pela redução das transferências públicas. Espera-se que a atividade económica recupere posteriormente, embora apenas gradualmente, uma vez que se considera que a guerra entre a Rússia e a Ucrânia afetará a atividade, especialmente no segundo trimestre. A inflação dos preços no consumidor, quer global quer subjacente, continuou a surpreender em alta nos últimos meses, levando assim a Reserva Federal a começar a cessar os seus estímulos de política monetária e a aumentar as taxas em março de 2022. Paralelamente, o número global de subidas de taxas previstas para 2022 foi aumentado para sete nas projeções do Comité de Operações de Mercado Aberto (*Federal Open Market Committee – FOMC*) de março de 2022 recém-publicadas, incluindo uma ultrapassagem do objetivo da taxa neutra de longo prazo em 2023-2024. Ao longo do horizonte de projeção, o crescimento nos Estados Unidos deverá moderar-se devido a um menor impulso orçamental e a uma maior restritividade da política monetária. Prevê-se que a inflação global atinja um pico superior a 7% no primeiro trimestre de 2022 e diminua depois, mas que permaneça acima do objetivo da Reserva Federal de 2%, consistente com um desvio do produto positivo.

Na China, a atividade económica permaneceu moderada na viragem do ano, fustigada por fatores adversos persistentes. O crescimento do PIB real diminuiu no segundo semestre de 2021 em termos homólogos, refletindo a turbulência no setor do imobiliário residencial e os novos surtos de COVID-19. Estes fatores

adversos continuaram a pesar sobre o investimento e o consumo na viragem do ano, de tal forma que se considera que o crescimento do PIB e do comércio tenha desacelerado no primeiro trimestre de 2022. No segundo trimestre, prevê-se que o efeito da guerra entre a Rússia e a Ucrânia limite ligeiramente a robustez da retoma prevista. A inflação global dos preços no consumidor diminuiu de 1,5% em dezembro para 0,9% em janeiro (em termos homólogos), em grande parte devido à deflação dos preços dos produtos alimentares, uma vez que os preços da carne de suíno se normalizaram e a oferta de produtos alimentares recuperou face a perturbações causadas por condições meteorológicas adversas. A inflação subjacente medida pelo IPC, excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, manteve-se inalterada em 1,2% (em termos homólogos). Os preços mais elevados das matérias-primas resultaram em revisões em alta das previsões de inflação no início de 2022, mas não deverão alterar significativamente as perspetivas de inflação para o período de 2022 a 2024. A política está a tornar-se mais acomodatória para contrabalançar os fatores adversos ao crescimento económico.

No Japão, espera-se uma recuperação mais firme no futuro, na sequência de um abrandamento temporário do crescimento no início de 2022. A recuperação económica foi retomada perto do final de 2021, depois de as medidas de contenção terem sido levantadas no final do verão e algumas restrições da oferta terem começado a diminuir. Embora seja de esperar que a economia tenha abrandado novamente no início de 2022 devido ao impacto da variante Ómicron e às restrições da oferta persistentes, considera-se que haverá uma recuperação mais firme no futuro, apoiada pelos recentes anúncios de estímulos adicionais em termos de política orçamental. Considera-se que, nesta fase, as repercussões da guerra entre a Rússia e a Ucrânia são bastante limitadas e ocorrem principalmente no curto prazo. Subsequentemente, prevê-se que o crescimento económico se moderará e regressará gradualmente à tendência. Projeta-se que a inflação homóloga medida pelo IPC aumente no curto prazo, refletindo, em parte, a dissipação de alguns fatores temporários (incluindo a redução dos custos de chamadas de telemóvel), mas permaneça abaixo do objetivo do banco central ao longo do horizonte de projeção.

No Reino Unido, espera-se que as perspetivas permaneçam bastante moderadas, num contexto de fortes pressões sobre os preços e de estrangulamentos persistentes no abastecimento. O ritmo de recuperação económica manteve-se fraco no último trimestre de 2021, sobretudo devido à rápida propagação da variante Ómicron em dezembro, que acresceu às tensões provocadas pelos estrangulamentos no abastecimento e pela escassez de mão de obra em alguns setores. Embora a pressão exercida pela variante Ómicron pareça ser de curta duração, considera-se que as repercussões da guerra entre a Rússia e a Ucrânia afetarão o crescimento no curto prazo. Mais adiante, outros obstáculos mais estruturais, em parte relacionados com o Brexit, deverão continuar a pesar sobre a atividade do Reino Unido ao longo do horizonte de projeção. A inflação dos preços no consumidor surpreendeu em alta em janeiro, em resultado dos preços elevados dos produtos alimentares e dos custos crescentes dos serviços. Projeta-se que a inflação global atinja um pico próximo de 7% no segundo trimestre de 2022 – esperando-se novas subidas das taxas pelo Bank of England – e que se modere posteriormente.

Nos Estados-Membros da UE da Europa Central e de Leste, prevê-se que os fatores adversos – sobretudo os relacionados com a guerra na Ucrânia – abrandem o ritmo de expansão económica.

A atividade na Europa Central e de Leste continuou a expandir-se a um ritmo robusto no segundo semestre de 2021, devido ao forte consumo das famílias. Em termos prospetivos, prevê-se que o crescimento real do PIB se modere, no contexto das repercussões económicas da guerra na Ucrânia, dos estrangulamentos persistentes no abastecimento, das pressões sobre os preços e de um aumento temporário do número de novos casos de COVID-19. Espera-se que a atividade económica permaneça resiliente no médio prazo, impulsionada pela retoma da procura interna. A evolução dos mercados energéticos e os dados mais recentes apontam para a continuação das pressões inflacionistas em 2022 e 2023, projetando-se, porém, uma normalização no sentido de taxas mais moderadas no final do horizonte de previsão.

Na Rússia, a economia deverá entrar em recessão em 2022, em resultado da invasão da Ucrânia e das consequentes sanções impostas por países ocidentais.

O dinamismo do crescimento foi forte no final de 2021, mas as sanções pesadas e o sentimento negativo deverão reduzir significativamente o financiamento interno e externo, reduzir o consumo e o investimento e perturbar o comércio internacional da Rússia. A depreciação significativa do rublo levou o banco central a aumentar a sua taxa diretora de 9,5% para 20% e a impor controlos de capital para estabilizar os mercados. Numa análise prospetiva, a depreciação do rublo e os choques sobre os preços das importações decorrentes das sanções provavelmente manterão a inflação elevada. Espera-se que a inflação regresse ao objetivo do banco central da Rússia de 4% apenas gradualmente no médio prazo. As perspetivas permanecem ensombradas por riscos geopolíticos significativos.

No Brasil, prevê-se que um rápido aumento da restritividade da política monetária e uma conjuntura externa menos favorável afetarão o crescimento em 2022.

Observou-se uma retoma do crescimento económico no último trimestre de 2021, à medida que as exportações líquidas deixavam de ser um obstáculo tão proeminente. Ao mesmo tempo, a recuperação da procura interna manteve-se moderada devido à inflação elevada, à subida das taxas de juro, à deterioração do sentimento de mercado e a estrangulamentos persistentes no abastecimento. O rápido aumento da restritividade da política monetária e a conjuntura externa menos favorável deverão pesar sobre o crescimento em 2022, ao passo que o impacto da variante Ómicron deverá ser apenas de curta duração. Projeta-se que o crescimento económico recupere ligeiramente para além de 2022, à medida que o sentimento de mercado melhora e os estrangulamentos no abastecimento diminuem. Porém, mas a margem de manobra orçamental limitada e os progressos insuficientes em matéria de reformas estruturais continuarão a restringir as perspetivas de crescimento no médio prazo. Dada a recente subida considerável dos preços das matérias-primas, a inflação dos preços no consumidor só deverá regressar ao objetivo em 2023.

Na Turquia, prevê-se que a atividade económica abrandará acentuadamente após um forte crescimento em 2021, à medida que a incerteza em termos de políticas e os desequilíbrios macroeconómicos são exacerbados pela exposição significativa às repercussões da guerra entre a Rússia e a

Ucrânia. Em 2021, a atividade económica recuperou fortemente na Turquia, graças a políticas económicas acomodáticas, à procura latente e à procura externa dinâmica. Apesar das crescentes pressões inflacionistas e de depreciação, o banco central procedeu à quarta redução consecutiva da taxa diretora em dezembro, para 14%. Consequentemente, os mercados cambiais e bolsistas registaram uma volatilidade historicamente elevada, posteriormente limitada por intervenções cambiais consideráveis e pela introdução de um novo esquema de depósitos a prazo protegidos denominados em liras. A inflação atingiu 36,1% em dezembro de 2021 e aumentou para quase 55% em fevereiro de 2022. Em termos prospetivos, prevê-se que um abrandamento do consumo privado induzido pelo aumento dos custos de vida, aliado a uma redução do investimento, afete as perspetivas de crescimento. É provável que as repercussões económicas da guerra entre a Rússia e a Ucrânia sejam significativas para a Turquia, dados os grandes fluxos de turistas de ambos os países, bem como a dependência da Turquia de importações (de produtos energéticos) provenientes da Rússia. Por conseguinte, o conflito poderia afetar gravemente o crescimento e a estabilidade macroeconómica, acrescentando às pressões inflacionistas, reduzindo as exportações e aumentando o défice da balança corrente, o que, por sua vez, poderia exacerbar a já considerável depreciação da lira.

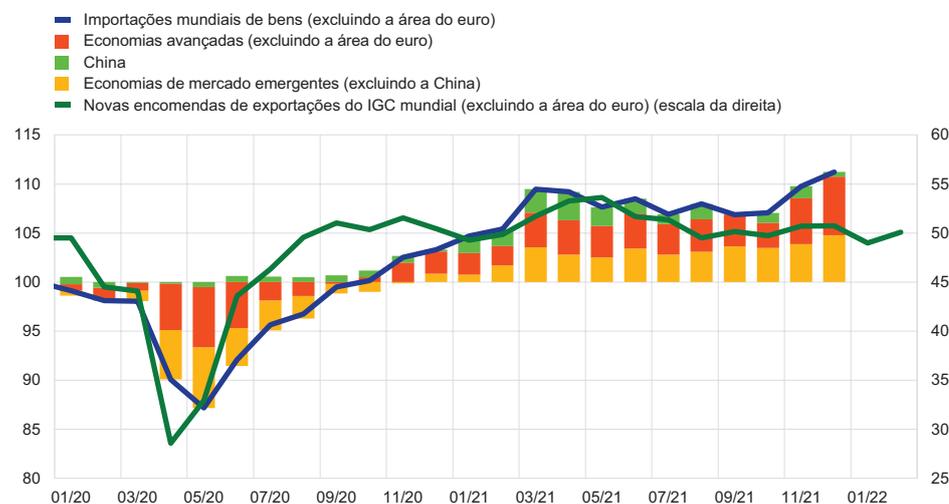
O comércio mundial (excluindo a área do euro) cresceu de forma robusta em 2021, apoiado pela forte procura de bens, não obstante as perturbações na cadeia de abastecimento. O comércio mundial revelou-se mais forte do que o esperado no segundo semestre de 2021, impulsionado por um desempenho robusto nas economias emergentes da Ásia e, no quarto trimestre, nos Estados Unidos. As tensões nas redes de produção mundiais continuam a fazer-se sentir no setor de expedição de mercadorias, em particular, onde os preços permanecem elevados. Em contrapartida, a recuperação da produção automóvel a nível mundial aponta para uma ligeira atenuação da escassez de semicondutores nos últimos meses. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento das importações mundiais (excluindo a área do euro) para 2021 foi revisto em alta em 1 ponto percentual, para 12,1%.

Os indicadores de elevada frequência que têm vindo a ser disponibilizados apontam para um crescimento fraco do comércio na viragem do ano, embora se preveja que tal seja temporário. Entre dezembro e janeiro, o comércio de serviços (como refletido nos indicadores semanais para reservas de hotéis e número de voos) diminuiu à medida que a pandemia se intensificava. Esta volatilidade revelou-se apenas temporária, à medida que começavam a dissipar-se as preocupações acerca da gravidade do impacto da variante Ómicron. Para o primeiro trimestre de 2022, os dados de elevada frequência apontam para a continuação do crescimento do comércio decorrente da forte procura, em particular de produtos siderúrgicos e tecnológicos, e estrangulamentos um pouco menos disruptivos. As encomendas de exportações de Taiwan, que servem de guia a nível mundial da procura mundial de tecnologia, aumentaram acentuadamente desde meados de 2021, atingindo máximos históricos em novembro. A produção siderúrgica recuperou fortemente perto do final de 2021, após uma contração acentuada no terceiro trimestre, num contexto de abrandamento do setor imobiliário chinês e de novas vagas de infeções por COVID-19. Esta forte recuperação deverá ter continuado no início de 2022.

Gráfico 2

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

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



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

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2022 (IGC) e a dezembro de 2021 (importações mundiais de bens).

Espera-se que o crescimento das importações mundiais (excluindo a área do euro) se normalize gradualmente ao longo do horizonte de projeção.

Os resultados melhores do que o esperado no segundo semestre de 2021 originam um grande efeito de repercussão em 2022, que mais do que compensa a dinâmica mais fraca resultante das revisões da atividade mundial e dos efeitos negativos sobre o comércio da guerra entre a Rússia e a Ucrânia. Em 2023, projeta-se que as importações mundiais cresçam a um ritmo mais moderado, refletindo o efeito do conflito em curso, uma desaceleração generalizada nas várias regiões e o pressuposto de que a procura de bens de consumo se normalizará gradualmente. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento das importações mundiais foi revisto em alta para 2022 (de 0,7 pontos percentuais), devido ao efeito de repercussão positivo, e em baixa para 2023 e 2024 (em 0,7 pontos percentuais e 0,2 pontos percentuais, respetivamente).

Projeta-se também que a procura externa da área do euro registre uma moderação gradual ao longo do horizonte de projeção, espelhando as repercussões da guerra entre a Rússia e a Ucrânia.

Depois de totalizar 9,9% em 2021, projeta-se que o crescimento da procura externa da área do euro registre uma moderação para 4,0% em 2022, 3,2% em 2023 e 3,6% em 2024. Em comparação com as importações mundiais, é mais fortemente afetado pelo conflito, dada a proporção considerável do comércio da área do euro representada pela Rússia e pelos países da Europa Central e de Leste, que estão mais expostos aos efeitos negativos do conflito do que outros países fora da área do euro. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a taxa de crescimento da procura externa da área do euro manteve-se inalterada para 2022, dado que o impacto da invasão contrabalança plenamente o efeito de repercussão positivo de 2021,

tendo sido revista em baixa para 2023 (1,1 pontos percentuais) e 2024 (0,3 pontos percentuais).

Sendo a incerteza em torno das previsões muito elevada, considera-se que o balanço de riscos em torno das perspetivas mundiais se encontra enviesado em sentido descendente no que respeita à atividade e em sentido ascendente no que respeita à inflação. Embora a pandemia constitua ainda um importante risco em sentido descendente para as perspetivas mundiais, a invasão russa da Ucrânia aumentou significativamente a incerteza mundial e está a minar o crescimento mundial. Numa análise prospetiva, os riscos de cauda em sentido descendente resultantes de uma nova intensificação do conflito podem ser significativos e comprometer a recuperação mundial, fomentando simultaneamente as pressões inflacionistas. As empresas poderão transmitir aos consumidores os preços mais elevados das matérias-primas, que contribuem para a subida dos custos de produção, sob a forma de preços mais elevados dos bens finais. Tal, por sua vez, poderá conduzir a maiores reivindicações salariais e a novas pressões inflacionistas através de espirais salários-preços. Além disso, o conflito entre a Rússia e a Ucrânia poderia agravar os estrangulamentos no abastecimento, gerando escassez de matérias-primas e, em particular, de produtos de base críticos, bem como problemas logísticos e de transporte resultantes de proibições de voos e de expedição de mercadorias que afetem o comércio em toda a região.

Evolução dos preços a nível mundial

Os preços elevados e crescentes dos produtos energéticos continuam a ser um fator adverso importante para a economia mundial. Os preços à vista do petróleo aumentaram rapidamente desde a data de fecho da informação para as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema (+57% em 9 de março) e continuam a refletir a retoma da procura, bem como as limitações do lado da oferta. Do lado da procura, os mercados petrolíferos parecem refletir a perspetiva otimista de que a variante Ómicron não afetará a procura mundial de petróleo tanto quanto se temia anteriormente. Mais recentemente, os preços do petróleo foram impulsionados sobretudo pelos riscos para a oferta. Primeiro, a invasão russa da Ucrânia gerou apreensão quanto às ameaças de curto prazo à oferta de petróleo, uma vez que a Rússia representa cerca de 10% da oferta mundial. Segundo, os países da OPEP+ continuaram a ficar aquém dos objetivos planeados para a produção, em particular a Nigéria e a Angola, devido a infraestruturas obsoletas e à instabilidade política. De acordo com o mais recente relatório do US Energy Information Administration (gabinete da Administração norte-americana de estatísticas de energia), é pouco provável que os objetivos para 2022 sejam atingidos, uma vez que alguns países estão a ter dificuldades em repor a capacidade não utilizada. Os preços dos futuros do petróleo mantêm-se numa trajetória descendente, refletindo a atual restritividade no mercado petrolífero e uma elevada taxa de rendimento de conveniência, mas os riscos de cauda em sentido ascendente aumentaram à medida que as tensões entre a Rússia e a Ucrânia degeneravam em guerra. Os preços à vista do gás na Europa permanecem muito voláteis, refletindo receios de que a Rússia possa racionar o

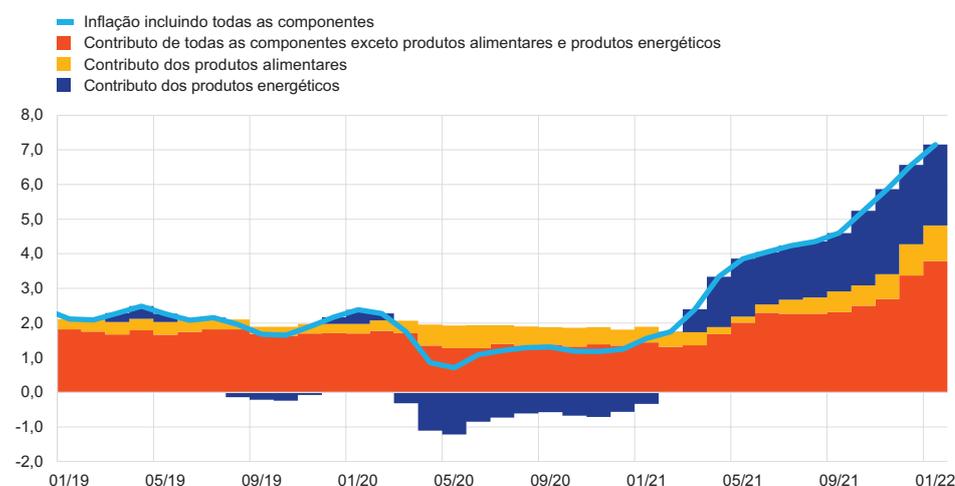
aprovisionamento energético à Europa no contexto de um conflito potencialmente prolongado (à data de fecho da informação de 9 de março, estavam 62% acima do indicado nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema). Os preços das matérias-primas não energéticas também aumentaram, devido à subida dos preços dos metais e dos produtos alimentares, uma vez que os preços elevados dos produtos energéticos fizeram subir os preços dos metais e dos fertilizantes, entre outros fatores. Em particular, o preço do trigo aumentou substancialmente após a invasão russa da Ucrânia, uma vez que os dois países se contam entre os maiores exportadores deste cereal no mundo, representando, no seu conjunto, 25% da oferta mundial.

A inflação dos preços no consumidor aumentou acentuadamente nas economias avançadas e nas economias emergentes em 2021. Em várias economias importantes, a inflação dos preços no consumidor surpreendeu em alta no decurso de 2021, devido a um conjunto de fatores (por exemplo, preços elevados dos produtos energéticos, tensões nas redes de produção mundiais e escassez de mão de obra), que estão a revelar-se mais persistentes do que o inicialmente pressuposto. Nos países da OCDE, a inflação medida pelo IPC acelerou pelo quarto mês consecutivo em janeiro, atingindo 7,2%, enquanto a inflação subjacente se situou em 5,1%. Tal marcou um aumento muito acentuado em comparação com dezembro (+0,6 pontos percentuais e +0,5 pontos percentuais, respetivamente), impulsionado em larga medida pela evolução excepcional dos preços na Turquia, onde a inflação global em janeiro aumentou para 48,7%. Excluindo a Turquia, o aumento da inflação global foi mais moderado (subindo para 5,8%, face a 5,5% em dezembro), mas ainda considerável e generalizado nos vários países. Embora o aumento da inflação nas EME a tenha empurrado para níveis globalmente consentâneos com as regularidades históricas, a inflação nas economias avançadas atingiu máximos plurianuais.

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 2022.

É provável que as pressões inflacionistas entre os principais parceiros comerciais da área do euro persistam em 2022, embora com uma intensidade decrescente em alguns casos, implicando a continuação do elevado crescimento dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro.

Os preços no produtor a nível mundial subiram consideravelmente, suportados pelos preços crescentes dos produtos energéticos e de outras matérias-primas, em particular produtos alimentares, num contexto de persistentes desajustamentos entre oferta e procura, também sustentados por anteriores estímulos em termos de políticas. Como reflexo deste facto, projeta-se que a taxa de crescimento anual dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro seja muito mais forte do que o anteriormente esperado em 2022, abrandando depois para um ritmo mais moderado ao longo do resto do horizonte de projeção.

2 Evolução financeira

Ao longo do período em análise (16 de dezembro de 2021 a 9 de março de 2022), os mercados financeiros da área do euro foram predominantemente influenciados, até 24 de fevereiro de 2022, por alterações nas perspetivas de inflação e uma incerteza geopolítica crescente quanto a uma possível intervenção militar da Rússia na Ucrânia e, após 24 de fevereiro de 2022, pela invasão de larga escala da Ucrânia pela Rússia. Refletindo expectativas crescentes de normalização da política monetária num contexto de aumento das expectativas de inflação no curto prazo, os prazos curtos da curva a prazo da taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) aumentaram acentuadamente, algo que se verificou até ao final de fevereiro. Depois disso, as taxas a prazo diminuíram, em certa medida, com os mercados a ajustar as suas perspetivas de política face à invasão da Ucrânia pela Rússia. Em linha com as taxas de curto prazo, as taxas a longo prazo isentas de risco dos swaps indexados pelo prazo overnight também registaram fortes subidas num primeiro momento, evidenciando, depois, inversões perto do final do período em análise. De um modo geral, os diferenciais das obrigações soberanas mantiveram-se praticamente inalterados. A incerteza geopolítica acrescida que se verifica desde o final de fevereiro desencadeou uma volatilidade significativa nos vários mercados, com as ações a nível mundial a registar perdas consideráveis. Os diferenciais das obrigações das empresas da área do euro aumentaram durante o período em análise, uma tendência que acelerou após a invasão da Ucrânia pela Rússia. O euro depreciou-se face à maioria das principais moedas.

A média da taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) foi de -58 pontos base durante o período em análise. A liquidez excedentária aumentou aproximadamente 105 mil milhões de euros para 4483 mil milhões de euros, refletindo principalmente um aumento de cerca de 140 mil milhões de euros³ em títulos detidos para fins de política monetária 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), bem como o recurso à décima operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) no valor de 51,97 mil milhões de euros em 22 de dezembro de 2021. O crescimento de ativos relacionados com a política monetária foi substancialmente compensado por reembolsos antecipados associados a operações das ORPA direcionadas III anteriores, no montante de 60,21 mil milhões de euros de fundos disponibilizados.

Após a reunião do Conselho do BCE de dezembro, observou-se uma variação acentuada em sentido ascendente dos prazos curtos da curva a prazo da €STR, que acelerou após a reunião do Conselho do BCE de fevereiro, sugerindo uma reavaliação significativa das expectativas de forte aumento das taxas pelos participantes no mercado, enquanto a curva se tornou um pouco menos inclinada após a invasão da Ucrânia pela Rússia em 24 de fevereiro de

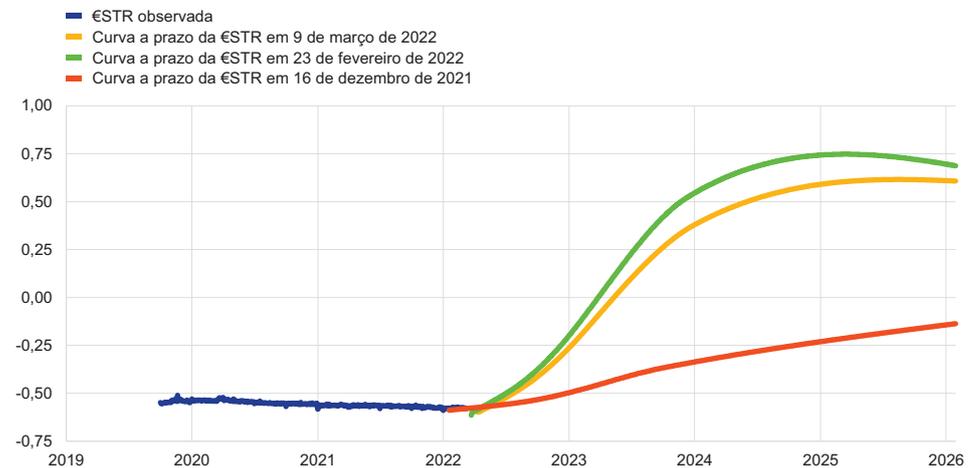
³ Da semana que terminou em 17 de dezembro de 2021 até à semana que terminou em 4 de março de 2022.

2022 (gráfico 4). Os prazos curtos da curva a prazo da €STR deslocaram-se em sentido ascendente durante a primeira parte do período em análise, até finais de fevereiro, num contexto de surpresas em alta na inflação global e de expectativas de inflação crescentes no curto prazo. Este aumento repentino foi especialmente marcado à luz das expectativas de normalização da política monetária mais firmes decorrentes da reunião do Conselho do BCE de fevereiro. Mais tarde no período em análise, em resposta à invasão da Ucrânia pela Rússia, a subida da curva a prazo da €STR inverteu-se em certa medida, dada a maior incerteza sobre as repercussões económicas da guerra ainda em curso. De um modo geral, as previsões para a trajetória e data de subida da taxa estiveram rodeadas de um considerável nível de incerteza, como refletido pela elevada volatilidade nos mercados monetários.

Gráfico 4

Taxas implícitas nos contratos a prazo da €STR

(percentagens por ano)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

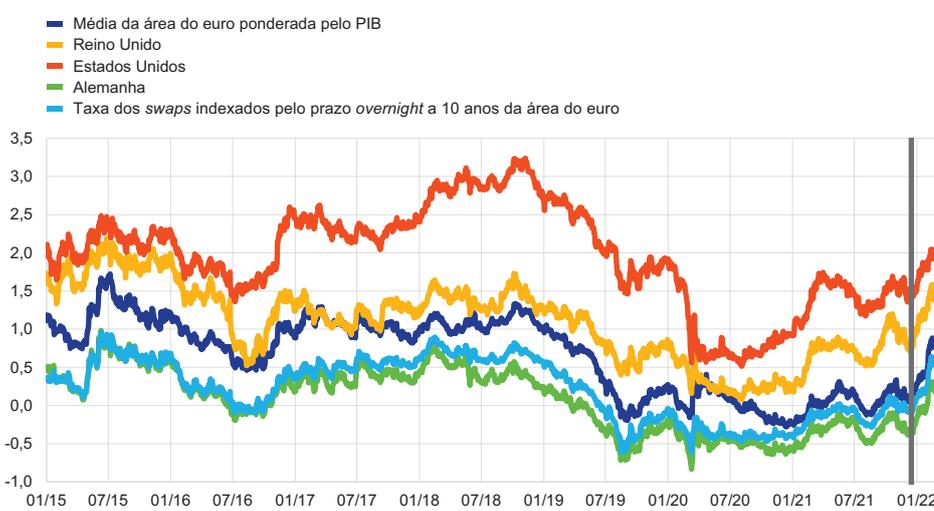
As taxas de rentabilidade médias das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro aumentaram paralelamente às taxas isentas de risco, atingindo níveis significativamente mais elevados do que o verificado no início do período em análise, não obstante uma queda transitória após a invasão da Ucrânia pela Rússia em 24 de fevereiro de 2022, com padrões que diferem parcialmente entre os países da área do euro (gráfico 5). Entre meados de dezembro e meados de fevereiro, as taxas de rentabilidade das obrigações soberanas aumentaram em linha com a forte tendência em sentido ascendente das taxas de mais longo prazo isentas de risco, o que também resultou numa maior inclinação da curva de rendimentos das obrigações soberanas, refletindo uma maior compensação pela inflação num contexto de diminuição da preocupação com a variante Ómicron do coronavírus (COVID-19) e expectativas mais firmes no tocante à normalização da política monetária. No entanto, as taxas de rentabilidade das obrigações soberanas desceram posteriormente, na sequência da invasão da Ucrânia pela Rússia, à medida que as taxas reais caíam, com alguns movimentos menores de fuga para a segurança, mas, de um modo geral, com uma descida generalizada na área do euro num contexto de expectativas de normalização

mais lenta da política monetária, tendo em conta as incertezas económicas no futuro. Ao longo do período em análise, tanto a taxa de rendibilidade média das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB como a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos isenta de risco com base na €STR aumentaram aproximadamente 70 pontos base, para 0,74% e 0,64%, respetivamente. A evolução foi semelhante nos Estados Unidos, onde a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos aumentou cerca de 50 pontos base, atingindo 1,95% no final do período em análise.

Gráfico 5

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

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

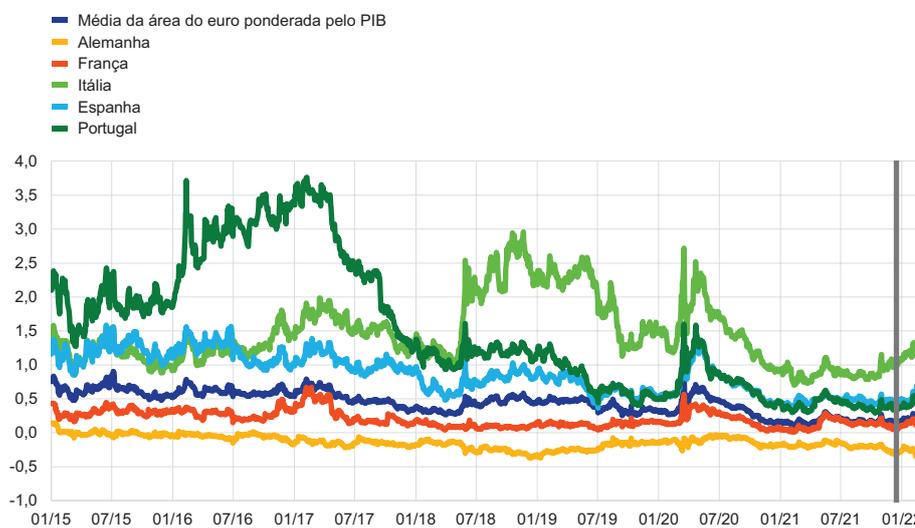
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 16 de dezembro de 2021. As últimas observações referem-se a 9 de março de 2022.

Os diferenciais das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro em relação às taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR aumentaram em algumas jurisdições, especialmente após a reunião do Conselho do BCE de fevereiro, diminuindo depois novamente devido à escalada da guerra na Ucrânia (gráfico 6). Vários mercados de obrigações soberanas evidenciaram aumentos dos diferenciais pela altura da reunião do Conselho do BCE de fevereiro, em antecipação de uma possível normalização da política monetária num contexto de preocupações com a subida da inflação (por exemplo, 19 pontos base em Itália, 12 pontos base em Portugal e 11 pontos base em Espanha entre 2 e 4 de fevereiro de 2022). No entanto, a mais recente escalada do conflito entre a Rússia e a Ucrânia mais do que inverteu o movimento ascendente, com a diminuição das expectativas de aumento das taxas de juro. No final do período em análise, o diferencial médio das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderado pelo PIB registou menos 7 pontos base do que em dezembro. Esta variação foi afetada pela diminuição dos diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo na Alemanha, que se tornaram mais negativos em quase 20 pontos base na segunda metade do período em análise, possivelmente impulsionados por uma fuga para países mais seguros num contexto de tensões geopolíticas.

Gráfico 6

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

(pontos percentuais)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos com base na €STR à taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 16 de dezembro de 2021. As últimas observações referem-se a 9 de março de 2022.

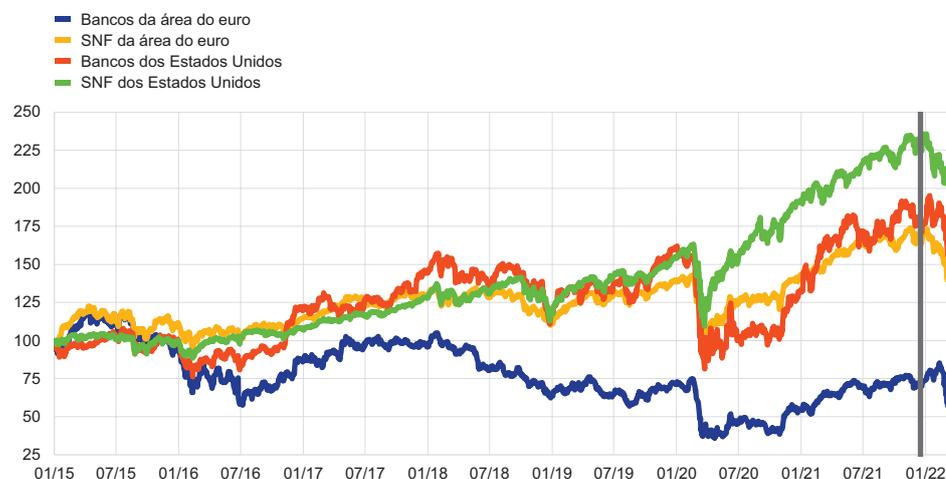
Após uma subida inicial para máximos históricos, os mercados acionistas mundiais registaram um período de venda generalizada, inicialmente em resposta à subida das taxas de juro isentas de risco e, posteriormente, de forma mais significativa, devido ao aumento da incerteza geopolítica (gráfico 7).

Embora, no início do período em análise, as expectativas de crescimento sólido dos lucros tenham sustentado os mercados acionistas de um modo geral, posteriormente, os preços das ações diminuíram tanto na área do euro como nos Estados Unidos, em resposta ao aumento das taxas de desconto isentas de risco. No final de fevereiro, a materialização das tensões entre a Rússia e a Ucrânia e as sanções financeiras subsequentemente impostas pelos países ocidentais à Rússia exerceram uma pressão adicional em sentido descendente sobre os preços das ações e levaram a uma volatilidade significativa nos mercados em ambos os lados do Atlântico. Mais especificamente, durante o conjunto do período em análise, os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) caíram 12% na área do euro e 9% nos Estados Unidos, enquanto os preços das ações da área do euro e dos Estados Unidos registaram uma diminuição de 10% e 8%, respetivamente. A menor prestação dos mercados acionistas na área do euro, quando comparada com os Estados Unidos, refletiu a exposição relativamente maior da Europa a repercussões económicas e financeiras decorrentes do conflito e das sanções a este associadas.

Gráfico 7

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

(índice: 1 de janeiro de 2018 = 100)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 16 de dezembro de 2021. As últimas observações referem-se a 9 de março de 2022.

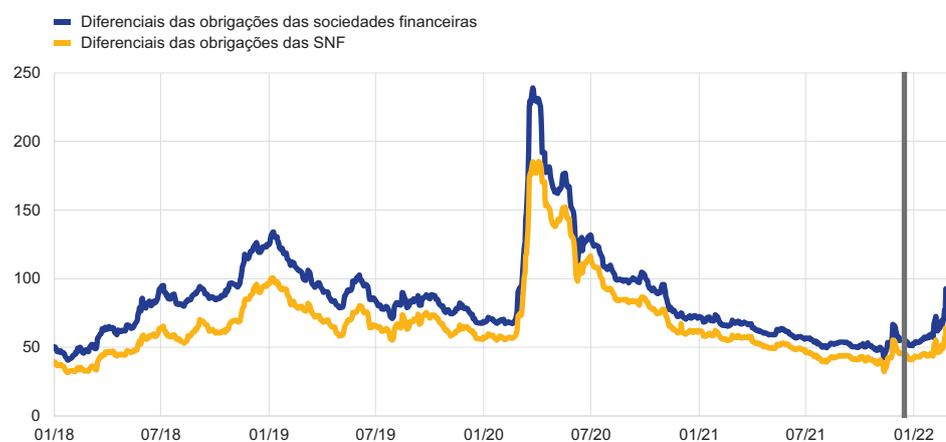
Refletindo a evolução dos preços das ações, os diferenciais das obrigações de empresas da área do euro registaram um alargamento durante o período em análise, especialmente após a invasão da Ucrânia pela Rússia

(gráfico 8). No início do 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) começaram a aumentar ligeiramente devido à previsão de normalização da política monetária, aumentando depois de forma mais significativa em resposta às grandes tensões entre a Rússia e a Ucrânia que se manifestaram em finais de fevereiro.

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 correspondem à diferença entre as taxas dos swaps de ativos e a 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 16 de dezembro de 2021. As últimas observações referem-se a 9 de março de 2022.

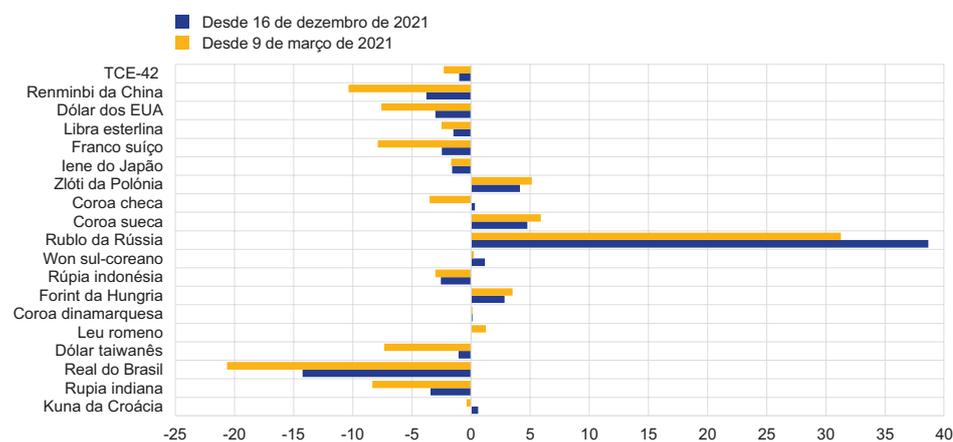
Nos mercados cambiais, o euro registou uma depreciação generalizada em termos ponderados pelo comércio (gráfico 9).

No período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro, enfraqueceu 1,0%. No que se refere aos movimentos da taxa de câmbio bilateral, o euro continuou a registar uma depreciação face ao dólar dos Estados Unidos (-3,0%), refletindo o novo alargamento do diferencial das taxas de juro de curto prazo entre a área do euro e os Estados Unidos. Este último foi impulsionado pela retoma mais rápida da atividade económica e pela inflação mais elevada nos Estados Unidos, que afetou a trajetória esperada para a sua política monetária. O euro também se depreciou face a outras das principais moedas, incluindo o franco suíço (-2,5%), o iene do Japão (1,6%) e a libra esterlina (-1,5%). Adicionalmente, registou uma depreciação face às moedas da maioria das principais economias emergentes, incluindo o renminbi da China (-3,8%). Paralelamente, o euro registou uma forte apreciação face ao rublo russo, que caiu mais de 30% num único dia, no seguimento de uma imposição de sanções económicas e financeiras sem precedentes contra a Federação da Rússia em resposta à invasão da Ucrânia por parte desta, que viola a lei internacional. Dada a natureza das transações no mercado do rublo, o BCE suspendeu a publicação de uma taxa de referência do euro para o rublo da Rússia no dia 1 de março de 2022. Ao longo do período de referência, o euro apreciou-se globalmente face às moedas da maioria dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro.

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 9 de março de 2022, exceto o rublo da Rússia, para o qual a variação é calculada utilizando a taxa de câmbio prevaletente em 1 de março de 2022 devido à suspensão de publicação da taxa de referência do euro para o rublo da Rússia.

3 Atividade económica

Em 2021, o PIB real da área do euro cresceu 5,3%, ultrapassando ligeiramente o nível anterior à pandemia no final do ano. No último trimestre do ano, o ritmo de expansão moderou, devido ao fraco consumo privado, que registou uma contração de 0,6% em resultado de um aumento das infeções por coronavírus (COVID-19), conjugado com preços mais elevados dos produtos energéticos, que pesaram sobre o poder de compra das famílias. O comércio líquido também deu um contributo negativo para o crescimento no quarto trimestre. Em contrapartida, o investimento e o consumo do setor público deram contributos positivos para o crescimento económico. Do lado da produção, a recuperação em curso da produção industrial sugere que os estrangulamentos no abastecimento continuam significativos, mas a diminuir gradualmente. Globalmente, os mais recentes dados, inquéritos e indicadores de elevada frequência apontam para a continuação da fragilidade económica no primeiro trimestre de 2022, no contexto dos efeitos de repercussão negativos da fraca atividade registada no final de 2021, das perturbações persistentes do lado da oferta, dos preços elevados dos produtos energéticos e dos efeitos em curso da guerra na Ucrânia.

Espera-se uma retoma do crescimento no decurso de 2022, à medida que vários fatores adversos começam a desvanecer-se. A melhoria esperada baseia-se na diminuição do impacto económico da pandemia de COVID-19, na continuação de condições de financiamento favoráveis e na melhoria do mercado de trabalho. No entanto, estima-se que a guerra na Ucrânia tenha reduzido as intenções de despesa no curto prazo, principalmente através do respetivo impacto nos custos dos produtos energéticos e na confiança, o que resultou em expectativas de uma expansão mais fraca no segundo trimestre.

Esta avaliação encontra-se globalmente refletida no cenário de referência das projeções macroeconómicas de março de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE. As projeções indicam que o crescimento do PIB real anual se situará em 3,7% em 2022, 2,8% em 2023 e 1,6% em 2024. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a atividade económica foram revistas em baixa em 0,5 pontos percentuais em 2022 e 0,1 pontos percentuais em 2023, mantendo-se inalteradas para 2024. As revisões para 2022 refletem, em grande medida, o impacto da crise na Ucrânia nos preços dos produtos energéticos, na confiança e no comércio. Os riscos para as perspetivas económicas aumentaram substancialmente com a invasão da Ucrânia pela Rússia e apresentam-se enviesados em sentido descendente. Apesar de os riscos relacionados com a pandemia terem diminuído, a guerra na Ucrânia poderá ter um efeito mais forte do que o esperado sobre o sentimento económico e agravar de novo as restrições do lado da oferta. Antes da eclosão da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, a economia da área do euro tinha registado uma recuperação sustentada, com o crescimento a atingir o nível anterior à crise, apesar dos fatores adversos relacionados com a pandemia, as perturbações do lado da oferta e os preços elevados dos produtos energéticos. Embora as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE apontem para

uma expansão da atividade económica a um ritmo robusto no horizonte de médio prazo, a guerra entre a Rússia e a Ucrânia terá um impacto materialmente relevante na atividade. Em cenários alternativos que têm em conta o impacto económico da guerra, o crescimento poderá ser significativamente enfraquecido por subidas mais acentuadas dos preços dos produtos energéticos e das matérias-primas, bem como entraves mais consideráveis ao comércio e ao sentimento.

Após dois trimestres de expansão dinâmica, o crescimento do PIB real diminuiu no quarto trimestre de 2021.

O crescimento modesto de 0,3% no quarto trimestre deveu-se principalmente à fragilidade do consumo privado e do comércio líquido, enquanto o investimento e o consumo do setor público, juntamente com a evolução das existências, contribuíram de forma positiva para o crescimento (gráfico 10). No final de 2021, a produção tinha ultrapassado ligeiramente o nível anterior à pandemia, aumentando 5,3% no conjunto do ano. Do lado da produção, a evolução no quarto trimestre de 2021 variou entre setores. Embora o valor acrescentado no setor dos serviços tenha diminuído na sequência da imposição de novas medidas de contenção no contexto do ressurgimento de casos de COVID-19 (gráfico 11, painel da esquerda), a produção no setor industrial (excluindo a construção) voltou a aumentar, apresentando uma dinâmica positiva no último trimestre de 2021.

Gráfico 10

PIB real da área do euro e componentes

(taxas de variação (%) desde o quarto trimestre de 2019; contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2021.

Prevê-se que o crescimento do PIB da área do euro permaneça moderado no primeiro trimestre de 2022, no contexto de efeitos de repercussão negativos da fraca atividade observada no final de 2021, dos preços elevados dos produtos energéticos e dos efeitos em curso da guerra na Ucrânia.

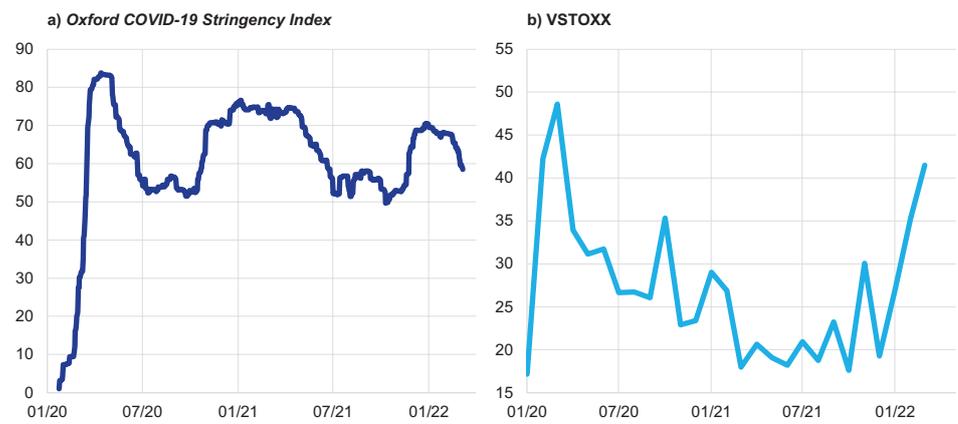
Embora se esperasse uma normalização das taxas de crescimento no seguimento de sinais emergentes de uma atenuação gradual dos estrangulamentos no abastecimento (caixa 1) e da dissipação da vaga da variante Ómicron, é provável que o atual abrandamento tenha sido amplificado pelos efeitos combinados de aumentos acentuados dos preços dos produtos energéticos e dos elevados níveis

de incerteza no contexto da guerra na Ucrânia (gráfico 11, painel da direita). Os dados disponibilizados nos primeiros meses de 2022 apontam para uma taxa de crescimento igualmente moderada no curto prazo. Num contexto de incerteza persistente acerca da pandemia e de pressões inflacionistas elevadas, a ronda de fevereiro do inquérito da Comissão Europeia aos consumidores indicou que, de um modo geral, a confiança dos consumidores e as expetativas das famílias relativamente à sua situação financeira futura registaram nova deterioração.

Gráfico 11

O Oxford Stringency Index e a medida de incerteza na área do euro

(Índice)



Fontes: Bloomberg, Universidade de Oxford e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O *Oxford COVID-19 Stringency Index* (Índice de rigor face à COVID-19 da Oxford) é uma medida composta com base em nove indicadores de resposta governamentais, os quais incluem encerramentos de escolas, encerramentos de locais de trabalho e proibições de viagem, redimensionados para um valor de 0 a 100 (100 = o valor mais rigoroso). O índice VSTOXX mede a volatilidade no índice EURO STOXX 50. As últimas observações referem-se a 9 de março de 2022.

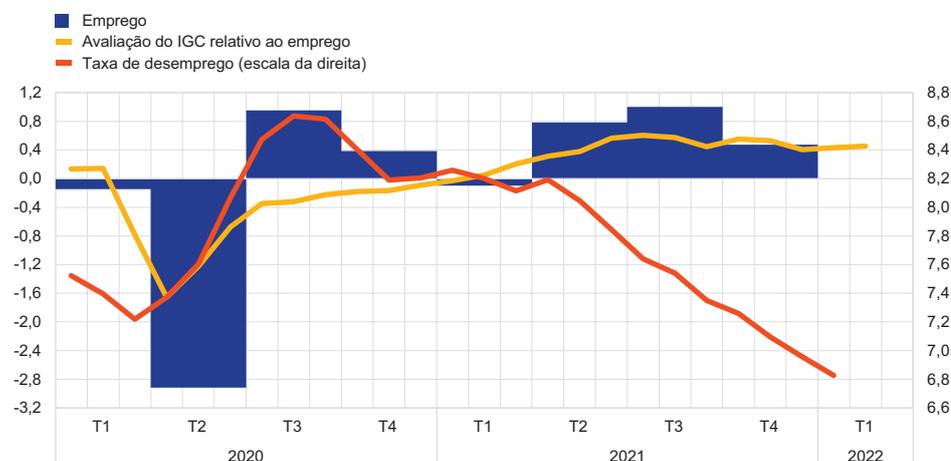
O mercado de trabalho da área do euro fortaleceu-se novamente no quarto trimestre de 2021.

O emprego cresceu 0,5%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2021 (gráfico 12), ultrapassando o nível observado antes da pandemia. O fortalecimento da procura de mão de obra também se refletiu num novo aumento da taxa agregada de postos de trabalho por preencher, que atingiu um novo valor máximo da série, de 2,7%, no quarto trimestre de 2021. Além disso, esta subida foi mais generalizada nos vários setores. A dimensão e a taxa de participação da população ativa regressaram a um nível próximo dos níveis registados antes da pandemia no quarto e terceiro trimestres de 2021, respetivamente. Após ter atingido uma média de 7,1% no último trimestre de 2021, a taxa de desemprego voltou a descer, situando-se em 6,8% em janeiro de 2022. Contudo, o apoio dos regimes de manutenção de postos de trabalho continuou a ser significativo, tendo a sua utilização aumentado ligeiramente para 1,5% da população ativa em janeiro, quando as medidas de contenção foram repostas.

Gráfico 12

Emprego, avaliação do IGC relativo ao emprego e taxa de 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: O Índice de Gestores de Compras (IGC) relativo ao emprego e a taxa de desemprego são apresentados com uma frequência mensal, enquanto o emprego é apresentado com periodicidade trimestral. O IGC é expresso num desvio face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2021 para o emprego, a fevereiro de 2022 para o IGC e a janeiro de 2022 para a taxa de desemprego.

Os dados dos inquéritos apontam para a continuação de um crescimento robusto do emprego nos primeiros meses de 2022.

O indicador mensal do Índice de Gestores de Compras (IGC) composto do emprego, que abrange tanto a indústria como os serviços, situou-se em 54,5 em fevereiro, mantendo-se globalmente inalterado face a janeiro e consideravelmente acima do limiar de 50, o qual indica uma expansão do emprego. Este resultado foi registado apesar da intensificação da pandemia nas primeiras semanas do ano e das dificuldades reportadas no preenchimento de vagas. Em contraste, é provável que alguma pressão em sentido descendente sobre a média de horas trabalhadas se tenha devido a ausências relacionadas com a variante Ómicron, a qual, no entanto, pode ter sido atenuada por um aumento das horas trabalhadas dos colegas de trabalho.

O consumo privado registou uma contração no final de 2021 e deverá permanecer fraco no primeiro trimestre de 2022.

Diminuiu 0,6%, em termos trimestrais em cadeia, no final de 2021, num contexto de aumento das infeções por COVID-19 e de maiores restrições nos setores de maior contacto. No final de 2021, o consumo privado situava-se 2,5% abaixo do nível registado antes da pandemia. Os dados disponibilizados não sugerem a eliminação deste desvio no primeiro trimestre de 2022. Em janeiro de 2022, as vendas a retalho registaram um aumento mensal modesto de 0,2%, após uma contração de 3%, em termos mensais em cadeia, em dezembro, altura em que os registos de automóveis novos também desceram, com uma queda de 5,4%. A confiança dos consumidores continuou a diminuir em fevereiro, aparentemente ainda refletindo uma incerteza persistente acerca da pandemia, bem como pressões inflacionistas elevadas. Em geral, o impacto adverso relacionado com a pandemia nos serviços de maior contacto, agravado por preços mais elevados dos produtos energéticos, que pesam fortemente sobre o poder de compra das famílias, implica uma dinâmica do consumo moderada no primeiro trimestre de 2022. Posteriormente, espera-se que

o consumo privado continue a ser o principal fator impulsionador do crescimento económico, coadjuvado pela continuação da normalização do comportamento de poupança e pelo recurso por parte das famílias à poupança em excesso acumulada durante a pandemia. Apesar de um aumento dos motivos de precaução para a poupança relacionados com a guerra na Ucrânia, espera-se que o *stock* de poupança elevado amortize em certa medida o choque sobre os preços dos produtos energéticos.

O investimento das empresas (excluindo a construção) registou um forte crescimento no quarto trimestre de 2021, altura em que os estrangulamentos no abastecimento mostravam sinais de abrandamento e a procura de bens de investimento permanecia robusta. O investimento noutros setores exceto construção na área do euro aumentou 6,3%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre, registando uma recuperação após a descida observada no terceiro trimestre, mas ainda permanecendo aproximadamente 13% abaixo do nível anterior à pandemia. Entre os países de maior dimensão da área do euro, o investimento noutros setores exceto construção aumentou perto de 7%, em termos trimestrais em cadeia, na Espanha e nos Países Baixos, cerca de 1% na Alemanha e França e quase 2% na Itália. Entre as componentes do investimento noutros setores exceto construção, o investimento em produtos de propriedade intelectual cresceu 13%, enquanto o investimento em equipamento de transporte também recuperou fortemente no conjunto da área do euro – tendo alguns países observado taxas de crescimento de dois dígitos – após registar uma contração durante três trimestres. Uma ligeira melhoria em alguns indicadores baseados em inquéritos dos prazos de entrega e da constituição de existências pode sugerir os primeiros sinais de uma atenuação gradual dos estrangulamentos no abastecimento. Em termos prospetivos, o aumento da confiança das empresas em fevereiro e uma avaliação mais otimista das carteiras de encomendas por parte dos produtores de bens de investimento apontavam para condições positivas para o investimento empresarial no primeiro semestre de 2022, antes da eclosão da guerra na Ucrânia. Além disso, o crescimento robusto das receitas das empresas e o nível elevado de poupança das empresas poderão apoiar o investimento quando os estrangulamentos existentes no abastecimento enfraquecerem (caixa 4). Contudo, a guerra na Ucrânia e as restrições e incerteza associadas deverão refrear o investimento empresarial na área do euro, em particular no curto prazo. Adicionalmente, os aumentos dos preços dos produtos energéticos poderão afetar consideravelmente a produção de bens de investimento com utilização intensiva de energia.

O investimento em habitação recuperou no quarto trimestre do ano passado e deverá continuar a crescer no curto prazo. O investimento em habitação aumentou 0,7% no quarto trimestre de 2021, após ter caído 1,4%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre. O indicador da Comissão Europeia relativo a tendências recentes na atividade de construção aumentou acentuadamente, em média, nos primeiros dois meses de 2022, situando-se consideravelmente acima da respetiva média de longo prazo. O IGC da atividade na construção residencial também registou um aumento significativo, continuando a deslocar-se para terreno expansionista. Do lado das famílias, os dados dos inquéritos da Comissão Europeia mostram uma procura dinâmica, com as intenções a curto prazo dos consumidores de renovar as suas casas a permanecer num

nível muito elevado no primeiro trimestre de 2022, embora tenham diminuído ligeiramente, enquanto as intenções de comprar ou construir uma casa nos próximos dois anos continuaram a aumentar. A evolução favorável da procura também se encontra refletida no lado das empresas, com as avaliações das carteiras de encomendas por parte das empresas a registar uma melhoria e a perceção das restrições à atividade de construção devido a uma procura insuficiente a registar uma nova diminuição ligeira. Simultaneamente, os estrangulamentos no abastecimento parecem continuar elevados, tendo as empresas reportado apenas uma ligeira descida da escassez de materiais e mão de obra face a níveis muito elevados, no contexto do prolongamento dos prazos de entrega dos fornecedores e de aumentos dos preços dos fatores de produção em fevereiro. Adicionalmente, a recente eclosão da guerra entre a Rússia e a Ucrânia e as incertezas associadas colocam novos riscos para as perspetivas de curto prazo.

As exportações de bens cresceram moderadamente no quarto trimestre de 2021, enquanto as exportações de serviços foram atenuadas pela variante Ómicron. As exportações extra-área do euro de bens e serviços registaram uma expansão de 2,9% no quarto trimestre. Uma desagregação das exportações de bens sugere que o dinamismo foi impulsionado pelas exportações para os Estados Unidos, tendo as exportações para o Reino Unido permanecido estáveis e as exportações para a China diminuído. As importações extra-área do euro de bens e serviços cresceram 4,6% no quarto trimestre. O aumento observado nas importações de bens, após uma descida no trimestre anterior, reflete uma procura latente do setor industrial. As importações apresentaram aumentos particularmente fortes em termos de valor devido ao aumento dos preços mundiais dos produtos energéticos. Os indicadores prospetivos apontam para sinais preliminares de uma atenuação dos estrangulamentos no abastecimento, embora esta melhoria possa ser compensada por perturbações no comércio resultantes da guerra entre a Rússia e a Ucrânia. Do lado dos serviços, na sequência de um abrandamento da atividade no setor de viagens devido à nova vaga de coronavírus, os indicadores prospetivos sugerem uma melhoria das exportações de serviços de viagens no período que se avizinha, à medida que as restrições relacionadas com a pandemia se tornarem menos rigorosas. Contudo, a recente eclosão da guerra entre a Rússia e a Ucrânia constitui uma fonte adicional de incerteza para as perspetivas para o comércio internacional.

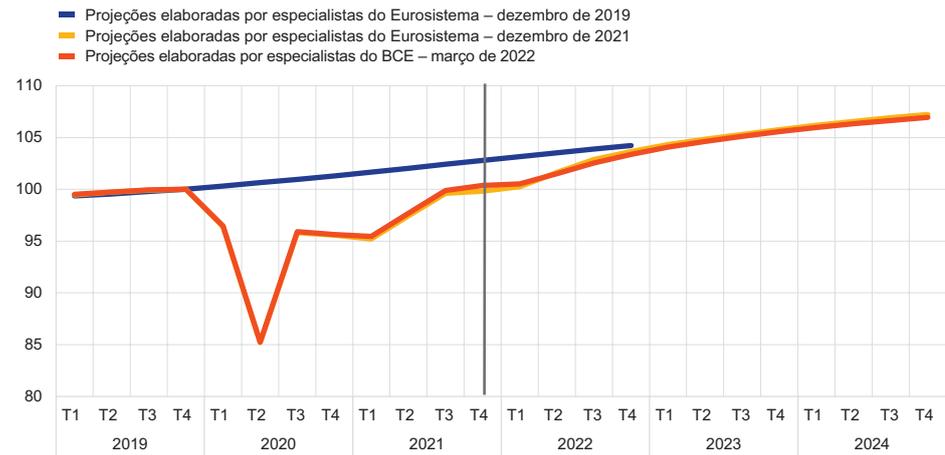
Num contexto de elevada incerteza, espera-se que a atividade da área do euro recupere no decurso de 2022. As projeções macroeconómicas de março de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE indicam que o crescimento do PIB real anual se situará em 3,7% em 2022, 2,8% em 2023 e 1,6% em 2024 (gráfico 13). Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o perfil de crescimento foi revisto em baixa para 2022, mantendo-se globalmente inalterado para 2023 e 2024. As revisões em baixa das perspetivas de curto prazo refletem, em larga medida, o choque sobre os preços dos produtos energéticos mais forte do que o esperado – apesar de parcialmente amortecido pelas elevadas poupanças acumuladas durante a pandemia – e os choques negativos na confiança desencadeados pela guerra entre a Rússia e a Ucrânia. Apesar dos fatores adversos, a expansão continua a ser apoiada no médio prazo por um novo fortalecimento da procura interna, em paralelo

com uma melhoria do mercado de trabalho e um fortalecimento do crescimento mundial, bem como pelo apoio em curso em termos de políticas. Acresce que os progressos na implementação do programa “Next Generation EU” são um fator adicional que deverá apoiar a retoma⁴.

Gráfico 13

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(Índice; quarto trimestre de 2019 = 100; dados trimestrais corrigidos de sazonalidade e de dias úteis)



Fontes: Eurostat e as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2022](#).

Nota: A linha vertical indica o início das projeções de março de 2022, seguindo a última observação para o PIB real da área do euro, relativa ao quarto trimestre de 2021.

Os riscos para as perspetivas económicas aumentaram substancialmente com a invasão da Ucrânia pela Rússia e apresentam-se enviesados para o lado descendente. Apesar de uma diminuição dos riscos relacionados com a pandemia, a guerra na Ucrânia poderá ter um efeito mais forte do que o esperado sobre o sentimento económico e agravar de novo as restrições do lado da oferta. Os custos dos produtos energéticos persistentemente elevados, aliados a uma perda de confiança, poderão reduzir a procura mais do que o esperado e restringir o consumo e o investimento.

⁴ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2022](#).

4 Preços e custos

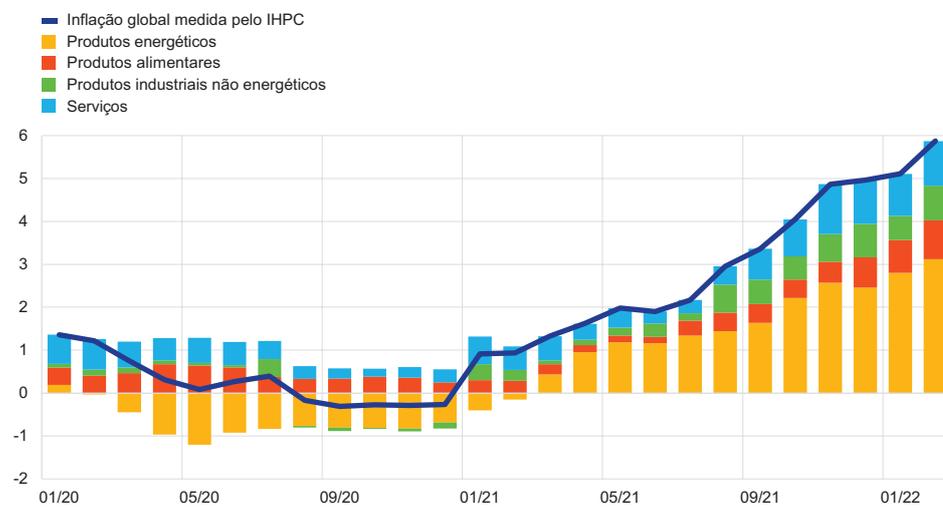
A inflação medida pelo IHPC na área do euro aumentou para 5,8% em fevereiro de 2022, face a 5,1% em janeiro, e é provável que permaneça elevada no curto prazo. Os preços dos produtos energéticos continuam a ser a principal razão para a taxa de inflação elevada. Foram diretamente responsáveis por mais de metade de toda a inflação global em fevereiro e também estão a fazer subir os preços em muitos outros setores. Os preços dos produtos alimentares aumentaram igualmente em resultado de fatores sazonais, dos custos de transporte elevados e das subidas do preço dos fertilizantes. Em termos prospetivos, é exetável uma maior pressão sobre os preços de alguns produtos alimentares e matérias-primas devido à guerra na Ucrânia. Os aumentos de preços tornaram-se mais generalizados, observando-se subidas acentuadas nos preços de um grande número de bens e serviços. A maioria das medidas da inflação subjacente aumentou nos últimos meses, embora seja incerta a persistência da subida destes indicadores no futuro, dado o papel dos fatores temporários decorrentes da pandemia e os efeitos indiretos dos preços dos produtos energéticos mais elevados. Os indicadores baseados no mercado apontam para uma moderação da dinâmica dos preços dos produtos energéticos no decurso de 2022 e as pressões sobre os preços resultantes dos estrangulamentos na cadeia de abastecimento mundial também deverão abrandar. As medidas da inflação a mais longo prazo baseadas no mercado e em inquéritos situam-se ambas em torno de 2%. A guerra na Ucrânia constitui um risco substancial em sentido ascendente para as perspetivas de inflação no curto prazo, sobretudo no que se refere aos preços dos produtos energéticos.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC registou novo aumento em fevereiro de 2022, situando-se em 5,8% (gráfico 14). Este valor representou um novo máximo histórico, após taxas de 5,1% em janeiro e 5,0% em dezembro, mas ainda só refletiu parcialmente o impacto da guerra na Ucrânia. Todas as principais componentes – produtos energéticos, produtos alimentares, serviços e produtos industriais não energéticos – contribuíram para a subida da inflação global. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos (IHPCX) aumentou para 2,7% em fevereiro, seguindo de novo uma tendência ascendente após uma moderação temporária em janeiro (quando se situou em 2,3%). Este aumento refletiu a dinâmica tanto dos preços dos serviços como dos preços dos produtos industriais não energéticos.

Gráfico 14

Inflação global e respetivas componentes principais

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2022.

Os preços dos produtos energéticos continuaram a dominar a inflação medida pelo IHPC, tendo a inflação dos preços dos produtos energéticos atingido um novo máximo histórico de 31,7% em fevereiro, após um valor de 28,8% em janeiro. Os dados para janeiro sugerem que o pico no primeiro mês do ano refletiu principalmente tarifas de gás e eletricidade mais elevadas, dada a redefinição de preços por ocasião do ano novo em muitos países. O gás e a eletricidade também representaram uma grande percentagem da recente heterogeneidade da inflação dos produtos energéticos, com contributos fortes e sustentados quer da eletricidade quer do gás em países como a Itália e os Países Baixos e da eletricidade em Espanha. Esta subida dos custos energéticos provavelmente também contribuiu para aumentos de outras componentes do IHPC, incluindo a inflação dos preços dos produtos alimentares e a inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos (que se situaram, respetivamente, em 4,1% e 3,0% em fevereiro), já que os produtos energéticos constituem, em ambos os casos, um fator na produção e distribuição.

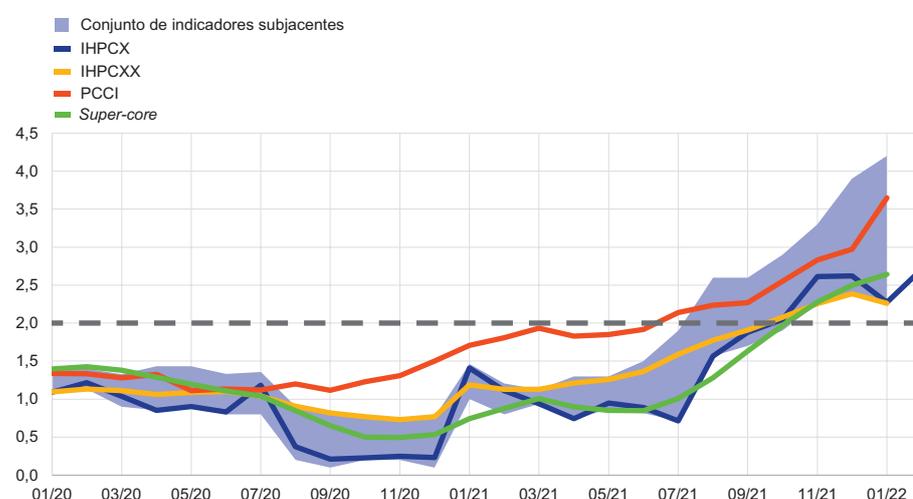
As medidas da inflação subjacente prosseguiram o seu recente movimento ascendente, embora seja provável que tal reflita, em certa medida, os efeitos indiretos da dinâmica dos preços dos produtos energéticos e fatores relacionados com a pandemia. As medidas da inflação que procuram eliminar o

impacto de fatores temporários tenderam a subir nos últimos meses (gráfico 15). Por exemplo, a inflação medida pelo IHPCX passou de 2,3% em janeiro para 2,7% em fevereiro. Os dados relativos a outras medidas da inflação subjacente só estão disponíveis até janeiro. Nesse mês, a inflação medida pelo IHPCXX (que além dos produtos alimentares e dos produtos energéticos, exclui também as rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado) registou uma moderação, situando-se em 2,3%, face a 2,4% em dezembro. Ao mesmo tempo, a componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation* – PCCI) baseada em modelos subiu, de 3,0% em dezembro, para 3,6% (enquanto

o PCCI excluindo produtos energéticos aumentou para 2,3%, face a 2,1% em dezembro), e o indicador *super-core*, que compreende rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo, subiu ligeiramente, situando-se em 2,6%, face a 2,5% em dezembro. Não obstante o movimento de todos os indicadores da inflação subjacente para valores agora acima de 2%, é incerta a persistência da subida destes indicadores no futuro, dado o papel dos fatores temporários decorrentes da pandemia (como os estrangulamentos na cadeia de abastecimento e o efeito da reabertura após as restrições relacionadas com o coronavírus) e os efeitos indiretos dos preços dos produtos energéticos mais elevados.

Gráfico 15
Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

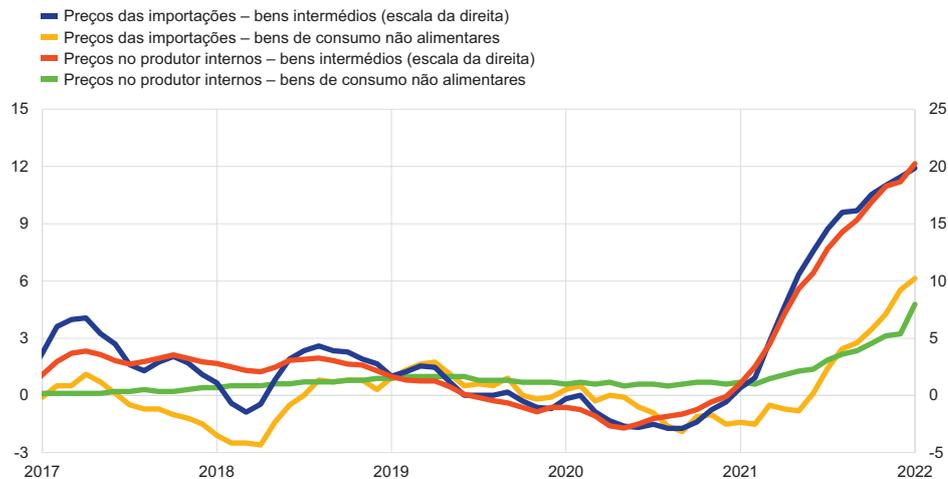
Notas: O conjunto de indicadores da inflação subjacente inclui IHPC excluindo produtos energéticos, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados, IHPCX (IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares), IHPCXX (IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado), as médias aparadas de 10% e 30% e a mediana ponderada. As últimas observações referem-se a janeiro de 2022, com a exceção do IHPCX (obtido a partir da estimativa provisória de fevereiro de 2022).

A acumulação de pressões sobre os preços no consumidor dos produtos industriais não energéticos continuou a aumentar, tendo os indicadores atingido máximos históricos (gráfico 16). As pressões sobre os custos intensificaram-se substancialmente em relação ao ano anterior, em resultado da subida dos preços mundiais das matérias-primas e – em particular – dos preços dos produtos energéticos. As perturbações da cadeia de oferta e a retoma mundial da procura também contribuíram para pressões sobre os custos dos fatores de produção. Analisando as fases iniciais da cadeia de fixação de preços, a taxa de crescimento homóloga dos preços no produtor das vendas internas de bens intermédios voltou a aumentar, situando-se em 20,2% em janeiro, face a 18,7% em dezembro. De igual modo, a taxa de crescimento homóloga dos preços das importações de bens intermédios subiu de 19,1% em dezembro para 19,9% em janeiro. As pressões acumuladas nas fases iniciais da cadeia de fixação de preços manifestam-se também de forma mais proeminente nas fases mais avançadas da cadeia, tendo a inflação dos preços no produtor das vendas internas de bens de consumo não alimentares atingido um novo máximo histórico de 4,8% em janeiro de 2022, face a 3,2% um mês antes. A inflação dos preços das importações de bens de

consumo não alimentares alcançou 6,1% em janeiro, sendo a diferença em relação aos preços internos no produtor provavelmente atribuível à depreciação do euro no ano passado. Os preços das importações e no produtor de bens de consumo não alimentares são indicadores avançados fundamentais da dinâmica da inflação da componente do IHPC de preços dos produtos industriais não energéticos, implicando que é improvável um abrandamento da pressão sobre os preços no consumidor num futuro próximo.

Gráfico 16 Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

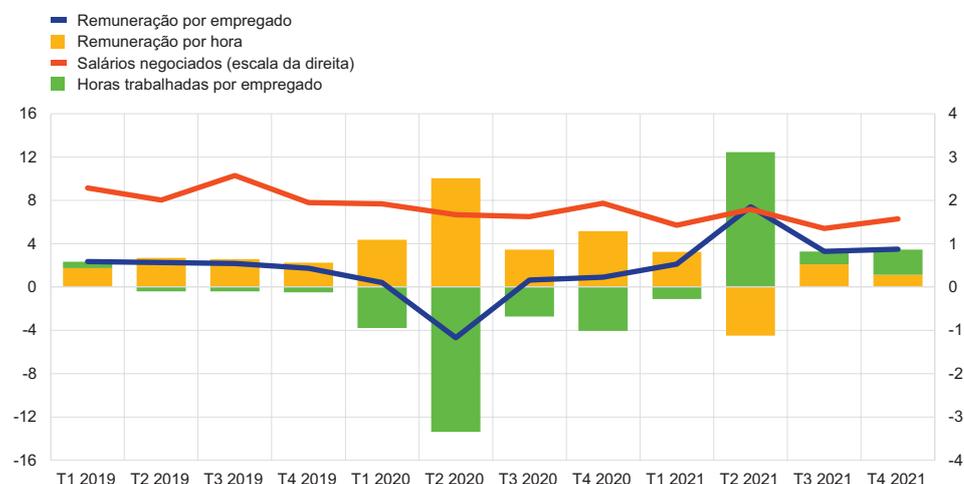
Nota: As últimas observações referem-se a janeiro de 2022.

O crescimento dos salários na área do euro permaneceu moderado até à data (gráfico 17). O crescimento da remuneração por empregado subiu ligeiramente para 3,5% no quarto trimestre de 2021, refletindo aumentos das horas trabalhadas por empregado e da remuneração por hora (embora a respetiva taxa de crescimento homóloga tenha descido para 1,1% nesse trimestre). Este aumento das horas trabalhadas é um sinal de continuação da normalização, após a reabertura das economias dos países. Simultaneamente, o padrão de crescimento da remuneração por empregado também reflete mudanças em termos do impacto das medidas de apoio estatal relacionadas com regimes de manutenção de postos de trabalho. Em contraste, os acordos salariais não foram diretamente afetados pela evolução das horas trabalhadas ou pelo registo de benefícios dos regimes de manutenção de postos de trabalho introduzidos em resposta à pandemia, tornando-os um importante indicador adicional de pressões sobre os salários. O crescimento nos acordos salariais permaneceu moderado no quarto trimestre de 2021, subindo de 1,4% no trimestre anterior para 1,5% (e situando-se, em média, em 1,5% no conjunto de 2021, face a 1,8% em 2020). Contudo, não é provável que este indicador reflita o impacto dos atuais níveis elevados da inflação, pois é retrospectivo e baseia-se em acordos de negociação salarial passados. Um inquérito do BCE a grandes empresas europeias indica que o crescimento dos salários em 2022 poderá ser um pouco mais forte, tendo alguns inquiridos citado os atuais níveis elevados de inflação como fator subjacente.

Gráfico 17

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2021.

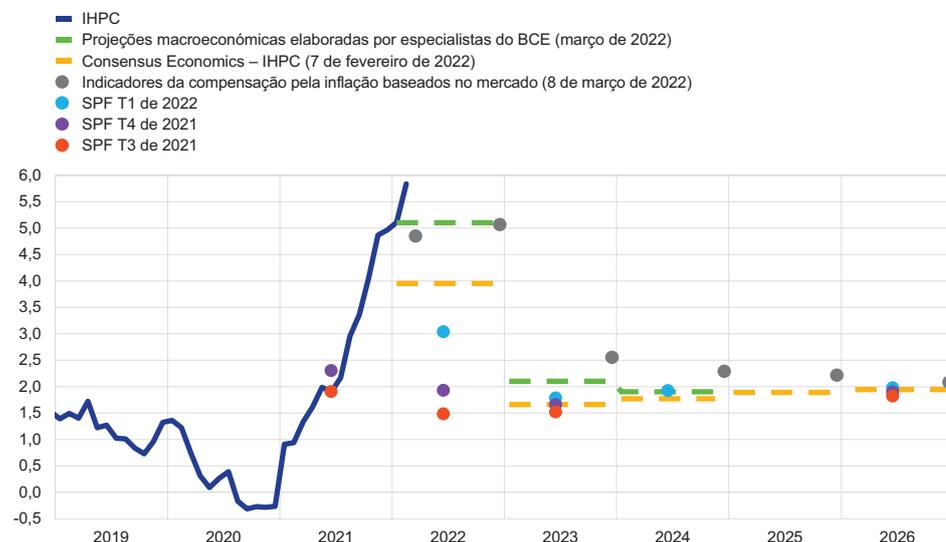
Os indicadores baseados no mercado da compensação pela inflação subiram marcadamente num contexto de flutuações extraordinárias entre períodos, com as medidas das expectativas de inflação baseadas em inquéritos também a apresentar um movimento ascendente desde o início de 2022. A invasão da

Ucrânia pela Rússia levou a uma reavaliação significativa do preço do petróleo e do gás natural em antecipação de uma deterioração acentuada da oferta, sendo as pressões inflacionistas de curto prazo já fortes antes desses acontecimentos. Consequentemente, a compensação pela inflação a curto prazo na área do euro aumentou pronunciadamente. Os mercados estão agora a incorporar nos preços um aumento mais acentuado e persistente da inflação na área do euro no curto prazo em comparação com meados de dezembro, situando-se a taxa de *swap* indexada à inflação a 1 ano com uma antecedência de 1 ano atualmente em torno de 2,50%, ou seja, cerca de 78 pontos base superior à observada em 16 de dezembro de 2021, o início do período em análise. Entretanto, as taxas de *swap* indexadas à inflação a mais longo prazo desceram inicialmente, em antecipação de uma maior restritividade da política monetária, voltando depois a subir na sequência da intensificação das tensões geopolíticas e da eclosão da guerra na Ucrânia. Com efeito, a taxa de *swap* indexada à inflação a 5 anos com uma antecedência de 5 anos desceu ligeiramente, situando-se em torno de 1,85% no final de janeiro, tendo posteriormente subido para 2,16% no início de março. De acordo com o inquérito do BCE a analistas profissionais para o primeiro trimestre de 2022 (realizado na segunda semana de janeiro) e as previsões de janeiro de 2022 da Consensus Economics, as expectativas de inflação a mais longo prazo aumentaram para 2,0%, face a 1,9% nas anteriores rondas dos inquéritos (gráfico 18).

Gráfico 18

Indicadores das expectativas de inflação baseados em inquéritos e indicadores da compensação pela inflação baseados no mercado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Inquérito a Analistas Profissionais, Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2022 e cálculos do BCE.

Notas: Os indicadores baseados no mercado das séries da compensação pela inflação têm por base a taxa de inflação à vista a 1 ano, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 2 anos, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 3 anos e a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 4 anos. As últimas observações sobre os indicadores da compensação pela inflação baseados no mercado referem-se a 8 de março de 2022. O Inquérito a Analistas Profissionais (*Survey of Professional Forecasters – SPF*) para o primeiro trimestre de 2022 foi realizado entre 7 e 13 de janeiro de 2022. Nas previsões da Consensus Economics, a data de fecho dos dados relativos a 2024, 2025 e 2026 foi 10 de janeiro de 2022 e a data de fecho dos dados relativos a 2022 e 2023 foi 7 de fevereiro de 2022. A data de fecho dos dados incluídos nas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE foi 2 de março de 2022.

As projeções macroeconómicas de março de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE indicam que a inflação permanecerá elevada nos próximos meses, descendo posteriormente no segundo semestre, com a inflação global a situar-se em 1,9% no final do horizonte de projeção.

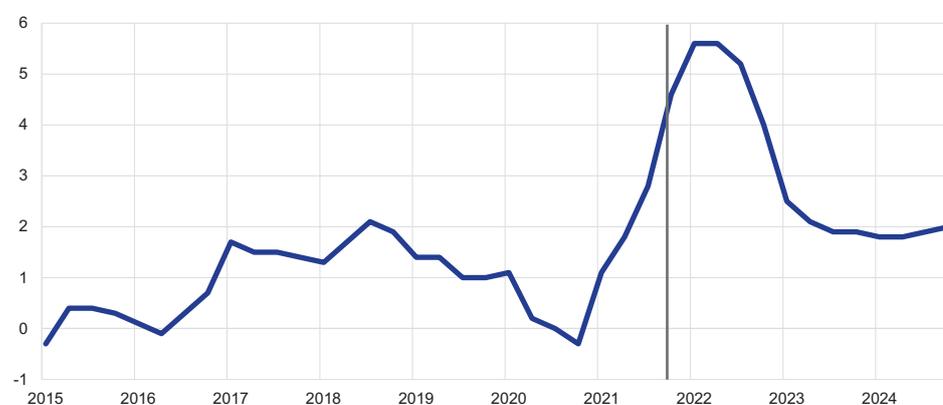
Após ter atingido 5,8% em fevereiro de 2022, a inflação medida pelo IHPC global deverá permanecer elevada nos próximos meses, descendo depois lentamente no segundo semestre. As projeções de referência indicam que a inflação medida pelo IHPC global se situará, em média, em 5,1% em 2022, 2,1% em 2023 e 1,9% em 2024 (gráfico 19). A subida acentuada da inflação global em 2022 reflete um grande aumento dos preços dos produtos energéticos (impulsionado pelos preços da eletricidade e do gás), fortes subidas dos preços dos produtos alimentares, o impacto da reabertura dos segmentos de maior contacto do setor dos serviços e pressões sobre os preços ao longo da cadeia de fixação de preços (incluindo os custos dos fatores de produção energéticos). Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a inflação medida pelo IHPC foi revista em alta para o conjunto do horizonte de projeção, em particular para 2022, para o qual a revisão se situou em 1,9 pontos percentuais. Esta revisão em alta ficou a dever-se, em parte, a recentes surpresas nos resultados relativos à inflação e à evolução mais forte do que o esperado dos preços atuais e futuros dos produtos energéticos, exacerbados pelas tensões geopolíticas associadas à invasão da Ucrânia. Espera-se que a inflação medida pelo IHPCX oscile em torno de 2,6% nos próximos dois trimestres, descendo depois para 2,3% no quarto trimestre de 2022 (situando-se, em média,

em 2,6% no conjunto do ano). A forte procura, os efeitos indiretos dos preços mais elevados dos produtos energéticos e as pressões sobre os preços ao longo da cadeia de fixação de preços em resultado de estrangulamentos no abastecimento deverão todos exercer uma pressão no sentido ascendente. O impacto destes fatores deverá abrandar no médio prazo, fazendo descer a inflação média medida pelo IHPCX para 1,8% em 2023 e 1,9% em 2024. Projeta-se que o crescimento dos salários se situe em 3,6% em 2022, antes de descer para 2,9% em 2024, valor que é superior à média histórica desde 1999 (2,2%) e à taxa observada antes da crise financeira mundial (2,6%), refletindo o aumento da restritividade do mercado de trabalho e alguns efeitos de segunda ordem limitados da inflação mais elevada.

Gráfico 19

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2022.
Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2021 (dados) e ao quarto trimestre de 2024 (projeções). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 2 de março de 2022.

5 Moeda e crédito

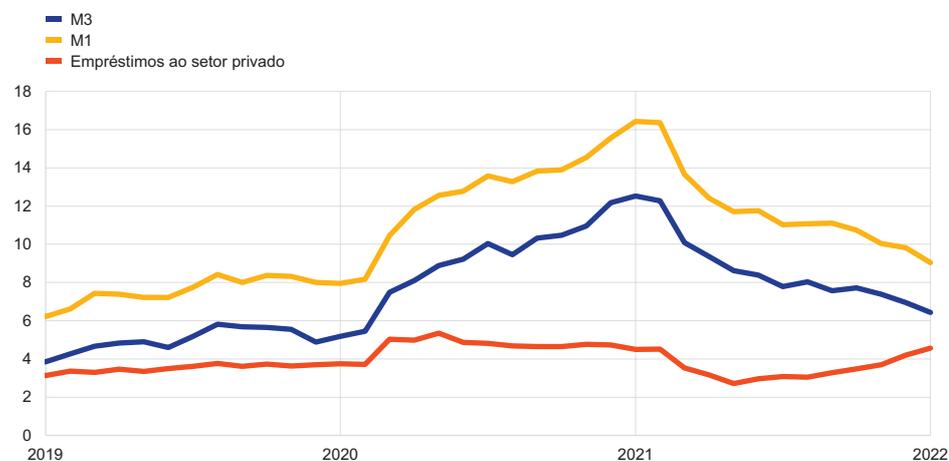
A criação de moeda na área do euro continuou a normalizar-se em janeiro de 2022, num contexto de maior volatilidade e não obstante os riscos geopolíticos acrescidos. As compras de ativos pelo Eurosistema continuaram a ser o principal fator impulsionador de criação de moeda. O crescimento dos empréstimos ao setor privado aumentou, devido a condições de financiamento favoráveis e à melhoria da situação económica. As taxas bancárias ativas permaneceram próximas dos seus mínimos históricos em janeiro de 2022, apesar da ligeira subida das taxas ativas aplicadas aos empréstimos às empresas. No quarto trimestre de 2021, o volume total de financiamento externo das empresas voltou a aumentar, especialmente em resultado do aumento significativo dos empréstimos bancários. O custo global do financiamento externo das empresas aumentou de outubro de 2021 a janeiro de 2022 – atingindo os níveis máximos observados pela última vez em março de 2020 – impulsionado pelo aumento do custo de financiamento por dívida do mercado e por fatores estatísticos. As recentes flutuações do mercado, desencadeadas pela invasão da Ucrânia pela Rússia, contribuíram para um novo aumento do custo da dívida baseada no mercado e para um custo mais elevado das ações, na sequência de uma acentuada descida no mercado bolsista.

Em janeiro de 2022, o crescimento do agregado monetário largo estabilizou próximo do ritmo registado antes da pandemia. A taxa de crescimento homóloga do M3 reduziu-se para 6,4% em janeiro, face a 6,9% em dezembro (gráfico 20), num contexto de maior volatilidade e não obstante os riscos geopolíticos acrescidos, que aumentam a procura de ativos líquidos. O ritmo trimestral do crescimento do agregado monetário regressou a valores próximos da sua média a mais longo prazo, com a dinâmica a mais curto prazo do M3 a continuar a beneficiar do apoio significativo proporcionado pelas medidas de política relacionadas com a pandemia. Do lado das componentes, o principal fator impulsionador do crescimento do M3 foi o agregado monetário estreito M1, que inclui as componentes mais líquidas do M3. Durante as fases iniciais da pandemia em 2020, os detentores de moeda favoreceram os ativos líquidos, refletindo motivos de precaução. Com a flexibilização das medidas de contenção relacionadas com a pandemia e a recuperação da atividade económica, o crescimento do M1 registou uma moderação em 2021 face às elevadas taxas de crescimento observadas em 2020. Em janeiro de 2022, a taxa de crescimento homóloga do M1 registou nova redução, de 9,8% para 9,0%, o que refletiu sobretudo uma normalização do crescimento dos depósitos *overnight*. Entretanto, a taxa de crescimento homóloga da moeda em circulação, que tinha vindo a registar uma moderação desde o primeiro trimestre de 2021, situou-se em 7,7% em janeiro. O contributo de outros depósitos de curto prazo e instrumentos negociáveis foi neutro nesse mês, refletindo a baixa remuneração destes instrumentos.

Gráfico 20

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 2022.

O crescimento dos depósitos *overnight* registou nova moderação, embora tenha permanecido em níveis elevados. A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* caiu para 9,2% em janeiro, face a 10,2% em dezembro. Esta descida foi motivada pelas empresas e pelas famílias, que deram os maiores contributos numa perspetiva setorial. Desde o início da pandemia, observam-se fluxos de entrada de depósitos *overnight* consideráveis, refletindo o aumento da incerteza económica⁵. O crescimento das detenções de depósitos pelas empresas e pelas famílias variou entre países, refletindo diferenças tanto nas necessidades de liquidez como nas medidas de apoio (orçamental) nacionais. No quarto trimestre de 2021, a acumulação de depósitos pelas famílias caiu temporariamente abaixo da sua média pré-pandemia, refletindo um aumento da confiança dos consumidores e do consumo, bem como preços mais elevados dos produtos energéticos que comprimiram o rendimento disponível. Contudo, em janeiro de 2022, registou-se uma retoma generalizada dos fluxos de depósitos, o que sugere que as famílias aumentaram a poupança e reduziram o consumo. Além disso, os depósitos das empresas continuaram a crescer, embora de forma mais moderada do que os depósitos das famílias.

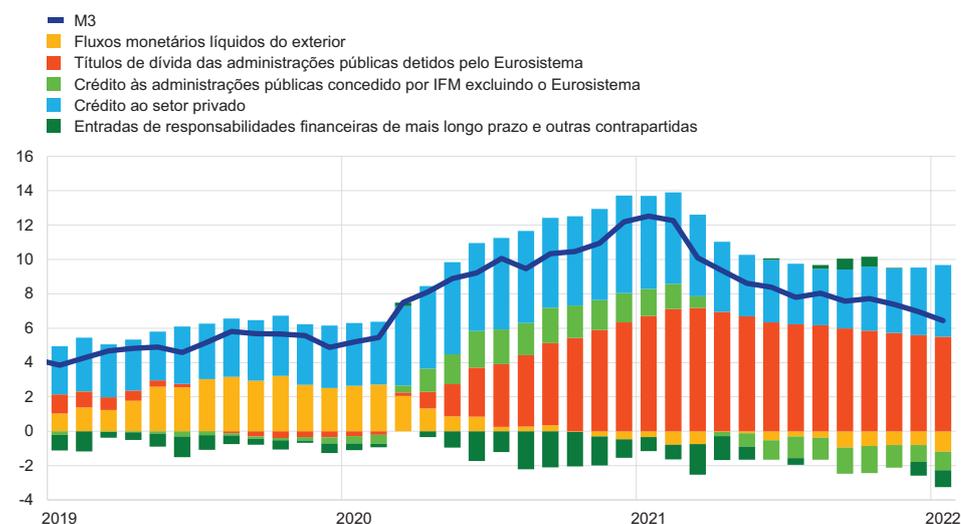
A criação de moeda continuou a ser impulsionada pelas compras de ativos do Eurosistema em janeiro de 2022. As compras líquidas pelo Eurosistema de títulos de dívida pública no contexto do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) deram o maior contributo para o crescimento do M3 (parte a vermelho das barras do gráfico 21), embora este contributo tenha registado uma ligeira moderação. Um apoio adicional ao crescimento do M3 veio de um maior contributo do crédito ao setor privado (parte a azul das barras). No entanto, três fatores atenuaram a criação de moeda: primeiro,

⁵ Ver a caixa intitulada [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021.

o crédito bancário às administrações públicas deu um contributo negativo devido à venda de obrigações de dívida pública (parte a verde-claro das barras); segundo, as saídas monetárias externas líquidas fortaleceram-se (parte a amarelo das barras), coincidindo com um enfraquecimento da taxa de câmbio efetiva do euro; e terceiro, as saídas de outras contrapartidas suplantaram as entradas modestas relacionadas com responsabilidades financeiras de mais longo prazo (parte a verde-escuro das barras).

Gráfico 21 M3 e respetivas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

Notas: O crédito ao setor privado inclui empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) ao setor privado e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Como tal, também abrange as compras pelo Eurosistema de títulos de dívida de instituições financeiras não monetárias ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial e do PEPP. As últimas observações referem-se a janeiro de 2022.

O crescimento homólogo dos empréstimos ao setor privado subiu em janeiro de 2022.

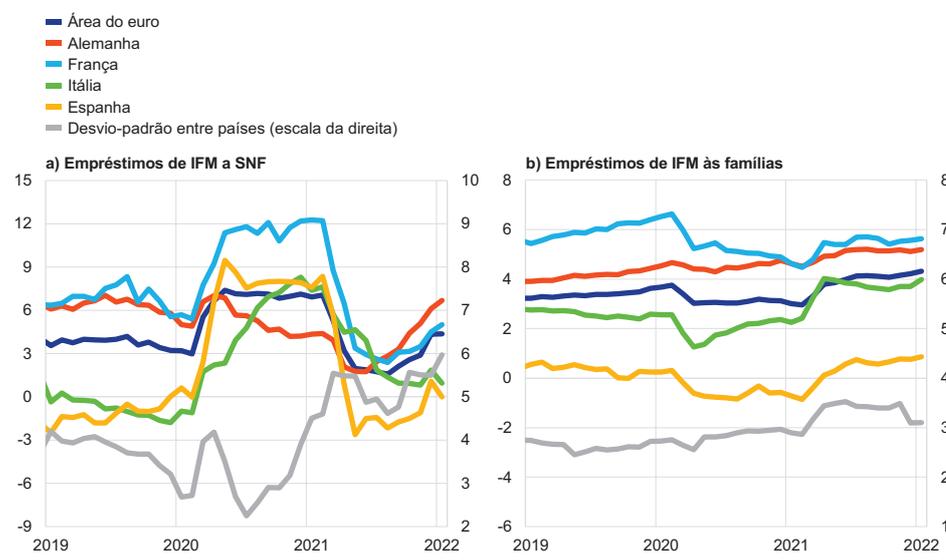
O crescimento dos empréstimos ao setor privado subiu novamente em janeiro, para 4,6% face a 4,2% em dezembro (gráfico 20). Esta evolução foi impulsionada pelos empréstimos tanto às empresas como às famílias, que continuaram a beneficiar de condições de financiamento favoráveis e da recuperação económica em curso. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às sociedades não financeiras (SNF) aumentou ligeiramente em janeiro, para 4,4%, face a 4,3% em dezembro (gráfico 22, painel a), impulsionada por empréstimos de longo prazo e provavelmente refletindo necessidades de investimento fixo. A taxa de crescimento dos empréstimos às famílias também subiu ligeiramente, situando-se em 4,3% em janeiro face a 4,2% em dezembro (gráfico 22, painel b). Tal deveu-se principalmente à solidez do crédito hipotecário, uma vez que o crescimento do crédito ao consumo permaneceu fraco. De um modo geral, a evolução dos empréstimos oculta diferenças entre países da área do euro, refletindo, entre outros aspetos, a desigualdade no impacto da pandemia e o progresso variável da retoma económica nos vários países⁶.

⁶ Ver a caixa intitulada [The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021.

Gráfico 22

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

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



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa notionais (*notional cash pooling*). O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a janeiro de 2022.

Os custos de financiamento por dívida dos bancos da área do euro

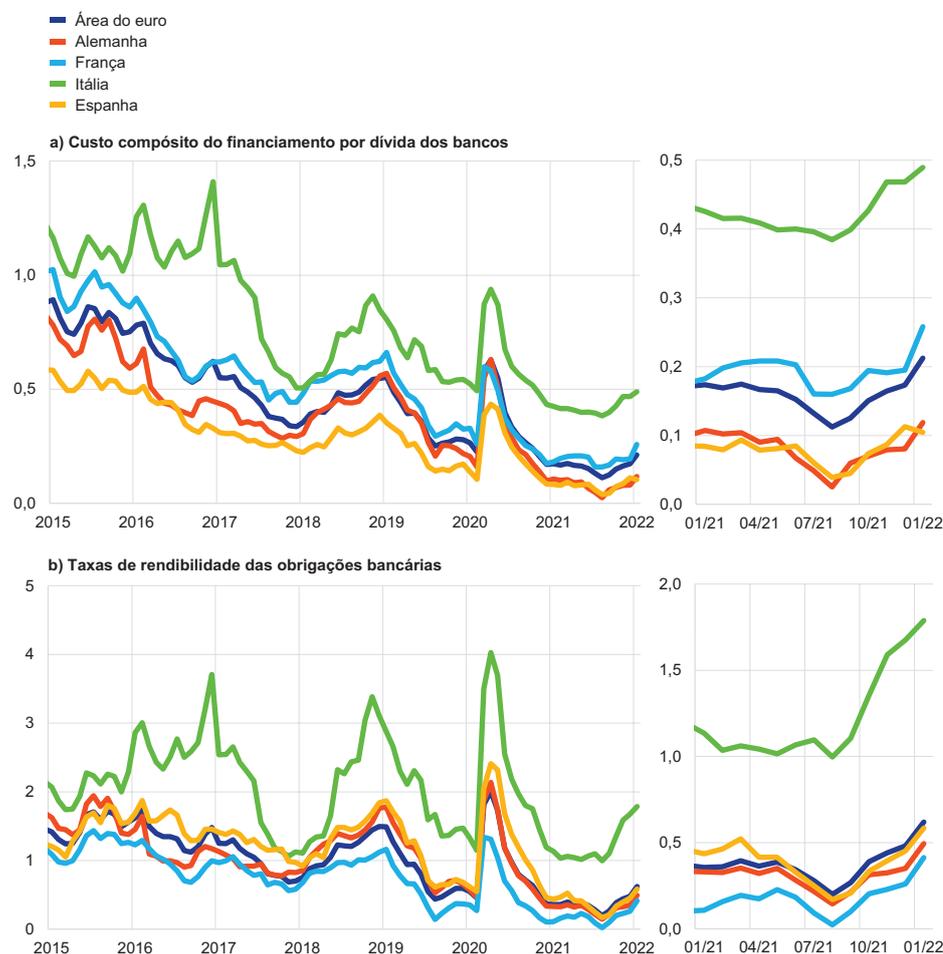
começaram a aumentar, situando-se agora em torno dos respetivos níveis antes da pandemia. O recente aumento do custo compósito do financiamento

por dívida (gráfico 23, painel a) foi impulsionado por taxas de rendibilidade das obrigações bancárias mais elevadas (gráfico 23, painel b) e reflete um aumento das taxas isentas de risco, enquanto as taxas de depósito se mantiveram estáveis em mínimos históricos. As medidas de política monetária do BCE adotadas até à data ajudaram a conter as pressões em sentido ascendente sobre as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias e a reduzir a divergência nas condições de financiamento entre países, classes de risco e prazos de vencimento. Antes do quarto trimestre, os custos de financiamento bancário tinham-se mantido isolados das pressões em sentido ascendente por três motivos: a continuação da reavaliação do preço dos depósitos a taxas negativas; a diminuição da percentagem de financiamento por dívida dos bancos; e o acesso dos bancos a financiamento com condições favoráveis junto do banco central, em especial à terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e às operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica (*pandemic emergency long-term refinancing operations – PELTRO*). No entanto, se as taxas de mercado registarem novo aumento, existe o risco de os custos de financiamento bancário ficarem sujeitos a maiores pressões ascendentes, especialmente considerando o reembolso esperado do saldo dos fundos obtidos nas ORPA direcionadas. Tal poderá acabar por se traduzir em taxas ativas mais elevadas para empresas e famílias.

Gráfico 23

Taxas de financiamento bancário compósitas em países da área do euro selecionados

(percentagens homólogas)



Fontes: BCE, cálculos do BCE e índices iBoxx da Markit.

Notas: As taxas de financiamento bancário compósitas correspondem ao custo ponderado dos depósitos e do financiamento por dívida baseada no mercado sem garantia. O custo composto dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As taxas de rendibilidade das obrigações bancárias referem-se a médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. As últimas observações referem-se a janeiro de 2022.

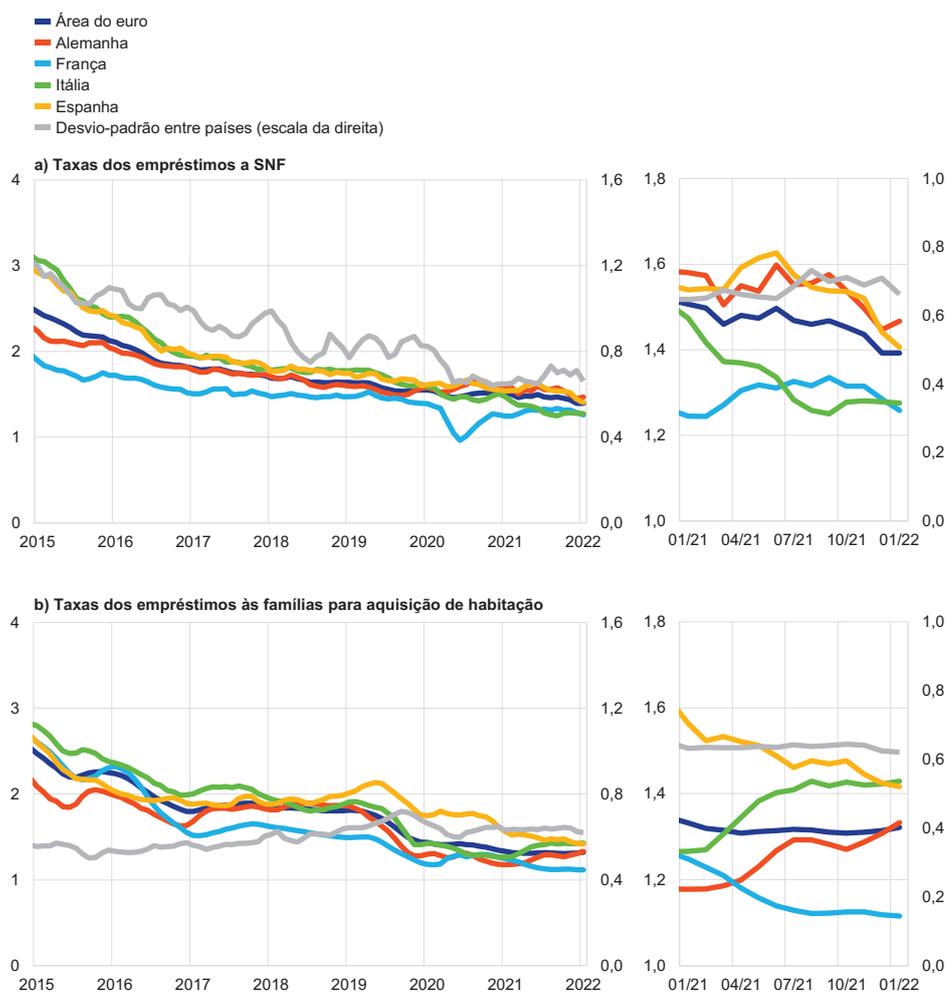
As taxas bancárias ativas permaneceram próximas dos seus mínimos históricos em janeiro de 2022 (gráfico 24), embora as taxas ativas aplicadas aos empréstimos às empresas tenham recuperado ligeiramente. A taxa bancária ativa compósita aplicada aos empréstimos às SNF aumentou para 1,43%, compensando as descidas no quarto trimestre de 2021, enquanto a taxa correspondente dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação permaneceu globalmente inalterada em 1,33%. O aumento das taxas ativas aplicadas aos empréstimos às empresas, que foi mais pronunciado nos empréstimos a médio prazo, refletiu um aumento generalizado das taxas de mercado num contexto de heterogeneidade entre países. O diferencial entre as taxas bancárias ativas aplicadas a empréstimos de reduzido montante e de grande montante manteve-se largamente inalterado, permanecendo abaixo dos níveis anteriores à pandemia. O aumento das taxas de rendibilidade da área do euro ao longo dos últimos meses poderá exercer pressões ascendentes sobre as taxas

de juro ativas internas. Até à data, as medidas de política do BCE impediram um aumento generalizado da restritividade das condições de financiamento, o que teria amplificado o impacto adverso da pandemia na economia da área do euro.

Gráfico 24

Taxas ativas compósitas em países da área do euro selecionados

(percentagens homólogas, médias móveis de 3 meses; desvio-padrão)



Fonte: BCE.

Notas: As taxas ativas bancárias compósitas são calculadas através da agregação das taxas de curto e de longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. 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 2022.

O volume total de financiamento externo das empresas registou um novo aumento no quarto trimestre de 2021.

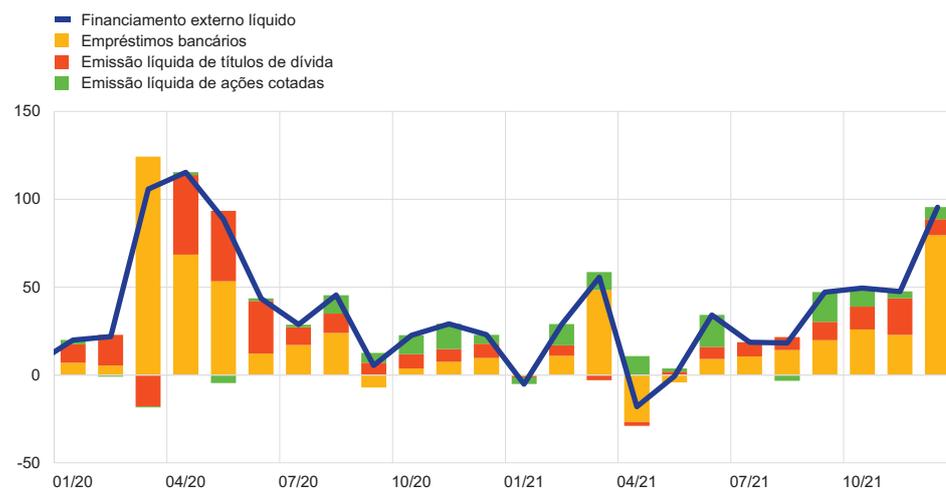
A taxa de crescimento homóloga do financiamento externo subiu de forma acentuada de 2,3% em outubro para 2,8% em dezembro, sustentada por uma maior necessidade de financiamento das empresas e pelo custo reduzido do financiamento por dívida. O crescimento dos fluxos de financiamento externo teve origem sobretudo no aumento dos empréstimos bancários às empresas, enquanto a maior emissão de títulos de dívida e ações cotadas deu um menor contributo (gráfico 25). Esta procura de crédito foi suportada pelo investimento empresarial e por maiores despesas com fundos de manei

em parte relacionados com estrangulamentos persistentes no abastecimento⁷. Nos países e setores particularmente afetados por estrangulamentos no abastecimento, o aumento das necessidades em termos de fundo de maneio – devido aos atrasos na produção e à reconstituição de existências – levou ao aumento dos empréstimos de curto prazo.

Gráfico 25

Fluxos de financiamento externo líquido às SNF na área do euro

(fluxos mensais em mil milhões de euros)



Fontes: BCE e cálculos do BCE, Eurostat e Dealogic.

Notas: O financiamento externo líquido equivale à soma do financiamento bancário (empréstimos de IFM), emissão líquida de títulos de dívida e emissão líquida de ações cotadas. Os empréstimos de IFM são corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (*cash pooling*). As últimas observações referem-se a dezembro de 2021.

O custo nominal global do financiamento externo das SNF (incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações) aumentou entre outubro de 2021 e janeiro de 2022, impulsionado principalmente pelo custo da dívida baseada no mercado.

O custo do financiamento externo subiu para 5,2% em janeiro de 2022 (gráfico 26), situando-se no nível do pico observado em março de 2020 e 110 pontos base acima do mínimo histórico registado em março de 2021. Este aumento resultou principalmente de um custo mais elevado da dívida baseada no mercado e de um aumento da ponderação das ações no cálculo do custo global do financiamento⁸. Este último mais do que compensou uma ligeira descida do custo das ações em janeiro, em comparação com outubro, que foi impulsionada por um prémio de risco das ações mais baixo, superando, por sua vez, o efeito das taxas isentas de risco mais elevadas. O custo do financiamento bancário manteve-se praticamente

⁷ Ver a caixa intitulada “Estrangulamentos nas cadeias de abastecimento na área do euro e nos Estados Unidos: qual o ponto da situação?”, na presente edição do *Boletim Económico*.

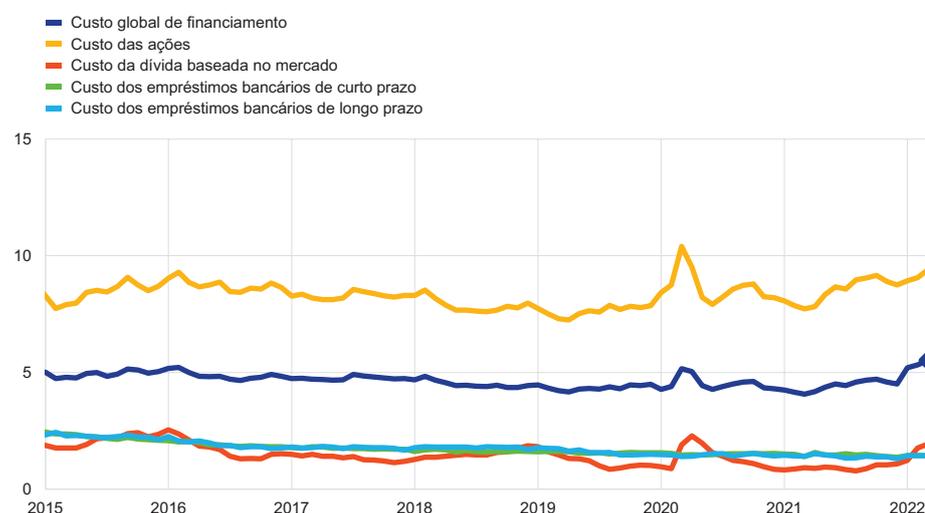
⁸ O custo do financiamento é calculado como uma média ponderada do custo das ações, do custo da dívida baseada no mercado e do custo do financiamento bancário de curto e longo prazo. As ponderações representam a percentagem de cada instrumento financeiro no saldo total das fontes de financiamento externo das SNF. Assim, a contribuição de cada componente para o nível do custo global do financiamento em qualquer momento corresponde ao seu custo (em percentagem) multiplicado pela sua ponderação. As ponderações são atualizadas regularmente para refletir as alterações na estrutura de financiamento das SNF. A variação do contributo de uma determinada componente para a variação do custo global do financiamento é, por conseguinte, o resultado líquido da variação do custo e da variação do peso.

inalterado entre outubro e janeiro. As taxas isentas de risco mais elevadas e os diferenciais das obrigações de empresas mais alargados – tanto no segmento de categoria de investimento como no segmento de elevada rentabilidade – foram os fatores subjacentes ao aumento do custo da dívida baseada no mercado, que atingiu níveis observados pela última vez em agosto de 2020. Mais recentemente, estima-se que o custo global do financiamento tenha voltado a aumentar entre o final de janeiro e 9 de março, refletindo um custo mais elevado das ações no contexto de descidas significativas dos preços das ações desde o final de fevereiro, desencadeadas pela guerra na Ucrânia. Os diferenciais das obrigações de empresas mais alargados, em conjunto com novos aumentos da taxa isenta de risco, também contribuíram para o aumento do custo do financiamento.

Gráfico 26

Custo nominal do financiamento externo às SNF da área do euro por componente

(percentagens homólogas)



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

Notas: 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 azul-escuros indicam a previsão do momento do custo global do financiamento em fevereiro e março de 2022 (incluindo dados até 9 de março), partindo do princípio de que o custo do financiamento bancário permanece inalterado nos níveis de janeiro de 2022. As últimas observações dizem respeito a 9 de março de 2022 para o custo da dívida baseada no mercado (média mensal de dados diários), 4 de março de 2022 para o custo das ações (dados semanais) e fevereiro de 2022 para o custo do financiamento bancário (dados mensais).

6 Evolução orçamental

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro continua a registar uma melhoria face aos défices muito elevados registados em resultado da crise do coronavírus (COVID-19). No entanto, os riscos para esta projeção de referência são substanciais e estão cada vez mais enviesados no sentido de défices orçamentais mais elevados, relacionados sobretudo com a guerra da Rússia na Ucrânia. Em consonância com a projeção de referência, estima-se que o rácio do défice tenha descido para 5,5% do PIB em 2021, face a um pico de 7,2% em 2020. Projeta-se que continue a descer para 3,1% em 2022 e para 2% no final do horizonte de previsão. Relativamente à orientação orçamental da área do euro, verificou-se uma forte expansão em 2020 seguida de uma orientação orçamental menos favorável em 2021, uma vez corrigida das subvenções do “Next Generation EU” (NGEU). Em 2022, projeta-se que a orientação se torne novamente mais restritiva, devido principalmente à inversão de uma parte significativa do apoio de emergência motivado pela crise do coronavírus. O aumento da restritividade deverá ser apenas marginal nos últimos dois anos do horizonte de previsão, continuando a verificar-se um apoio significativo à economia. À luz dos elevados riscos que atualmente advêm de múltiplas fontes, os quais já estão, em parte, a concretizar-se, as medidas orçamentais, incluindo a nível da União Europeia, ajudariam a proteger a economia. As políticas orçamentais têm de permanecer ágeis, à medida que a situação evolui. A disponibilidade para recorrer a políticas orçamentais não é incompatível com a necessidade de uma trajetória credível de redução dos desequilíbrios orçamentais a médio prazo.

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro ainda está a registar uma melhoria, permanecendo na trajetória iniciada em 2021⁹. Estima-se que o rácio do défice das administrações públicas em relação ao PIB na área do euro tenha descido para 5,5% do PIB em 2021, após ter atingido um nível sem precedentes de 7,2% em 2020. Projeta-se que desça de forma ainda mais acentuada para 3,1% do PIB em 2022 e, em seguida, para 2,1% e 2,0%, respetivamente, nos dois anos subsequentes (gráfico 27). Na sequência de medidas de apoio económico em resposta à pandemia de COVID-19, em torno de 4,0% do PIB em 2020, estima-se que o apoio à crise e à recuperação tenha aumentado para cerca de 4,3% do PIB em 2021. Tal reflete o facto de os governos terem prolongado e gradualmente alargado a dimensão das medidas de emergência e/ou adotado novas medidas para apoiar a recuperação, incluindo as medidas estabelecidas pelos países nos respetivos planos nacionais de recuperação e resiliência ao abrigo do NGEU¹⁰.

⁹ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2022](#).

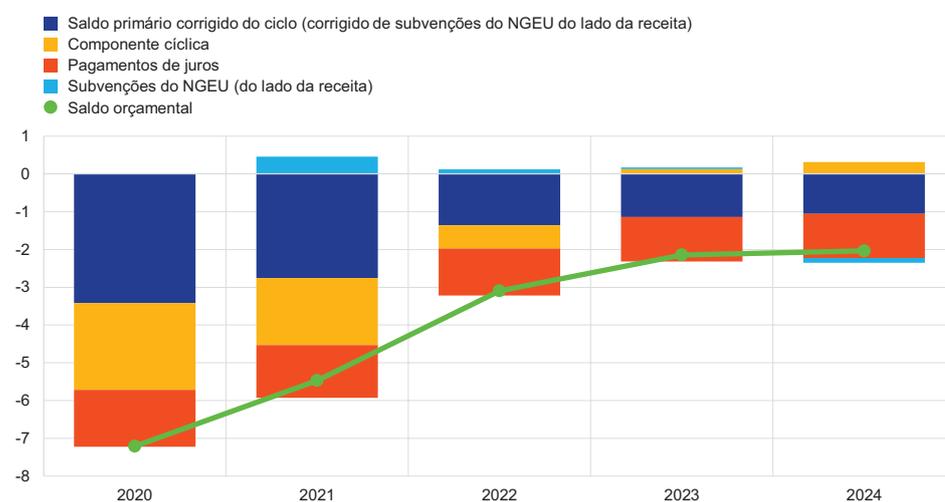
¹⁰ As subvenções do NGEU correspondem a cerca de 0,5% do PIB, em média, ao longo do horizonte de projeção, diminuindo gradualmente após 2022. Juntamente com um montante limitado de empréstimos, pressupõe-se que financiem as despesas do orçamento em 2,5% do PIB. A evolução orçamental descrita na presente secção não inclui o défice e a dívida supranacionais europeus associados às transferências do NGEU.

Estima-se que a componente cíclica negativa elevada, que contribuiu para um grande aumento do défice das administrações públicas em 2020, tenha começado a contribuir menos em 2021, embora apenas moderadamente. Projeta-se que a melhoria mais significativa do saldo orçamental a partir de 2022 seja impulsionada por um saldo primário corrigido do ciclo mais elevado, visto que uma proporção considerável das medidas de emergência não financiadas por subvenções do NGEU cessará. Além disso, espera-se que o contributo negativo do ciclo económico desapareça rapidamente a partir de 2022, tornando-se ligeiramente positivo em 2023. A melhoria do saldo orçamental também será facilitada, ainda que em menor grau, por pagamentos de juros ligeiramente inferiores aos que se verificaram nos últimos anos. Nas atuais projeções, este efeito refere-se sobretudo a 2022 e desaparece em 2023 e 2024.

Gráfico 27

Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de março de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE.
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos países da área do euro.

Estima-se que a orientação orçamental agregada para a área do euro tenha registado um ligeiro aumento da restritividade em 2021, após uma orientação muito expansionista em 2020¹¹. Face aos níveis de apoio ainda elevados após a correção de receitas referentes às subvenções do NGEU, é esperada uma maior restritividade da orientação orçamental em 2022, com o desvanecimento do apoio orçamental a par da cessação das medidas de apoio temporárias e relacionadas com a pandemia. Em 2023 e 2024, projeta-se que a orientação orçamental

¹¹ A orientação orçamental reflete a direção e dimensão do estímulo das políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida nesta secção como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Atendendo a que as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções do NGEU com base no orçamento da UE não têm um impacto contracionista na procura, o saldo primário corrigido do ciclo é, neste contexto, ajustado de modo a excluir essas receitas. Para mais pormenores sobre o conceito de “orientação orçamental” da área do euro, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

apresente um aumento apenas marginal da restritividade¹². Não obstante a maior restritividade orçamental, o nível de apoio orçamental à recuperação económica continuará a ser elevado ao longo de todo o horizonte de projeção, o que se reflete num saldo orçamental primário global que permanecerá firmemente negativo.

Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o saldo orçamental no final do horizonte de projeção foi revisto ligeiramente em baixa. A revisão anual mais significativa diz respeito a uma estimativa do saldo orçamental mais favorável para 2021. Mais especificamente, no tocante a 2021, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro em percentagem do PIB foi objeto de uma revisão em alta de 0,5 pontos percentuais, situando-se em -5,5% do PIB, devido sobretudo a um saldo primário corrigido do ciclo superior ao esperado. Apesar desta melhoria, o saldo orçamental foi revisto em alta apenas marginalmente em 0,1 pontos percentuais para 2022, mantendo-se inalterado no que respeita a 2023 e tendo sido revisto em baixa 0,2 pontos percentuais para 2024. A revisão em baixa do saldo orçamental no final do horizonte de previsão na projeção de referência resulta da deterioração das perspetivas macroeconómicas desencadeada pela crise na Ucrânia e das revisões em alta dos pagamentos de juros em percentagem do PIB.

No seguimento de um grande aumento em 2020, projeta-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB na área do euro tenha diminuído ligeiramente para cerca de 96% em 2021 e que desça ainda mais, situando-se em 89% em 2024. Após um aumento próximo de 14 pontos percentuais no rácio da dívida em 2020, estima-se que o défice primário ainda elevado, mas em trajetória descendente, em 2021 tenha sido mais do que compensado por um contributo significativo para a redução da dívida do diferencial entre taxa de juro e crescimento. Projeta-se que, em 2022 e 2023, o rácio da dívida diminua de forma mais rápida, dado que os défices primários que contribuem para o aumento da dívida, ainda que decrescentes, serão compensados por contributos favoráveis dos diferenciais entre taxa de juro e crescimento e, em menor grau, por ajustamentos défice-dívida negativos (gráfico 28). No final do horizonte de projeção em 2024, o rácio da dívida em relação ao PIB deverá diminuir para um valor ligeiramente inferior a 89%, ou seja, 5 pontos percentuais acima do nível registado antes da crise, em 2019. De um modo geral, a crise da COVID-19 teve um impacto adverso significativamente menor na trajetória da dívida agregada da área do euro do que o esperado, em geral, na fase inicial da crise¹³.

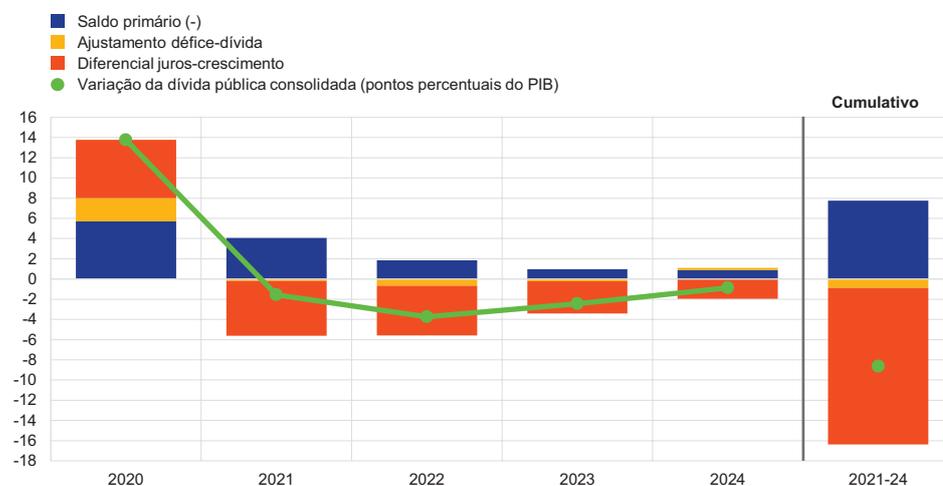
¹² A orientação orçamental agregada para a área do euro foi -4,2 pontos percentuais do PIB em 2020 e estima-se que se tenha situado em +0,5 pontos percentuais do PIB em 2021. Projeta-se que seja de +0,9, +0,2 e +0,1 pontos percentuais do PIB em 2022, 2023 e 2024, respetivamente, após a correção das receitas relacionadas com as subvenções do NGEU.

¹³ Por exemplo, segundo as projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o rácio da dívida em relação ao PIB no final de 2022 deveria ser cerca de 8 pontos percentuais superior ao indicado nas projeções atuais.

Gráfico 28

Fatores impulsionadores da variação da dívida pública da área do euro

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de março de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE.

Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos países da área do euro.

Todavia, os riscos para esta projeção de referência orçamental são substanciais e estão cada vez mais enviesados no sentido de défices orçamentais mais elevados. A principal incerteza diz respeito aos efeitos macroeconómicos da guerra na Ucrânia e ao potencial estímulo orçamental adicional na área do euro. Esse estímulo adviria principalmente de três fontes:

- apoio adicional em resposta aos preços elevados dos produtos energéticos;
 - aumento da despesa com defesa; e
 - aumento da despesa com os refugiados.
- Além disso, os riscos orçamentais relacionados com novas vagas da pandemia de COVID-19 não podem ser excluídos.

As políticas orçamentais nacionais devem permanecer ágeis, à medida que a situação evolui, e atentas à sustentabilidade orçamental no médio prazo. À luz dos elevados riscos que atualmente advêm de múltiplas fontes, os quais já estão, em parte, a concretizar-se, as medidas orçamentais, incluindo a nível da União Europeia, ajudariam a proteger a economia. As políticas orçamentais têm de permanecer ágeis, à medida que a situação evolui. 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 criaria uma margem de manobra orçamental adicional, se necessário, contribuindo simultaneamente para reduzir os desequilíbrios orçamentais. A disponibilidade para recorrer a políticas orçamentais não é incompatível com a necessidade de uma trajetória credível de redução dos desequilíbrios orçamentais a médio prazo.

Caixas

1 Estrangulamentos nas cadeias de abastecimento na área do euro e nos Estados Unidos: qual o ponto da situação?

Por Maria Grazia Attinasi, Roberto A. De Santis, Claudia Di Stefano, Rinalds Gerinovics e Máté Barnabás Tóth

As tensões nas cadeias de abastecimento mundiais de bens têm afetado negativamente o ciclo económico mundial desde o final de 2020.

Os estrangulamentos nas cadeias de abastecimento resultam da interação de vários fatores. Primeiro, a forte recuperação da procura mundial de bens da indústria transformadora, em parte induzida pela rotação do consumo em detrimento dos serviços no contexto das medidas de contenção relacionadas com a pandemia, não foi acompanhada por um aumento equivalente na oferta de bens. Segundo, alguns setores foram atingidos por uma grave escassez da oferta, em especial de semicondutores, com a oferta a enfrentar dificuldades para acomodar o aumento da procura de produtos e equipamentos eletrónicos, e no setor automóvel, que está a recuperar gradualmente após uma queda acentuada da produção em 2020. Por último, as perturbações no setor logístico – resultantes principalmente da atividade de navios porta-contentores, do congestionamento dos portos e de medidas rigorosas de confinamento em alguns dos principais países asiáticos que fabricam fatores de produção intermédios – agravaram ainda mais os estrangulamentos no abastecimento¹⁴.

Dada a natureza multifacetada dos estrangulamentos no abastecimento, o acompanhamento de um conjunto relativamente abrangente de indicadores é útil para rastrear as suas causas. Tal pode facilitar a identificação de quaisquer sinais de melhoria ou deterioração em setores económicos específicos numa fase precoce. Para o efeito, a presente caixa avalia a gravidade dos estrangulamentos no abastecimento, analisando um amplo conjunto de indicadores que abrangem os setores da indústria transformadora e dos serviços, bem como os preços dos transportes e das matérias-primas¹⁵.

¹⁴ Para uma análise pormenorizada destes fatores e do seu impacto económico, ver Lane, P.R., [Bottlenecks and monetary policy](#), *Blogue do BCE*, BCE, 10 de fevereiro de 2022, e as caixas a seguir elencadas: [What is driving the recent surge in shipping costs?](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2021; [A escassez de semicondutores e as respetivas implicações para o comércio, a produção e os preços da área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2021; [Impacto dos estrangulamentos do lado da oferta sobre o comércio](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2021; e [Fontes de perturbações nas cadeias de oferta e respetivo impacto na indústria transformadora da área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2021.

¹⁵ Foi proposta uma abordagem semelhante por Van Roye, B., Murray, B. e Orlik, T., [Supply chain crisis risks taking the global economy down with it](#), *Bloomberg*, novembro de 2021; e Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J.J.J. e Noble, A.I., [A new barometer of global supply chain pressures](#), *New Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, janeiro de 2022.

Neste texto, os indicadores setoriais dos estrangulamentos no abastecimento para a área do euro e os Estados Unidos estão representados sob a forma de mapas térmicos (*heatmaps*).

Embora a seleção dos indicadores esteja sujeita à disponibilidade de dados, os mapas térmicos incluem, para ambas as regiões, os Índices dos Gestores de Compras (IGC) para os prazos de entrega dos fornecedores (PEF), a acumulação de trabalho, o rácio das novas encomendas em relação às existências e os preços dos fatores de produção intermédios. Se a informação estiver disponível, são também incluídos os IGC correspondentes para o setor dos serviços. Além disso, os mapas térmicos cobrem os custos de transporte, representados pelas tarifas associadas ao frete aéreo e marítimo. No caso do frete marítimo, há que estabelecer uma distinção entre os custos associados aos contentores e ao transporte de granéis sólidos. Enquanto o transporte de granéis sólidos é usado para movimentar mercadorias, os navios porta-contentores são comumente empregados para transportar bens intermédios e acabados. Por conseguinte, os custos de frete marítimo em contentores são mais relevantes para avaliar a gravidade dos atuais estrangulamentos no abastecimento, uma vez que os constrangimentos parecem ter afetado principalmente os bens intermédios e acabados. Por esta razão, os mapas térmicos baseiam-se no índice de custos de frete marítimo da Harper Petersen (HARPEX), que acompanha as mudanças mundiais nas taxas de frete para navios porta-contentores, e no *Freightos Baltic Index* (FBX), que mede as taxas de frete de contentores “direcionais” da China para a UE e os Estados Unidos¹⁶. O mapa térmico da área do euro também mede a escassez de fatores de produção no conjunto da economia (por exemplo, mão de obra, equipamento e materiais de construção, estando estes últimos apenas disponíveis para a Alemanha) a partir de inquéritos, a fim de captar as atuais perturbações nas cadeias de abastecimento do ponto de vista das empresas afetadas. No que se refere aos Estados Unidos, é incluído o rácio de postos de trabalho por preencher em relação ao desemprego no setor dos transportes para captar a escassez de mão de obra no setor logístico. Para permitir comparações entre diferentes indicadores, as pontuações Z são calculadas subtraindo a média amostral de cada série temporal e dividindo a diferença pelo desvio-padrão da amostra. Os valores positivos de cada indicador representam em quantos desvios-padrão cada índice está acima da média, enquanto os valores negativos representam em quantos desvios-padrão cada índice está abaixo da média. As pontuações Z negativas, que indicam um défice entre a oferta e a procura, apontariam para estrangulamentos no abastecimento e são destacadas a vermelho. Em linhas gerais, as pontuações Z abaixo de -1,5 sugerem que os estrangulamentos no abastecimento são apertados.

Dados recentes sugerem que os estrangulamentos no abastecimento na área do euro e nos Estados Unidos se mantêm em níveis historicamente elevados.

Os mapas térmicos (gráfico A), que variam entre o azul-escuro (oferta abundante em relação à procura) e o vermelho-escuro (escassez de oferta), mostram que todos os indicadores mudaram para um tom de vermelho ao longo de 2021 e permaneceram predominantemente neste tom em ambas as economias em janeiro/fevereiro de

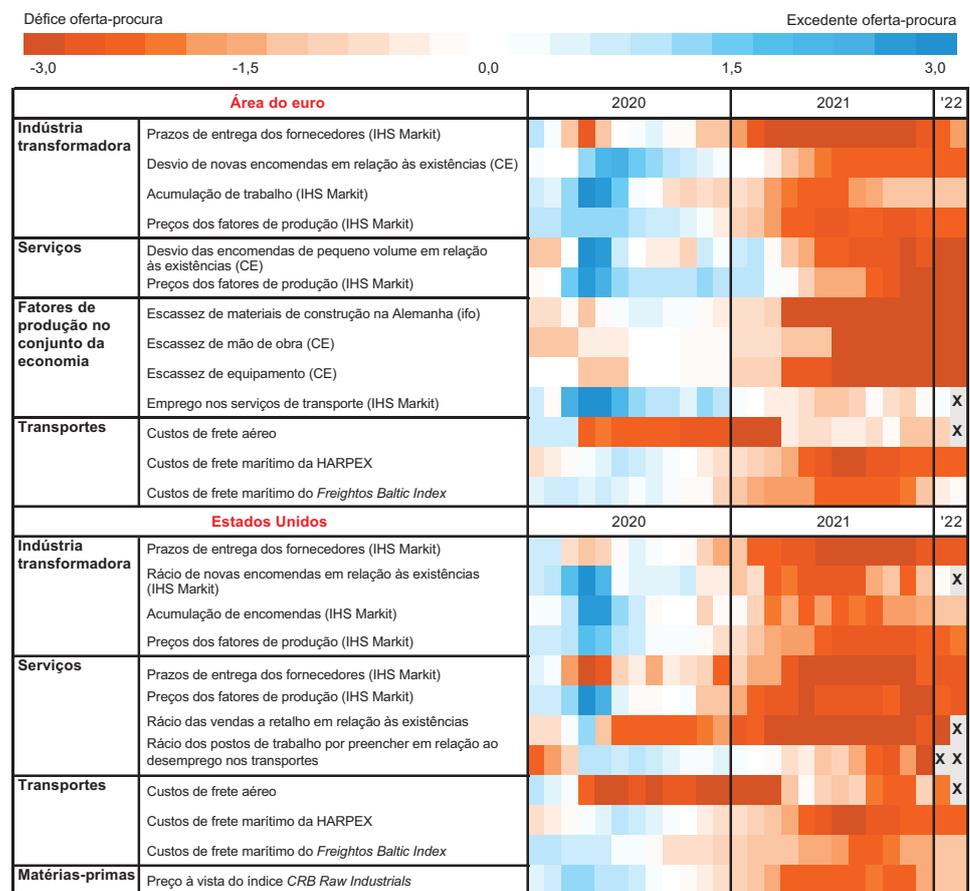
¹⁶ Não é incomum seguir o *Baltic Dry Index*. No entanto, este índice é construído para rastrear apenas os custos de expedição de matérias-primas (por exemplo, carvão, minério e cereais), que parecem ter sido menos afetados por estrangulamentos no abastecimento.

2022. No geral, a situação é ainda difícil, em especial na área do euro. Tal foi recentemente corroborado pelo nosso inquérito regular aos contactos no setor empresarial, que indicaram que, de um modo geral, os problemas de abastecimento não se atenuaram nos últimos meses, prevendo-se que continuem ao longo de 2022¹⁷. Em particular, os constrangimentos no abastecimento causados por perturbações no transporte e na logística são mais generalizados e provavelmente mais persistentes na ausência de um abrandamento da procura mundial.

Gráfico A

Pressões sobre as cadeias de abastecimento – mapas térmicos relativos à área do euro e aos Estados Unidos

(pontuações Z)



Fontes: U.S. Bureau of Labor Statistics, Comissão Europeia (CE), ISM, IHS Markit, ifo Institute, Bloomberg e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Os mapas térmicos mostram pontuações Z, calculadas subtraindo a média da observação no momento t e dividindo a diferença pelo desvio-padrão. A média e o desvio-padrão são calculados em relação à amostra disponível a partir de janeiro de 1999. Para os custos de transporte e os preços das matérias-primas, são apresentadas as pontuações Z com base nas taxas de crescimento homólogas. São mostrados indicadores subjetivos juntamente com as suas fontes. As observações assinaladas com um "X" ainda não estão disponíveis.

¹⁷ No que diz respeito à opinião das empresas sobre a persistência dos constrangimentos no abastecimento, ver a caixa intitulada [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2022.

Os indicadores de síntese derivados do mapa térmico confirmam que existem pressões contínuas resultantes de perturbações nas cadeias de abastecimento, embora estas pressões possam estar a diminuir em alguns setores. Os PEF dos IGC são um indicador útil para acompanhar as perturbações no abastecimento no setor logístico¹⁸. Para resumir as evidências das outras medidas, é construído um único indicador de síntese utilizando um modelo de fatores dinâmicos¹⁹. O primeiro fator do modelo de fatores dinâmicos, que representa mais de 50% da variância total nos indicadores subjacentes, está fortemente correlacionado com os PEF dos IGC na área do euro e nos Estados Unidos (gráfico B), captando assim um padrão semelhante nos estrangulamentos no abastecimento. Os dados de janeiro/fevereiro de 2022 para os PEF dos IGC e o modelo de fatores dinâmicos sugerem que as pressões sobre as cadeias de abastecimento, embora ainda historicamente elevadas, atingiram um pico e começaram a diminuir em ambas as economias (gráfico B). Em particular nos Estados Unidos, o rácio das novas encomendas em relação às existências do IGC está a melhorar, o que sugere que as empresas estão a começar a reconstituir as existências e que os estrangulamentos podem estar a diminuir. Contudo, a propagação da variante Ómicron da COVID-19 e o possível encerramento de fábricas e portos daí resultante aumentam a incerteza, em especial a curto prazo. Em particular, poderão existir retrocessos nas cadeias de abastecimento caso a China mantenha uma estratégia rigorosa de zero infeções com a COVID-19. A guerra na Ucrânia pode igualmente levar a uma reintensificação dos estrangulamentos no abastecimento.

¹⁸ Os PEF dos IGC indicam a percentagem de empresas que relatam uma melhoria, deterioração ou nenhuma mudança nos prazos de entrega de bens intermédios e acabados. Um índice inferior a 50 implica uma deterioração dos prazos de entrega em relação ao mês anterior.

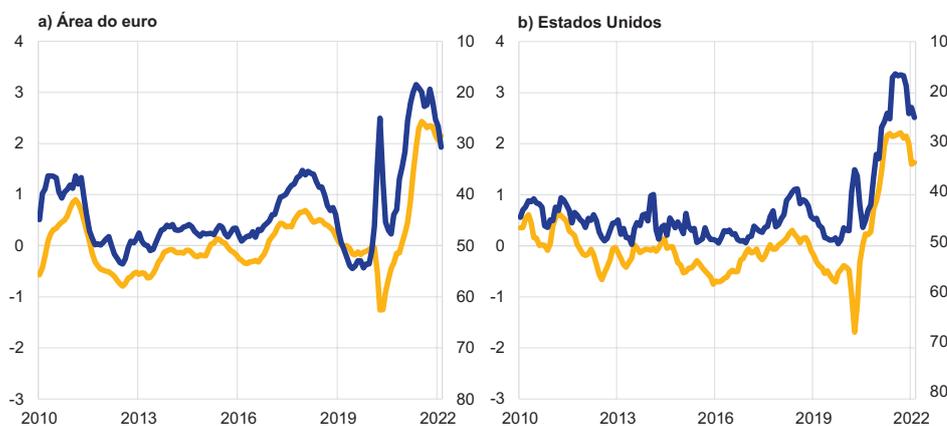
¹⁹ Para testar a fiabilidade dos dados, foi também calculado um resumo estatístico – com base num modelo das componentes principais – que fornece resultados muito semelhantes. A vantagem de um modelo de fatores dinâmicos face a um modelo das componentes principais é permitir lidar com lacunas de dados utilizando a componente comum estimada (ver Stock, J.H. e Watson, M.W., “Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes”, *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 20, Número 2, 2002, pp. 147-162; e Doz, C., Giannone, D. e Reichlin, L., “A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering”, *Journal of Econometrics*, vol. 164, Número 1, 2011, pp. 188-205). Por conseguinte, o modelo de fatores dinâmicos também inclui os índices de custos de frete do *Freightos Baltic Index*, que só estão disponíveis desde 2016.

Gráfico B

Pressões sobre as cadeias de abastecimento na área do euro e nos Estados Unidos

(escala da esquerda: desvios-padrão face à média de longo prazo; escala da direita: índice de difusão)

■ Prazos de entrega dos fornecedores do IGC para a indústria transformadora (escala da direita, invertida)
■ Modelo de fatores dinâmicos (escala da esquerda)



Fontes: U.S. Bureau of Labor Statistics, Comissão Europeia, ISM, IHS Markit, ifo Institute, Haver Analytics, Bloomberg e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O modelo de fatores dinâmicos inclui apenas indicadores mensais (não se incluem a escassez de mão de obra e de equipamento na área do euro, com uma frequência trimestral). Foram aplicadas transformações adequadas à série para garantir a estacionariedade. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2022.

2 O papel do risco de crédito nas recentes valorizações de obrigações de empresas a nível mundial

Por Livia Chițu, Magdalena Grothe e Tatjana Schulze²⁰

As vulnerabilidades das empresas aumentaram de forma particularmente expressiva em todo o mundo no início da pandemia de coronavírus (COVID-19) e – apesar da recuperação subsequente – poderão ainda constituir motivo de preocupação em alguns segmentos do mercado. As vulnerabilidades registaram um aumento pronunciado, tendo as empresas em todo o mundo sofrido uma vaga de reduções de notação de crédito (gráfico A, painel a). No decurso de 2021, a qualidade creditícia das empresas (conforme avaliada pelas agências de notação) recuperou ligeiramente, com as empresas dos Estados Unidos, por exemplo, a registarem mais subidas do que reduções de notação. Contudo, as notações de crédito ainda não regressaram plenamente aos níveis anteriores à pandemia, devido à incerteza quanto às perspetivas a mais longo prazo em alguns setores – em particular, os que foram mais afetados pela pandemia. Além disso, embora os resultados por ação tenham, em média, aumentado, a atual pandemia deixou marcas, tendo os lucros de algumas empresas sido mais fracos, não obstante as medidas de apoio público (ver, por exemplo, o painel b) do gráfico A, referente às empresas do índice S&P 500).

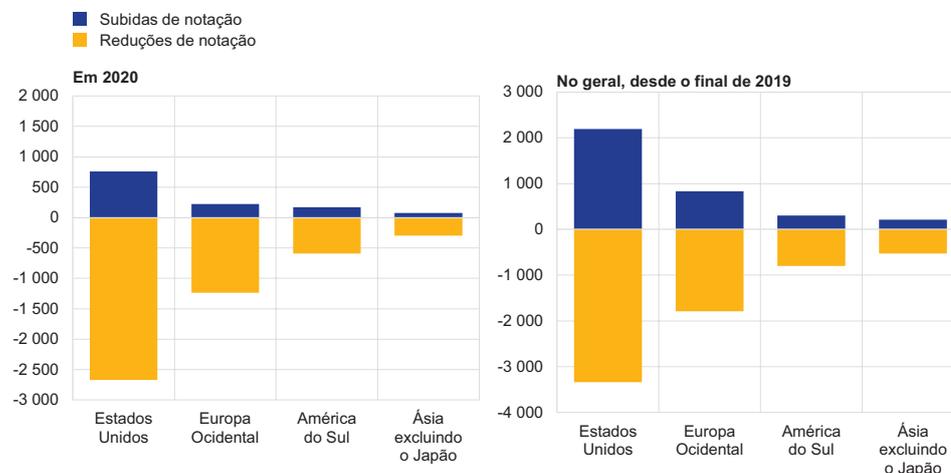
²⁰ Tatjana Schulze contribuiu para esta caixa durante o seu estágio no BCE.

Gráfico A

Variação da qualidade creditícia das empresas durante a pandemia

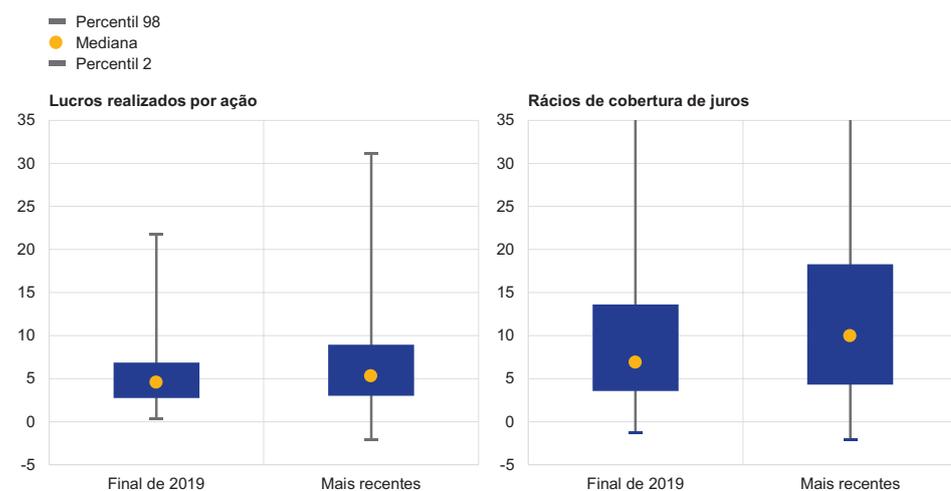
a) Variação das notações de longo prazo das empresas

(número de subidas e reduções de notação)



b) Lucros por ação e rácios de cobertura de juros das empresas do índice S&P 500

(dólares dos Estados Unidos para os lucros por ação; percentagens para os rácios de cobertura de juros)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

Notas: O painel a) indica o número de sociedades não financeiras nas diferentes regiões que foram objeto de subidas e/ou de reduções de notação i) em 2020 e ii) no período desde o final de 2019, sendo as últimas observações referentes ao primeiro trimestre de 2022. O painel b) apresenta os lucros realizados por ação e os rácios de cobertura de juros (pagamentos de juros em relação aos lucros) das empresas do índice S&P 500, representando os pontos a mediana, as barras o intervalo interquartil (percentis 25 a 75) e as linhas a negro os percentis 2 a 98. No gráfico da direita do painel b), os percentis 98 das duas distribuições do rácio de cobertura de juros (que não se veem no gráfico) situam-se em torno de 130% e 390%, respetivamente, para o final de 2019 e os dados mais recentes. No painel b), as últimas observações referem-se a 14 de janeiro de 2022 (resultados por ação; por semana) e ao quarto trimestre de 2021 (rácios de cobertura de juros; por trimestre).

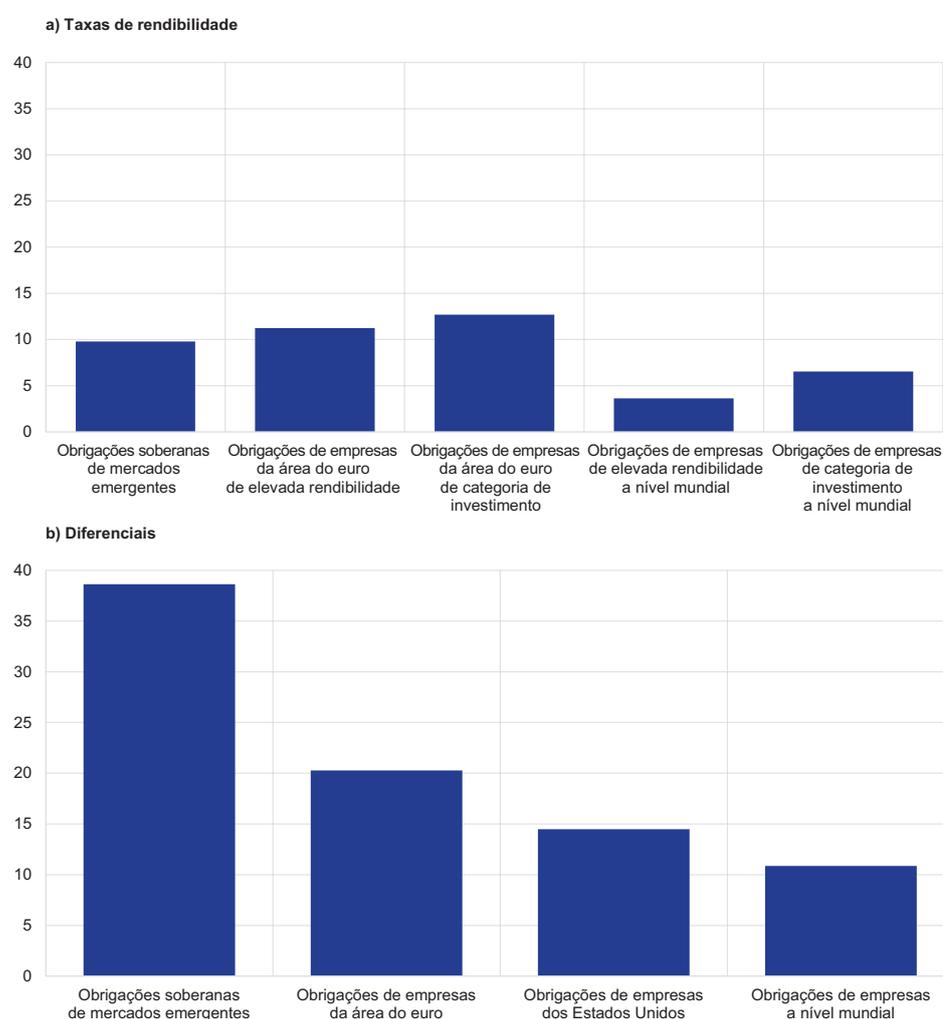
As valorizações de obrigações de empresas situam-se próximo dos máximos históricos, apesar das vulnerabilidades que persistem.

Tal aplica-se, em particular, aos segmentos com notações mais baixas. Após um máximo atingido em março de 2020, as taxas de rendibilidade de obrigações de empresas dos Estados Unidos desceram para mínimos históricos nas várias classes de notação. Estas taxas de rendibilidade reduzidas são, em parte, um reflexo do nível baixo das taxas de juro, visto que os bancos centrais reduziram as taxas diretoras e utilizaram as aquisições de ativos para comprimir os prémios de risco de prazo das obrigações de dívida pública. Porém, as valorizações de obrigações de empresas são também

muito elevadas em termos relativos, como habitualmente medidas pela diferença entre as taxas de rendibilidade das obrigações de empresas de risco elevado e de risco reduzido ou a diferença entre as taxas de rendibilidade das obrigações de empresas e as taxas isentas de risco. Os diferenciais das empresas regressaram aos níveis anteriores à pandemia e estão próximo dos mínimos históricos observados no período que antecedeu a crise financeira mundial. Com a continuação da compressão dos diferenciais na maioria das classes de ativos nos últimos meses, surgiram preocupações quanto a uma possível exuberância em alguns segmentos do mercado empresarial (gráfico B)²¹.

Gráfico B Valorizações nos mercados obrigacionistas mundiais

(em percentagem de meses, desde janeiro de 1999, quando se registaram as menores taxas de rendibilidade/os menores diferenciais)



Fontes: Bloomberg, Refinitiv Datastream e cálculos do BCE.

Notas: As valorizações baseiam-se nos índices ICE BofA de obrigações de empresas, bem como nos índices JPM EMBI para os mercados emergentes de obrigações soberanas denominadas em dólares dos Estados Unidos. Neste gráfico, os diferenciais das empresas são calculados como a diferença entre obrigações empresariais de elevada rendibilidade e de categoria de investimento. As últimas observações referem-se a janeiro de 2022.

²¹ Para uma análise completa dos riscos relacionados com valorizações nos mercados de ativos, ver *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2021, capítulo 2.

Não obstante o recente aumento dos diferenciais das empresas em alguns mercados, as fortes descidas observadas, em geral, desde o auge da crise da COVID-19 estiveram, em grande parte, associadas à força da apetência dos investidores pelo risco. Com base na literatura sobre a fixação dos preços das obrigações de empresas, a evolução das valorizações de obrigações de empresas a nível mundial pode ser interpretada utilizando um modelo com uma componente de risco de crédito e fatores que captam condições de mercado e de liquidez mais gerais. O risco de crédito é medido utilizando o indicador de frequência do incumprimento esperado produzido pela agência de notação Moody's. Assente na teoria de fixação de preços, este mede a probabilidade de incumprimento de uma empresa (ou seja, a probabilidade de esta não realizar pagamentos programados de capital ou juros) nos 12 meses seguintes²². Por conseguinte, capta a avaliação do mercado da qualidade creditícia das empresas. O modelo capta a incerteza do mercado e a aversão ao risco utilizando o índice VIX, que proporciona uma medida da volatilidade esperada no mercado bolsista, calculada a partir dos preços das opções (e é comumente utilizado como uma aproximação da incerteza e da aversão ao risco nos mercados financeiros). O modelo capta as condições de liquidez com base no diferencial do mercado monetário, definido como o diferencial entre a taxa interbancária a 3 meses e a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 3 meses. As estimativas calculadas a partir do modelo sugerem que as descidas gerais dos diferenciais das obrigações de empresas a nível mundial desde o auge da pandemia – não obstante os recentes aumentos em alguns segmentos – têm sido induzidas pela diminuição da incerteza no mercado, bem como pela avaliação relativamente favorável do mercado quanto ao risco de incumprimento das empresas (gráfico C)²³. Os contributos dos resíduos do modelo em alguns mercados apontam para uma potencial exuberância nas valorizações e sugerem que os investidores apresentam uma apetência pelo risco excecionalmente forte.

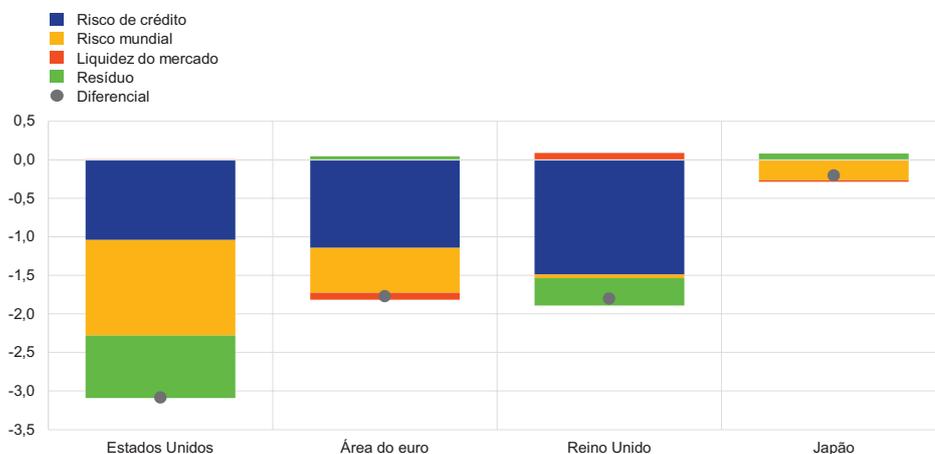
²² Ver, por exemplo, Moody's Analytics, [EDF Overview](#), 2011.

²³ Os resultados são robustos quanto à utilização de métricas alternativas para as variáveis explicativas. Para uma análise mais abrangente das valorizações na área do euro, ver, por exemplo, Altavilla, C., Lemke, W., Linzert, T., Tapking, J. e von Landesberger, J., [Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 278, BCE, setembro de 2021.

Gráfico C

Fatores subjacentes à recuperação dos diferenciais das empresas a nível mundial desde março de 2020

(em pontos percentuais)



Fontes: Moody's Analytics, Refinitiv Datastream e cálculos do BCE.

Notas: Este gráfico apresenta estimativas baseadas em modelos dos contributos do risco de crédito, da incerteza do mercado e da liquidez do mercado para as variações dos diferenciais das obrigações de empresas com notação BBB desde março de 2020. Neste caso, os diferenciais das empresas medem a diferença entre as taxas de rentabilidade das obrigações de empresas e as obrigações de dívida pública com a mesma maturidade na mesma jurisdição. Os diferenciais das empresas são medidos a nível do índice dos países para as obrigações com notação BBB e prazos de 3 a 5 anos. "Risco de crédito" denota a avaliação do mercado do risco de incumprimento das empresas, conforme medido pelo indicador de frequência do incumprimento esperado produzido pela Moody's; "risco mundial" corresponde à aproximação proporcionada pelo índice VIX; sendo a "liquidez do mercado" obtida por aproximação pelo diferencial do mercado monetário – ou seja, o diferencial entre a taxa interbancária a 3 meses e a taxa de rentabilidade das obrigações de dívida pública a 3 meses (por exemplo, o diferencial TED (entre os títulos do Tesouro a 3 meses e a LIBOR a 3 meses) para os Estados Unidos). O modelo foi estimado utilizando dados diários desde junho de 2006, referindo-se às últimas observações a 17 de fevereiro de 2022.

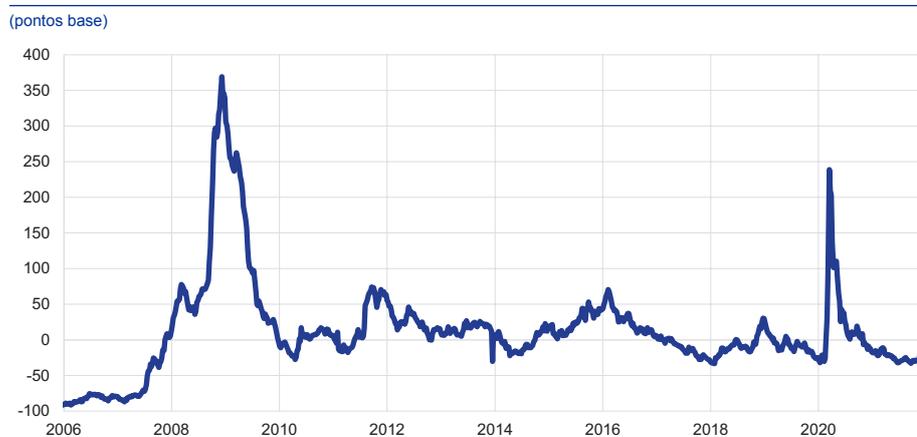
Esses resultados podem ser verificados face aos de um segundo modelo baseado em dados mais granulares, que confirma o papel da apetência pelo risco nas recentes valorizações, apontando para um potencial risco de reavaliações do preço do risco no mercado. Com efeito, recorrendo a dados

sobre obrigações e a nível das empresas para os Estados Unidos, um dos maiores mercados empresariais do mundo, as estimativas baseadas em modelos ilustram o papel importante da apetência pelo risco dos investidores nas recentes valorizações de obrigações de empresas para as sociedades não financeiras do índice S&P 500. O modelo pressupõe que existe uma relação linear entre os diferenciais das empresas e o risco de incumprimento de cada empresa e um vetor de características específicas às obrigações²⁴. Um valor positivo para os resíduos do modelo de uma obrigação, também referido como "prémio excedentário das obrigações", pode ser interpretado como a compensação da tomada de uma posição em risco sobre a obrigação que vai além da compensação tipicamente exigida por incumprimentos esperados. Desde o auge da crise da COVID-19, o prémio excedentário das obrigações diminuiu e atingiu níveis negativos, acima dos observados antes de 2007 e semelhantes aos registados previamente à pandemia. Tal indica que a força da apetência pelo risco dos investidores fez baixar os prémios de risco para níveis ligeiramente inferiores aos da fixação histórica pelo mercado do preço do risco de incumprimento (gráfico D).

²⁴ Esta abordagem está em consonância com Gilchrist, S. e Zakrajšek, E., [Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations](#), *American Economic Review*, vol. 102, n.º 4, junho de 2012, pp. 1692-1720, bem como Favara, G., Gilchrist, S., Lewis, K. e Zakrajšek, E., [Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium](#), *FEDS Notes*, 2016.

Gráfico D

Prémio excedentário das obrigações para sociedades não financeiras do índice S&P 500



Fontes: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream e cálculos do BCE.

Notas: A componente de prémio excedentário das obrigações dos diferenciais de obrigações de empresas corrigidos de opções foi estimada para um painel de sociedades não financeiras do índice S&P 500 e agregada a nível das empresas, seguindo a abordagem adotada por Gilchrist e Zakrajšek. Este gráfico mostra o prémio excedentário das obrigações relativo a empresas com uma rentabilidade mediana em termos de lucros realizados por ação. O processo de estimação tem em conta uma medida do incumprimento esperado para cada empresa (conforme captado pelo indicador de frequência do incumprimento esperado produzido pela Moody's) e um vetor de características específicas das obrigações (incluindo duração, cupão, idade e volume, e uma variável artificial (*dummy*) para as obrigações reembolsáveis), assim como efeitos fixos por setor e erros-padrão agrupados de forma dupla. A medida dos diferenciais das obrigações de empresas corrigidos de opções tem em conta a presença de opções embutidas num subconjunto da amostra de obrigações. As últimas observações referem-se a 17 de dezembro de 2021 (dados semanais).

Possíveis choques de aversão ao risco (*risk-off*) em todo o mercado poderão aumentar significativamente os custos de financiamento das empresas e as probabilidades de incumprimento esperadas, em particular para as empresas com os balanços mais fracos.

Uma reavaliação dos preços dos ativos em resposta a uma mudança do sentimento mundial face ao risco poderia exacerbar as vulnerabilidades das empresas em termos de financiamento e aumentar a sua probabilidade de incumprimento. Este efeito poderá ser particularmente substancial para empresas com fundamentos fracos (por exemplo, poucas perspetivas de lucros ou rácios reduzidos de cobertura de juros). Estimativas baseadas em modelos que incidem sobre a resposta a um choque de aversão ao risco mundial permitem-nos estimar o impacto que uma inversão do sentimento dos investidores poderia ter nos diferenciais das empresas e nas probabilidades de incumprimento²⁵. Os resultados revelam que os diferenciais das empresas são altamente sensíveis a choques de aversão ao risco mundial, em especial nas empresas mais fracas. Para essas empresas, a reação estimada em termos de reavaliação do preço do risco situa-se em torno de 70 pontos base três semanas após o choque, o que compara com cerca de 40 pontos base para as empresas mais fortes (gráfico E, painel a).

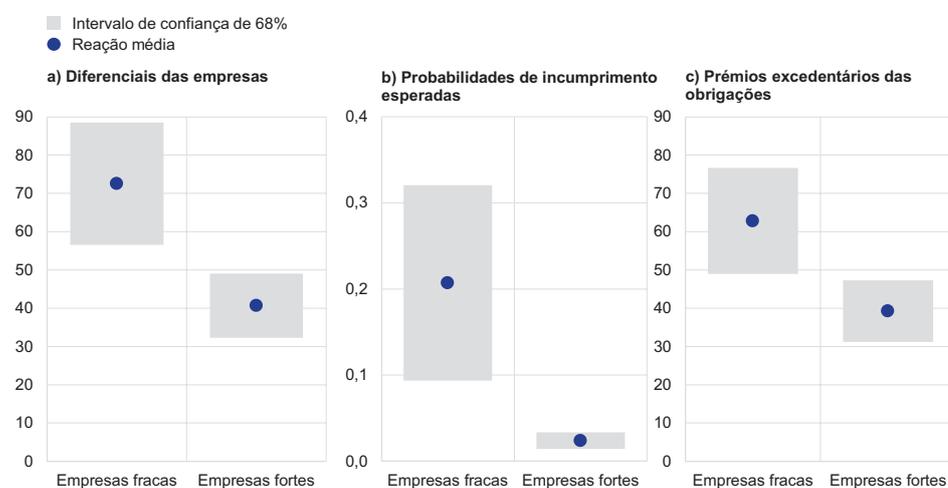
²⁵ Esse choque é estimado utilizando um modelo BVAR diário, no espírito de Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. e Van Robays, I., [What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2560, BCE, 2021. O modelo utiliza uma combinação de restrições de sinal, magnitude relativa e narrativa. Graças a esta abordagem, o choque de risco mundial capta a dinâmica de fuga para a segurança, partindo do pressuposto de que a maior aversão ao risco mundial desencadeia uma substituição de ações por obrigações de longo prazo seguras dos Estados Unidos, conduzindo também a um fortalecimento do dólar dos Estados Unidos, dado o estatuto desta moeda como "destino seguro". É igualmente imposto um evento narrativo no dia em que se verificou o colapso do banco de investimento Lehman Brothers, sendo o choque de risco mundial o principal fator impulsor dos preços das ações nesse dia. O impacto do choque é calibrado como uma descida de 10 pontos base das taxas de rendimento de longo prazo das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos em cinco dias. Agradecemos a Ine Van Robays por partilhar a série relativa ao choque de risco mundial utilizada neste projeto.

Além disso, a probabilidade esperada de incumprimento de uma empresa no próximo ano aumenta 0,2 pontos percentuais (gráfico E, painel b), o que constitui uma subida substancial, considerando que a frequência do incumprimento esperado de uma sociedade não financeira mediana dos Estados Unidos normalmente não excede 1%. A maior parte da sensibilidade dos custos de financiamento pode ser atribuída ao aumento da aversão ao risco dos investidores, como determinada por aproximação pelo prémio excedentário das obrigações (gráfico E, painel c).

Gráfico E

Impacto dos choques de aversão ao risco em todo o mercado nos diferenciais das empresas, probabilidades de incumprimento esperadas e prémios excedentários das obrigações para as empresas mais fortes e mais fracas

(diferenciais das empresas e prémios excedentários das obrigações em pontos base; probabilidades de incumprimento esperadas em percentagem)



Fontes: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream e cálculos do BCE.

Notas: Este gráfico apresenta a reação estimada dos diferenciais das empresas, das probabilidades de incumprimento esperadas e dos prémios excedentários das obrigações três semanas após um choque de aversão ao risco mundial para um painel de sociedades não financeiras do índice S&P 500. A reação é estimada utilizando projeções locais do painel. "Empresas fracas" corresponde aos 20% das sociedades do painel com os rácios de cobertura de juros mais baixos e "empresas fortes" aos 20% com os rácios mais elevados. Os choques são estimados utilizando um modelo BVAR diário com uma combinação de restrições de sinal, magnitude relativa e narrativa e são calibrados como uma descida de 10 pontos base das taxas de rendibilidade de longo prazo das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos em 5 dias. As estimativas das projeções locais são semanais, abrangendo o período de janeiro de 2005 a maio de 2021, controlam para o Índice de Surpresa Económica do Citigroup (*Citigroup Economic Surprise Index – CESI*), a taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos a 2 anos e o índice VIX, bem como as variáveis artificiais (*dummies*) para a crise financeira mundial e a crise da COVID-19, e têm em conta efeitos fixos das empresas. Os erros-padrão são agrupados por setor e tempo. As probabilidades de incumprimento esperadas são medidas utilizando o indicador de frequência do incumprimento esperado produzido pela Moody's, que capta a probabilidade de incumprimento de uma empresa (ou seja, a probabilidade de esta não realizar pagamentos programados de capital ou juros) no ano seguinte. A componente de prémio excedentário das obrigações dos diferenciais das empresas é estimada para o painel de obrigações de empresas do índice S&P 500 e agregada a nível das empresas, em consonância com a abordagem adotada por Gilchrist e Zakrajšek. Esse processo de estimação tem em conta uma medida do incumprimento esperado para cada empresa (conforme captado pelo indicador de frequência do incumprimento esperado produzido pela Moody's) e um vetor de características específicas das obrigações (incluindo duração, cupão, idade e volume, e uma variável artificial (*dummy*) para as obrigações reembolsáveis), assim como efeitos fixos por setor. As últimas observações referem-se a 17 de dezembro de 2021 (dados semanais).

Em geral, a presente caixa demonstra o papel importante desempenhado pela apetência pelo risco na valorização de obrigações de empresas, tanto a nível internacional como entre as empresas de um dos maiores mercados de obrigações empresariais. A análise baseada em modelos sugere que, embora a forte descida observada nos diferenciais das obrigações de empresas dos vários países desde o auge da pandemia de COVID-19 tenha refletido, em parte, a avaliação do mercado de uma melhoria da qualidade creditícia das empresas, também foi, em grande medida, impulsionada por um fortalecimento da apetência pelo risco dos investidores. Tal é confirmado pela análise das valorizações de obrigações no mercado empresarial dos Estados Unidos. Em termos prospetivos,

a caixa indica igualmente que – como algumas empresas têm balanços relativamente fracos e há potencial para uma mudança de sentimento dos investidores – é concebível que os choques de aversão ao risco em todo o mercado resultem num aumento significativo dos custos de financiamento das empresas e das probabilidades de incumprimento esperadas, em particular para as empresas mais fracas.

3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 3 de novembro de 2021 a 8 de fevereiro de 2022

Por Ross James Murphy e Nikolaus Solonar

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE e a evolução da liquidez durante o sétimo e oitavo períodos de manutenção de reservas de 2021. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 3 de novembro de 2021 a 8 de fevereiro de 2022 (o “período em análise”).

A liquidez excedentária média no sistema bancário da área do euro aumentou 45,6 mil milhões de euros durante o período em análise, atingindo um máximo histórico de 4412,6 mil milhões de euros. Tal deveu-se às aquisições de ativos realizadas 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). O efeito das aquisições de ativos sobre a liquidez excedentária foi parcialmente compensado por um aumento considerável dos fatores autónomos líquidos. O programa das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) teve, pela primeira vez, um efeito líquido de redução da liquidez.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas, aumentaram 205,4 mil milhões de euros para 2495,7 mil milhões de euros. Este aumento, comparando com os dois períodos de manutenção anteriores, deveu-se quase na totalidade a um crescimento de 202,5 mil milhões de euros dos fatores autónomos líquidos, que atingiram 2340,8 mil milhões de euros (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”). Em contrapartida, as reservas mínimas obrigatórias aumentaram apenas marginalmente em 2,9 mil milhões de euros, situando-se em 154,8 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de absorção de liquidez subiram 55,3 mil milhões de euros para 3172,0 mil milhões de euros no período em análise devido, sobretudo, a aumentos em outros fatores autónomos e nas notas em circulação. Os outros fatores autónomos (quadro A) aumentaram 76,4 mil milhões de euros para 1035,8 mil milhões de euros no período em análise. Paralelamente, as notas em circulação cresceram 27,3 mil milhões de euros para 1531,0 mil milhões de euros. Os depósitos das administrações públicas mantêm-se elevados, apesar da descida de 48,3 mil milhões de euros para 605,2 mil milhões de euros. No entanto, este valor encontra-se muito abaixo do máximo histórico de 729,8 mil milhões de euros atingido durante o período em análise relativo ao quinto e sexto períodos de manutenção de 2020.

Os fatores autónomos de cedência de liquidez diminuiram 147,2 mil milhões de euros, passando para 831,4 mil milhões de euros.

Esta diminuição deveu-se ao resultado líquido da descida de 174,7 mil milhões de euros em ativos líquidos denominados em euros e do aumento de 27,5 mil milhões de euros em disponibilidades líquidas sobre o exterior. A diminuição dos ativos líquidos denominados em euros decorreu, em larga medida, do aumento da rubrica L.6 do balanço do Eurosistema (“Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros”) devido a aumentos, no final do ano, dos depósitos dos Serviços de Gestão de Reservas do Eurosistema e das operações de cedência de títulos contra garantia de liquidez com contrapartes fora da área do euro. A rubrica L.6 do balanço atingiu 710 mil milhões de euros em 31 de dezembro de 2021, um máximo histórico, dado que a aplicação de liquidez em euros no mercado se tornou muito dispendiosa no final do ano.

O quadro A apresenta uma panorâmica dos fatores autónomos²⁶ referidos acima e respetivas variações.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 3 de novembro de 2021 a 8 de fevereiro de 2022						Período analisado anterior: 28 de julho de 2021 a 2 de novembro de 2021	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 3 de novembro a 21 de dezembro		Oitavo período de manutenção: 22 de dezembro a 8 de fevereiro		Quinto e sexto períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	3 172,0	(+55,3)	3 146,4	(-0,6)	3 197,5	(+51,1)	3 116,6	(+120,3)
Notas em circulação	1 531,0	(+27,3)	1 521,4	(+14,0)	1 540,6	(+19,2)	1 503,7	(+28,7)
Depósitos das administrações públicas	605,2	(-48,3)	628,3	(-43,0)	582,0	(-46,3)	653,5	(+36,6)
Outros fatores autónomos (líquidos) ¹⁾	1 035,8	(+76,4)	996,7	(+28,4)	1 074,9	(+78,2)	959,4	(+55,1)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	3 673,0	(+58,5)	3 689,1	(+35,4)	3 656,9	(-32,2)	3 614,5	(+143,3)
dos quais reservas excedentárias isentas ao abrigo do sistema de dois níveis	919,6	(+15,3)	919,6	(+10,4)	919,6	(+0,0)	904,2	(+17,1)
dos quais reservas excedentárias não isentas ao abrigo do sistema de dois níveis	2 769,5	(+60,0)	2 769,5	(+25,8)	2 769,5	(+0,0)	2 709,5	(+123,2)
Reservas mínimas obrigatórias²⁾	154,8	(+2,9)	154,2	(+1,4)	155,4	(+1,2)	151,9	(+3,0)
Volume isento³⁾	928,9	(+17,7)	925,4	(+8,5)	932,5	(+7,0)	911,3	(+18,1)
Facilidade permanente de depósito	739,6	(-12,9)	745,0	(+6,5)	734,2	(-10,8)	752,6	(+32,2)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

3) Para mais informação sobre reservas excedentárias isentas e não isentas, consultar o [sítio](#) do BCE (disponível apenas em inglês).

²⁶ Para mais pormenores sobre os fatores autónomos, ver o artigo intitulado [A gestão de liquidez do BCE](#), *Boletim Mensal*, BCE, maio de 2002.

Ativo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 3 de novembro de 2021 a 8 de fevereiro de 2022						Período analisado anterior: 28 de julho de 2021 a 2 de novembro de 2021	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 3 de novembro a 21 de dezembro		Oitavo período de manutenção: 22 de dezembro a 8 de fevereiro		Quinto e sexto períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	831,4	(-147,2)	870,5	(-99,5)	792,3	(-78,3)	978,6	(-47,5)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	858,4	(+27,5)	839,2	(+4,1)	877,7	(+38,5)	830,9	(+15,6)
Ativos líquidos denominados em euros	-27,0	(-174,7)	31,4	(-103,6)	-85,4	(-116,7)	147,7	(-63,1)
Instrumentos de política monetária	6 908,3	(+251,0)	6 864,5	(+142,2)	6 952,0	(+87,5)	6 657,3	(+346,3)
Operações de mercado aberto	6 908,3	(+251,0)	6 864,5	(+142,2)	6 952,0	(+87,5)	6 657,3	(+346,3)
Operações de crédito	2 205,4	(-6,3)	2 208,9	(-1,1)	2 201,8	(-7,1)	2 211,7	(+63,5)
OPR	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,0)
ORPA com prazo de 3 meses	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,1)
Operações das ORPA direcionadas II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Operações das ORPA direcionadas III	2 202,2	(+7,2)	2 206,3	(+5,2)	2 198,1	(-8,2)	2 195,0	(+74,3)
PELTRO	2,9	(-13,5)	2,4	(-6,2)	3,4	(+1,0)	16,4	(-10,8)
Carteiras definitivas	4 702,9	(+257,3)	4 655,6	(+143,3)	4 750,2	(+94,5)	4 445,6	(+282,8)
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,1)	0,4	(-0,0)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	2,1	(-0,3)	2,4	(+0,0)	1,8	(-0,6)	2,4	(-0,0)
Terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	297,7	(+1,8)	298,1	(+0,9)	297,3	(-0,7)	295,9	(+4,4)
Programa dos mercados de títulos de dívida	6,5	(-3,0)	6,5	(+0,0)	6,5	(+0,0)	9,5	(-7,7)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	28,3	(+1,3)	28,7	(+2,1)	28,0	(-0,7)	27,0	(-1,4)
Programa de compra de ativos do setor público	2 487,7	(+39,8)	2 479,3	(+23,0)	2 496,2	(+16,9)	2 448,0	(+36,0)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	310,2	(+15,4)	307,1	(+8,2)	313,2	(+6,1)	294,8	(+15,4)
Programa de compra de ativos devido a emergência pandémica	1 570,0	(+202,4)	1 533,2	(+109,0)	1 606,8	(+73,7)	1 367,5	(+236,1)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

Outras informações com base na liquidez

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 3 de novembro de 2021 a 8 de fevereiro de 2022						Período analisado anterior: 28 de julho de 2021 a 2 de novembro de 2021	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 3 de novembro a 21 de dezembro		Oitavo período de manutenção: 22 de dezembro a 8 de fevereiro		Quinto e sexto períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	2 495,7	(+205,4)	2 430,5	(+100,3)	2 560,9	(+130,4)	2 290,2	(+170,8)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	2 340,8	(+202,5)	2 276,2	(+98,9)	2 405,5	(+129,2)	2 138,4	(+167,8)
Liquidez excedentária ³⁾	4 412,6	(+45,6)	4 434,1	(+42,0)	4 391,1	(-43,0)	4 367,0	(+175,5)

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 parênteses denotam as variações face ao período analisado ou de manutenção anterior.

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

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

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

Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

	Período em análise atual: 3 de novembro de 2021 a 8 de fevereiro de 2022						Período analisado anterior: 28 de julho de 2021 a 2 de novembro de 2021	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 3 de novembro a 21 de dezembro		Oitavo período de manutenção: 22 de dezembro a 8 de fevereiro		Quinto e sexto períodos de manutenção	
OPR	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,576	(-0,006)	-0,574	(-0,004)	-0,578	(-0,004)	-0,570	(-0,005)
Índice da <i>RepoFunds rate</i> do euro	-0,746	(-0,156)	-0,615	(-0,018)	-0,878	(-0,263)	-0,590	(+0,003)

Fonte: BCE, *RepoFunds rate* (CME Group).

Nota: Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período analisado ou de manutenção anterior.

Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

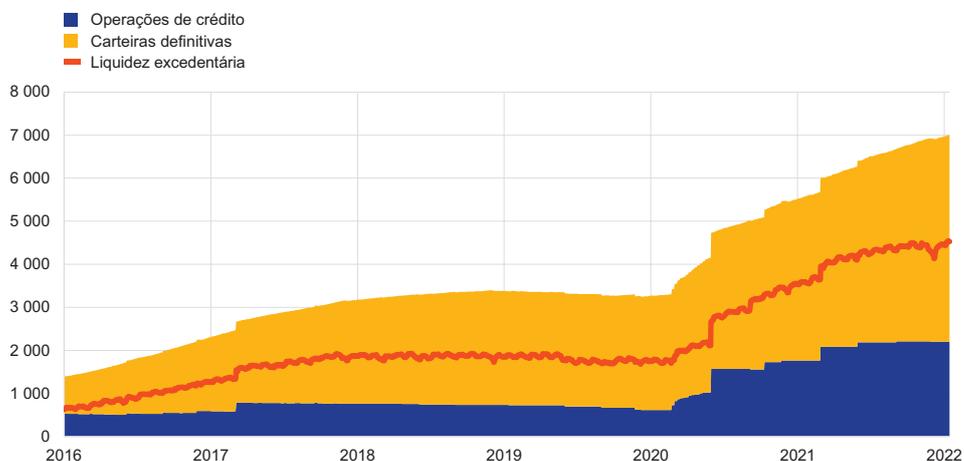
O montante médio de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária aumentou 251,0 mil milhões de euros, passando para 6908,3 mil milhões de euros durante o período em análise (gráfico A). Este aumento

resultou das aquisições líquidas ao abrigo dos programas de compra de ativos, principalmente do PEPP, ao passo que o vencimento de operações de crédito e os reembolsos das ORPA direcionadas resultaram numa perda considerável de liquidez.

Gráfico A

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

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 8 de fevereiro de 2022.

O montante médio da liquidez cedida através de operações de crédito diminuiu 6,3 mil milhões de euros durante o período em análise.

Esta diminuição deveu-se maioritariamente ao vencimento das operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica (*pandemic emergency longer-term refinancing operations* – PELTRO) no período analisado anterior, sendo que o seu efeito apenas se materializará em pleno neste período. No contexto das PELTRO, só 1,1 mil milhões de euros foram colocados na última operação, em dezembro de 2021. No seu conjunto, as novas colocações das PELTRO e os leilões vencedores levaram a uma absorção de liquidez líquida média de 13,5 mil milhões de euros comparando com o período analisado anterior. A liquidação de 51,97 mil milhões de euros na décima operação das ORPA direcionadas III em 22 de dezembro foi compensada, no mesmo dia, por reembolsos voluntários de operações das ORPA direcionadas III anteriores correspondentes a 60,2 mil milhões de euros. Assim, em termos líquidos e pela primeira vez desde que foram lançadas, as ORPA direcionadas III provocaram uma perda considerável de liquidez. As operações principais de refinanciamento (OPR) e as ORPA com prazo de 3 meses continuaram a desempenhar um papel reduzido, com o recurso médio a ambas as operações de refinanciamento regulares a manter-se em níveis historicamente baixos, tal como no período analisado anterior.

As carteiras definitivas aumentaram 257,3 mil milhões de euros, passando para 4702,9 mil milhões de euros, devido a aquisições líquidas ao abrigo do PEPP e do APP. As posições médias no contexto do PEPP aumentaram 202,4 mil milhões de euros para 1570,0 mil milhões de euros comparativamente com o período analisado precedente. As aquisições ao abrigo do PEPP representaram o maior crescimento no conjunto dos programas de compra de ativos do BCE, 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, 39,8 mil milhões de euros para 2487,7 mil milhões de euros e de 15,4 mil milhões de euros para 310,2 mil milhões de euros. O vencimento de títulos detidos em programas não ativos reduziu a dimensão das carteiras definitivas em 3,4 mil milhões de euros.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média registou uma subida de 45,6 mil milhões de euros, atingindo um novo máximo histórico de 4412,6 mil milhões de euros (gráfico A). A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas dos bancos que ultrapassam as reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez. Reflete a diferença entre a liquidez total cedida ao sistema bancário e as necessidades de liquidez dos bancos. Os depósitos à ordem dos bancos que ultrapassam as reservas mínimas aumentaram 58,5 mil milhões de euros para 3673,0 mil milhões de euros, enquanto a utilização média da facilidade permanente de depósito diminuiu 12,9 mil milhões de euros, passando para 739,6 mil milhões de euros.

As reservas excedentárias isentas da taxa de juro negativa aplicada à facilidade permanente de depósito ao abrigo do sistema de dois níveis aumentaram 15,3 mil milhões de euros para 919,6 mil milhões de euros²⁷. **A liquidez excedentária não isenta, que inclui a facilidade permanente de depósito, aumentou 47,1 mil milhões de euros, atingindo 3509,2 mil milhões de euros.** A taxa de utilização agregada do montante isento máximo, ou seja, o rácio entre as reservas isentas e o valor máximo que poderia ser isento²⁸, que tem permanecido acima de 98% desde o terceiro período de manutenção de 2020, desceu ligeiramente de 99,2% para 99,0%. As reservas excedentárias isentas representaram 20,8% da liquidez excedentária total, em comparação com 20,7% no período analisado anterior.

Evolução das taxas de juro

A média da €STR manteve-se globalmente inalterada em -57,6 pontos base durante o período em análise. Em resultado do nível elevado de liquidez excedentária, a €STR permanece relativamente inelástica a flutuações na liquidez, mesmo que consideráveis. A EONIA foi descontinuada em 3 de janeiro de 2022, pelo que a informação a ela relativa já não é reportada. As taxas diretoras do BCE – as taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento e às

²⁷ Para mais informação sobre o sistema de dois níveis para a remuneração de reservas excedentárias, consultar o [sítio](#) do BCE (disponível apenas em inglês).

²⁸ O montante isento máximo corresponde à soma das reservas mínimas e do valor da isenção, que equivale a seis vezes o valor das reservas mínimas.

facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez – mantiveram-se inalteradas no período em análise.

A *repo rate* média da área do euro, calculada pelo índice da *RepoFunds rate* do euro, desceu 15,6 pontos base durante o período em análise, para -0,746%.

Esta descida foi anormalmente acentuada e generalizada, afetando não apenas as *repo rates* aplicáveis a transações com obrigações de dívida pública alemãs e francesas como garantia, como também a transações com obrigações de dívida pública italianas e espanholas como garantia. Tal pode ser atribuído a padrões de fim de ano, que foram especialmente pronunciados. Após uma tendência descendente constante na primeira parte do período em análise, as *repo rates* exibiram uma queda acentuada em 31 de dezembro de 2021, altura em que o índice da *RepoFunds rate* do euro desceu para o mínimo histórico de -4,498%. Em janeiro de 2022, esta taxa normalizou-se rapidamente e regressou a níveis próximos da média do sétimo período de manutenção.

Por Gabe de Bondt

A presente caixa apresenta a evolução dos rácios de poupança das sociedades não financeiras na área do euro e nos maiores países da área do euro durante a pandemia. Centra-se na poupança das empresas como parte das contas integradas da área do euro. É estabelecida uma distinção entre poupança incluindo “consumo de capital fixo”, também conhecida como despesas de depreciação, e poupança líquida, frequentemente referida como lucros não distribuídos. A poupança das empresas constitui a parte do rendimento empresarial que não é distribuída aos acionistas sob a forma de dividendos. Em geral, as empresas acumulam poupança, porque esta as ajuda a proteger-se em caso de emergência financeira, pode ser utilizada para pagar despesas operacionais e de capital, auxiliá-las a ter acesso a financiamento externo, reduzir tensões financeiras e proporcionar um maior sentido de liberdade financeira. A poupança é importante como fonte interna de financiamento do investimento. Segundo a teoria “pecking order” do financiamento das empresas, as empresas priorizam as respetivas fontes de financiamento, dando preferência ao financiamento interno, seguido de dívida e, em última instância, capital²⁹. Além disso, um rácio de poupança elevado pode ajudar as empresas a contrair empréstimos, dado que sugere que uma empresa prossegue uma política de gestão dos balanços sólida e tem boas perspetivas de negócio. Contudo, se a poupança for elevada de forma sustentada ao longo do tempo, pode igualmente sinalizar falta de oportunidades de investimento produtivo ou falta de vontade de correr riscos de negócio³⁰.

Os rácios de poupança das empresas atingiram máximos históricos nos últimos trimestres. Após terem atingido máximos históricos em 2017, os rácios de poupança das sociedades não financeiras na área do euro iniciaram uma tendência descendente, embora permanecendo acima das médias históricas. No início da crise de COVID-19, o rácio de poupança bruta das sociedades não financeiras da área do euro voltou a diminuir, principalmente devido à queda das receitas. O decréscimo da poupança foi ainda mais acentuado quando medido em termos líquidos, que exclui o consumo de capital fixo (gráfico A, painel a). O rendimento

²⁹ Para evidência empírica de que a disponibilidade de fontes internas de financiamento tem grande importância para o investimento empresarial agregado na área do euro e nos Estados Unidos, ver de Bondt, G. e Diron, M., “Investment, financing constraints and profit expectations: new macro evidence”, *Applied Economics Letters*, vol. 15(8), 2008, p. 577-581. Para evidência, com base num painel de 47 países, de que uma poupança empresarial mais elevada está fortemente associada a um investimento empresarial mais elevado, ver Bebczuk, R. e Cavallo, E., “Is business saving really none of our business?”, *Applied Economics*, vol. 48(24), 2016, p. 2266-2284. Este estudo conclui que a poupança empresarial e o financiamento externo são fontes complementares de financiamento para investimentos.

³⁰ Por exemplo, a poupança empresarial excessiva no Japão tem estado associada a falta de oportunidades de crescimento e a uma má governação interna. Ver, por exemplo, Tong, J. e Bremer, M., “Stock repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving?”, *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 41(C), 2016, pp. 41-56; Aoyagi, C. e Ganelli, G., “Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan”, *Journal of Banking and Financial Economics*, vol. 1(7), Universidade de Varsóvia, Faculdade de Gestão, 2017, pp. 51-69; Sun, Z. e Wang, Y., “Corporate precautionary savings: Evidence from the recent financial crisis”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 56(C), 2015, pp. 175-186; e Dudley, E. e Zhang, N., “Trust and corporate cash holdings”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 41(C), 2016, pp. 363-387.

empresarial foi o principal fator impulsionador da poupança, tendo descido acentuadamente no segundo trimestre de 2020. Desde meados de 2020, a poupança tem registado uma forte recuperação – de novo, predominantemente impelida pela evolução do rendimento empresarial – e os rácios de poupança atingiram níveis consideravelmente acima da respetiva média desde 1999. Esta retoma foi fortemente apoiada por medidas de política e pelos esforços das próprias empresas para melhorar as respetivas condições de liquidez³¹. Esta evolução foi generalizada nos vários países. O rácio de poupança bruta das sociedades não financeiras atingiu ou esteve perto de atingir máximos históricos, nos últimos trimestres, em três dos quatro maiores países da área do euro, ou seja, excluindo a Espanha. As diferenças entre países desde o início da pandemia refletem em parte diferentes medidas de apoio em termos de política³². Contudo, numa perspetiva a mais longo prazo, os rácios de poupança das sociedades não financeiras na Espanha têm sido elevados face a outros países desde a crise financeira mundial, o que reflete um forte e duradouro processo de desalavancagem do setor empresarial.

³¹ Para uma descrição mais pormenorizada, ver a caixa intitulada [Solidez das empresas não financeiras durante a pandemia](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2021, e o artigo intitulado “Assessing corporate vulnerabilities in the euro area”, na versão em inglês da presente edição do *Boletim Económico*.

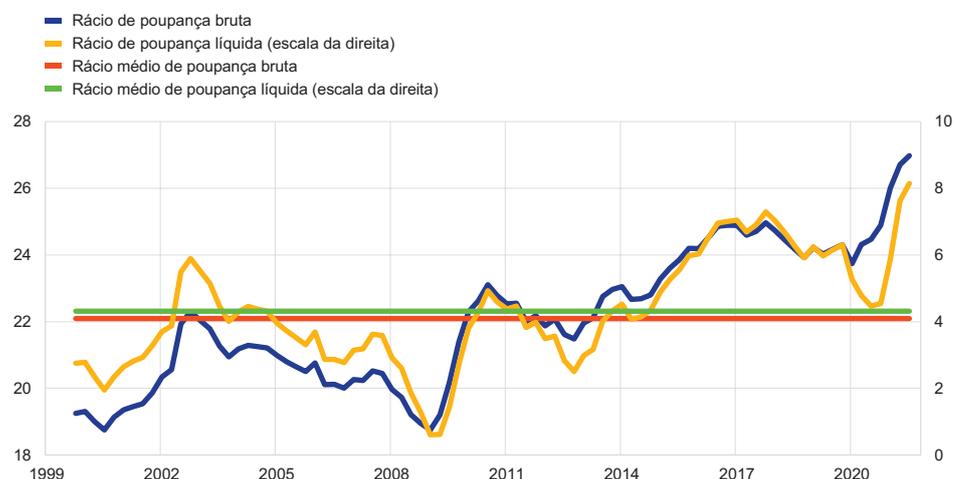
³² Para as diferenças entre países no recurso a garantias estatais de empréstimos, ver a caixa intitulada [Garantias estatais de empréstimos e crédito bancário no período da pandemia de COVID-19](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020.

Gráfico A

Rácio de poupança das sociedades não financeiras na área do euro e nos maiores países da área do euro

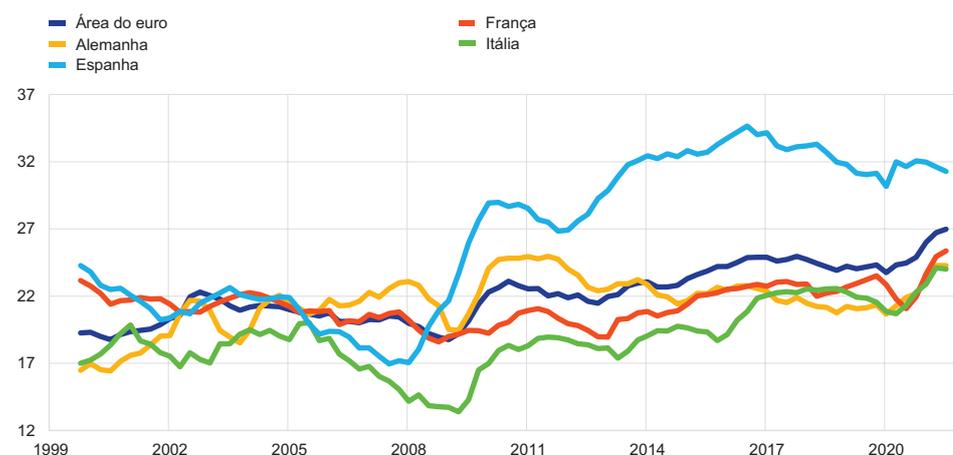
a) Área do euro

(poupança em percentagem do valor acrescentado, somas de quatro trimestres)



b) Rácio de poupança bruta

(poupança em percentagem do valor acrescentado, somas de quatro trimestres)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos dos autores.

Nota: A diferença entre a poupança bruta e líquida é o consumo de capital fixo.

Do mesmo modo, as medidas da poupança em relação ao investimento no setor empresarial não financeiro registaram uma forte recuperação nos últimos trimestres. Se as empresas pouparem mais do que investem, são mutuantes líquidos. Na área do euro, a capacidade líquida de financiamento das sociedades não financeiras – ou seja, maior poupança do que investimento – e o rácio da poupança em relação ao investimento das sociedades não financeiras atingiram novos máximos nos últimos trimestres (gráfico B, painel a). A capacidade líquida de financiamento atingiu 318 mil milhões de euros no terceiro trimestre de 2021. Não é claro quão permanente será o aumento da capacidade líquida de financiamento, o qual depende, entre outros fatores, da confiança a longo prazo das empresas na sua capacidade de obter financiamento externo³³. A retoma da

³³ Ver Nakajima, K. e Sasaki, T., “Bank dependence and corporate propensity to save”, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 36, fevereiro de 2016, pp. 150-165.

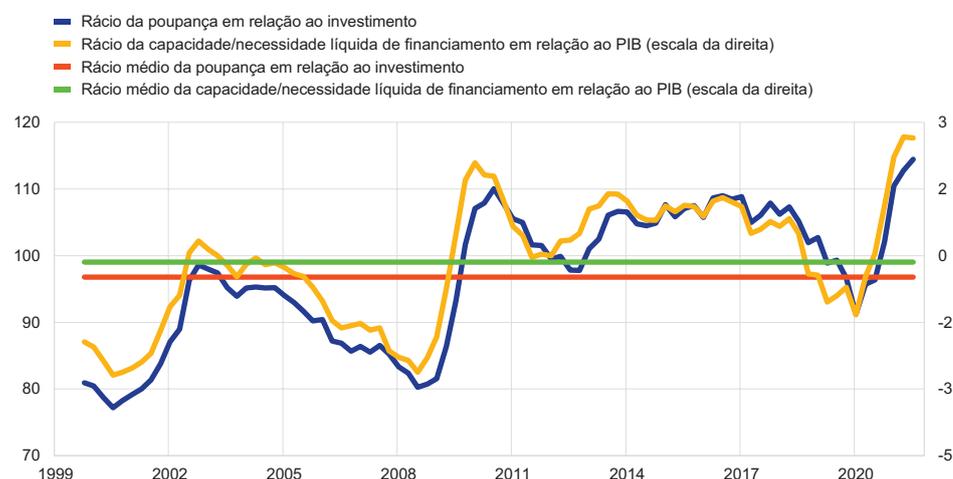
capacidade líquida de financiamento foi generalizada nos maiores países da área do euro, tendo todos os países registado um valor positivo, de aproximadamente 1/2% do PIB em França e cerca de 3% do PIB nos outros países de maior dimensão da área do euro (gráfico B, painel b). Note-se que, em média, a capacidade líquida de financiamento das sociedades não financeiras na área do euro se situa perto de zero desde 1999. Do mesmo modo, a poupança das sociedades não financeiras tem estado perto de 100% do investimento empresarial, sublinhando a importância da poupança como fonte de financiamento interno para investimentos.

Gráfico B

Rádios da poupança em relação ao investimento e da capacidade líquida de financiamento em relação ao PIB das sociedades não financeiras na área do euro e nos maiores países da área do euro

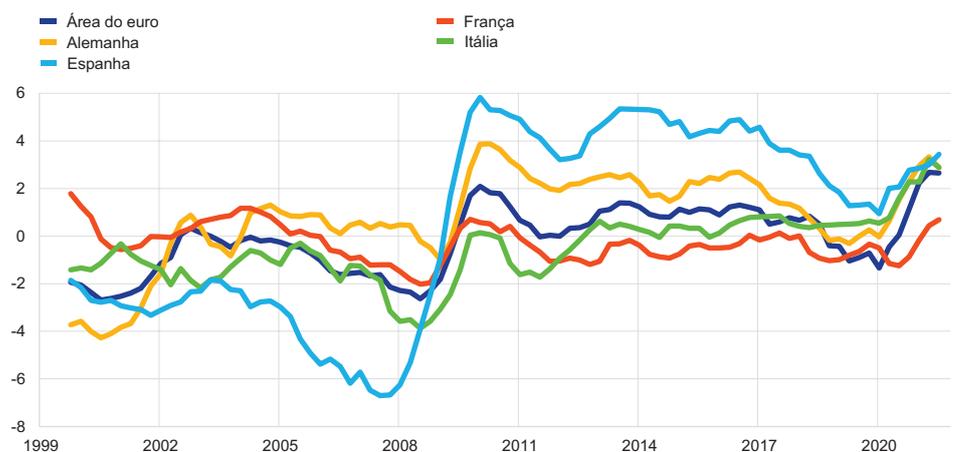
a) Área do euro

(somadas de quatro trimestres em percentagem)



b) Rácio da capacidade/necessidade líquida de financiamento em relação ao PIB

(somadas de quatro trimestres em percentagem)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos dos autores.

Notas: "Rácio da poupança em relação ao investimento" refere-se ao rácio da poupança bruta em relação à formação bruta de capital fixo. "Necessidade líquida de financiamento" refere-se à capacidade líquida de financiamento negativa.

A nível agregado da área do euro, não parece haver atualmente falta de financiamento interno disponível para o investimento empresarial. Nos

últimos trimestres, as empresas da área do euro atribuíram uma percentagem comparativamente elevada dos seus ativos financeiros a ativos líquidos (gráfico C, painel a). Além disso, os rácios agregados da dívida em relação ao ativo e da dívida líquida em relação ao excedente de exploração bruto da área do euro das sociedades não financeiras foram inferiores, no terceiro trimestre de 2021, aos registados no quarto trimestre de 2019, ou seja, antes da pandemia (gráfico C, painel b). Este último rácio aproxima o rácio da dívida líquida em relação ao resultado antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA – *earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation*), comumente utilizado pelas agências de notação de risco de crédito para determinar a probabilidade de uma empresa entrar em incumprimento. Este rácio fornece uma indicação do tempo de que uma empresa precisaria, a operar ao nível atual, para liquidar a totalidade da sua dívida. Neste contexto, a ampla disponibilidade de poupança – e, por conseguinte, de fontes internas de financiamento – para as sociedades não financeiras a nível agregado da área do euro, em combinação com a continuação de condições de financiamento externo favoráveis, deverá apoiar o fortalecimento do investimento empresarial no período que se avizinha³⁴. Por outro lado, a elevada incerteza atual e o desvanecimento das medidas de apoio orçamental podem sugerir que as empresas estão a manter poupanças empresariais mais elevadas por motivos de precaução³⁵.

³⁴ Para uma maior desagregação dos efeitos por setor e dimensão, ver o artigo intitulado “Assessing corporate vulnerabilities in the euro area”, na versão em inglês da presente edição do *Boletim Económico*.

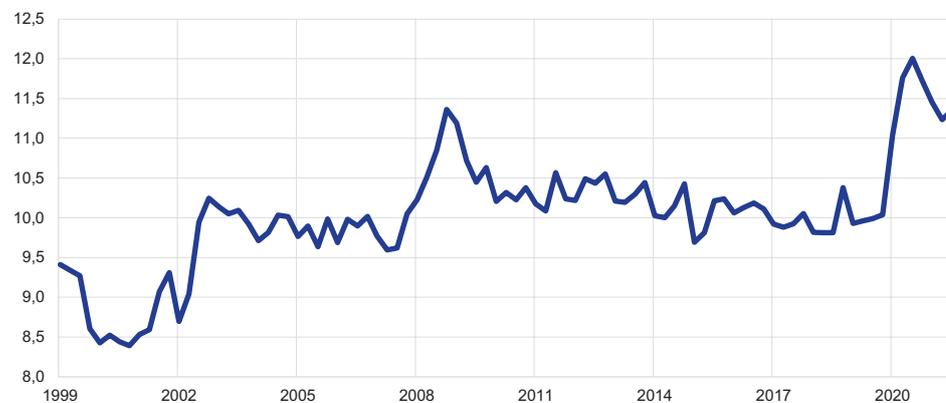
³⁵ Ver igualmente Demary, M., Hasenclever, S. e Hüther, M., “Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run”, *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, vol. 56, n.º 1, 2021, pp. 40-44; e Riddick, L.A. e Whited, T.M., “The Corporate Propensity to Save”, *The Journal of Finance*, vol. 64, n.º 4, 2009, pp. 1729-1766. Este último estudo indica que as empresas detêm saldos por motivos de precaução mais elevados quando o financiamento externo é dispendioso, a incerteza quanto aos rendimentos é alta e/ou os investimentos são consideráveis e implicam um financiamento oneroso. É também provável que as empresas acumulem ativos mais líquidos em alturas em que a produtividade do capital é baixa.

Gráfico C

Rádios de ativos líquidos e de dívida das sociedades não financeiras na área do euro

a) Rácio de ativos líquidos

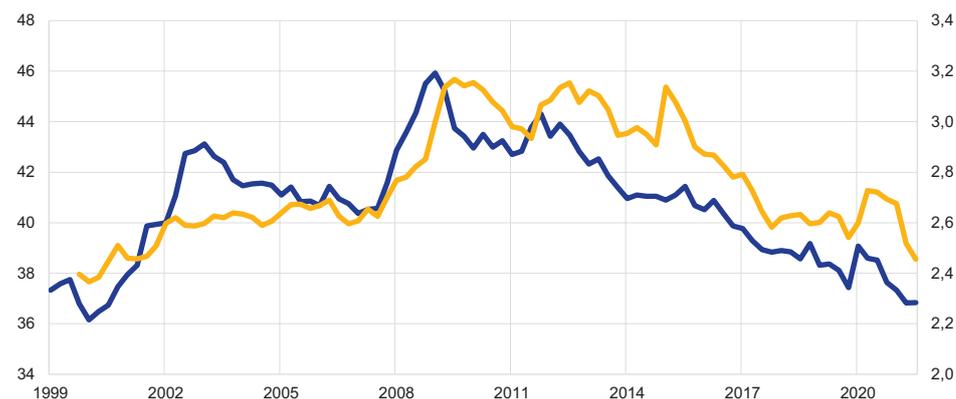
(em percentagem)



b) Rádios de dívida

(em percentagem)

■ Rácio da dívida em relação ao ativo
■ Rácio da dívida líquida em relação ao excedente de exploração bruto (escala da direita)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos dos autores.

Notas: "Rácio de ativos líquidos" refere-se a numerário e depósitos em percentagem do total dos ativos financeiros. "Rácio da dívida em relação ao ativo" refere-se à dívida não consolidada em percentagem do total dos ativos financeiros e não financeiros. "Dívida líquida" refere-se aos empréstimos consolidados mais títulos de dívida, mais regimes de pensões e seguros, menos ativos líquidos. O excedente de exploração bruto é medido em somas de quatro trimestres.

Por Malin Andersson e Gwenaël Le Breton

O ciclo de existências é geralmente procíclico, sendo a variação de existências uma componente da despesa do PIB caracterizada pela sua notória volatilidade. A presente caixa analisa o impacto das existências e dos respetivos fatores impulsionadores na atividade da área do euro no contexto da atual recuperação económica. O ciclo de existências está fortemente e positivamente correlacionado com a atividade. Ao longo das últimas duas décadas, deu contributos que vão desde +1,0 pontos percentuais a -1,5 pontos percentuais para as taxas de crescimento homólogas do PIB da área do euro, com flutuações particularmente significativas nos períodos de crise (gráfico A). A interpretação económica da dinâmica das existências constitui um desafio por duas grandes razões. Primeiro, os contributos das existências para o crescimento do PIB refletem variações na velocidade de constituição de existências, ou seja, se há uma aceleração ou desaceleração³⁶. Assim, as existências podem dar um contributo positivo para o crescimento se o ritmo de redução de existências apenas abrandar – não exige a efetiva constituição de existências. Segundo, a constituição de existências não só capta a evolução de várias categorias de existências, que podem compensar-se mutuamente em termos agregados, como também inclui discrepâncias (uma componente “residual”) e a aquisição líquida de objetos de valor. A dinâmica destes dois elementos raramente está relacionada com o ciclo económico³⁷.

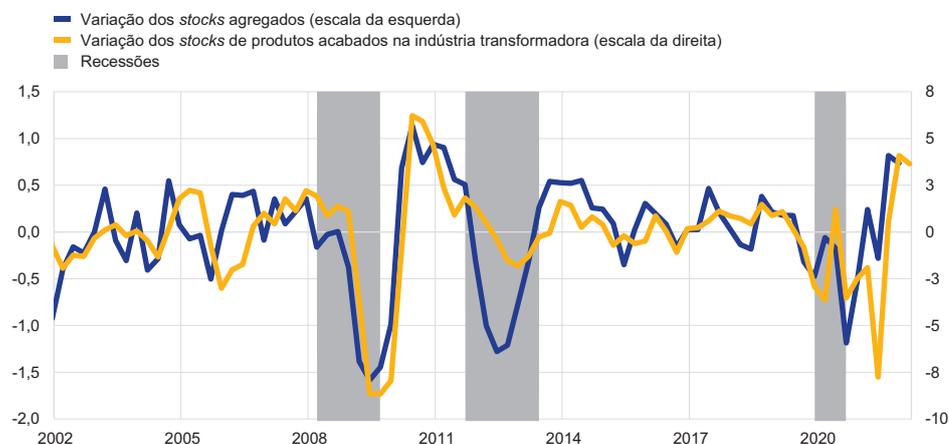
³⁶ Isto porque a produção que não é vendida no período contabilístico em que é produzida aumenta as existências nesse período; por conseguinte, é a variação de existências que introduz a “identidade contabilística” que liga o PIB às suas componentes da despesa. Ver a caixa intitulada [Stockbuilding – theoretical considerations and recent developments](#), *Boletim Mensal*, BCE, maio de 2012.

³⁷ Verificam-se discrepâncias porque as existências têm frequentemente um papel proeminente no processo de equilíbrio das contas nacionais, contendo assim uma grande componente “residual”, devido à falta de dados de fontes reais ou fiáveis sobre as existências com uma frequência trimestral. Objetos de valor incluem, por exemplo, metais preciosos e objetos de arte e constituem uma pequena percentagem das existências.

Gráfico A

Variações dos stocks

(contributos em pontos percentuais para o crescimento homólogo do PIB – escala da esquerda; índice de difusão, diferenças de quatro trimestres – escala da direita)



Fontes: Eurostat e Markit.

Notas: Os dados da Markit incluem médias trimestrais de dados mensais. Os stocks agregados baseiam-se em dados das contas nacionais. O stock de produtos acabados refere-se às respostas à questão do inquérito do Índice de Gestores de Compras (IGC) sobre "o volume de produtos acabados que saiu da linha de produção e aguarda a expedição/venda (em unidades, não valor) este mês em comparação com o mês anterior". Os períodos de recessão são os identificados pelo Centre for Economic Policy Research (Centro de Estudos de Política Económica). As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2021 para os stocks e a fevereiro de 2022 para o inquérito do IGC.

As existências incluem produtos acabados, produtos para revenda, trabalhos em curso e fatores de produção. Refere-se, portanto, a várias e diferentes fases do processo de produção. Por exemplo, o rácio das existências de fatores de produção em relação às existências de produtos acabados é procíclico, uma vez que a acumulação de fatores de produção ocorre no início das fases de recuperação económica e precede a acumulação de produtos acabados. Na ausência de dados conjunturais, os indicadores dos inquéritos permitem compreender a situação das existências a curto prazo. A variação homóloga dos stocks de produtos acabados na indústria transformadora, com base no inquérito do Índice de Gestores de Compras (IGC) – que mede a variação no crescimento dos stocks – está bem alinhada com o contributo anual da variação de existências para o crescimento do PIB com base nas contas nacionais e aponta para a continuação de um contributo positivo da constituição de existências no primeiro trimestre de 2022 (gráfico A).

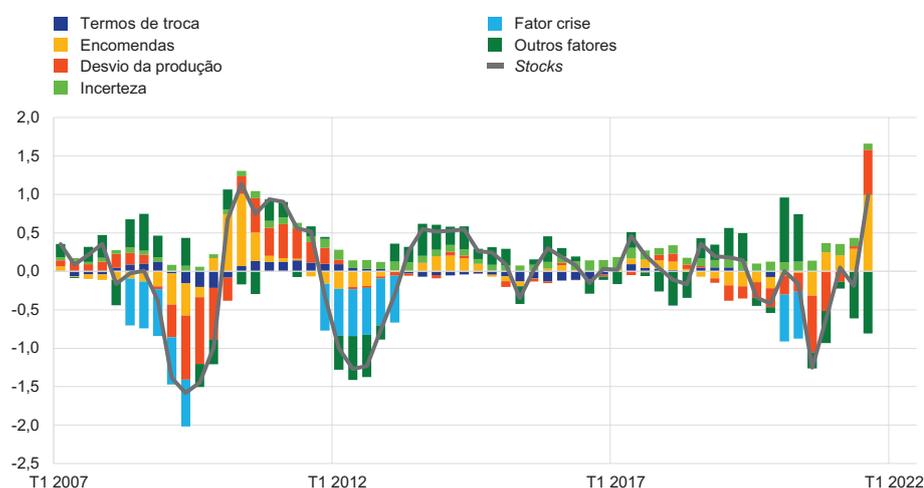
As flutuações no contributo da constituição de existências para o crescimento do PIB refletem ajustamentos às variações nas condições da oferta e da procura. A variação de existências das empresas serve principalmente de reserva para assegurar um processo de produção sem incidentes e reduzir os custos de ajustar a produção e o custo das entregas quando as vendas variam³⁸. Uma equação de regressão estimada com base numa amostra de dados para o período de 2000 a 2019 mostra que o desvio da produção – definido como a diferença entre a dinâmica da produção na indústria transformadora e das vendas a retalho – explica relativamente bem o ciclo de existências em períodos de crise (gráfico B). Por outras palavras, o contributo da constituição de existências para o crescimento

³⁸ Ver Khan, A., *The Role of Inventories in the Business Cycle*, *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, T3 2003.

do PIB decresce quando a produção diminui mais do que as vendas a retalho (porque os *stocks* são utilizados para compensar as insuficiências) e vice-versa. Os fatores do lado da procura, captados pela dinâmica das encomendas, também induzem as empresas a ajustar as respetivas existências. A deterioração dos termos de troca e a crescente incerteza, que poderiam desencadear a constituição de existências, desempenharam apenas um papel secundário. O contributo da constituição de existências tem sido particularmente negativo durante períodos de crise. Em períodos “normais”, “outros fatores”, ou seja, a componente residual, explicam uma parte não negligenciável dos contributos dos *stocks* para o PIB, refletindo o facto de as estatísticas de existências conterem uma componente residual não relacionada com o ciclo económico, como descrito acima.

Gráfico B Existências e respetivos fatores impulsionadores

(contributos em pontos percentuais para o crescimento homólogo do PIB)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Estimativa baseada em Boata, A., *Painful destocking in sight for European corporates*, EulerHermes, 2019. O período da estimativa no gráfico abrange o período entre o primeiro trimestre de 2000 e o quarto trimestre de 2019. As encomendas (com base nos dados do inquérito do IGC para a indústria transformadora), os termos de troca (o deflator das exportações/importações) e o desvio da produção (produção industrial menos comércio a retalho) são expressos em termos homólogos, com um desfasamento de um trimestre. A incerteza é captada pelo nível do índice de incerteza em termos de políticas para a Europa. O fator crise é uma variável artificial (*dummy*) para os períodos de recessão, tal como identificados pelo Centre for Economic Policy Research (Centro de Estudos de Política Económica). “Outros fatores” reflete a componente residual. A última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2021.

A atual aceleração da constituição de existências pode também refletir um efeito chicote (*bullwhip effect*) relacionado com estrangulamentos no abastecimento. Numa conjuntura caracterizada por elevada procura e incerteza quanto à oferta de fatores de produção, as empresas da indústria transformadora, por precaução, tendem a acumular existências de fatores de produção e, por vezes, a insuflar as encomendas face às suas necessidades efetivas. O chamado efeito chicote pode ter levado a uma amplificação da prociclicidade das alterações nas existências no contexto atual^{39,40}. Uma desagregação dos dados do IGC para o setor da indústria transformadora mostra que a velocidade de constituição de

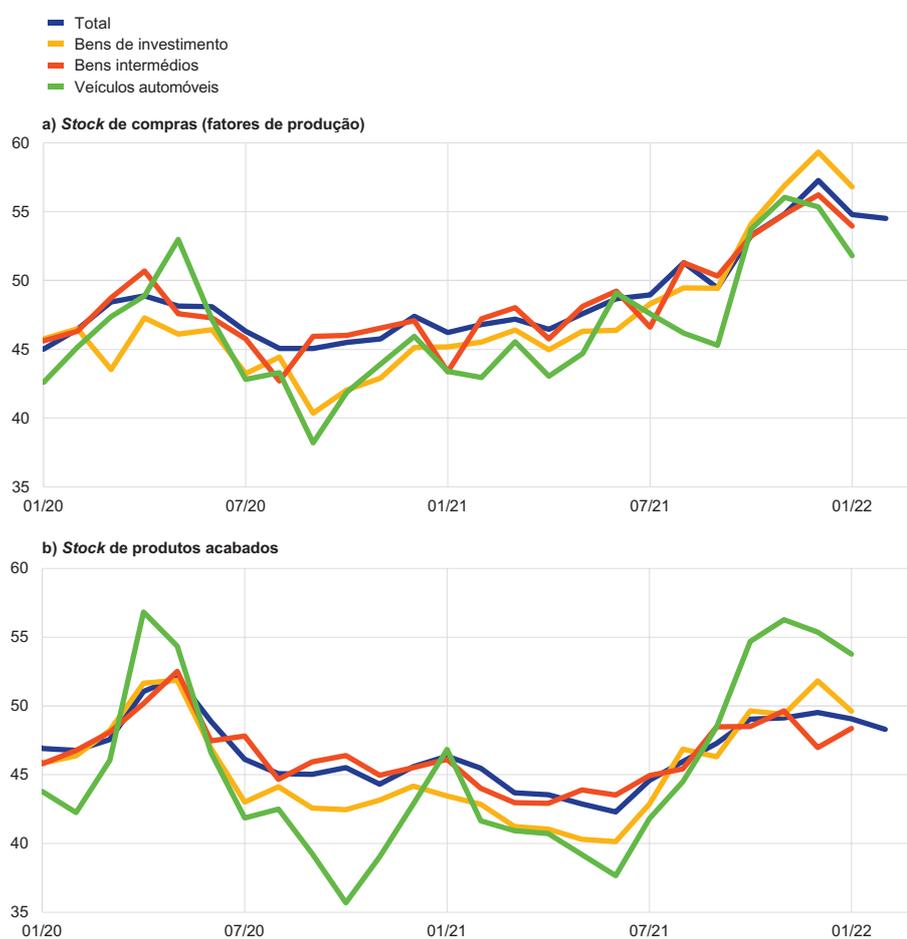
³⁹ Ver Lee, H. L., Padmanabhan, V. e Whang, S., *Information Distortion in a Supply Chain: The Bullwhip Effect*, *Management Science*, 1997, vol. 43, n.º 4.

⁴⁰ Ver Shin, H. S., *Bottlenecks, labour markets and inflation in the wake of the pandemic*, discurso proferido no Seminário Internacional do G20 “Recover together, recover stronger”, dezembro de 2021.

existências relativas a compras (isto é, fatores de produção) atingiu um máximo histórico no final de 2021 para bens de investimento, bens intermédios e veículos automóveis (gráfico C, painel a), tendo começado a abrandar no início de 2022. Em termos gerais, os dados do IGC sobre os *stocks* de produtos acabados sugerem que as existências se mantiveram globalmente inalteradas ao longo dos últimos meses no que respeita aos bens de investimento e intermédios, após terem aumentado progressivamente desde meados de 2021. Em contraste, a constituição de existências continuou a aumentar no caso dos veículos automóveis até finais de 2021 (gráfico C, painel b), devido à acumulação de automóveis (quase) acabados a aguardar *microchips*. O *stock* de veículos automóveis acabados começou a diminuir só muito recentemente, na sequência de uma melhoria da oferta de *microchips* a nível mundial.

Gráfico C Stocks por tipo e setor

(Índices de difusão, 50 = variação nula)



Fonte: Markit.

Notas: O *stock* de compras refere-se a respostas à pergunta do inquérito do IGC sobre "o volume de existências de matérias-primas adquiridas (em unidades, não valor) este mês em comparação com o mês anterior"; relativamente ao *stock* de produtos acabados, ver as notas ao gráfico A. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2022 para o total e a janeiro de 2022 para as componentes.

Em termos prospetivos, os níveis muito baixos de existências e a persistência de restrições do lado da oferta podem apontar para uma constituição adicional de existências.

O inquérito do IGC para a indústria transformadora indica uma aceleração contínua generalizada da constituição de existências no primeiro trimestre de 2022, enquanto no inquérito da Comissão Europeia os níveis de existências nos setores da indústria transformadora e do comércio a retalho são ainda considerados historicamente baixos, apesar de algumas melhorias recentes no setor da indústria transformadora (gráfico D). A evidência fornecida pelos contactos no setor empresarial⁴¹ reflete opiniões heterogéneas sobre as existências nos vários setores, a complexidade dos produtos e a posição na cadeia de produção, mas, de um modo geral, confirma que as existências de fatores de produção e produtos acabados são reduzidas, enquanto as existências de produtos semiacabados e de bens em trânsito tendem a ser elevadas⁴². A variação agregada do ritmo de constituição de existências – que determina o contributo dos *stocks* para o crescimento do PIB – depende, em particular, da resolução de restrições do lado da oferta e de possíveis excessos nas encomendas. Os contactos no setor empresarial esperam que os estrangulamentos persistam, pelo menos, até ao segundo semestre do corrente ano, o que poderá prolongar o efeito de chicote. Embora a esperada constituição adicional de existências possa refletir motivos de precaução, os contactos empresariais e outras fontes⁴³ não apresentaram, até à data, fortes sinais de uma mudança generalizada nas estratégias de gestão de existências por parte das empresas de um regime de produção “just-in-time”⁴⁴ para um regime de produção “just-in-case”, que poderia afetar permanentemente o ciclo de existências.

⁴¹ Para mais informações sobre a natureza e a finalidade destes contactos, ver o artigo intitulado [The ECB's dialogue with non-financial companies](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2021.

⁴² Ver a caixa intitulada [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2022. Existências de produtos acabados mais elevadas do que o habitual podem refletir restrições relacionadas com a expedição, falta de componentes ou preços elevados, aumentando o valor das existências e, por conseguinte, o custo dos fundos de maneiio, enquanto as existências invulgarmente baixas resultam de uma procura elevada.

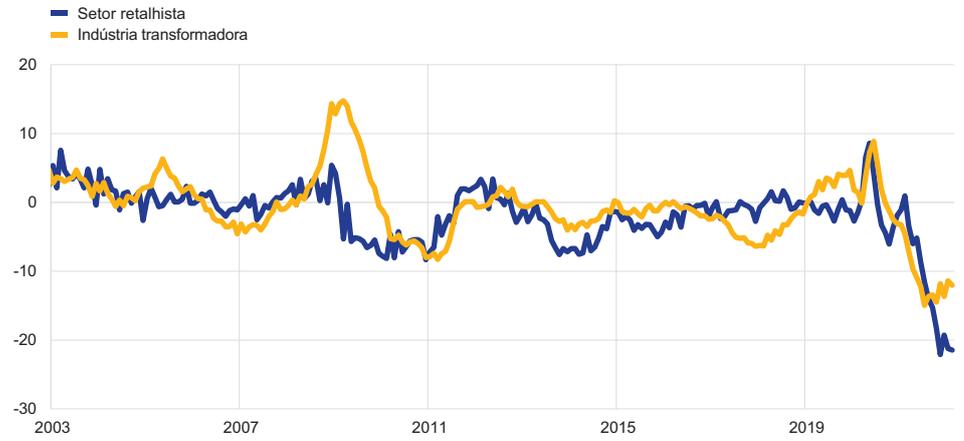
⁴³ Ver por exemplo Alicke, K., Barriball, E. e Trautwein, V., [How COVID-19 is reshaping supply chains](#), McKinsey & Company, novembro de 2021.

⁴⁴ O modelo da cadeia de oferta “just-in-time” centra-se em níveis de existências reduzidos para diminuir os custos de produção, o que atenua o ciclo de existências; ver Piger, M., [Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle?](#), *Economic Synopses*, n.º 2, Federal Reserve Bank of St Louis, 2005. As existências são reduzidas ao mínimo e são utilizados contratos de fornecimento de curto prazo, que podem ser rapidamente ajustados às variações na procura.

Gráfico D

Avaliação dos stocks de produtos acabados

(saldos em percentagem, subtraída a média)



Fontes: Comissão Europeia (DG-ECFIN) e cálculos do BCE.

Notas: Os dados referem-se às respostas à pergunta do inquérito da Comissão Europeia "Considera que o vosso stock de produtos acabados é atualmente demasiado elevado (superior ao normal) / adequado / demasiado baixo (inferior ao normal)?" A última observação refere-se a fevereiro de 2022.

6 Recuperação do mercado de trabalho da área do euro com base no inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores

Por António Dias da Silva, Desislava Rusinova e Marco Weißler

A presente caixa analisa a atual recuperação do mercado de trabalho utilizando dados do inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores (Consumer Expectations Survey – CES)⁴⁵. O CES oferece novas perspetivas sobre o mercado de trabalho da área do euro⁴⁶. Os inquiridos fornecem informações sobre a sua situação profissional, a procura de emprego, as expectativas em relação ao emprego e aos rendimentos, o seu nível de satisfação profissional e a adequação das suas competências ao emprego. Algumas destas informações não estão disponíveis nas estatísticas oficiais do mercado de trabalho da UE e, relativamente aos principais agregados do mercado de trabalho, o CES fornece dados mais atempados. Por conseguinte, os dados do CES são um complemento útil aos dados oficiais da UE. A presente caixa utiliza esses dados para explicar a atual recuperação do mercado de trabalho na área do euro.

A taxa de participação da população ativa está globalmente a recuperar, em consonância com uma diminuição do número de inativos desencorajados.

Os dados do CES mostram que a taxa de participação da população ativa – ou seja, a proporção da população em idade ativa que trabalha ou procura ativamente emprego – recuperou desde janeiro do ano passado (gráfico A)⁴⁷. No entanto, os dados relativos a janeiro de 2022 revelam uma diminuição da taxa de participação da população ativa e um aumento dos inativos desencorajados – ou seja, os que não estão atualmente à procura de emprego por pensarem que não existem postos de trabalho adequados disponíveis ou que ainda não começaram a procurar emprego. Esta evolução recente está provavelmente relacionada com o reforço das medidas de contenção do coronavírus (COVID-19), assim como com fatores sazonais que suprimem a procura de mão de obra durante os meses de inverno. O aumento da taxa de participação da população ativa em 2021 foi acompanhado de uma diminuição do desencorajamento⁴⁸. Por conseguinte, o aumento da taxa de participação deveu-se, em parte, a transições de inquiridos que não procuram emprego de forma ativa (ou seja, que estão inativos) diretamente para o mercado de trabalho, o que sinaliza uma melhoria das perspetivas no mercado de trabalho também para os inquiridos desempregados que procuram ativamente emprego. A taxa de desemprego, tal como medida pelo CES, continuou a diminuir em janeiro

⁴⁵ Para mais pormenores sobre o CES, ver [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionalis*, n.º 287, BCE, dezembro de 2021.

⁴⁶ O conjunto de dados abrange seis países da área do euro: Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Itália e Países Baixos.

⁴⁷ Para uma análise recente da evolução da população ativa com base em dados do Eurostat, ver [Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021.

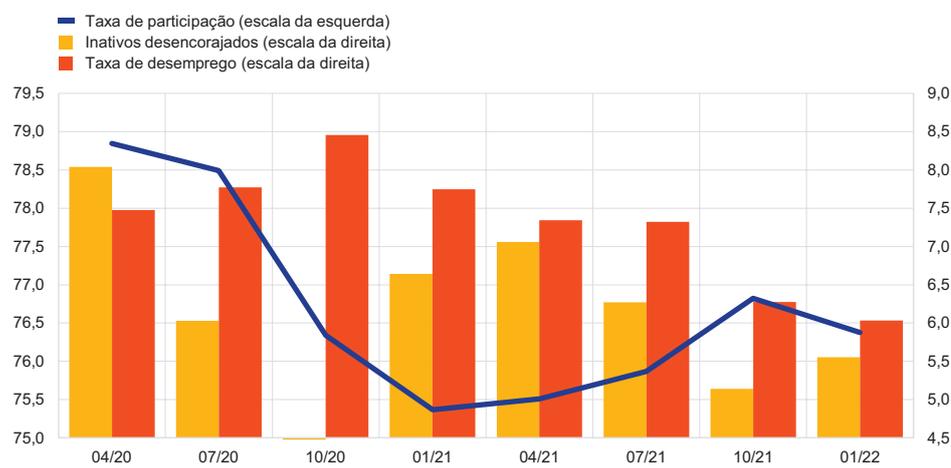
⁴⁸ Em virtude de alterações metodológicas durante a fase-piloto do CES, a situação profissional dos inquiridos em abril e julho de 2020 e o rácio de inativos desencorajados em julho e outubro de 2020 não são totalmente comparáveis com o resto da amostra.

de 2022, situando-se cerca de 2,4 pontos percentuais abaixo do nível mais elevado atingido durante o período da pandemia.

Gráfico A

População ativa, desemprego e inativos desencorajados

(escala da esquerda: percentagens da população em idade ativa; escala da direita: percentagens de inquiridos inativos para os inativos desencorajados e percentagens da população ativa para a taxa de desemprego)



Fonte: CES.

Notas: A taxa de participação da população ativa é a percentagem de inquiridos empregados, mais a percentagem de inquiridos desempregados que estão atualmente à procura de emprego, em relação a todos os inquiridos com idades compreendidas entre os 20 e os 64 anos. A taxa de desemprego é a percentagem de inquiridos desempregados que procuram emprego em relação à população ativa com idades compreendidas entre os 20 e os 64 anos. Ambas as taxas comunicadas no CES diferem das calculadas pelo Eurostat, devido a várias diferenças metodológicas e de amostragem. Além disso, em virtude de uma revisão da pergunta do CES sobre a situação profissional, verifica-se potencialmente uma interrupção nestas séries em outubro de 2020. Os inativos desencorajados constituem a percentagem de todos os inquiridos com idades compreendidas entre os 20 e os 64 anos que se encontram inativos e não estão atualmente à procura de emprego porque "não existem postos de trabalho disponíveis" ou "ainda não começaram a procurar".

As perceções sobre a evolução do mercado de trabalho melhoraram de forma substancial após os primeiros meses da pandemia de COVID-19 (gráfico B).

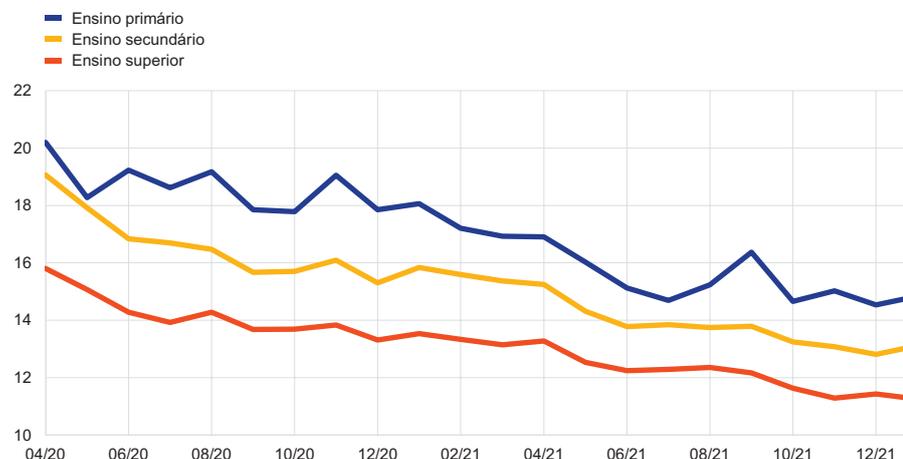
À medida que as condições económicas recuperavam em termos agregados, as perceções sobre a evolução do mercado de trabalho melhoraram, o que se refletiu numa descida constante das expetativas quanto à taxa de desemprego em todos os grupos de inquiridos com base no seu nível de escolaridade. Os inquiridos que concluíram o ensino primário ou secundário tendem a esperar que a taxa de desemprego com uma antecedência de 12 meses seja superior aos níveis esperados pelos inquiridos que concluíram o ensino superior. As expetativas quanto à taxa de desemprego de todos os grupos revelaram-se significativamente mais elevadas do que as taxas observadas, o que é comum em inquéritos sobre expetativas⁴⁹. Em consonância com as expetativas quanto à taxa de desemprego, as pessoas empregadas têm recentemente manifestado menos preocupação com a possibilidade de perderem o emprego.

⁴⁹ Ver, por exemplo, Broer, T., Kohlhas, A., Mitman, K. e Schlafmann, K., "Information and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy", *CEPR Discussion Paper*, n.º 15934, 2021. No que respeita às expetativas individuais quanto à perda do emprego, ver, a título de exemplo, Stephens, M. "Job loss expectations, realizations, and household consumption behavior", *Review of Economics and Statistics*, vol. 86, n.º 1, 2004, pp. 253-269.

Gráfico B

Expetativas quanto à taxa de desemprego com uma antecedência de 12 meses, desagregadas pelo nível de escolaridade dos inquiridos

(em percentagem)



Fonte: CES.

Notas: Os dados referem-se a expetativas médias quanto à taxa de desemprego nos países dos inquiridos com uma antecedência de 12 meses. Os níveis de escolaridade dizem respeito ao nível de ensino mais elevado concluído ou ao grau obtido, de acordo com a Classificação Internacional Tipo da Educação (CITE).

As transições para outro emprego e as expetativas de melhoria dos rendimentos mostram que as perceções das pessoas empregadas sobre a situação do mercado de trabalho melhoraram globalmente (gráfico C).

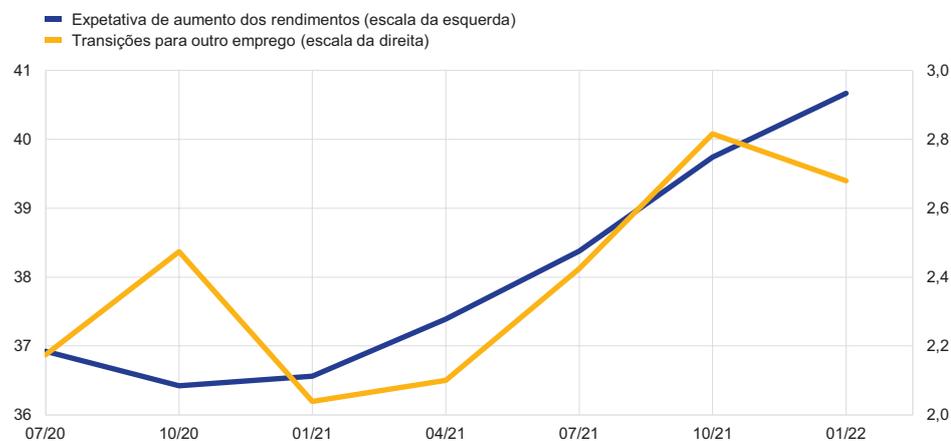
As transições para outro emprego tendem a diminuir em períodos de abrandamento económico e a aumentar em períodos de retoma. Com a melhoria das condições do mercado de trabalho durante as fases de recuperação, as empresas competem por trabalhadores atualmente empregados por outras empresas e os trabalhadores aproveitam a oportunidade para transitarem para empregos mais bem remunerados, o que possivelmente implica alguma pressão ascendente sobre os salários⁵⁰. Os dados do CES sugerem que a percentagem de pessoas empregadas que transitam para outra empresa num trimestre tem vindo a aumentar de forma constante desde janeiro de 2021, à exceção de uma pequena descida nos dados mais recentes para janeiro de 2022, que está potencialmente relacionada com razões semelhantes às da queda da participação da população ativa. A melhoria das transições para outro emprego em 2021 foi acompanhada de um aumento da percentagem de inquiridos que esperavam um rendimento líquido total do agregado familiar mais elevado nos 12 meses seguintes, à medida que os trabalhadores à procura de emprego passaram a ser mais otimistas quanto aos seus salários, às horas trabalhadas ou às perspetivas globais de emprego.

⁵⁰ Consultar, por exemplo, Karahan, F., Michaels, R., Pugsley, B., Şahin, A. e Schuh, R., "Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations Over the Business Cycle?", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n.º 5, 2017, pp. 353-357; e Moscarini, G. e Postel-Vinay, F., "The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n.º 5, 2017, pp. 364-368.

Gráfico C

Transições para outro emprego e expectativas de aumento dos rendimentos

(escala da esquerda: percentagens de inquiridos; escala da direita: percentagens de pessoas empregadas)



Fonte: CES.

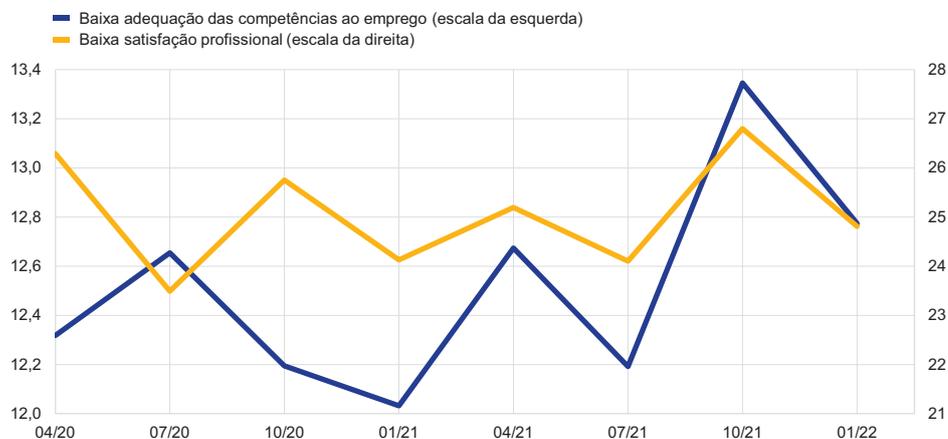
Notas: As transições para outro emprego referem-se à percentagem de inquiridos que estavam empregados três meses antes e que comunicam uma permanência no emprego de menos de três meses junto do seu empregador atual. As expectativas de rendimentos são apresentadas como a percentagem de inquiridos que esperam que os rendimentos líquidos do seu agregado familiar aumentem nos 12 meses seguintes.

Ao mesmo tempo, os trabalhadores não consideram que as suas condições de trabalho tenham piorado consideravelmente durante a pandemia. O CES inclui perguntas sobre a forma como os inquiridos consideram a qualidade da adequação das competências ao emprego e a satisfação profissional, o que permite inferir informações sobre a qualidade do emprego (gráfico D). Em janeiro de 2022, menos de 13% dos inquiridos afirmaram que se verificava uma baixa adequação das competências ao seu emprego atual e cerca de 26% manifestaram baixa satisfação profissional. Nenhum dos dois indicadores aponta para uma deterioração significativa da qualidade do emprego desde o início da pandemia, o que sugere que a recuperação do mercado de trabalho não está a ser impulsionada por um aumento dos empregos de baixa qualidade. Relacionar esta informação com as respostas sobre as transições para outro emprego sugere que os trabalhadores que mudam de emprego são mais suscetíveis de reportar um aumento da adequação das competências ao emprego e da satisfação profissional.

Gráfico D

Percentagem de trabalhadores com baixa satisfação profissional e baixa adequação das competências ao emprego

(percentagem de inquiridos)



Fonte: CES.

Nota: A percentagem de inquiridos empregados que comunicam uma baixa adequação das competências ao seu emprego atual é definida como os que selecionam os três valores mais baixos numa escala de 1 a 7, enquanto a baixa satisfação profissional é definida como os que comunicam os dois valores mais baixos numa escala de 1 a 5.

De um modo geral, o CES sugere uma dinâmica positiva no mercado de trabalho, enquanto a pandemia continua a afetar o ritmo da recuperação.

Em 2021, o número de trabalhadores na população ativa aumentou, acompanhado de uma diminuição do desencorajamento e uma descida da taxa de desemprego. A oferta de mão de obra respondeu, assim, rapidamente ao reforço da procura. Além disso, mais inquiridos mudaram de emprego, reviram as suas expectativas de rendimentos em alta e tinham expectativas de melhores condições no mercado de trabalho. Esta evolução aponta para um mercado de trabalho dinâmico.

7 Que subcomponentes estão a impulsionar os custos de habitação ocupada pelo proprietário?

Por Rodolfo Arioli e Eduardo Gonçalves

Em janeiro de 2022, o Eurostat começou a publicar agregados oficiais da área do euro como parte do seu índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário. A presente caixa analisa as várias subcomponentes desse índice e fornece pormenores sobre a sua correlação com outros indicadores de preços.

Os custos de habitação ocupada pelo proprietário incluem os custos relacionados com a aquisição e a propriedade de habitações⁵¹. Os custos de aquisição medem o custo das “habitações construídas pelo próprio e grandes obras de renovação” e das “aquisições de novas habitações”. A aquisição de uma nova habitação é considerada parcialmente consumo e parcialmente um ativo, refletindo o primeiro o valor dos serviços prestados pelo edifício (por exemplo, o abrigo que oferece) e o segundo o valor do próprio edifício e do terreno em que se encontra⁵². Em contrapartida, os preços dos terrenos não estão incluídos na subcomponente “habitações construídas pelo próprio e grandes obras de renovação”, que cobre principalmente os custos de construção de habitações independentes construídas em terrenos já propriedade dos construtores próprios relevantes. O índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário também avalia o custo de “outros serviços relacionados com a aquisição de habitações”, tais como impostos sobre as transmissões de imóveis e comissões cobradas por agentes imobiliários. Em termos de custos de propriedade, o índice abrange principalmente “reparações importantes e manutenção” e “seguros relacionados com habitações”⁵³.

Em 2021, os custos de aquisição representaram cerca de 78% do índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário a nível da área do euro (gráfico A). As “habitações construídas pelo próprio e grandes obras de renovação”, as “aquisições de novas habitações” e os “outros serviços relacionados com a aquisição de habitações” representaram 45%, 21% e 12%, respetivamente. Os restantes 22% do índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário diziam respeito aos custos de propriedade, com as “reparações importantes e manutenção” a representar 19% e os “seguros relacionados com habitações” a representar 3%.

⁵¹ Ver o artigo intitulado [Owner-occupied housing and inflation measurement](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2022.

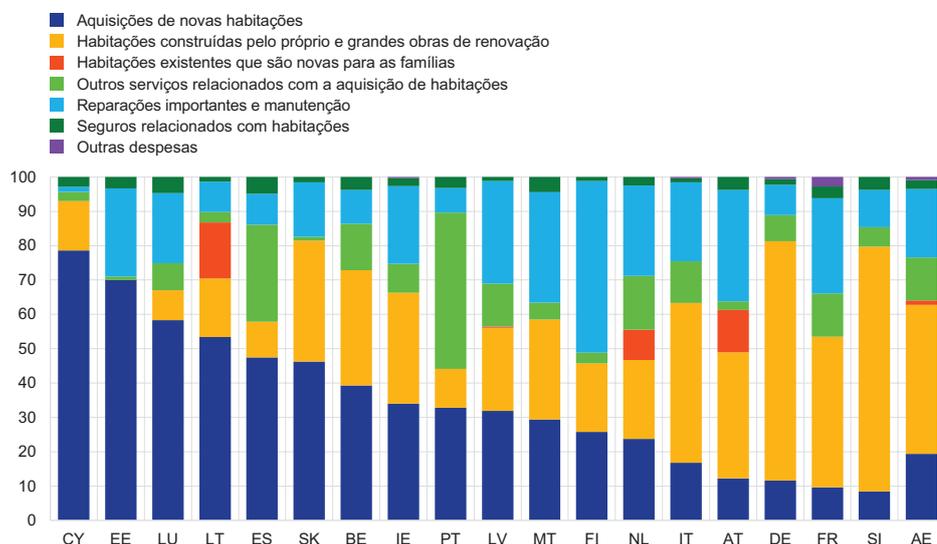
⁵² Ver a caixa intitulada “The treatment of land in OOHPIs” em [Inflation measurement and its assessment in the ECB’s monetary policy strategy review](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 265, BCE, setembro de 2021.

⁵³ Os custos de aquisição também incluem “habitações existentes que são novas para as famílias”, que representam cerca de 0,5% do índice total para a área do euro. No entanto, esta subcomponente, com exceção do gráfico A, foi excluída da análise na presente caixa, uma vez que a recolha de dados evidencia problemas de qualidade devido à cobertura limitada e à falta de harmonização entre países. O mesmo se aplica a “outras despesas”, uma subcomponente dos custos de propriedade que representa 0,9% do agregado da área do euro.

Gráfico A

Desagregação do índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário para a área do euro

(em percentagem)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Não estão disponíveis dados para a Grécia. Todos os dados dizem respeito a 2021.

Na análise do índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário a nível da área do euro, é importante notar que a importância relativa das subcomponentes individuais varia consideravelmente entre países. Por

exemplo, na Alemanha, França e Itália, a subcomponente “habitações construídas pelo próprio e grandes obras de renovação” é consideravelmente mais importante do que as “aquisições de novas habitações”, ao passo que, em países como a Espanha, se verifica o oposto.

No conjunto da área do euro, a dinâmica dos preços difere consideravelmente entre subcomponentes. O índice de preços das “aquisições de novas habitações” registou o crescimento homólogo médio mais forte da última década (gráfico B, painel a)⁵⁴. No entanto, as “habitações construídas pelo próprio e grandes obras de renovação” deram o maior contributo para a taxa de crescimento homóloga do índice no seu conjunto, seguidas das “aquisições de novas habitações”. Com efeito, estas duas subcomponentes representaram, conjuntamente, 5,0 pontos percentuais do crescimento homólogo de 6,6% registado no conjunto do índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário no terceiro trimestre de 2021, correspondendo a maior parte do remanescente a “reparações importantes e manutenção” (gráfico B, painel b). Com outras subcomponentes a representarem uma porção mais pequena do índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário e a registarem uma evolução dos preços mais moderada, os seus contributos individuais para o crescimento homólogo médio têm sido consistentemente menores, embora continuem a ser significativos quando agrupados (representando um total combinado de cerca de um terço do crescimento homólogo médio desde 2012).

⁵⁴ Desde 2012, o índice de preços das “aquisições de novas habitações” registou um crescimento homólogo médio de 2,4%, em comparação com 2,1% para as “habitações construídas pelo próprio e grandes obras de renovação” e 1,6% para as “reparações importantes e manutenção”.

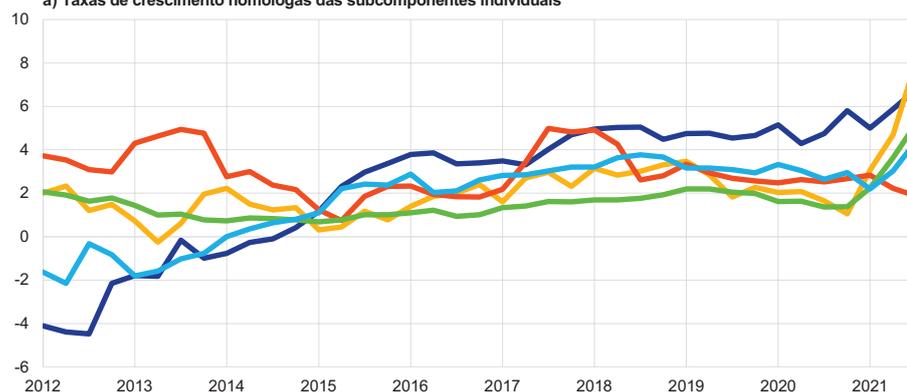
Gráfico B

Contributos das subcomponentes para o crescimento homólogo dos custos de habitação ocupada pelo proprietário

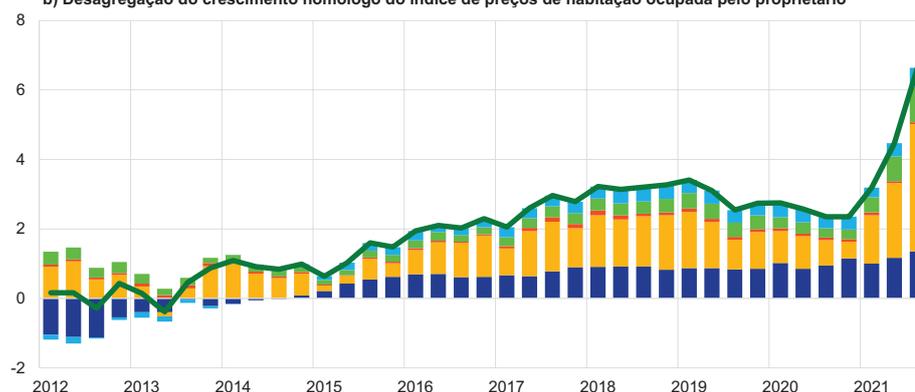
(painel a: taxas de variação homólogas (%); painel b: taxas de variação homólogas (%) e contributos em pontos percentuais)

- Aquisições de novas habitações (21%)
- Habitações construídas pelo próprio e grandes obras de renovação (45%)
- Seguros relacionados com habitações (3%)
- Reparações importantes e manutenção (19%)
- Outros serviços relacionados com a aquisição de habitações (12%)
- Índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário

a) Taxas de crescimento homólogas das subcomponentes individuais



b) Desagregação do crescimento homólogo do índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

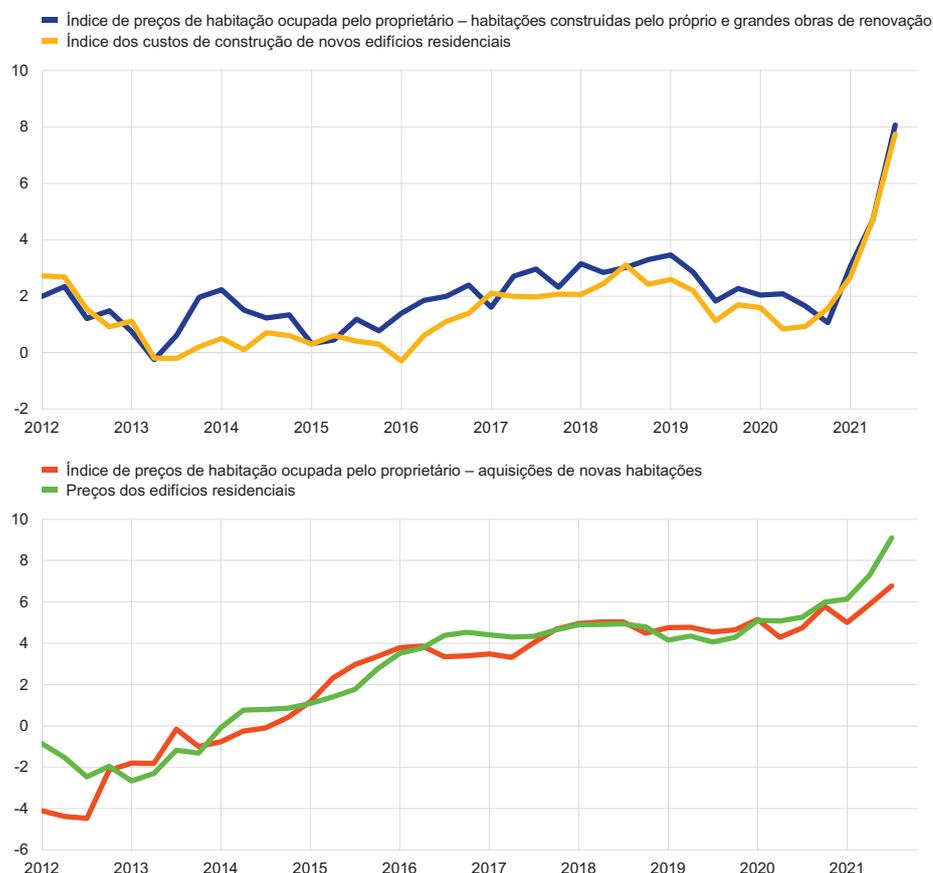
Notas: Os valores entre parênteses na legenda indicam o peso da subcomponente relevante no índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário em 2021. As últimas observações dizem respeito ao terceiro trimestre de 2021.

Algumas subcomponentes individuais estão estreitamente correlacionadas com os custos de construção e os preços da habitação. Por exemplo, a taxa de crescimento homóloga das “habitações construídas pelo próprio e grandes obras de renovação” apresenta uma forte correlação com os custos de construção disponíveis nas estatísticas conjunturais do setor empresarial (gráfico C, painel superior). Do mesmo modo, as “reparações importantes e manutenção” mostram um forte movimento paralelo com a série do IHPC “serviços de manutenção e reparação das habitações”. Entretanto, as “aquisições de novas habitações” estão estreitamente correlacionadas com os preços dos edifícios residenciais (gráfico C, painel inferior).

Gráfico C

Correlação entre subcomponentes do índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário e outros índices

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações dizem respeito ao terceiro trimestre de 2021.

Em termos gerais, é necessária uma análise mais profunda para avaliar o comportamento do índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário e das suas subcomponentes subjacentes ao longo do tempo⁵⁵. Em particular, uma melhor compreensão das várias correlações contribuirá, entre outros aspetos, para a conceção de formas de proceder a previsões do momento (e antevisões) da evolução do índice de preços de habitação ocupada pelo proprietário (por exemplo, se os dados relativos a determinados correlatos estivessem disponíveis antes do desfasamento de 100 dias úteis com que o índice é publicado).

⁵⁵ Ver também o artigo intitulado [The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021, e o artigo intitulado [The state of the housing market in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2018.

© Banco Central Europeu, 2022

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-22-002-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep