



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 4 / 2020



Índice

Evolução económica e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	8
2 Evolução financeira	17
3 Atividade económica	24
4 Preços e custos	31
5 Moeda e crédito	37
6 Evolução orçamental	47
Caixas	51
1 Impacto do confinamento devido à COVID-19 no comércio de serviços de viagens	51
2 Coronavírus (COVID-19): receios no mercado implícitos nos preços de opções	57
3 A pandemia de COVID-19 e o acesso das pequenas e médias empresas a financiamento: evidência resultante de dados de inquéritos	63
4 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 29 de janeiro a 5 de maio de 2020	68
5 Evolução do mercado de trabalho regional durante a grande crise financeira e recuperação subsequente	75
6 Regimes de trabalho a tempo parcial e os seus efeitos nos salários e no rendimento disponível	81
7 A crise resultante da pandemia de COVID-19 e as suas implicações para as políticas orçamentais	86

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Na sua reunião de política monetária de 4 de junho, o Conselho do BCE decidiu aumentar a dotação e prolongar o horizonte do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme – PEPP*) e reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos, prosseguindo as aquisições no âmbito do programa de compra de ativos (*asset purchase programme – APP*) e os respetivos reinvestimentos, sem alterar as taxas de juro diretoras do BCE. A informação recentemente disponibilizada confirma que a economia da área do euro enfrenta uma contração sem precedentes. Verificou-se uma queda abrupta da atividade económica em resultado da pandemia de coronavírus (COVID-19) e das medidas adotadas para a sua contenção. Perdas de emprego e de rendimento graves e uma incerteza excecionalmente elevada quanto às perspetivas económicas conduziram a uma descida significativa das despesas de consumo e do investimento. Embora os dados de inquéritos e os indicadores em tempo real da atividade económica tenham apresentado alguns sinais de que foi atingido o nível mínimo, a par do levantamento gradual das medidas de contenção, a melhoria, até à data, é fraca em comparação com a velocidade de queda dos indicadores nos dois meses anteriores. As projeções macroeconómicas de junho de 2020 para a área do euro, elaboradas por especialistas do Eurosistema, apontam para uma diminuição do crescimento a um ritmo sem precedentes no segundo trimestre deste ano, o qual deverá voltar a subir no segundo semestre, ajudado fundamentalmente pelo apoio considerável proporcionado pelas políticas orçamentais e pela política monetária. Ainda assim, as projeções refletem uma revisão em baixa substancial tanto do nível de atividade económica como das perspetivas de inflação ao longo de todo o horizonte de projeção, apesar de o cenário de base estar envolto num grau excecional de incerteza. Se bem que a inflação global tenha sido contida pelos preços mais baixos dos produtos energéticos, espera-se que as pressões sobre os preços permaneçam fracas, devido à descida pronunciada do produto interno bruto (PIB) real e ao associado aumento significativo da margem disponível na economia. Neste contexto, o Conselho do BCE decidiu tomar um conjunto de medidas de política monetária para apoiar a economia na sua reabertura gradual e salvaguardar a estabilidade de preços a médio prazo.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 4 de junho de 2020

A epidemia de COVID-19 levou a uma deterioração significativa das perspetivas mundiais, implícita nas projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema. A pandemia de COVID-19 paralisou a economia mundial, com as medidas tomadas pelos governos em todo o

mundo para conter a propagação do vírus a constituir um fator determinante do declínio acentuado da atividade económica. Vários países começaram recentemente a levantar algumas das medidas de contenção, no entanto é provável que este processo seja muito gradual. A atividade económica, em particular nas economias de mercado emergentes, também foi negativamente afetada pela queda abrupta dos preços das matérias-primas, por condições financeiras mais restritivas e por saídas de capital consideráveis. Os dados disponibilizados confirmam que as repercussões económicas das medidas de contenção serão expressivas e profundas. Tendo em conta estas graves perturbações à escala mundial, as projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) registará uma contração de 4,0% este ano. O ritmo desta contração é mais rápido e a sua magnitude é superior à observada durante a Grande Recessão. Na sequência de uma contração acentuada nos dois primeiros trimestres de 2020, projeta-se que a atividade mundial comece a recuperar no terceiro trimestre e aumente 6,0% e 3,9% em 2021 e 2022, respetivamente. O comércio mundial será afetado com maior gravidade, dado que as perturbações logísticas e as fronteiras encerradas amplificam o impacto das repercussões. Não obstante uma deterioração significativa das perspetivas mundiais, implícitas nas projeções de junho, os riscos para estas perspetivas permanecem enviesados em sentido descendente. Mais importante ainda, o impacto da pandemia poderá ser mais forte e mais prolongado do que o atualmente previsto.

Embora a restritividade das condições financeiras na área do euro tenha diminuído ligeiramente desde a reunião do Conselho do BCE de março de 2020, estas ainda não regressaram aos níveis observados antes da propagação mundial da COVID-19. No período em análise (12 de março de 2020 a 3 de junho de 2020), a curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) deslocou-se em sentido ascendente. Ainda se encontra presente uma inversão nos prazos curtos, embora de forma menos acentuada do que em 12 de março, o que sinaliza que as expectativas dos participantes no mercado de novas reduções das taxas diretas diminuíram, reportando-se a um período mais longínquo no futuro. Apesar da acomodação monetária proporcionada pelo PEPP e por outras medidas de política monetária, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro aumentaram ao longo do período em análise. Os preços dos ativos de risco recuperaram parcialmente das perdas incorridas em fevereiro e março, principalmente no contexto de uma melhoria do sentimento mundial face ao risco e da perceção de que os riscos extremos (*tail risks*) de uma crise mundial iminente diminuíram em certa medida. Nos mercados cambiais, o euro permaneceu globalmente estável em termos ponderados pelo comércio, com a volatilidade das taxas de câmbio bilaterais a refletir a incerteza em torno da pandemia de COVID-19.

O PIB real da área do euro diminuiu 3,8%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2020, e os dados recentemente disponibilizados apontam para uma nova contração significativa do PIB real no segundo trimestre. Os indicadores económicos e resultados de inquéritos mais recentes confirmam uma contração acentuada da economia na área do euro e uma rápida

deterioração das condições nos mercados de trabalho. A pandemia de coronavírus e as medidas necessárias para a contenção da mesma afetaram de forma grave os setores da indústria transformadora e dos serviços, repercutindo-se negativamente na capacidade produtiva da economia da área do euro e na procura interna. A maioria dos indicadores recentes sugere que a contração poderá ter atingido o nível mínimo em maio, em virtude da reabertura gradual de partes da economia. Consequentemente, espera-se uma recuperação da atividade económica na área do euro no terceiro trimestre, à medida que as medidas de contenção continuam a ser levantadas, sendo apoiada por condições de financiamento favoráveis, por uma orientação orçamental expansionista e pela retoma da atividade mundial, embora a velocidade e escala globais da recuperação permaneçam muito incertas.

Esta avaliação também se encontra globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de junho de 2020 para a área do euro, elaboradas por especialistas do Eurosistema. No cenário de base das projeções, espera-se que o PIB real anual diminua 8,7% em 2020 e recupere 5,2% em 2021 e 3,3% em 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento real do PIB foram revistas substancialmente em baixa em 9,5 pontos percentuais para 2020 e em alta em 3,9 pontos percentuais para 2021 e em 1,9 pontos percentuais para 2022. Atendendo à incerteza excecional que atualmente envolve as perspetivas, as projeções contemplam também dois cenários alternativos¹. Em geral, a magnitude da contração e da recuperação dependerá fundamentalmente da duração e da eficácia das medidas de contenção da pandemia, do sucesso das políticas de mitigação dos efeitos adversos sobre o rendimento e o emprego e do impacto permanente na capacidade de oferta e na procura interna. No conjunto, o Conselho do BCE considera que o equilíbrio dos riscos em torno da projeção de referência se encontra enviesado em sentido descendente.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) na área do euro desceu para 0,1% em maio, face a 0,3% em abril, devido sobretudo à menor inflação dos preços dos produtos energéticos. Com base nos atuais preços do petróleo e nos preços dos futuros do petróleo, é provável que a inflação global desça um pouco mais nos próximos meses e permaneça fraca até ao final do ano. A médio prazo, a procura mais fraca exercerá pressão em sentido descendente sobre a inflação, que será apenas parcialmente compensada por pressões em sentido ascendente relacionadas com restrições na oferta. Os indicadores das expectativas de inflação a mais longo prazo baseados no mercado mantiveram-se em níveis baixos. Embora os indicadores das expectativas de inflação baseados em inquéritos tenham diminuído no curto e médio prazo, as expectativas a mais longo prazo foram menos afetadas.

¹ Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, Junho de 2020](#), publicado no sítio do BCE em 4 de junho de 2020 (também disponíveis no sítio do Banco de Portugal).

Esta avaliação também se encontra refletida nas projeções macroeconómicas de junho de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, segundo as quais, no cenário de base, a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 0,3% em 2020, 0,8% em 2021 e 1,3% em 2022.

Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2020 dos especialistas do BCE, as perspectivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas em baixa em 0,8 pontos percentuais em 2020, 0,6 pontos percentuais em 2021 e 0,3 pontos percentuais em 2022. A inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá situar-se em 0,8% em 2020, 0,7% em 2021 e 0,9% em 2022.

A pandemia de COVID-19 causou uma aceleração acentuada da dinâmica monetária, impulsionada por necessidades de liquidez prementes das empresas para financiar os pagamentos em curso e pela forte preferência por liquidez por motivos de precaução no seio dos agentes económicos.

O crescimento do agregado monetário largo (M3) aumentou de 7,5% em março para 8,3% em abril de 2020. O forte crescimento monetário reflete a criação de crédito bancário, impulsionada, em grande medida, pelas necessidades de liquidez prementes da economia. Além disso, a elevada incerteza económica está a provocar uma transferência para posições em ativos monetários por motivos de precaução. O agregado monetário estreito M1, que inclui as componentes mais líquidas do M3, continua a dar o principal contributo para o crescimento do agregado monetário largo. A evolução dos empréstimos ao setor privado continuou a ser moldada pelo impacto do coronavírus na atividade económica. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às sociedades não financeiras registou novo aumento, situando-se em 6,6% em abril de 2020, face a 5,5% em março, refletindo a necessidade das empresas de financiarem despesas correntes e fundos de maneo, perante a rápida diminuição de receitas. Paralelamente, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias diminuiu de 3,4% em março para 3,0% em abril, num contexto de restrições ao consumo devido às medidas de contenção da pandemia, de diminuição da confiança e de deterioração do mercado de trabalho. As medidas de política monetária do Conselho do BCE – em particular, as condições muito favoráveis da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas – deverão encorajar os bancos a conceder empréstimos a todas as entidades do setor privado. Em conjunto com as medidas adotadas pelos governos nacionais e as instituições europeias, as medidas do Conselho do BCE apoiam a continuação do acesso a financiamento, designadamente pelos mais afetados pelas ramificações da pandemia de coronavírus.

A pandemia de COVID-19 está a ter um impacto significativo nas políticas orçamentais da área do euro. As medidas de contenção também deram origem a pacotes de estímulo orçamental sem precedentes destinados a amortecer as repercussões económicas e a preparar as condições para uma retoma rápida. Em resultado, prevê-se que o défice orçamental das administrações públicas na área do euro aumente consideravelmente em 2020, para 8,5% do PIB, face a 0,6% em 2019. Embora se espere que o rácio do défice diminua para 4,9% em 2021, ainda se prevê que se situe em 3,8% do PIB em 2022. Na generalidade, a orientação orçamental agregada da área do euro é avaliada como sendo fortemente expansionista em 2020, mas contracionista em 2021, uma vez que se espera que a

maioria das medidas de apoio se tenha desvanecido nessa altura. Apesar da orientação orçamental negativa em 2021, o saldo orçamental geral permanecerá muito negativo, com os instrumentos orçamentais a continuar a apoiar a retoma económica, principalmente através dos estabilizadores automáticos. Continua a ser crucial uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada, à luz da contração acentuada da economia da área do euro, embora as medidas devam ser direcionadas e temporárias. A este respeito, acolhe-se muito favoravelmente o pacote de três redes de segurança no montante de 540 mil milhões de euros, aprovado pelo Conselho Europeu, e a proposta da Comissão Europeia de um plano de recuperação destinado a apoiar as regiões e setores mais gravemente afetados pela pandemia.

Pacote de medidas de política monetária

A combinação de dois fatores principais tornou necessária uma ação adicional em termos de política monetária. Em primeiro lugar, a revisão em baixa, relacionada com a pandemia, da inflação ao longo do horizonte de projeção representa uma ameaça para o mandato do Conselho do BCE de salvaguardar a estabilidade de preços a médio prazo. Em segundo lugar, embora as condições nos mercados financeiros tenham estabilizado substancialmente desde o anúncio do PEPP, as condições financeiras para a área do euro no seu conjunto continuam significativamente mais rigorosas do que no período anterior à pandemia, ao passo que as perspetivas para a atividade económica e a inflação requerem condições financeiras mais fáceis.

Neste contexto, em 4 de junho de 2020, o Conselho do BCE decidiu adotar um conjunto de medidas de política monetária para apoiar o nível amplo de acomodação monetária necessário para a convergência robusta da inflação no sentido de níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo, em consonância com o seu mandato.

1. Em primeiro lugar, o Conselho do BCE decidiu aumentar a dotação do PEPP em 600 mil milhões de euros, passando este para um total de 1350 mil milhões de euros. Em resposta à revisão em baixa, relacionada com a pandemia, da inflação ao longo do horizonte de projeção, a expansão do PEPP reduzirá ainda mais a restritividade da orientação geral da política monetária, apoiando as condições de financiamento na economia real, especialmente para as empresas e as famílias. As aquisições continuarão a ser realizadas de forma flexível ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições. Tal permite ao Conselho do BCE conter eficazmente os riscos para a transmissão regular da política monetária.
2. O Conselho do BCE decidiu alargar o horizonte das aquisições líquidas ao abrigo do PEPP, no mínimo, até ao final de junho de 2021. Esta decisão alinha o horizonte de compra com os horizontes das outras medidas de política monetária adotadas em resposta à emergência pandémica, tais como as ORPA direcionadas III e uma nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica (no inglês, “PELTRO”, o acrónimo de *pandemic emergency longer-term refinancing operations*). Em qualquer caso, o

BCE irá proceder a aquisições líquidas de ativos no âmbito do PEPP até que o Conselho do BCE considere que o período de crise do coronavírus terminou.

3. O Conselho do BCE decidiu reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no contexto do PEPP, pelo menos, até ao final de 2022. De qualquer forma, a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação monetária apropriada. Os reinvestimentos ajudarão a evitar o risco de uma restrição injustificada das condições financeiras, enquanto a economia ainda está a recuperar do choque provocado pela pandemia. Ao mesmo tempo, é adequado que a estratégia de reinvestimento para o PEPP reflita o seu carácter temporário e a sua ligação à emergência pandémica.
4. Adicionalmente, as aquisições líquidas no contexto do APP prosseguirão a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros, a par das aquisições ao abrigo da dotação temporária adicional de 120 mil milhões de euros até ao final do ano. O Conselho do BCE continua a esperar que as aquisições mensais líquidas de ativos no contexto do APP decorram enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas diretoras do BCE e que cessem pouco antes de o Conselho do BCE começar a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE.
5. O Conselho do BCE pretende 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 começará a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.
6. Finalmente, o Conselho do BCE decidiu não alterar as taxas de juro diretoras do BCE. Espera-se que estas permaneçam nos níveis atuais ou em níveis inferiores até que as perspetivas de inflação estejam a convergir de forma robusta no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente.

Em conjunto com o estímulo substancial em termos de política monetária já proporcionado, as decisões do Conselho do BCE apoiarão a liquidez e as condições de financiamento na economia, ajudarão a preservar o fluxo de crédito às famílias e às empresas e contribuirão para manter condições de financiamento favoráveis em todos os setores e jurisdições, a fim de auxiliar a recuperação da economia das consequências do coronavírus. Ao mesmo tempo, no atual contexto económico em rápida evolução, o Conselho do BCE continua plenamente empenhado em fazer tudo o que for necessário, no âmbito do seu mandato, para apoiar todos os cidadãos da área do euro neste período extremamente difícil. Tal aplica-se, acima de tudo, ao papel do Conselho do BCE de assegurar que a política monetária é transmitida a todos os segmentos da economia e a todas as jurisdições na prossecução do objetivo do BCE de salvaguardar a estabilidade de preços. O Conselho do BCE continua, portanto, a estar preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de garantir que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.

1 Conjuntura externa

A pandemia de coronavírus (COVID-19) paralisou a economia mundial. As medidas tomadas pelos governos em todo o mundo para conter a propagação do vírus implicam uma queda acentuada da atividade económica no curto prazo. Embora recentemente vários governos tenham começado a atenuar as medidas de contenção, este processo deverá ser muito gradual. A atividade económica, em particular nas economias de mercado emergentes (EME), também está a ser negativamente afetada pela queda abrupta dos preços das matérias-primas, por condições financeiras mais restritivas e por saídas de capital consideráveis. Os dados disponibilizados confirmam que as repercussões económicas da pandemia e das medidas de contenção serão profundas e de longo alcance. Tendo em conta estas graves perturbações à escala mundial, as projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) registará uma contração de 4,0% este ano. O ritmo desta contração é mais rápido e a sua magnitude é superior à observada durante a Grande Recessão. Na sequência de uma contração acentuada nos dois primeiros trimestres de 2020, projeta-se que a atividade mundial comece a recuperar no terceiro trimestre. Este perfil implica que se projeta que a atividade mundial aumente 6,0% e 3,9% em 2021 e 2022, respetivamente. O comércio mundial será afetado com maior gravidade, dado que as perturbações logísticas e as fronteiras encerradas amplificam o impacto das repercussões. Além disso, o comércio é pró-cíclico, reagindo à evolução da atividade económica, em particular durante recessões. Não obstante uma deterioração significativa das perspetivas mundiais, implícitas nas projeções de junho, os riscos para estas perspetivas permanecem enviesados em sentido descendente. Mais importante ainda, o impacto da pandemia poderá ser mais forte e mais prolongado do que o atualmente previsto. Outros riscos dizem respeito, por exemplo, a uma maior sensibilidade dos mercados financeiros a notícias, mudanças estruturais nas redes de aprovisionamento da produção e ao risco de aumento do protecionismo comercial.

Atividade económica e comércio mundiais

A pandemia de COVID-19 paralisou a economia mundial. As medidas tomadas pelos governos em todo o mundo para conter a propagação do vírus implicam uma queda acentuada da atividade económica no curto prazo. Estas medidas foram introduzidas na China no final de janeiro, enquanto outros países as implementaram mais tarde, à medida que o vírus se propagava por todo o mundo. Embora recentemente vários governos tenham começado a atenuar as medidas de contenção, este processo deverá ser muito gradual. A atividade económica, em particular nas EME, está a ser negativamente afetada pela queda abrupta dos preços das matérias-primas, por condições financeiras mais restritivas e por saídas de capital consideráveis. Estes choques mundiais graves atingiram a economia mundial numa altura em que sinais de estabilização, após um período de desempenho medíocre no ano passado, se tinham tornado cada vez mais evidentes. Em particular, uma retoma incipiente na atividade transformadora e no

comércio, liderada por EME de grande dimensão, tinha sido observada na viragem do ano. Além do mais, as condições financeiras favoráveis a nível mundial prevalecentes nessa altura, bem como uma redução parcial do conflito comercial entre os Estados Unidos e a China após a assinatura do “acordo comercial Fase 1”, tinha tido o potencial de reforçar a retoma antes de a pandemia se fazer sentir.

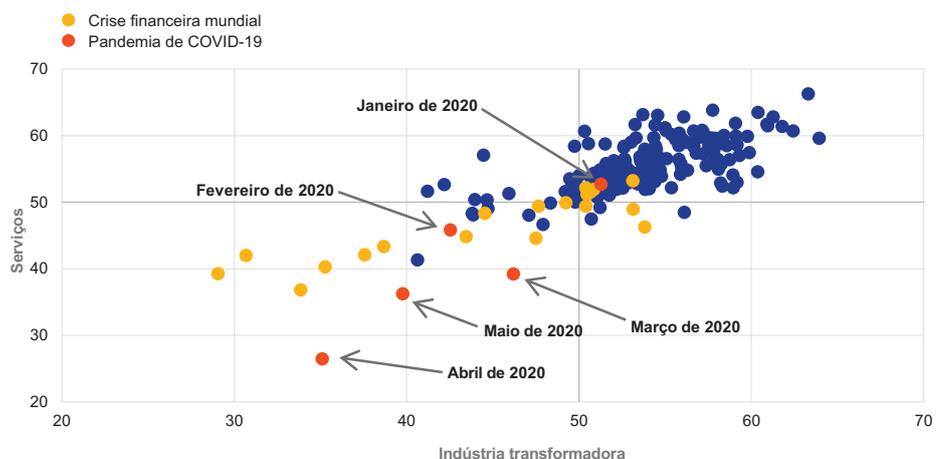
Os dados de inquéritos confirmam que as repercussões económicas da pandemia e das medidas de contenção serão profundas e de longo alcance.

Analisando os dados setoriais do inquérito do Índice de Gestores de Compras (IGC), surgem três padrões. Primeiro, o produto caiu a pique em todos os setores à medida que as medidas de confinamento eram implementadas. Segundo, o impacto no setor dos serviços foi superior àquele sobre a indústria transformadora. Com as políticas de contenção a suprimir a oferta e a procura a nível mundial, o produto quer na indústria transformadora quer no setor dos serviços deteriorou-se muito mais rapidamente do que o observado durante a Grande Recessão (ver o gráfico 1). Terceiro, à medida que a produção é retomada, o produto recupera face aos níveis reduzidos – como se observou recentemente na China. No entanto, por diversos motivos, esta retoma é meramente parcial. Estas razões prendem-se com as restrições ainda em vigor no caso de empresas que exigem uma grande interação social, as mudanças de comportamento por parte dos consumidores num contexto de preocupações quanto à segunda vaga de infeções, e a elevada incerteza que trava as decisões de investimento, o que, por sua vez, reduz a procura no curto prazo e pesa sobre a capacidade produtiva no mais longo prazo. O IGC mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) recuperou ligeiramente em maio, suportado por melhores resultados quer na indústria transformadora quer no setor dos serviços. Porém, permanece bem enraizado em níveis contracionistas.

Gráfico 1

IGC mundial do produto na indústria transformadora e nos serviços (excluindo a área do euro)

(Índices de difusão)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a maio de 2020. Os dados abrangem o período entre janeiro de 1999 e maio de 2020.

A amostra referente à crise financeira mundial (pontos a amarelo) denota o período entre dezembro de 2007 e junho de 2009.

A amostra referente à pandemia de COVID-19 (pontos a vermelho) denota o período entre janeiro de 2020 e maio de 2020.

O comportamento mais cauteloso dos consumidores reflete-se numa diminuição acentuada dos indicadores de confiança a nível mundial.

A confiança dos consumidores deteriorou-se significativamente nas últimas semanas, em particular nas economias avançadas. Além disso, a deterioração do mercado de trabalho levará os consumidores a adotar um comportamento mais cauteloso, caracterizado pelo aumento das poupanças por motivos de precaução e pelo menor consumo, particularmente de bens duradouros.

As condições financeiras tornaram-se consideravelmente mais restritivas, mas parte deste aumento da restritividade abrandou mais recentemente.

Inicialmente, o aumento da restritividade foi rápido e generalizado, afetando do mesmo modo as economias avançadas e as EME. Acresce que as EME registaram saídas financeiras significativas quer em termos brutos quer em termos líquidos, embora os dados mais recentes sugiram que estas saídas se moderaram ou, até, se inverteram nas últimas semanas. Não obstante estes sinais de estabilização, as tensões financeiras mantêm-se elevadas, em parte devido ao aumento da incidência de novos casos confirmados de COVID-19 e de mortes nas EME. Mais especificamente, os investidores financeiros fugiram de EME indiscriminadamente na fase inicial da crise relacionada com a pandemia, mas as diferenças nos fundamentos macroeconómicos e nas vulnerabilidades das EME parecem agora ser cada vez mais relevantes para as decisões de investimento.

Em termos globais, as condições financeiras permanecem substancialmente mais restritivas seja nas economias avançadas seja nas EME do que antes da pandemia.

No entanto, numa perspetiva a mais longo prazo, mantêm-se mais favoráveis do que em anteriores recessões mundiais, incluindo a Grande Recessão e a recessão que se seguiu ao rementamento da bolha das empresas “dot-com” no início da década de 2000. Em parte, tal poderá refletir a reação rápida e agressiva dos bancos centrais por todo o mundo. Mais especificamente, as intervenções de política monetária deverão ser o principal fator subjacente à estabilização das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas e dos prémios de risco de prazo, apesar do nível inédito de emissão de dívida soberana a nível mundial exigido pela pandemia. A incerteza aumentou substancialmente e permanece elevada. Embora ainda seja demasiado cedo para avaliar qual o papel desempenhado pela incerteza elevada durante a atual crise, é provável que pese sobre as perspetivas de retoma.

As projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) diminuirá 4,0% este ano.

O ritmo desta contração é mais rápido e a sua magnitude é muito superior à observada durante a Grande Recessão. Na sequência de uma contração acentuada nos dois primeiros trimestres de 2020, projeta-se que a atividade económica recupere a partir do terceiro trimestre. À medida que os confinamentos são levantados, projeta-se que a atividade recupere inicialmente, mas parte-se do princípio de que o ritmo global da recuperação seja gradual devido às medidas de distanciamento social em vigor e também devido à mudança do comportamento dos consumidores. Em termos prospetivos, as projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam que a atividade mundial aumentará 6,0% em

2021 e 3,9% em 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento mundial foi revisto significativamente em baixa para este ano, enquanto se prevê que o crescimento no horizonte de médio prazo seja ligeiramente mais robusto. Estas revisões também implicam que o nível de produto mundial permaneça abaixo da trajetória indicada nas projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE. No caso das EME, prevê-se uma retoma mais modesta do que observadas após anteriores recessões. Tal reflete a combinação de choque negativos que afetam as EME na atual conjuntura, incluindo a crise pandémica, condições financeiras restritivas, choque negativos sobre os termos de troca de exportadores de matérias-primas, e saídas de capital substanciais.

Nos Estados Unidos, estima-se que o ritmo de contração da atividade

económica tenha acelerado no segundo trimestre de 2020. O PIB real diminuiu 5,0% numa base anualizada no primeiro trimestre, de acordo com a segunda estimativa. Esta contração foi ligeiramente superior à reportada na estimativa antecipada. Os dados de maior frequência sugerem que a recessão económica se tornou mais grave no segundo trimestre, visto que medidas de contenção rigorosas estavam em vigor em todo o país em abril. A partir do final de abril, os estados dos EUA começaram a abrandar gradualmente as medidas de contenção, o que deverá ajudar a sustentar uma retoma no segundo semestre de 2020. Será conduzida por uma recuperação da procura interna apoiada pelos fortes apoios de política económica implementados até ao momento. Porém, projeta-se que a retoma seja gradual, visto que a confiança dos consumidores permanece em níveis reduzidos num contexto de destruição de postos de trabalho sem precedentes que teve início no final de março. Mais de 22 milhões de pessoas deixaram de estar empregadas e a taxa de desemprego atingiu 14,7% em abril. A inflação homóloga medida pelos preços no consumidor registou uma queda acentuada para 0,3% em abril, face a 1,5% no mês anterior. Excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, a inflação homóloga diminuiu de 2,1% em março para 1,4% em abril. Prevê-se que a inflação diminua este ano, visto que os efeitos desinflationistas do choque sobre a procura superam os efeitos inflacionistas das perturbações na oferta, e projeta-se que aumente gradualmente, aproximando-se do objetivo de 2% estabelecido pelo Sistema de Reserva Federal na parte final do horizonte de projeção.

Na China, a retoma prossegue num contexto de fatores adversos

significativos. Entre estes contam-se as fracas perspetivas para a procura externa no curto prazo, como ilustrado pela forte queda das encomendas de exportações, e a recuperação gradual da procura interna. Este último fator reflete as medidas de distanciamento social ainda em vigor, bem como o comportamento globalmente mais cauteloso dos consumidores. Os estímulos monetário e de política implementados pelas autoridades ajudarão a sustentar a atividade económica. Em termos prospetivos, projeta-se que a atividade recupere ao longo do horizonte de projeção. No entanto, parte-se do princípio de que esta recuperação se manterá moderada face aos níveis de atividade previstos nas projeções de março.

No Japão, a economia entrou em recessão técnica. A atividade diminuiu no quarto trimestre do ano passado devido à confluência de choques negativos, incluindo uma queda da procura interna em resultado do aumento dos impostos

sobre o consumo, de perturbações na produção devido a tufões violentos em outubro, e da fraca procura externa. Posteriormente, já no contexto do surto de COVID-19, o PIB real registou nova contração, diminuindo 0,9% no primeiro trimestre de 2020. Os esforços das autoridades para conter o vírus pesaram sobre a procura interna, especialmente no que respeita ao consumo privado de serviços e de bens semiduradouros. Mais especificamente, as exportações de serviços caíram acentuadamente, refletindo menores despesas por parte de turistas estrangeiros devido a restrições a viagens impostas em reação ao surto. As autoridades japonesas aumentaram os apoios de política à economia frágil. Em abril, o banco central do Japão aumentou os limites de aquisições de papel comercial e obrigações de empresas, facilitou o acesso a facilidades de financiamento de empresas e comprou obrigações de dívida pública de curto e mais longo prazo. Na sua reunião de emergência em maio, dedicou lançar uma nova medida de provisionamento de fundos para os bancos com vista a apoiar o crédito às pequenas e médias empresas. No final de maio, o governo japonês aprovou um segundo pacote de estímulo orçamental globalmente comparável em termos de dimensão ao implementado em abril de 2020. Estas medidas deverão proporcionar um estímulo adicional à economia, a qual se projeta que recupere gradualmente a partir do segundo semestre deste ano.

No Reino Unido, a situação económica deteriorou-se substancialmente. O PIB real caiu 2% no primeiro trimestre de 2020, embora a economia tenha entrado em confinamento apenas nos últimos dez dias de março, enquanto a inflação homóloga medida pelos preços no consumidor caiu para 0,8% em abril, uma descida acentuada face a 1,5% no mês anterior. Embora o regime de *lay-off* tenha ajudado a manter o emprego, a situação no mercado de trabalho deteriorou-se consideravelmente. Dados experimentais do ONS (instituto nacional de estatística britânico) sobre recipientes do subsídio de desemprego – que abrangem os desempregados, mas também aqueles que recebem benefícios associados à atividade profissional – mostraram que em meados de abril mais de dois milhões de cidadãos requeriam algum tipo de subsídio. Este corresponde a cerca de um terço acima do número registado durante a Grande Recessão. Os dados de elevada frequência assinalam uma nova deterioração acentuada no segundo trimestre, o que implica uma recessão muito mais grave do que a registada no seguimento da crise financeira mundial. O governo anunciou uma reabertura faseada da economia, que se espera irá suportar uma retoma gradual nos próximos meses.

Nos países da Europa Central e de Leste, prevê-se que a atividade económica enfraqueça consideravelmente. Um grande número de países da região registou um crescimento negativo no primeiro trimestre de 2020, num contexto de perturbações na oferta e de menor procura devido às medidas de contenção. Em termos prospetivos, prevê-se uma recessão muito mais profunda no segundo trimestre. Tal reflete a interação entre a menor procura interna – dado que as medidas de contenção se mantiveram em vigor durante o mês de abril – e a menor procura externa, em particular dos países da área do euro.

Prevê-se que a atividade económica em grandes países exportadores de matérias-primas caia vertiginosamente. Na Rússia, a economia tem sido fustigada pelos recentes desenvolvimentos no mercado energético e pela pandemia

de COVID-19, que têm afetado a procura externa. Paralelamente, observa-se um aumento acentuado de novos casos de infeção, o que resulta numa maior restritividade das medidas destinadas a conter a propagação do vírus. Prevê-se que os cortes na produção acordados pelos países da OPEP+ para estabilizar o mercado petrolífero mundial, bem como a redução dos preços das matérias-primas, irão travar o investimento. No Brasil, a atividade económica deteriorou-se acentuadamente devido aos confinamentos, às perturbações nas cadeias de oferta, à menor procura externa, a saídas de capital significativas e a um choque negativo sobre os termos de troca que refletiu a queda dos preços das matérias-primas. As crescentes tensões políticas e o facto de o país ser um dos mais afetados pela pandemia podem complicar a prestação de apoios de política eficazes à economia.

Na Turquia, a pandemia deu origem a pressões de financiamento, num contexto de elevados desequilíbrios externos e necessidades de financiamento. A atividade permaneceu robusta até ao final de março.

Posteriormente, o sentimento começou a deteriorar-se rapidamente, à medida que eram introduzidas medidas de contenção e a procura externa registava uma contração acentuada. Paralelamente, os investidores estrangeiros tornaram-se cada vez mais avessos ao risco no tocante a EME, surgindo assim sinais de pressões de financiamento na Turquia. A lira turca enfraqueceu e as reservas do banco central caíram substancialmente. Prevê-se uma contração acentuada da atividade no primeiro semestre de 2020, enquanto se projeta que a retoma subsequente seja muito gradual.

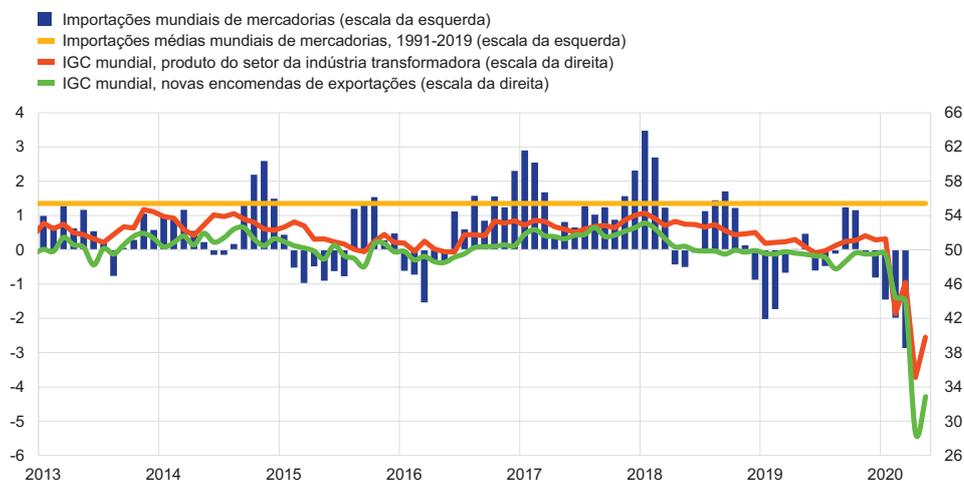
O comércio mundial será afetado mais gravemente do que a atividade, dado que as perturbações logísticas e as fronteiras encerradas amplificam o impacto da queda da procura. Além disso, a resposta pró-cíclica do comércio à

evolução da atividade económica tende a intensificar-se durante recessões. O colapso do comércio mundial de mercadorias deverá ser amplificado por perturbações nas cadeias de valor regionais e mundiais, dado que a percentagem significativa de comércio de bens intermédios – que corresponde a cerca de 40% do comércio mundial – tem implicações importantes para a transmissão internacional de choques sobre a procura e a oferta. Uma descida acentuada do comércio é já visível nas importações mundiais de mercadorias, que registaram uma contração de 2,9% no primeiro trimestre de 2020 (ver o gráfico 2) – a maior queda trimestral desde a Grande Recessão. Paralelamente, o ritmo de redução das importações de mercadorias foi globalmente comparável entre economias avançadas e EME.

Gráfico 2

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

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



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

Notas: As últimas observações referem-se a maio de 2020 (IGC) e a março de 2020 (importações mundiais de bens). Os índices e dados referem-se ao agregado mundial excluindo a área do euro.

Devido à natureza do choque, o comércio de serviços foi particularmente atingido.

Os dados disponibilizados sobre turismo e transportes, que, no seu conjunto, correspondem a grande parte do comércio mundial de serviços, indicam uma queda sem precedentes. As visitas de turistas internacionais diminuíram mais de 50% em março. Do mesmo modo, o volume de passageiros em voos internacionais reduziu-se em mais de metade em comparação com o mesmo período do ano passado.

De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento das importações mundiais (excluindo a área do euro) deverá diminuir 12,9% este ano, antes de aumentar 8,0% e 4,3% em 2021 e 2022, respetivamente. Projeta-se que a procura externa da área do euro registe uma contração de 15,1% este ano e cresça 7,8% e 4,2% em 2021 e 2022, respetivamente. A pandemia teve um impacto significativo no comércio – projeta-se que as importações mundiais (excluindo a área do euro) apenas regressem aos níveis registados no quarto trimestre de 2019 na parte final do horizonte de projeção. A procura externa da área do euro mantém-se abaixo deste nível ao longo de todo o horizonte de projeção.

O grau de incerteza quanto à futura trajetória da economia mundial é ainda inédito.

Prende-se com a evolução da pandemia e o seu impacto sobre o comportamento económico, bem como com as medidas de contenção conexas e o sucesso das medidas de política. Para ilustrar o conjunto de possíveis impactos da pandemia de COVID-19 na economia mundial, nas projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema a projeção de referência é complementada por dois cenários – o cenário moderado e o cenário grave. Estes cenários podem ser vistos como uma ilustração da diversidade de possibilidades em torno da projeção de

referência². A pandemia de COVID-19 também desencadeou uma série de desenvolvimentos que poderão pesar sobre a retoma projetada da economia mundial. Entre estes contam-se, por exemplo, a maior sensibilidade dos mercados financeiros a notícias, ou mudanças estruturais nas redes de aprovisionamento da produção. Estes riscos, para além de outros riscos em sentido descendente relacionados com as negociações do Brexit e do risco de um aumento do protecionismo comercial, permanecem relevantes, embora seja provável que dependam igualmente da trajetória futura da pandemia de COVID-19 e das medidas de política tomadas.

Evolução dos preços a nível mundial

A deterioração acentuada das perspetivas para a procura mundial originou uma queda dramática dos preços do petróleo. Recentemente, os preços do petróleo bruto Brent recuperaram ligeiramente, situando-se acima de USD 30 por barril, depois de caírem abaixo de USD 20 por barril no início de abril. A recuperação parcial dos preços do petróleo parece estar a ser impulsionada por esperanças de uma inversão do colapso repentino da procura de petróleo mundial associada à pandemia, à medida que a China recupera e os confinamentos noutros países se atenuam gradualmente. Os preços do petróleo também têm sido suportados pela resposta gradual da oferta de petróleo, dado que o acordo dos países da OPEP+ entrou em vigor no início de maio e a produção petrolífera nos Estados Unidos e no Canadá diminuiu devido a amplas paralisações. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, os pressupostos relativos aos preços do petróleo bruto nas projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema caíram 36,0%, 33,1% e 26,6% para 2020, 2021 e 2022, respetivamente. Desde a data de fecho da informação para as projeções de junho, o preço do petróleo bruto aumentou, com o preço do petróleo bruto Brent a situar-se em USD 38,3 por barril em 3 de junho. Em termos prospetivos, os preços do petróleo bruto deverão permanecer voláteis. Este é um reflexo do facto de que as perspetivas económicas se mantêm muito incertas e que a utilização da capacidade de armazenamento é excepcionalmente elevada.

A inflação mundial está a ser atenuada por uma queda acentuada dos preços do petróleo. A inflação homóloga medida por preços no consumidor em países da OCDE abrandou consideravelmente para 0,9% em abril, face a 1,7% em março, impulsionada por uma queda acentuada dos preços do petróleo e pela redução da inflação subjacente (ver o gráfico 3). Na sequência do colapso dos preços do petróleo bruto associado à pandemia, a inflação homóloga medida por preços dos produtos energéticos já se tinha tornado negativa em março e o ritmo desta descida acelerou substancialmente para 10,8% em abril, o que corresponde à maior queda desde setembro de 2015. Em contraste, a inflação homóloga medida pelos preços dos produtos alimentares acelerou novamente, para 6,4% em abril, face a 3,5% no

² Para mais pormenores, ver a caixa intitulada [Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro](#) nas projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, junho de 2020.

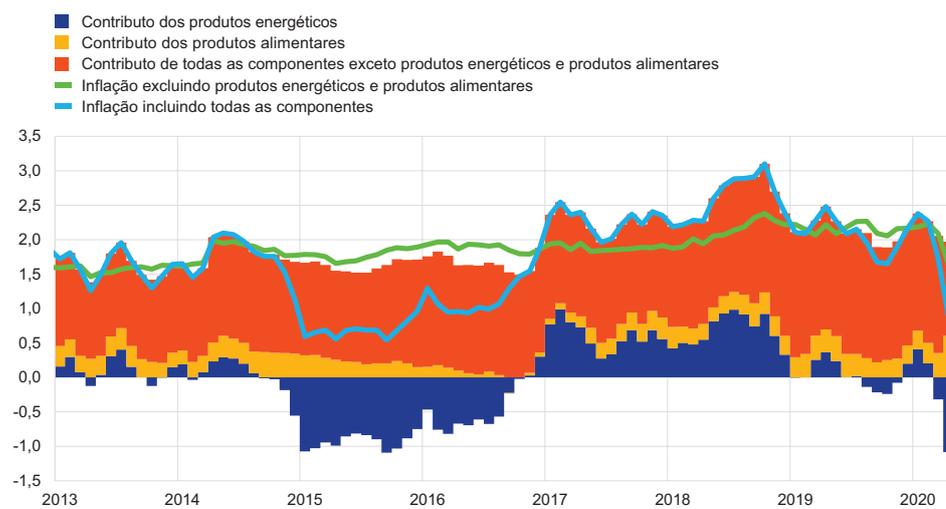
mês anterior. Paralelamente, a inflação subjacente homóloga medida pelo IPC (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) diminuiu para 1,6% em abril, face a 2,1% no mês anterior.

Em termos prospetivos, a inflação mundial diminuirá num contexto de redução dos preços do petróleo e de menor procura. Estes fatores suplantam qualquer possível impacto inflacionista da menor oferta causado por estrangulamentos da produção e da logística. Uma procura fraca, uma deterioração acentuada dos mercados de trabalho e a maior margem disponível deverão enfraquecer as pressões subjacentes sobre a inflação a nível mundial. A redução dos preços do petróleo explica grande parte da revisão em baixa dos preços de exportações dos concorrentes da área do euro (em moeda nacional) em 2020. Visto que se prevê que o preço do petróleo bruto aumente gradualmente ao longo do horizonte de projeção, este impacto dissipar-se-á, projetando-se que os preços das exportações dos concorrentes da área do euro regressem à sua média de longo prazo na parte final de 2021.

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 abril de 2020.

2 Evolução financeira

Embora a restritividade das condições financeiras na área do euro tenha diminuído ligeiramente desde a reunião do Conselho do BCE de março de 2020, estas ainda não regressaram aos níveis observados antes da propagação mundial do coronavírus (COVID-19). No período em análise (12 de março de 2020 a 3 de junho de 2020), a curva a prazo do índice overnight médio do euro (EONIA) deslocou-se em sentido ascendente. Ainda se encontra presente uma ligeira inversão nos prazos curtos, embora de forma menos acentuada do que em 12 de março, o que sinaliza que as expectativas dos participantes no mercado de novas reduções das taxas diretas diminuíram, reportando-se a um período mais longínquo no futuro. Apesar da acomodação da política monetária proporcionada ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (pandemic emergency purchase programme – PEPP) e de outras medidas de política, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro aumentaram durante o período em análise, devido a um aumento das taxas isentas de risco e a um alargamento dos diferenciais das obrigações soberanas. Os preços dos ativos de risco recuperaram parcialmente das perdas incorridas em fevereiro e março, principalmente no contexto de uma melhoria do sentimento mundial face ao risco e da perceção de que os riscos extremos (tail risks) de uma crise mundial iminente diminuíram em certa medida. Nos mercados cambiais, o euro permaneceu globalmente estável em termos ponderados pelo comércio, com a volatilidade das taxas de câmbio bilaterais a refletir a incerteza em torno da pandemia de COVID-19.

No período em análise, a EONIA e a nova taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situaram-se, em média, em -45 pontos base e -54 pontos base, respetivamente³. No período em análise, a liquidez excedentária aumentou 398 mil milhões de euros para cerca de 2163 mil milhões de euros⁴. Esta variação reflete principalmente a introdução do PEPP a par do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), bem como o recurso às operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e às ORPA intercalares.

Os prazos curtos da curva a prazo da EONIA deslocaram-se em sentido ascendente no período em análise, embora a curva se mantenha ligeiramente invertida (ver o gráfico 4). Os prazos curtos da curva tornaram-se menos inclinados após a reunião do Conselho do BCE em 12 de março, uma vez que os mercados adiaram as expectativas de uma redução iminente da taxa da facilidade permanente de depósito. Contudo, a inversão dos prazos curtos da curva contrasta com a curva horizontal observada antes da propagação do vírus, o que indica que os participantes no mercado continuam a esperar novas reduções das taxas diretas.

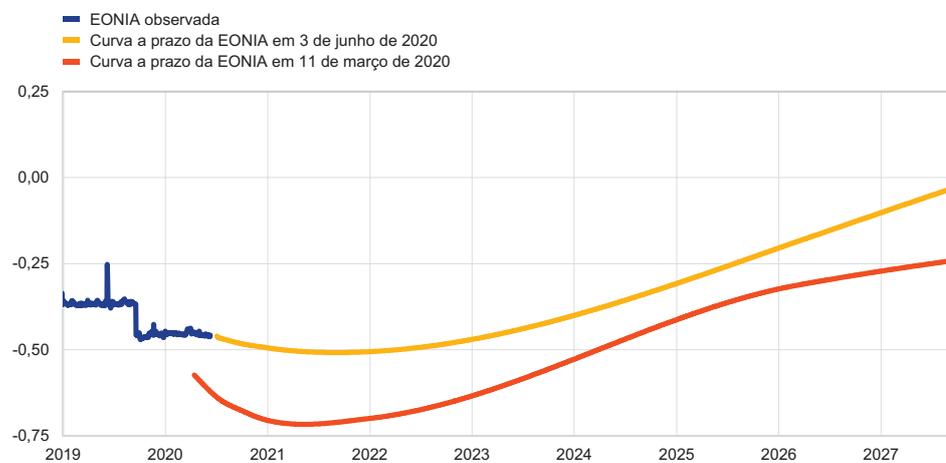
³ Em 2 de outubro de 2019, houve uma alteração na metodologia para o cálculo da EONIA, sendo esta agora calculada como a €STR acrescida de um diferencial fixo de 8,5 pontos base. Ver a caixa intitulada *Goodbye EONIA, welcome €STR!*, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2019.

⁴ Para pormenores relativamente ao período até 5 de maio de 2020, ver a caixa intitulada “Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 29 de janeiro a 5 de maio de 2020”, na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 4

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



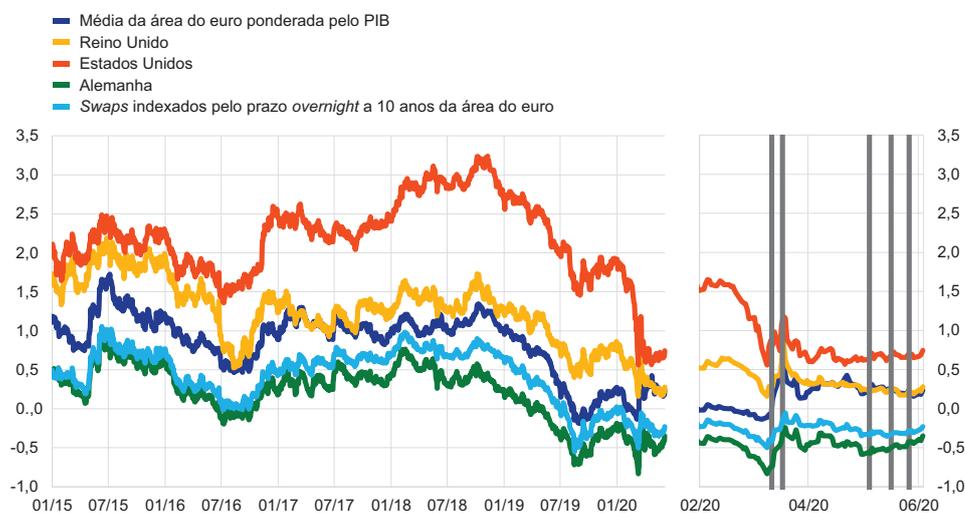
Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Apesar da maior acomodação monetária proporcionada pelo PEPP e por outras medidas, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro aumentaram ao longo do período em análise (ver o gráfico 5). A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB aumentou 36 pontos base para 0,24%. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas foram afetadas pelo aumento geral das taxas isentas de risco no período em análise. Além disso, os aumentos dos diferenciais das obrigações soberanas em relação às taxas isentas de risco também conduziram a um aumento das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos ponderadas pelo PIB no período em análise. Ao contrário das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos nos Estados Unidos desceram para 0,75% (uma queda de 13 pontos base), tendo permanecido estáveis no Reino Unido em 0,28% (um aumento de um ponto base).

Gráfico 5

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano)



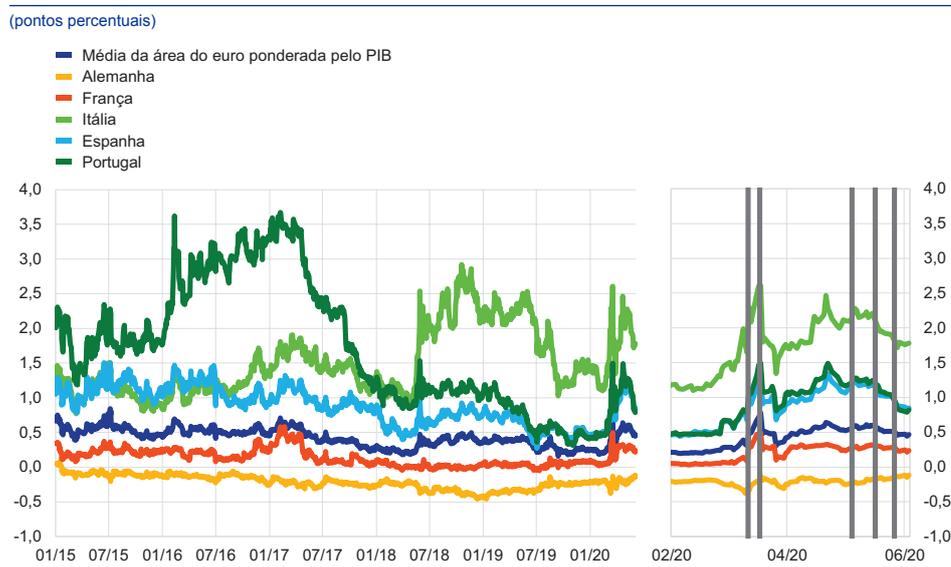
Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: Dados diários. As linhas verticais a cinzento referem-se (da esquerda para a direita): à reunião do Conselho do BCE de março (12 de março de 2020), ao anúncio do PEPP (18 de março de 2020), à decisão do Tribunal Constitucional Federal da Alemanha (5 de maio de 2020), à proposta franco-alemã de um fundo de recuperação europeu no valor de 500 mil milhões de euros (18 de maio de 2020) e à proposta da Comissão Europeia de um instrumento de recuperação denominado *Next Generation EU* no valor de 750 mil milhões de euros (27 de maio de 2020). As últimas observações referem-se a 3 de junho de 2020.

Os diferenciais das obrigações soberanas da área do euro face às taxas dos swaps indexados pelo prazo *overnight* diminuíram após o anúncio do PEPP, mas permanecem acima dos valores observados por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 12 de março (ver o gráfico 6). Os diferenciais das obrigações soberanas a 10 anos da Alemanha, França, Itália, Espanha e Portugal aumentaram 20, 16, 14, 18 e 5 pontos base para -0,12, 0,24, 1,78, 0,85 e 0,82 pontos percentuais, respetivamente. Consequentemente, o diferencial das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderado pelo PIB aumentou 16 pontos base para 0,47% pontos percentuais. Este aumento geral foi acompanhado de alguma volatilidade. Medidas em termos de notação da dívida soberana como a redução da notação da Itália de BBB para BBB- pela Fitch em 28 de abril, a decisão do Tribunal Constitucional Federal da Alemanha relativamente ao programa de compra de ativos do setor público e o progresso lento no sentido do financiamento de uma resposta orçamental comum ao coronavírus contribuíram para o alargamento da maioria dos diferenciais. Mais recentemente, os diferenciais das obrigações desceram em França, Itália, Espanha e Portugal no contexto da proposta franco-alemã de um fundo de recuperação e da proposta da Comissão Europeia do instrumento denominado *Next Generation EU*.

Gráfico 6

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



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos. As linhas verticais a cinzento referem-se (da esquerda para a direita): à reunião do Conselho do BCE de março (12 de março de 2020), ao anúncio do PEPP (18 de março de 2020), à decisão do Tribunal Constitucional Federal da Alemanha (5 de maio de 2020), à proposta franco-alemã de um fundo de recuperação europeu no valor de 500 mil milhões de euros (18 de maio de 2020) e à proposta da Comissão Europeia de um instrumento de recuperação denominado *Next Generation EU* no valor de 750 mil milhões de euros (27 de maio de 2020). As últimas observações referem-se a 3 de junho de 2020.

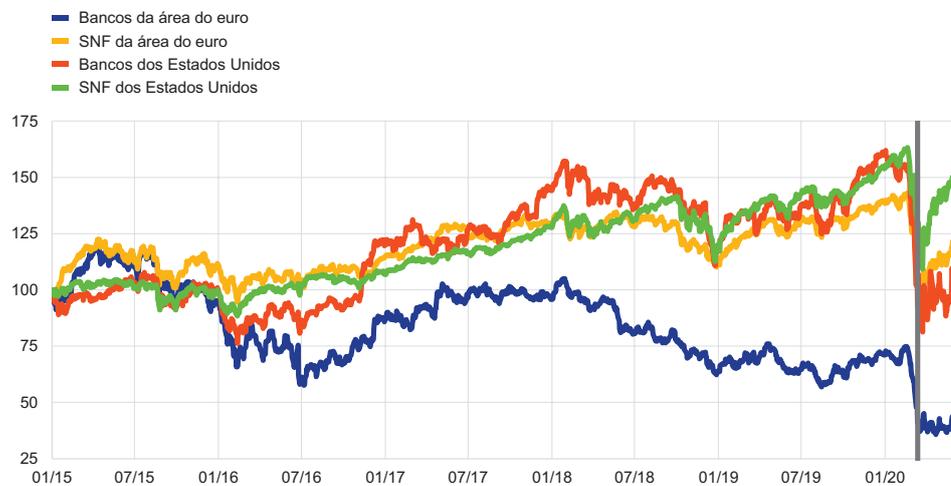
Os índices de cotações das ações das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro aumentaram, recuperando uma parte significativa das perdas registadas em fevereiro e março (ver o gráfico 7). As cotações das ações das SNF da área do euro aumentaram 14% no período em análise, apoiadas por uma recuperação do sentimento face ao risco e pela perceção de que os riscos extremos de uma crise mundial iminente diminuiram em certa medida. A recuperação do sentimento face ao risco mais do que compensou outros fatores que pesaram sobre as cotações das ações, como uma redução das expectativas de crescimento dos lucros em todos os horizontes⁵. Em termos gerais, a retoma foi mais significativa nas SNF dos Estados Unidos, com as cotações das ações a registar um aumento de 16%. Pelo contrário, os preços das ações dos bancos na área do euro diminuiram 5% durante o período em análise, tendo aumentado 8% nos Estados Unidos.

⁵ Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Coronavírus (COVID-19): receios no mercado implícitos nos preços de opções”, na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 7

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

(Índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

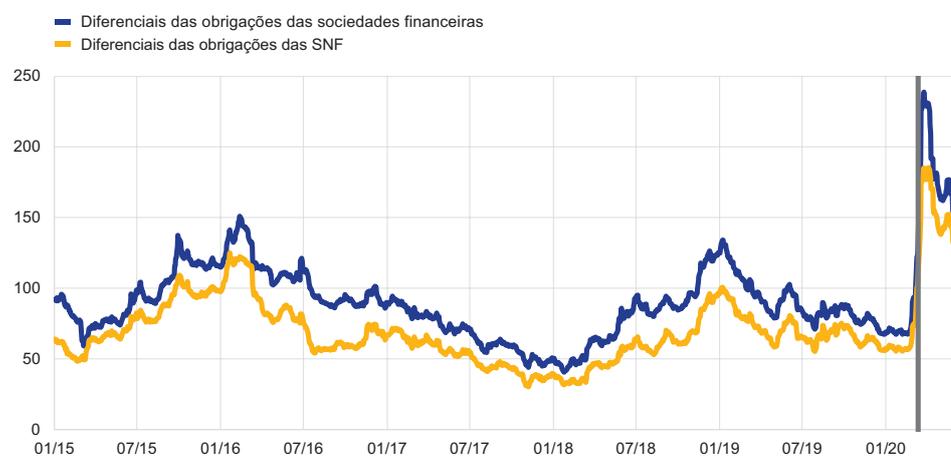
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 12 de março de 2020. As últimas observações referem-se a 3 de junho de 2020.

Os diferenciais das obrigações das empresas da área do euro aumentaram até meados de março, mas desde então inverteram parcialmente na sequência da adoção do PEPP (ver o gráfico 8). Os diferenciais das obrigações das SNF com categoria de investimento e das obrigações do setor financeiro em relação à taxa isenta de risco aumentaram 81 e 112 pontos base, respetivamente, entre o início do período em análise e 24 de março, tendo atingido um pico intra-período de 185 e 239 pontos base. Desde então, os diferenciais das obrigações das empresas diminuíram lentamente, atingindo 121 e 146 pontos base. Em geral, o alargamento reflete, em grande medida, um aumento dos prémios excedentários das obrigações, mas os fundamentos do crédito, medidos pelas notações do risco de crédito e frequência de incumprimento esperada, também registaram uma deterioração.

Gráfico 8

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



Fontes: Índices iBoxx da Markit e cálculos do BCE.

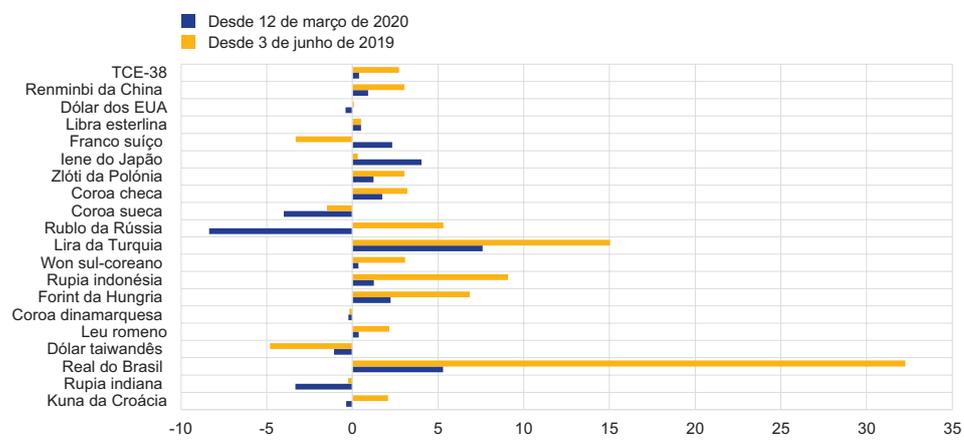
Notas: Os diferenciais são calculados como diferenciais de swap de ativos em relação à taxa isenta de risco. Os índices compreendem obrigações com diferentes prazos (mas com um prazo de vencimento residual de pelo menos um ano) com categoria de investimento. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 12 de março de 2020. As últimas observações referem-se a 3 de junho de 2020.

Nos mercados cambiais, o euro manteve-se globalmente inalterado em termos ponderados pelo comércio (ver o gráfico 9). A taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro, apreciou-se 0,4% no período em análise. No que respeita à evolução das taxas de câmbio bilaterais, o euro registou uma apreciação face à maioria das principais moedas, particularmente o iene do Japão (4,0%) e o franco suíço (2,3%). O euro também registou uma apreciação face às moedas do Brasil e da Turquia e à generalidade das moedas dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. Esta evolução foi parcialmente compensada por uma ligeira depreciação face ao dólar dos Estados Unidos (0,4%). O euro caiu face ao rublo da Rússia (8,4%) e à coroa sueca (4,0%), invertendo, em certa medida, uma forte apreciação anterior registada no seguimento da incerteza desencadeada pela pandemia de COVID-19.

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas seleccionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-38 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevaletentes em 3 de junho de 2020.

3 Atividade económica

O crescimento do PIB real da área do euro diminuiu numa escala sem precedentes no primeiro trimestre de 2020, num contexto de medidas rigorosas de confinamento aplicadas pelos países da área do euro para conter a propagação do coronavírus (COVID-19). Embora os indicadores de elevada frequência e os resultados dos últimos inquéritos tenham apontado recentemente para algumas melhorias modestas nos níveis de atividade económica, uma vez que os países começaram a flexibilizar as suas medidas de confinamento, o grave impacto sobre a atividade em abril e maio aponta para uma nova descida no segundo trimestre de 2020. Em termos prospetivos, prevê-se uma retoma da atividade económica da área do euro no segundo semestre de 2020, apoiada por condições de financiamento favoráveis, uma orientação orçamental expansionista e uma retoma da atividade mundial, embora a rapidez e a dimensão globais da recuperação permaneçam extremamente incertas. No cenário de base das projeções macroeconómicas de junho de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema o PIB real anual deve descer 8,7% em 2020 e recuperar 5,2% em 2021 e 3,3% em 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento real do PIB foram revistas substancialmente em baixa em 9,5 pontos percentuais para 2020 e em alta em 3,9 pontos percentuais para 2021 e em 1,9 pontos percentuais para 2022.

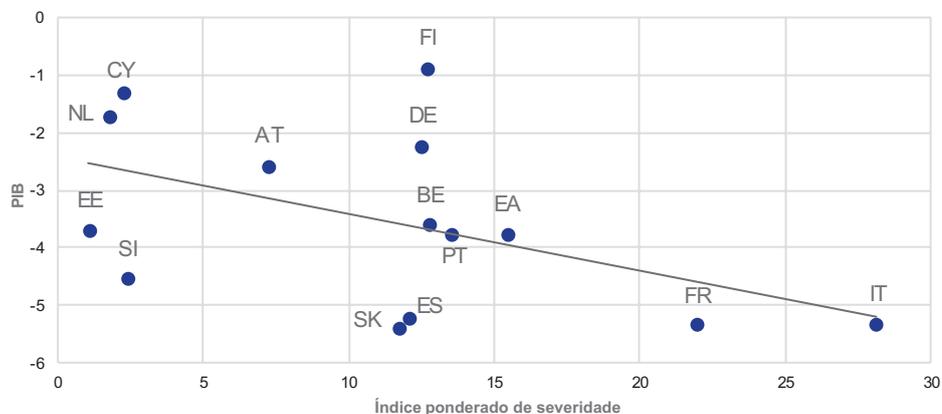
A atividade da área do euro registou uma queda sem precedentes no primeiro trimestre de 2020, devido às medidas de contenção da pandemia de COVID-19 e à forte incerteza associada.

O PIB real diminuiu 3,8%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2020, um valor recorde num contexto de rigorosas políticas de confinamento aplicadas pela maioria dos países da área do euro a partir de meados de março. A contração provocada pela COVID-19 foi heterogénea entre países e setores. Entre as maiores economias da área do euro, verificou-se um maior declínio da atividade económica em França, Itália e Espanha do que na Alemanha e nos Países Baixos. O crescimento económico nos países da área do euro no primeiro trimestre de 2020 esteve negativamente relacionado com a severidade das medidas de distanciamento social e de confinamento para conter a propagação de COVID-19 (ver o gráfico 10). De um modo geral, o impacto das medidas de confinamento traduziu-se numa acentuada contração da produção industrial da área do euro, que diminuiu, de forma histórica, 11,3% em termos mensais em cadeia em março de 2020, e 3,3% em termos trimestrais em cadeia no primeiro trimestre de 2020. Do mesmo modo, a utilização da capacidade produtiva diminuiu acentuadamente em 11 pontos percentuais, passando para 69,7% no setor da indústria transformadora e em cerca de 5 pontos percentuais para 85,6% no setor dos serviços, de acordo com os dados dos inquéritos no primeiro trimestre de 2020.

Gráfico 10

PIB real e severidade das medidas de confinamento nacionais devido à pandemia de COVID-19 no primeiro trimestre de 2020

(crescimento em termos trimestrais em cadeia (%) e índice ponderado de severidade)



Fontes: Eurostat, Oxford COVID-19 Government Response Tracker e cálculos do BCE.

Notas: O índice diário para cada país é ponderado pelo número de dias de cada medida de confinamento aplicada no primeiro trimestre de 2020. Neste gráfico, a área do euro representa a média diária ponderada pelo PIB dos países com dados disponíveis.

Os mercados de trabalho da área do euro foram gravemente afetados pelas medidas de contenção da pandemia de COVID-19. O emprego desceu 0,2% no primeiro trimestre de 2020, após uma subida de 0,3% no quarto trimestre de 2019. A fraca diminuição do emprego é justificada sobretudo por medidas políticas⁶, como a introdução de regimes de trabalho a tempo parcial e de um pacote de medidas complementares destinadas a prevenir despedimentos e a apoiar os trabalhadores independentes. Os regimes de trabalho a tempo parcial limitam o aumento do número de trabalhadores desempregados, permitindo simultaneamente um aumento da flexibilidade do mercado de trabalho para fazer face a flutuações cíclicas. Na atual conjuntura, tal implica uma redução substancial das horas trabalhadas por indivíduo empregado durante um período de tempo predeterminado⁷. O declínio do emprego registado no primeiro trimestre de 2020 é assim inferior à diminuição do PIB, o que implica uma diminuição acentuada de 3,5% da produtividade do trabalho por pessoa empregada no primeiro trimestre de 2020.

Os recentes indicadores do mercado de trabalho a curto prazo apontam para uma deterioração acentuada do mercado de trabalho, ao passo que o ligeiro aumento da taxa de desemprego reflete também as questões estatísticas relacionadas com o confinamento e o efeito atenuante de medidas políticas sem precedentes implementadas para apoiar o emprego.

A taxa de desemprego na área do euro situou-se em 7,3% em abril de 2020, face a 7,1% em março. O aumento da taxa de desemprego não reflete plenamente o impacto negativo da pandemia, uma vez que reflete o efeito das políticas de contenção da COVID-19 no mercado de trabalho (com vários países a iniciar

⁶ Para uma avaliação da resposta das variáveis do mercado de trabalho à grande crise financeira numa perspetiva regional, ver a caixa intitulada “Evolução do mercado de trabalho regional durante a grande crise financeira e recuperação subsequente” nesta edição do Boletim Económico.

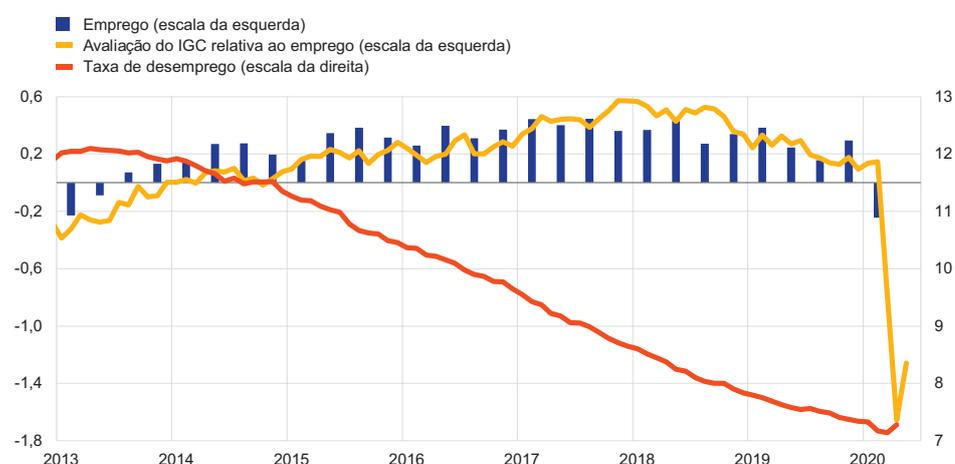
⁷ Para mais informações, consultar a caixa intitulada “Regimes de trabalho a tempo parcial e os seus efeitos nos salários e no rendimento disponível” nesta edição do Boletim Económico.

medidas de confinamento apenas em meados de março), a adoção de políticas do mercado de trabalho para impulsionar o emprego e evitar despedimentos permanentes e ainda questões de classificação estatística durante o período de confinamento. Os resultados dos inquéritos mais recentes dão uma indicação mais atempada da evolução do mercado de trabalho e sugerem que este se encontra em níveis profundamente contracionistas. Verificou-se, no entanto, uma retoma limitada em maio de 2020, que reflete em parte o início da flexibilização das medidas de confinamento durante esse mês (ver o gráfico 11).

Gráfico 11

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

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

Desde meados de março, uma grande parte do consumo privado entrou em colapso. Em março de 2020, o comércio a retalho da área do euro diminuiu 11%, em termos mensais em cadeia. Estes dados refletem apenas parcialmente a queda na despesa durante o período de confinamento, que só foi implementado em meados de março na maioria dos países da área do euro. Em abril, as vendas mensais a retalho diminuíram 12%, em termos mensais em cadeia, com um colapso quase total noutras categorias de despesas, como automóveis e férias. Em maio de 2020, a confiança dos consumidores da área do euro atingia o nível mais baixo ao mesmo tempo que as medidas de confinamento eram gradualmente flexibilizadas. Embora a diminuição do rendimento das famílias tenha sido limitada, é provável que o rácio de poupança aumente acentuadamente⁸. Isto reflete os canais habituais, tais como a poupança por motivos de precaução e a contenção no recurso ao crédito (contracíclicas), mas existe alguma evidência de que também é impulsionado por “poupanças forçadas”. As famílias cujos rendimentos não foram afetados começaram a acumular depósitos bancários significativos, uma vez que não puderam adquirir bens e serviços não essenciais⁹.

⁸ Ver também a caixa intitulada “Regimes de trabalho a tempo parcial e os seus efeitos nos salários e no rendimento disponível” nesta edição do Boletim Económico.

⁹ Ver *L’impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises*, Banque de France, 2020.

As poupanças acumuladas poderiam financiar uma forte retoma do consumo não essencial no segundo semestre de 2020. No entanto, tal depende em grande medida da incerteza que subsiste em torno da crise sanitária e das condições do mercado de trabalho, o que poderá conduzir a uma maior poupança por motivos de precaução.

Espera-se maior contração do investimento empresarial no primeiro trimestre de 2020 do que do PIB, prevendo-se um novo declínio no segundo trimestre. Confrontadas com graves perturbações na oferta desde meados de março devido ao surto de COVID-19 na Europa, a produção de bens de investimento na área do euro caiu 6,4%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2020 e a utilização da capacidade produtiva também abrandou. Em termos trimestrais em cadeia, o investimento em outros sectores exceto construção diminuiu 4,1% na Alemanha, 9,3% em França (que se refere ao investimento por sociedades não financeiras), 8,3% em Itália, 2,4% em Espanha e 6,6% nos Países Baixos. Além disso, o mais recente inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito¹⁰ revela um aumento significativo da procura, por parte das empresas da área do euro, de empréstimos e linhas de crédito no primeiro trimestre de 2020, uma vez que as empresas utilizaram o financiamento bancário para assegurar a liquidez de emergência para cobrir os pagamentos em curso (por exemplo, rendas e salários) num contexto de queda das receitas. Simultaneamente, a procura de empréstimos para fins de investimento diminuiu fortemente. A diminuição acentuada das expectativas de confiança e de produção e as quebras nas carteiras de encomendas e vendas no setor dos bens de investimento em abril, juntamente com a elevada incerteza, apontam para uma contração acentuada do investimento em capital fixo no segundo trimestre.

Na sequência de uma deterioração acentuada no primeiro trimestre de 2020, o investimento em habitação na área do euro pode sofrer uma contração ainda maior no segundo trimestre. Tendo em conta os dados disponíveis relativos ao primeiro trimestre, o investimento na construção sofreu descidas significativas em França (13,8%, em termos trimestrais em cadeia), Itália (7,9%) e Espanha (9,6%), tendo surpreendentemente subido na Alemanha (4,1%) e nos Países Baixos (5,6%). Estes dados apontam para uma queda significativa do investimento em habitação na área do euro no primeiro trimestre. Dada a queda abrupta registada em abril pelo Índice de Gestores de Compras com base em inquéritos para a componente residencial do produto do setor da construção e pelo indicador da Comissão Europeia relativo à confiança no setor da construção, a deterioração nos mercados de habitação da área do euro pode mesmo intensificar-se no segundo trimestre. Do lado da oferta, a atividade de construção tem sido limitada, uma vez que as medidas de confinamento levaram ao encerramento de estaleiros de construção em vários países e ao aumento do custo dos materiais. Do lado da procura, esta deterioração foi acompanhada por um declínio acentuado do indicador da Comissão Europeia relativo às intenções de despesa com renovações, bem como da procura de empréstimos para a aquisição de habitação, de acordo com o inquérito aos bancos sobre o mercado

¹⁰ Ver [The euro area bank lending survey – First quarter of 2020](#), BCE, abril de 2020.

de crédito da área do euro. Este enfraquecimento da procura afetou mesmo os países que aplicaram as medidas de confinamento menos rigorosas, como a Alemanha e os Países Baixos.

Espera-se um aumento da contração sentida pelo comércio na área do euro para o segundo trimestre de 2020.

No primeiro trimestre, o comércio de mercadorias intra-área do euro contraiu-se mais do que o comércio extra-área do euro em resultado das medidas de contenção da pandemia de COVID-19 adotadas pelos países da área do euro. Prevê-se uma descida sem precedentes para o segundo trimestre de 2020, tal como sugerido pelo colapso do índice de novas encomendas de exportações para 18,9 em abril (em comparação com 49,5 no início de 2020). A recuperação desse mesmo indicador avançado para 28,7 em maio aponta para os primeiros sinais de uma expansão muito gradual após a partir de então. O comércio da área do euro está particularmente exposto ao choque provocado pela COVID-19 devido a algumas características específicas. Em primeiro lugar, a Europa é um importante destino turístico, representando 30% das receitas do turismo mundial. Por conseguinte, a região foi particularmente afetada por proibições de viagem, restrições à circulação e medidas de confinamento. As implicações são, evidentemente, mais graves para os países da área do euro onde o turismo representa uma grande parte do PIB. Em segundo lugar, o grau extraordinário de incerteza e o subsequente adiamento das decisões de investimento têm pesado, em especial, sobre o comércio de bens duradouros, um componente central das exportações da área do euro. Em terceiro lugar, os efeitos de repercussão e de retorno (*spillover and spillback effects*) através de redes de produção regionais transmitem e amplificam os choques em todas as economias da área do euro e podem conduzir a uma contração mais acentuada dos fluxos intra-área do euro do que dos fluxos comerciais totais.

A curto prazo, prevê-se um declínio mais acentuado do crescimento da área do euro no segundo trimestre de 2020.

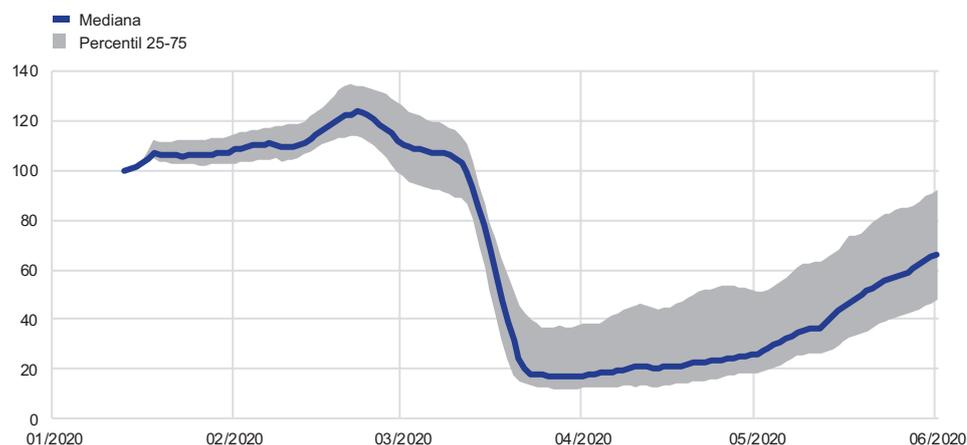
Embora a maioria dos países tenha começado a reduzir a severidade das medidas de confinamento no início de maio, os dados com elevada frequência sugerem somente pequenas melhorias em termos de atividade. Os indicadores de consumo de eletricidade e os indicadores de mobilidade, por exemplo, aumentaram apenas ligeiramente desde o início de maio (ver o gráfico 12). Os indicadores mais convencionais baseados em inquéritos também mostram uma tendência similar. O indicador de sentimento económico disponibilizado pela Comissão Europeia melhorou ligeiramente para 67,5 em maio, aumentando depois de registar o seu mínimo histórico de 64,9 em abril, mas mantendo-se, em média, muito abaixo do valor de 100,6 registado no primeiro trimestre de 2020. Além disso, apesar da recuperação do mínimo histórico de 13,6 em abril, o valor do IGC compósito provisório de maio em 31,9 sugere que a atividade terá permanecido em níveis contracionistas no segundo trimestre de 2020. Houve, no entanto, algumas diferenças entre setores, uma vez que o índice para o sector da indústria transformadora subiu de 18,1 em abril para 35,6 em maio, enquanto a atividade económica no setor dos serviços continuava em níveis mais fracos, em 30,5, subindo dos 12,0 registados em abril. Os indicadores do inquérito da Comissão Europeia às empresas apontam também para a continuação de uma atividade moderada nos próximos meses,

embora com algumas melhorias nos setores mais afetados pelas medidas de contenção da COVID-19, incluindo os setores relacionados com bens alimentares e bebidas, alojamento e veículos automóveis.

Gráfico 12

Mobilidade nos maiores países da área do euro

(Variação em percentagem face aos dados de referência de 13 de janeiro de 2020; média móvel de 7 dias)



Fonte: Apple Mobility Trends Reports.

Notas: Pedidos à aplicação Apple Maps de percursos para condução, transportes públicos e a pé na Alemanha, França, Itália, Espanha e Países Baixos. A última observação refere-se a 1 de junho de 2020.

Em termos prospetivos, prevê-se uma retoma da atividade económica da área do euro no segundo semestre de 2020, desde que as medidas de contenção sejam flexibilizadas. A atividade da área do euro deverá recuperar a partir do terceiro trimestre com o levantamento gradual das medidas de contenção, apoiada por condições de financiamento favoráveis, uma orientação orçamental mais expansionista e pela retoma da atividade mundial, embora a rapidez e a dimensão da recuperação permaneçam extremamente incertas. No cenário base das projeções macroeconómicas de junho de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema o PIB real anual deverá diminuir 8,7% em 2020, e registar uma retoma de 5,2% em 2021 e de 3,3% em 2022 (ver o gráfico 13). Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento real do PIB foram revistas substancialmente em baixa em 9,5 pontos percentuais para 2020 e em alta em 3,9 pontos percentuais para 2021 e em 1,9 pontos percentuais para 2022. No entanto, a elevada incerteza global em torno da implementação dos planos para o pós-confinamento e a magnitude da contração e da recuperação subsequente dependerão fundamentalmente da duração e eficácia das medidas de contenção da pandemia, do sucesso das políticas de mitigação dos efeitos adversos sobre o rendimento e o emprego e do impacto permanente na capacidade de oferta e na procura interna. Neste contexto, dois cenários alternativos ilustram o impacto da pandemia de COVID-19 para além das projeções macroeconómicas de referência elaboradas por especialistas do Eurosistema. No cenário moderado, pressupondo uma contenção bem sucedida do vírus, o PIB real diminuiria 5,9% em 2020, seguindo-se uma recuperação de 6,8% em 2021 e um aumento de 2,2% em 2022. No cenário grave, em que se

verificaria um forte ressurgimento da pandemia e a implementação de novas medidas de contenção, o PIB real anual diminuiria 12,6% em 2020, seguindo-se uma recuperação de 3,3% em 2021 e um aumento de 3,8% em 2022¹¹.

Gráfico 13

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

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



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, Junho de 2020](#), publicado no sítio do BCE, em 4 de junho de 2020 (também disponíveis no sítio do Banco de Portugal).

¹¹ Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro” nas [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, junho de 2020](#).

4 Preços e custos

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) na área do euro desceu para 0,1% em maio de 2020, face a 0,3% em abril. Com base nos preços atuais e dos futuros do petróleo, é provável que a inflação global desça ligeiramente de novo nos próximos meses e se mantenha moderada até ao final do ano. A médio prazo, a procura mais fraca exercerá pressão em sentido descendente sobre a inflação, que será apenas parcialmente compensada por pressões em sentido ascendente relacionadas com restrições na oferta. Esta avaliação também se encontra globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de junho de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, segundo as quais a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 0,3% em 2020, 0,8% em 2021 e 1,3% em 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas em sentido descendente em 0,8, 0,6 e 0,3 pontos percentuais, respetivamente. A inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá situar-se em 0,8% em 2020, 0,7% em 2021 e 0,9% em 2022.

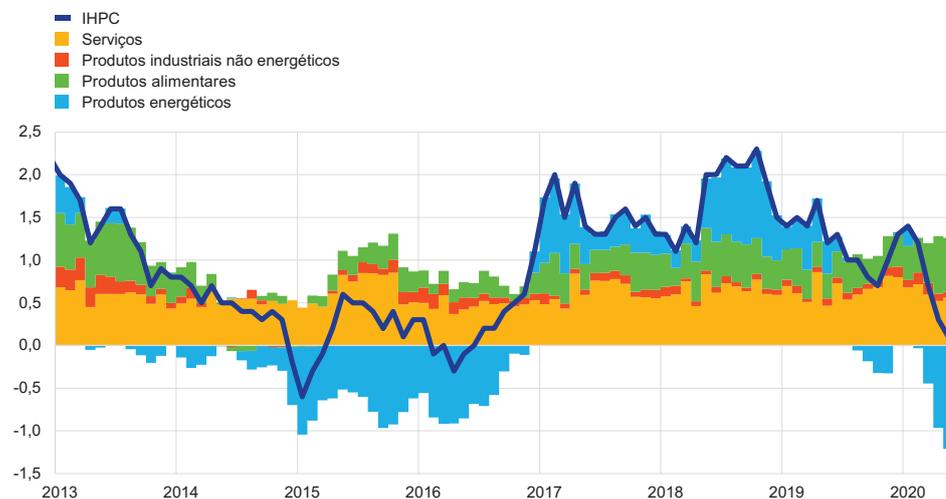
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC continuou a diminuir em maio. A descida de 0,3% em abril para 0,1% em maio refletiu sobretudo uma redução da inflação dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares não transformados, enquanto a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares se manteve globalmente inalterada. A queda da inflação dos preços dos produtos energéticos continuou a ser o maior fator impulsionador da dinâmica da inflação, ainda em reflexo da descida acentuada dos preços do petróleo após o início da pandemia mundial de coronavírus (COVID-19). Em contraste, a inflação dos preços dos produtos alimentares – em particular dos produtos alimentares não transformados – aumentou de forma substancial, no contexto das várias medidas de contenção da COVID-19. Em abril, aumentou para 3,6% e, embora tenha voltado a cair ligeiramente para 3,3% em maio, ainda se situa num nível elevado. De acordo com o Eurostat, continuou a haver dificuldades de recolha de dados sobre os preços para alguns países e produtos, o que levou a uma maior percentagem de imputações do que o habitual. No entanto, esta percentagem de imputações diminuiu em maio face a abril: os preços de cerca de um quarto do cabaz subjacente da estimativa provisória do IHPC da área do euro foram imputados devido à crise de COVID-19, em comparação com cerca de um terço em abril¹².

¹² Ver o [comunicado do Eurostat](#) sobre a estimativa provisória do IHPC de maio e a [metodologia do Eurostat para o IHPC](#) (disponíveis apenas na versão inglesa).

Gráfico 14

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

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a maio de 2020 (estimativas provisórias). As taxas de crescimento relativas a 2015 estão distorcidas em sentido ascendente, em virtude de uma alteração metodológica (ver caixa intitulada *Novo método para o índice de preços de férias organizadas na Alemanha e o seu impacto nas taxas de inflação medidas pelo IHPC*, no *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019).

As medidas da inflação subjacente mostraram mais resiliência até à data.

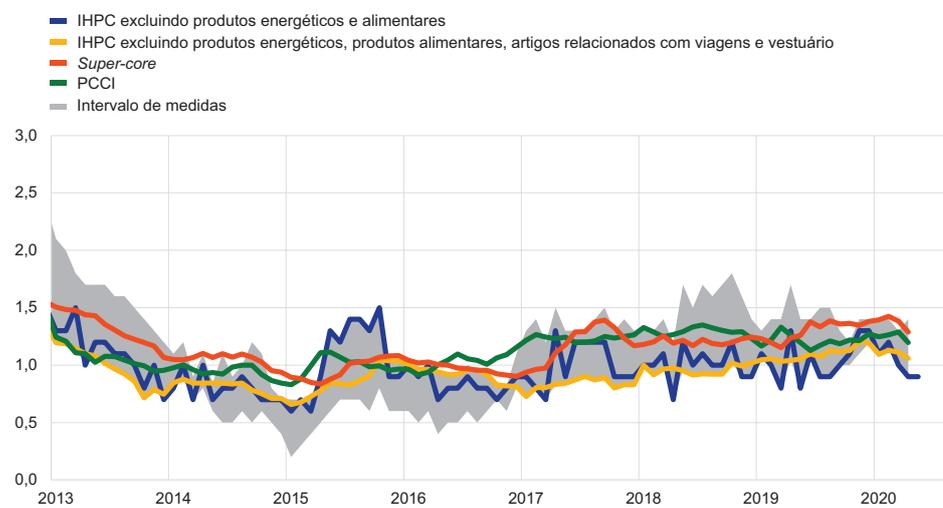
A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares manteve-se em 0,9% em maio, inalterada face a abril, após ter descido 1,0% em março e 1,2% em fevereiro. Outras medidas de inflação subjacente apresentaram sinais contraditórios (os dados estão disponíveis apenas até abril; ver o gráfico 15). Enquanto a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, artigos relacionados com viagens e vestuário se manteve globalmente inalterada, o indicador da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) e o indicador *super-core*¹³ registaram uma ligeira descida. Contudo, como referido, todas as medidas da inflação subjacente calculadas estão atualmente rodeadas de incerteza adicional, uma vez que os dados das fontes podem ser afetados por questões de recolha de dados e de medição do IHPC.

¹³ Para mais informações sobre estas medidas da inflação subjacente, ver as caixas 2 e 3 do artigo intitulado *Measures of underlying inflation for the euro area*, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2018.

Gráfico 15

Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

As pressões acumuladas sobre os preços da componente dos produtos industriais não energéticos do IHPC indicam algum enfraquecimento nas fases mais avançadas da cadeia de oferta. A inflação dos preços no produtor de vendas internas de bens de consumo não alimentares, que é um indicador de pressões sobre os preços nas fases mais avançadas da cadeia de oferta, voltou a cair para 0,5% em termos homólogos em abril, face a 0,6% em março e 0,7% em fevereiro. A taxa homóloga correspondente da inflação dos preços das importações desceu para 0,1% em março, face a 0,5% no mês anterior, o que pode refletir em parte alguma pressão em sentido descendente da apreciação recente da taxa de câmbio efetiva do euro. Nas fases menos avançadas da cadeia interna de preços, a inflação dos preços dos bens intermédios enfraqueceu-se acentuadamente, em reflexo da transmissão de preços do petróleo mais baixos e dos efeitos de um euro mais forte. A inflação dos preços no produtor de bens intermédios desceu para -2,7% em abril, face a -1,8% em março e -1,2% em fevereiro, enquanto a inflação dos preços das importações registou uma queda acentuada, para -1,3% em março, face a -0,1% em fevereiro.

O crescimento salarial diminuiu. O crescimento homólogo da remuneração por trabalhador situou-se em 1,7% no quarto trimestre de 2019, face a 2,1% no terceiro trimestre (ver o gráfico 16). A prazo, o impacto sobre as medidas de crescimento salarial das políticas do mercado de trabalho ativadas em resposta à pandemia, tais como regimes de trabalho a tempo parcial, dependerá da forma como estes regimes forem tratados nas estatísticas oficiais¹⁴. O crescimento homólogo dos

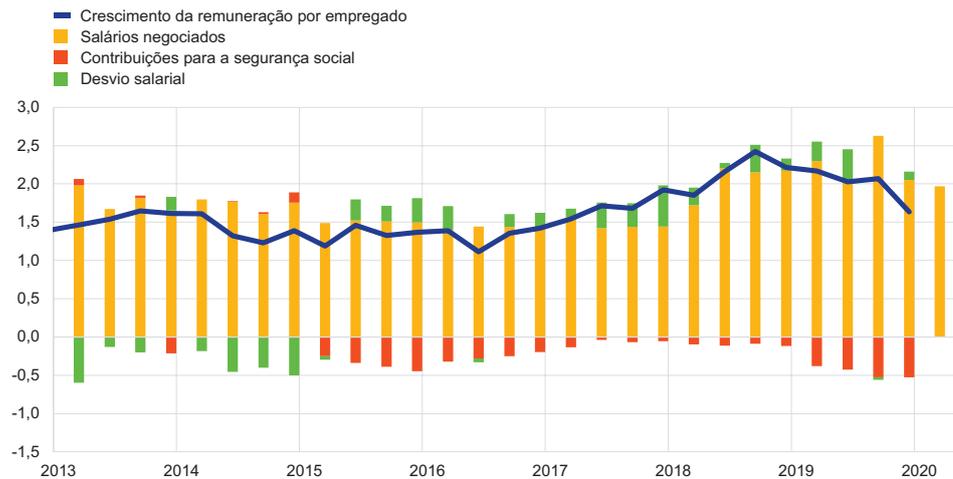
¹⁴ Para mais informações, ver a caixa intitulada "Regimes de trabalho a tempo parcial e os seus efeitos nos salários e no rendimento disponível", nesta edição do Boletim Económico.

salários negociados na área do euro situou-se em 2,0% no primeiro trimestre de 2020, uma ligeira descida face a 2,1% no quarto trimestre de 2019. O crescimento dos salários negociados pode estar a resistir, até à data, pelo facto de refletir acordos feitos no passado, ao passo que quaisquer alterações no crescimento salarial efetivo serão observadas num desvio salarial correspondente.

Gráfico 16

Contributos das componentes da remuneração por empregado

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

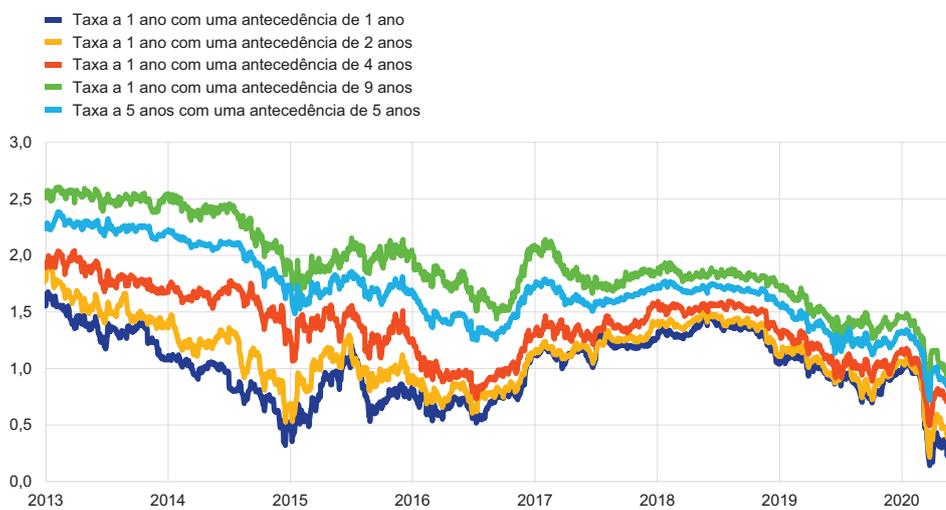
Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2020 para os salários negociados e ao quarto trimestre de 2019 para as componentes.

Após caírem para mínimos históricos perto de meados de março, os indicadores baseados no mercado das expectativas de inflação a mais longo prazo recuperaram, situando-se ligeiramente acima do nível prevalecente no início do período em análise, e permanecendo assim bastante moderados (ver o gráfico 17). Depois de atingir um mínimo histórico de 0,72% em 23 de março de 2020, a taxa de swap indexada à inflação a prazo a cinco anos com uma antecedência de cinco anos recuperou ligeiramente, atingindo 1,02% em 3 de junho de 2020. A probabilidade de deflação (neutra em termos de risco) implícita nas opções nos próximos cinco anos aumentou para níveis sem precedentes em março de 2020. Apesar de algumas melhorias recentes, esta medida mantém-se em torno dos máximos observados em 2015-2016. Parte do aumento desta probabilidade reflete as grandes descidas recentes do preço do petróleo. Ao mesmo tempo, o perfil a prazo dos indicadores baseados no mercado das expectativas de inflação continua a indicar um período prolongado de inflação baixa. De acordo com o Inquérito do BCE a Analistas Profissionais relativo ao segundo trimestre de 2020, realizado na primeira semana de abril de 2020, e com a mais recente informação divulgada pela Consensus Economics e pelo Barómetro da Zona Euro, as expectativas de inflação a mais longo prazo baseadas em inquéritos situaram-se em mínimos históricos, ou em níveis próximos, em abril.

Gráfico 17

Indicadores das expectativas de inflação baseadas no mercado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 3 de junho de 2020.

As projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem perspectivas para a inflação significativamente mais fracas ao longo do horizonte de projeção.

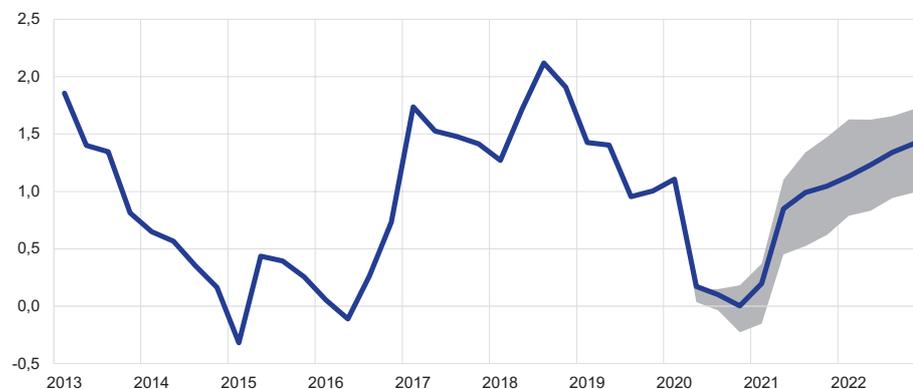
As projeções de referência preveem que a inflação global medida pelo IHPC se situe, em média, em 0,3% em 2020, 0,8% em 2021 e 1,3% em 2022, ou seja, revisões em baixa de 0,8, 0,6 e 0,3 pontos percentuais, respetivamente, em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE (ver o gráfico 18). A curto prazo, o recente colapso dos preços do petróleo implica uma queda acentuada da inflação global medida pelo IHPC para níveis em torno de zero nos próximos trimestres, antes de efeitos de base da componente energética causarem uma recuperação mecânica no início de 2021. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá também diminuir a curto prazo, embora menos do que a inflação global. Espera-se uma generalização de efeitos desinflacionistas nos preços dos bens e dos serviços uma vez que a procura permanecerá fraca. Contudo, espera-se que estes efeitos sejam, em parte, compensados por pressões sobre os custos relacionadas com escassez e perturbações do lado da oferta. A médio prazo, prevê-se que a inflação aumente, com o preço do petróleo presumivelmente a recuperar e com a retoma da procura. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá diminuir para 0,8%, em média, em 2020 e novamente para 0,7% em 2021, antes de aumentar para 0,9% em 2022. Por último, dado o elevado nível de incerteza, os especialistas do Eurosistema prepararam dois cenários alternativos para a inflação¹⁵. No cenário moderado, a inflação global atingiria 1,7% até 2022, enquanto no cenário grave correspondente, a inflação global seria de 0,9% no final do horizonte de projeção.

¹⁵ Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Cenários alternativos para as perspectivas económicas da área do euro”, no artigo [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, junho de 2020](#), publicado no sítio do BCE em 4 de junho de 2020.

Gráfico 18

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, Junho de 2020](#), publicado no sítio do BCE em 4 de junho de 2020 (também disponíveis no sítio do Banco de Portugal).

Notas: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2020 (dados) e ao quarto trimestre de 2022 (projeções).

Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças.

O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE ([New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)), publicado em dezembro de 2009 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE. A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 25 de maio de 2020.

5 Moeda e crédito

A pandemia de coronavírus (COVID-19) causou uma aceleração acentuada da dinâmica monetária, impulsionada pelas necessidades de liquidez prementes das empresas para financiar os pagamentos em curso e pela forte preferência por liquidez por motivos de precaução no seio dos agentes económicos devido à grande incerteza em torno da pandemia. O crédito interno foi a principal fonte de criação de moeda, impulsionado por empréstimos às sociedades não financeiras (SNF) e pelas compras líquidas de obrigações de dívida pública pelas instituições financeiras monetárias (IFM). As medidas atempadas e consideráveis tomadas pelas autoridades monetárias, orçamentais e de supervisão sustentaram a concessão de crédito bancário em condições favoráveis à economia da área do euro. Tal também apoiou o financiamento externo total das empresas da área do euro no primeiro trimestre de 2020, enquanto o financiamento baseado no mercado foi mais modesto, visto que o custo da dívida baseada no mercado aumentou substancialmente no primeiro trimestre. As taxas ativas bancárias caíram para mínimos históricos, o que manteve o custo global do financiamento por dívida das empresas em níveis favoráveis.

As detenções de liquidez por motivos de precaução e as necessidades de liquidez prementes conduziram a uma forte aceleração da dinâmica monetária.

A taxa de crescimento homóloga do M3 aumentou novamente, para 8,3% em abril, face a 7,5% em março, e situou-se cerca de 3 pontos percentuais acima da taxa de crescimento observada em fevereiro, ou seja, antes da propagação mais disseminada da pandemia de COVID-19 na área do euro (ver o gráfico 19). Esta subida ficou a dever-se a grandes fluxos mensais em março (quando se registaram os maiores fluxos desde o início da Terceira Fase da União Económica e Monetária) e em abril. A dinâmica monetária foi impulsionada por uma combinação de fatores, incluindo as necessidades de liquidez das empresas, uma preferência pela detenção de liquidez por motivos de precaução durante um período de grande incerteza, e a necessidade por parte dos investidores institucionais de reservas de liquidez para lidarem com eventuais resgates. O elevado crescimento do agregado monetário foi também o resultado de medidas de apoio substanciais de responsáveis pelas políticas monetária e orçamental e das autoridades de regulamentação e supervisão para assegurar liquidez suficiente na economia para lidar com a pandemia de COVID-19. Nesta conjuntura, a taxa de crescimento homóloga do agregado monetário mais líquido, o M1, o qual engloba depósitos *overnight* e a moeda em circulação, atingiu 11,9% em abril, após 10,4% em março, e situou-se quase 4 pontos percentuais acima do valor observado em fevereiro.

Os depósitos *overnight* continuaram a dar o principal contributo para o crescimento do agregado monetário.

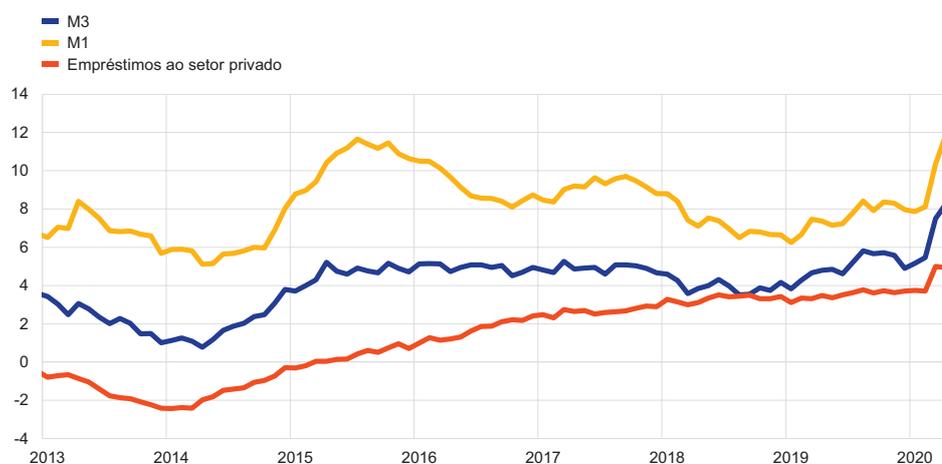
A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* aumentou para 12,5% em abril, face a 10,9% em março. O crescimento dos depósitos foi impulsionado sobretudo pelas detenções de depósitos pelas empresas. Esta acumulação de depósitos, que reflete uma acumulação de reservas de liquidez por motivos de preocupação dada a grande incerteza em torno da pandemia, foi o resultado de financiamento bancário substancial, da emissão de obrigações de empresas e, em certa medida, do apoio

direto em termos de liquidez por parte dos governos. Paralelamente, existe alguma heterogeneidade nas detenções de depósitos pelas empresas entre países, o que poderá sugerir diferenças na forma como as necessidades de liquidez das empresas já se materializaram, devido, em parte, a diferenças nas datas de propagação da pandemia entre países. Quer os intermediários financeiros que não IFM (que incluem fundos de investimento) quer as famílias também aumentaram as respetivas detenções de depósitos, os primeiros para reforçarem as suas reservas de liquidez em caso de resgate e estas últimas principalmente por motivos de precaução, mas também devido a oportunidades mais limitadas para consumir durante o período de confinamento. A taxa de crescimento homóloga da moeda em circulação aumentou novamente, para 8,0% em abril, face a 7,0% em março, refletindo a tendência de acumular dinheiro em períodos de grande incerteza. Os instrumentos negociáveis (ou seja, M3 menos M2) deram um contributo negativo global para a dinâmica mensal do M3 em abril. Na sequência de saídas de fundos do mercado monetário e de um aumento das detenções por instituições financeiras não monetárias (setor não monetário) dos títulos de dívida de curto prazo emitidos pelos bancos em março, estes ajustamentos de carteira foram parcialmente invertidos em abril.

Gráfico 19

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 abril de 2020.

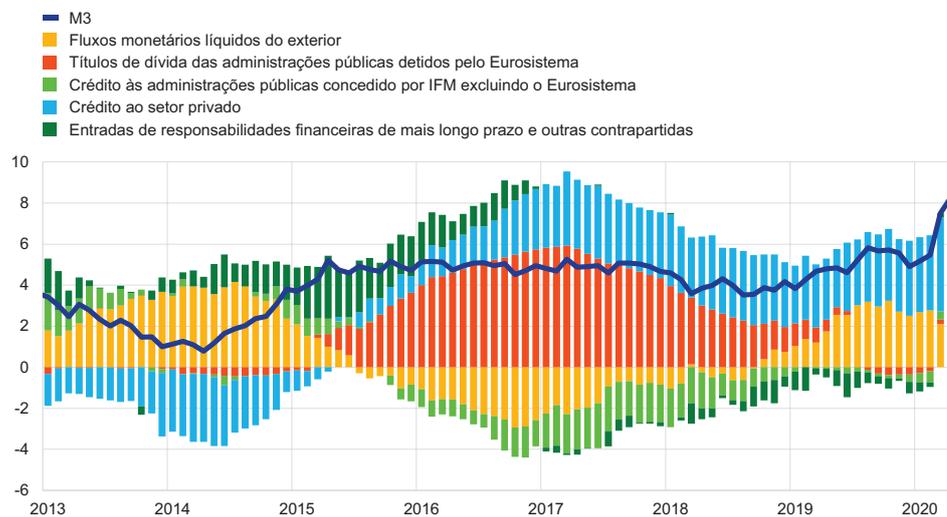
O crédito interno quer ao setor privado quer ao setor público impulsionou a criação de moeda. Na sequência de uma subida considerável em março, a taxa de crescimento homóloga do crédito ao setor privado registou novo aumento ligeiro em abril (ver a parte a azul nas barras do gráfico 20) devido ao crescimento substancial dos empréstimos às empresas bem como à maior aquisição de obrigações de empresas, enquanto os fluxos negativos dos empréstimos ao setor não monetário compensaram parcialmente os grandes fluxos de empréstimos às empresas. Para além do crédito ao setor privado, a taxa de crescimento homóloga do crédito do setor bancário (excluindo o Eurosistema) ao setor público aumentou significativamente em abril (ver a parte a verde-claro nas barras do gráfico 20). Apesar da intensificação dos programas de compra de ativos do Eurosistema, em

termos líquidos, os bancos da área do euro (excluindo o Eurosistema) adquiriram grandes volumes de obrigações de dívida pública, sobretudo de origem interna, refletindo em parte a subida considerável da emissão líquida de dívida pública para fazer face à pandemia. Além disso, as saídas monetárias da área do euro aumentaram em abril, devido a vendas de obrigações soberanas da área do euro por não residentes. Os fluxos monetários externos líquidos relativamente moderados são consistentes com uma combinação de saídas de repatriamento para não residentes na área do euro e de entradas de repatriamento para residentes da área do euro, em linha com o enviesamento doméstico típico dos investidores durante períodos de grande incerteza (ver a parte a amarelo nas barras do gráfico 20). Para além do aumento do crédito às administrações públicas da área do euro pelas IFM (excluindo o Eurosistema), as compras líquidas pelo Eurosistema de títulos de dívida pública no contexto do programa de compra de ativos do BCE (*asset purchase programme* – APP) e, em particular, do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) contribuiu fortemente para o crescimento do M3 (ver a parte a vermelho nas barras do gráfico 20), refletindo o elevado apoio da política monetária para estabilizar os mercados financeiros e atenuar os riscos para a transmissão da política monetária e as perspetivas macroeconómicas da área do euro durante a pandemia. As responsabilidades financeiras a mais longo prazo tiveram um impacto globalmente neutro no crescimento do agregado monetário (ver a parte a verde-escuro nas barras do gráfico 20).

Gráfico 20

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 IFM ao setor privado e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Como tal, abrange igualmente compras pelo Eurosistema de títulos de dívida de instituições financeiras não monetárias ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme*). As últimas observações referem-se a abril de 2020.

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao setor privado subiu fortemente entre fevereiro e abril de 2020, devido a uma descida das receitas das empresas e ao financiamento por motivos de precaução no contexto da pandemia de COVID-19.

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de IFM ao setor privado manteve-se globalmente estável em 4,9% em abril, após um aumento acentuado para 5,0% em março, face a 3,7% em fevereiro (ver o gráfico 19). O crescimento foi inteiramente imputável aos empréstimos às empresas, cuja taxa de crescimento homóloga registou nova subida, para 6,6% em abril, o que compara com 5,5% em março e 3,0% em fevereiro (ver o gráfico 21).

O fortalecimento substancial do crescimento dos empréstimos às empresas na maior parte dos países da área do euro refletiu a utilização de linhas de crédito e a procura substancial de novos empréstimos para cobrir obrigações de pagamento em curso num contexto de redução das receitas durante os confinamentos devido à COVID-19, bem como o financiamento por motivos de precaução para ultrapassar possíveis défices de liquidez. Reflete igualmente as medidas públicas substanciais, como, por exemplo, as garantias de empréstimo, para suportar a liquidez e a solvência das empresas no decurso dos próximos meses. Na sequência da forte procura de empréstimos de curto prazo em março, as empresas aumentaram consideravelmente a sua procura de empréstimos de médio e longo prazo em abril, à medida que se tornava claro que a pandemia perduraria durante mais tempo e dado que os regimes de apoio públicos abrangem sobretudo empréstimos de até médio prazo. O aumento da procura de empréstimos pelas empresas também foi reportado pelos bancos no [inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro](#) de abril de 2020, atribuído principalmente a necessidades de financiamento ligadas a fundos de maneio, enquanto as necessidades de financiamento relacionadas com investimento fixo diminuíram. As medidas de política atempadas e abrangentes suportaram a concessão de empréstimos em condições favoráveis no primeiro trimestre de 2020. Tal é confirmado pelos resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro, segundo o qual o aumento da restritividade líquida dos critérios de concessão de crédito às empresas foi limitado no primeiro trimestre de 2020 e reduzido em comparação com o aumento da restritividade observado durante as crises financeira e da dívida soberana.

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias moderou-se, refletindo a grande incerteza quanto ao impacto da pandemia.

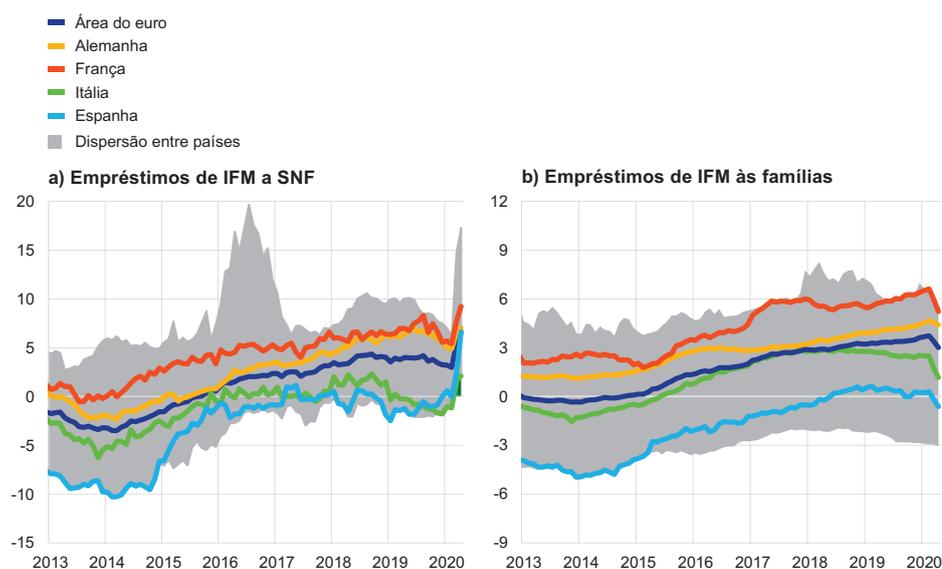
Em contraste com os empréstimos às empresas, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias registou nova redução ligeira, para 3,0%, em abril, o que compara com 3,4% em março. A moderação do crescimento dos empréstimos às famílias indica a incerteza no seio das famílias quanto ao impacto da pandemia no seu rendimento disponível e perspectivas de emprego. Embora a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação tenha permanecido globalmente estável em abril, em 3,9%, após 4,0% em março, a taxa de crescimento homóloga do crédito ao consumo colapsou, para 1,3%, em abril, após 3,8% em março e 6,2% em fevereiro. Tal está em linha com a queda sem precedentes da confiança dos consumidores e das vendas a retalho durante o período de confinamento devido à COVID-19. O enfraquecimento da procura de empréstimos por parte das famílias também foi confirmado pelos resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro de abril de 2020.

Além disso, observou-se uma heterogeneidade considerável no crescimento dos empréstimos às empresas e às famílias entre os países da área do euro, refletindo, entre outros fatores, as diferenças entre países em termos de crescimento económico, na disponibilidade de outras fontes de financiamento, e nos níveis de endividamento das famílias e das empresas, embora o padrão tenha sido amplamente semelhante entre países de grande dimensão.

Gráfico 21

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

(taxas de variação homologas (%))



Fonte: BCE.

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

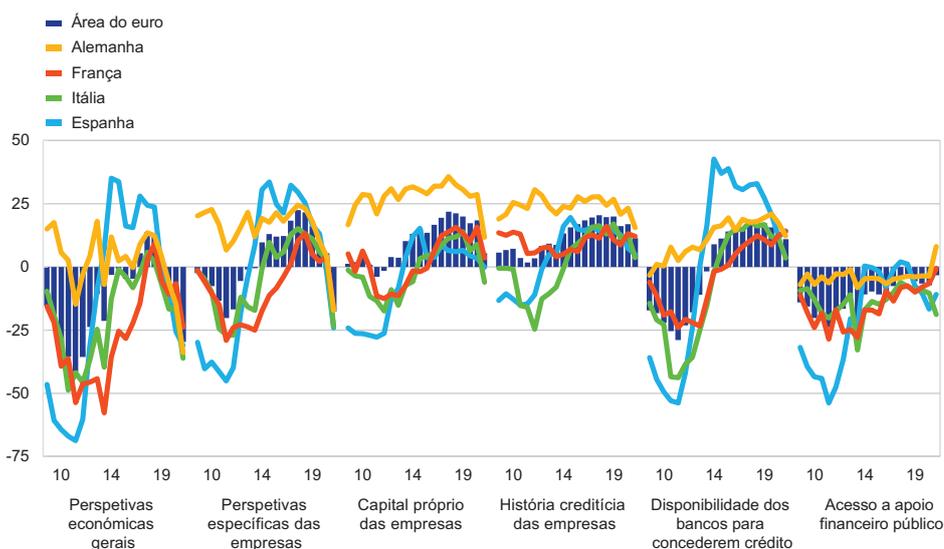
De acordo com o inquérito sobre o acesso a financiamento das empresas na área do euro (Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – SAFE) de maio de 2020, as pequenas e médias empresas (PME), que são extremamente dependentes dos bancos para obter financiamento, reportaram uma deterioração na disponibilidade de empréstimos, refletindo amplamente o agravamento das perspetivas económicas no período de seis meses até março de 2020 (ver o gráfico 22). A deterioração foi generalizada aos vários países. A evolução foi negativa para as PME em todos os setores principais, mas principalmente nos setores da indústria, dos serviços e do comércio, enquanto a construção foi menos afetada. Pela primeira vez desde setembro de 2014, as PME assinalaram que o enfraquecimento das suas próprias perspetivas em termos de vendas e lucros também pesava negativamente sobre a disponibilidade de fundos externos, não obstante a crescente vontade dos bancos para concederem crédito e as reduções líquidas das taxas de juro bancárias (ver a caixa intitulada “A pandemia de COVID-19 e o acesso das pequenas e médias empresas a financiamento: evidência resultante de dados de inquéritos” e o artigo intitulado “Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data” na presente edição do Boletim Económico). A disponibilidade contínua de conceder crédito está em linha com a evidência do inquérito aos bancos sobre o

mercado de crédito da área do euro e os novos fluxos de concessão de crédito, que sugerem que os empréstimos às PME se mantiveram robustos, e que não se observaram diferenças notáveis na concessão de empréstimos a grandes empresas no primeiro trimestre de 2020.

Gráfico 22

Fatores que afetam a disponibilidade de empréstimos bancários às PME

(percentagens líquidas)



Fonte: BCE (SAFE).

Nota: Os dados referem-se às rondas do SAFE 3 (março-setembro de 2010) a 22 (outubro de 2019-março de 2020).

O aumento dos custos de financiamento por dívida dos bancos permaneceu contido, suportado por medidas de política monetária. O custo composto do financiamento por dívida dos bancos da área do euro, que tinha descido para níveis muito reduzidos em fevereiro de 2020, aumentou em março no contexto da propagação da pandemia de COVID-19 (ver o gráfico 23). A subida foi impulsionada por pressões ascendentes sobre as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias em resposta ao aumento das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas e variou consideravelmente entre países. Além disso, as preocupações quanto ao impacto negativo da pandemia nas posições de capital dos bancos pesam sobre os custos de financiamento baseado no mercado dos bancos. Embora os bancos tenham reforçado substancialmente a sua resiliência desde a crise financeira mundial, a pandemia de coronavírus pesará sobre as posições de capital dos bancos por via de avaliações de ativos mais reduzidas e da necessidade de provisões para perdas com empréstimos mais elevadas¹⁶. Paralelamente, a deterioração dos custos de financiamento por dívida dos bancos permaneceu globalmente contida. As taxas de depósito dos bancos da área do euro, que representam a maior parte do financiamento dos bancos, mantiveram-se em mínimos históricos em março de 2020, contribuindo assim para condições de financiamento por dívida favoráveis. As condições de financiamento dos bancos também estão a beneficiar da provisão de liquidez com condições muito favoráveis por via da terceira série das operações de refinanciamento de prazo alargado

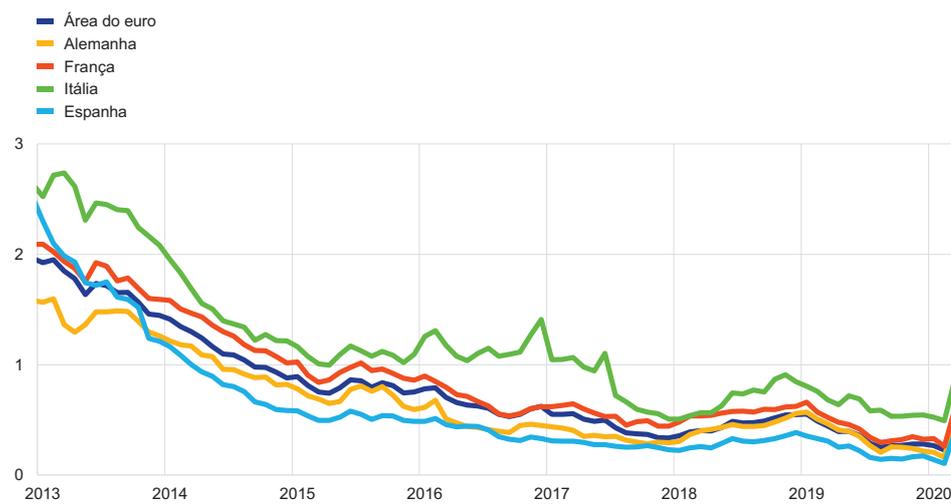
¹⁶ Ver [Financial Stability Review](#), BCE, maio de 2020.

direcionadas (ORPA direcionadas III) bem como do impacto benéfico do APP e do PEPP sobre as taxas de rendibilidade das obrigações, incluindo uma descida das taxas de rendibilidade das obrigações após o anúncio do PEPP em 18 de março. Tal mitiga o risco de uma amplificação adversa entre os setores real e financeiro durante a pandemia.

Gráfico 23

Custo composto do financiamento por dívida dos bancos

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



Fontes: BCE, Markit iBoxx e cálculos do BCE.

Notas: O custo composto dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As últimas observações referem-se a março de 2020.

As taxas ativas bancárias aplicadas aos empréstimos às empresas caíram para novos mínimos históricos, mas é provável que se registem aumentos num futuro próximo.

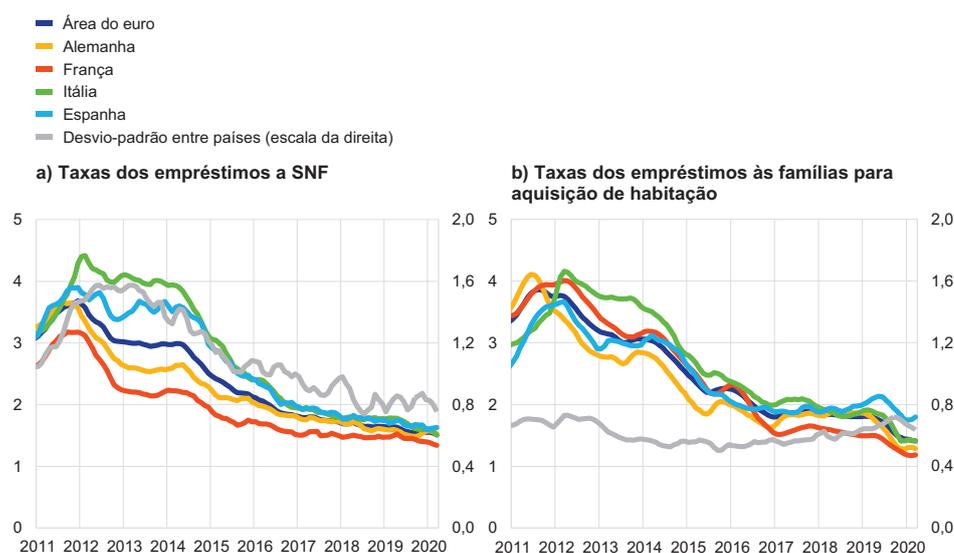
As taxas ativas bancárias compostas aplicadas aos empréstimos às empresas e aos empréstimos às famílias para aquisição de habitação caíram para novos mínimos históricos em março, de 1,46% e 1,39%, respetivamente (ver o gráfico 24). Esta evolução foi generalizada aos países da área do euro e reflete a transmissão desfasada de movimentos nas taxas de mercado às taxas ativas bancárias. Paralelamente, dada a subida dos custos de financiamento dos bancos e a utilização de taxas de referência do mercado para a fixação dos preços dos empréstimos bancários, como, por exemplo, a taxa interbancária de oferta do euro (EURIBOR), que aumentou ao longo do período de referência, é provável que seja exercida alguma pressão ascendente sobre as taxas ativas bancárias nos próximos meses. Além disso, o impacto económico grave da pandemia sobre as receitas das empresas, as perspetivas de emprego das famílias e a capacidade de endividamento global dos mutuários deverá exercer pressões ascendentes sobre as taxas ativas bancárias. O impacto de aumento da restritividade da perceção dos riscos sobre termos e condições de crédito dos bancos, como reportado pelos bancos no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro de abril de 2020, aponta já nesse sentido. Ao mesmo tempo, o apoio à liquidez, por exemplo através do diferimento de impostos e moratórias da dívida, de garantias de empréstimo e de regimes de apoio ao mercado de trabalho, trará parte da deterioração da capacidade de endividamento dos mutuários

durante a crise e terá um efeito atenuador sobre as taxas ativas bancárias. O diferencial entre as taxas ativas bancárias aplicadas a empréstimos de reduzido montante e a empréstimos de grande montante manteve-se contido em março de 2020. Tal corrobora a evidência acima apresentada sobre os novos empréstimos, que aponta para um impacto globalmente comparável até ao momento da pandemia de COVID-19 nos empréstimos a PME e a grandes empresas, conforme captado por dados sobre empréstimos de grande e pequeno montante.

Gráfico 24

Taxas ativas compósitas em países da área do euro selecionados

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



Fonte: BCE.

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

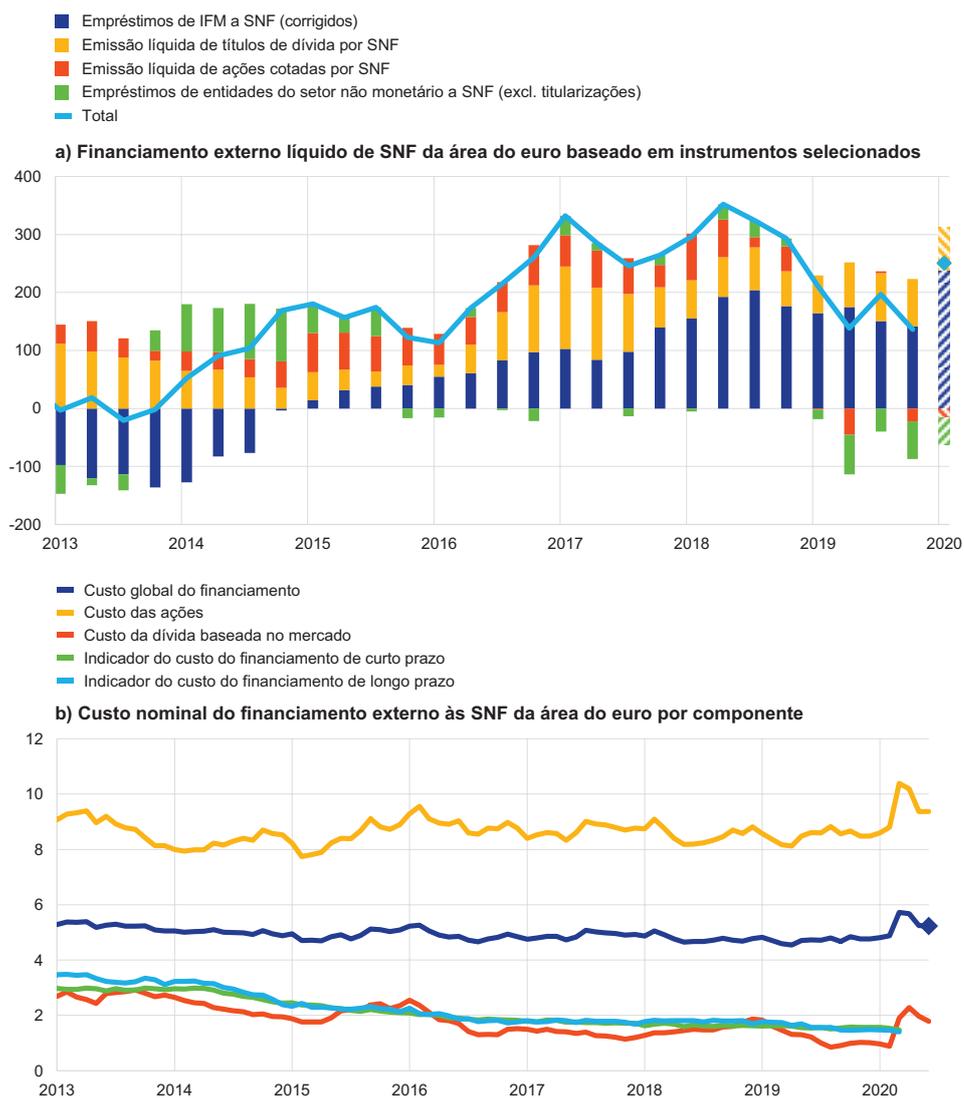
Estima-se que o fluxo homólogo do financiamento externo total das SNF da área do euro tenha aumentado consideravelmente no primeiro trimestre de 2020 (ver o painel (a) do gráfico 25). Este aumento ficou a dever-se em grande medida à subida excecionalmente forte dos empréstimos bancários às empresas em março, suportada pela utilização de linhas de crédito e por regimes de apoio públicos. A procura de empréstimos bancários foi também suportada por taxas ativas bancárias mais favoráveis em comparação com o custo da dívida baseada no mercado. A emissão líquida de títulos de dívida por empresas manteve-se robusta no primeiro trimestre de 2020, não obstante o alargamento dos diferenciais na parte final do trimestre, beneficiando dos programas de compra de ativos do BCE (APP e PEPP), que incluem compras líquidas de obrigações de empresas. Em contraste, a emissão líquida de ações cotadas permaneceu fraca, atenuada pelo nível continuamente moderado de fusões e aquisições e pelo aumento do custo das ações partindo de níveis já elevados. Os empréstimos de entidades não bancárias (setor não monetário) mantiveram-se negativos no quarto trimestre de 2019 e no primeiro trimestre de 2020, o que aponta para uma descida em termos anuais da emissão de obrigações de empresas através de sociedades-veículo de financiamento noutros países da área do euro (ou seja, filiais que pertencem ao setor não monetário que concede empréstimos às respetivas empresas-mãe).

Em termos globais, os fluxos totais de financiamento externo foram mais elevados no primeiro trimestre de 2020 do que durante as crises financeira e da dívida soberana. Tal é consistente com as condições de crédito bancário e nos mercados de obrigações mais favoráveis, impulsionadas por medidas atempadas e consideráveis por parte das autoridades monetárias, orçamentais e de supervisão.

Gráfico 25

Financiamento externo das SNF da área do euro

(fluxos anuais em EUR mil milhões – painel (a); percentagens por ano – painel (b))



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

Notas: Painel (a): O financiamento externo líquido equivale à soma de empréstimos de IFM, emissão líquida de títulos de dívida, emissão líquida de ações cotadas e empréstimos do setor não monetário. Os empréstimos de IFM são corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (*cash pooling*). Os empréstimos do setor não monetário incluem empréstimos concedidos por outras instituições financeiras e sociedades de seguros e fundos de pensões líquidos de empréstimos titularizados. A barra às riscas e o diamante a azul-claro mostram a previsão do momento para o primeiro trimestre de 2020. Painel (b): O custo global do financiamento das SNF é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações, com base nos respetivos saldos. O diamante a azul-escuro indica a previsão do momento do custo global do financiamento para junho de 2020, partindo do princípio de que as taxas ativas bancárias permanecem inalteradas nos níveis de março de 2020. As últimas observações referentes ao painel (a) dizem respeito ao quarto trimestre de 2019 para dados das contas da área do euro – as estimativas para o primeiro trimestre de 2020 têm por base as rubricas do balanço e os dados sobre títulos do BCE e a Dealogic. As últimas observações referentes ao painel (b) dizem respeito a 2 de junho de 2020 para o custo da dívida baseada no mercado (dados diários), 29 de maio para o custo das ações (dados semanais) e março de 2020 para o custo dos empréstimos (dados mensais).

O custo de financiamento das SNF aumentou no primeiro trimestre de 2020, mas estima-se que tenha diminuído desde então (ver o painel (b) do gráfico 25). Em março de 2020, devido à elevada volatilidade nos mercados financeiros, o custo nominal global do financiamento externo das SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações, situou-se em 5,7%, ou seja, 95 pontos base acima do seu nível de dezembro de 2019 e cerca de 120 pontos base acima do valor observado em abril de 2019, quando a série atingiu um mínimo histórico. No entanto, entre março e o final do período de referência (2 de junho de 2020), prevê-se que o custo de financiamento global tenha diminuído 50 pontos base, para 5,2%. Tal reflete uma descida considerável do custo das ações, devido a prémios de risco mais reduzidos, e uma pequena descida do custo da dívida baseada no mercado.

6 Evolução orçamental

A pandemia de coronavírus (COVID-19) está a ter um impacto significativo nas políticas orçamentais da área do euro. O início da crise levou a um aumento imediato dos custos diretos, numa tentativa de lidar com as consequências para a saúde pública. Contudo, de uma perspetiva macroeconómica, grande parte do impacto está relacionada com as medidas de contenção, as quais estão a impor um pesado encargo económico sobre as empresas, os trabalhadores e as famílias. Estas medidas também deram origem a pacotes de estímulo orçamental sem precedentes destinados a amortecer as repercussões económicas e a preparar as condições para uma retoma rápida. Em resultado, prevê-se que o défice orçamental das administrações públicas na área do euro aumente consideravelmente, para 8,5% do PIB em 2020, face a 0,6% em 2019. Embora se espere que o rácio do défice diminua para 4,9% em 2021, ainda se prevê que se situe em 3,8% do PIB em 2022, uma vez que o entrave levará mais tempo a se dissipar por completo. As medidas orçamentais abrangentes introduzidas em 2020 conduziram a um agravamento correspondente do saldo primário corrigido do ciclo, além de uma componente cíclica negativa, que reflete a deterioração da situação macroeconómica. Espera-se que a melhoria subsequente seja conduzida pelo desvanecimento das medidas de emergência e pelo correspondente fortalecimento do saldo primário corrigido do ciclo, à medida que o ciclo económico regista uma melhoria mais lenta. Os países da área do euro também concederam pacotes de garantia de crédito que ascenderam a quase 20% do PIB, destinados a fortalecer a liquidez das empresas. Embora estas garantias não afetem necessariamente os défices ex ante, constituem uma responsabilidade contingente significativa que poderá afetar de forma negativa os défices, caso sejam acionadas. Refletindo as medidas orçamentais e a deterioração da situação económica, projeta-se que o rácio agregado da dívida da área do euro aumente acentuadamente em 2020 e permaneça elevado no decurso de 2022. Continua a ser crucial uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada, à luz da contração acentuada da economia da área do euro, embora as medidas devam ser direcionadas e temporárias. A este respeito, acolhe-se muito favoravelmente o pacote de três redes de segurança no montante de 540 mil milhões de euros, aprovado pelo Conselho Europeu, e a proposta da Comissão Europeia de um plano de recuperação destinado a apoiar as regiões e setores mais gravemente afetados pela pandemia.

Nas projeções de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, projeta-se que o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro diminua consideravelmente em 2020, mas recupere parcialmente em 2021 e 2022¹⁷. Com base nestas projeções, espera-se que o rácio do défice das administrações públicas da área do euro aumente de 0,6% do PIB em 2019 para 8,5% do PIB em 2020, diminuindo posteriormente para 4,9% e 3,8% em 2021 e 2022, respetivamente (ver o gráfico 26). A diminuição do saldo orçamental em 2020 é sobretudo resultado de uma deterioração do saldo primário corrigido do ciclo devido a medidas de apoio económico que ascendem a cerca de 3,5% do PIB,

¹⁷ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema - junho de 2020](#) publicadas no sítio do BCE em 4 de junho de 2020.

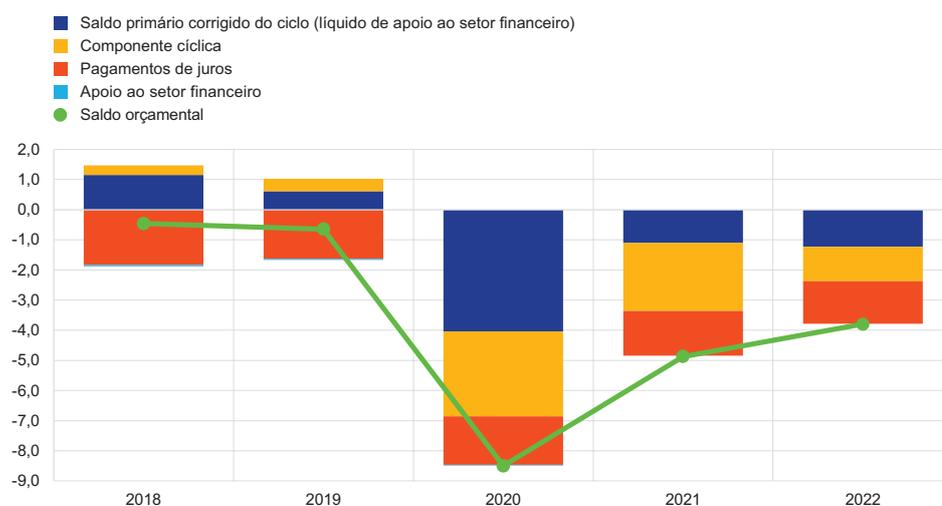
sendo que a maior parte se refere a despesas adicionais, em particular sob a forma de regimes de auxílio ao emprego, medidas de apoio às empresas e famílias e um aumento das despesas de saúde. É igualmente resultado de uma componente cíclica considerável e negativa, à medida que a economia da área do euro entra em recessão¹⁸. Espera-se que a melhoria subsequente seja impulsionada por uma recuperação do saldo primário corrigido do ciclo, uma vez que se espera que a maioria das medidas de apoio se tenha desvanecido no final de 2020, enquanto se prevê que o contributo do ciclo económico melhore de forma mais gradual.

Para além do apoio orçamental às respetivas economias, os países da área do euro proporcionaram consideráveis pacotes de garantia de crédito, a fim de fortalecer a liquidez das empresas. No total, estas garantias ascendem a cerca de 20% do PIB do conjunto da área do euro, embora a dimensão dos pacotes difira de forma substancial entre países. As garantias de crédito constituem uma responsabilidade contingente para os governos e levarão a despesas públicas adicionais no montante do respetivo acionamento. Contudo, na atual conjuntura, é muito difícil quantificar o referido montante a médio e longo prazo.

Gráfico 26

Saldo orçamental e respetivas componentes

(percentagem do PIB)



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

De acordo com as projeções de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas orçamentais para a área do euro para o período 2020-2022 deverão ser muito mais adversas do que o indicado nas projeções de março de 2020 elaboradas por especialistas do BCE. O saldo orçamental das administrações públicas da área do euro em percentagem do PIB foi objeto de uma revisão em baixa de 7,4, 3,3 e 2,3 pontos percentuais em 2020, 2021 e 2022, respetivamente. Estas revisões devem-se principalmente a uma redução do saldo primário e a uma componente cíclica mais fraca do que o

¹⁸ Note-se que existe um grau de incerteza involuntariamente elevado em torno da decomposição de ciclo e tendência na atual conjuntura.

esperado, enquanto a componente das despesas com juros foi revista em alta, mas em muito menor escala.

A orientação orçamental agregada da área do euro é avaliada como sendo fortemente acomodaticia em 2020, mas contracionista em 2021, uma vez que se espera que a maioria das medidas de apoio se tenha desvanecido nessa altura¹⁹. Estima-se que a orientação orçamental tenha sido ligeiramente

expansionista em 2019, mas espera-se que seja altamente acomodaticia em 2020, atingindo 4,8% do PIB. Pelo contrário, estima-se que seja contracionista em 2021, situando-se em 2,9% do PIB, uma vez que se prevê que a maioria das medidas de apoio implementadas durante a pandemia se tenha desvanecido nessa altura. Apesar da orientação orçamental negativa em 2021, convém ter presente que o saldo orçamental geral permanecerá muito negativo, com os instrumentos orçamentais a continuar a apoiar a retoma económica, principalmente através dos estabilizadores automáticos. Em 2022, espera-se que a orientação orçamental seja globalmente equilibrada.

Em resultado da pandemia de COVID-19, projeta-se que o rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro suba para 101,3% do PIB em 2020, descendo posteriormente de forma muito gradual. O aumento de 17,2

pontos percentuais em 2020 face a 2019 deve-se sobretudo a uma combinação de défices primários elevados e um diferencial entre a taxa de juro e o crescimento muito adverso, bem como a um ajustamento défice-dívida significativo, o qual reflete largamente medidas relacionadas com a pandemia. Em 2021 e 2022, défices primários em diminuição, mas ainda significativos, serão mais do que compensados por contributos favoráveis da melhoria dos diferenciais entre a taxa de juro e o crescimento, uma vez que se espera que a atividade económica recupere (ver o gráfico 27). Em resultado, espera-se que o rácio da dívida em relação ao PIB se situe muito próximo de 100% no final de 2022, uma revisão em alta de 17,3 pontos percentuais em comparação com as projeções de março de 2020.

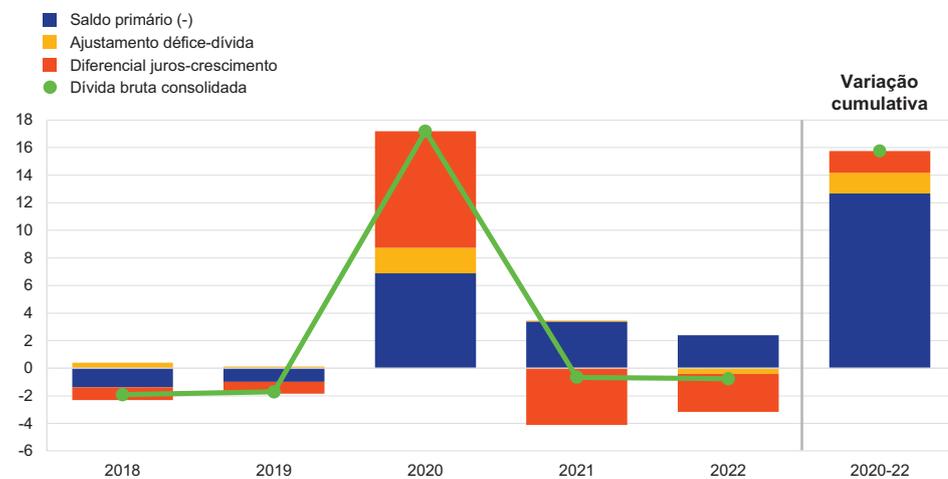
Continua a ser crucial uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada, à luz da contração acentuada da economia da área do euro. As medidas tomadas em resposta à emergência pandémica devem ser, tanto quanto possível, direcionadas e temporárias. As três redes de segurança para os trabalhadores, as empresas e os Estados-Membros, aprovadas pelo Conselho Europeu, que se traduzem num pacote no montante de 540 mil milhões de euros, proporcionam um importante apoio financeiro neste contexto. Ao mesmo tempo, são necessários esforços mais fortes e céleres no sentido de preparar e apoiar a recuperação. Por conseguinte, acolhe-se muito favoravelmente a proposta da Comissão Europeia de um plano de recuperação destinado a apoiar as regiões e setores mais gravemente afetados pela pandemia, a reforçar o mercado único e a assegurar uma recuperação duradora e próspera.

¹⁹ A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo das políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida aqui como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido de auxílios estatais ao setor financeiro. Para mais pormenores sobre o conceito de "orientação orçamental" da área do euro, ver o artigo intitulado *The euro area fiscal stance*, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

Gráfico 27

Fatores impulsionadores da variação na dívida pública

(pontos percentuais do PIB)



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

Caixas

1 Impacto do confinamento devido à COVID-19 no comércio de serviços de viagens

Por Tobias Schuler

As medidas de confinamento adotadas para conter a pandemia de coronavírus (COVID-19) estão a ter um impacto significativo no comércio de serviços da área do euro, em especial nos serviços de transporte de passageiros e de viagens. As exportações de serviços diminuíram 10,6% e as importações de serviços 3,3% em março de 2020, em comparação com o ano anterior, de acordo com os dados da balança de pagamentos mais recentes disponíveis. Entre os vários setores heterogéneos, os que envolvem contacto físico encontram-se gravemente afetados. O Índice de Gestores de Compras para a Europa²⁰ sugere que o turismo e os serviços de lazer e de transporte são os setores que apresentam a queda mais acentuada da atividade em abril de 2020.

O setor de viagens mundial sofreu graves perturbações, por exemplo, em resultado das restrições de viagem e do encerramento de atrações turísticas. Mais de 110 países suspenderam a entrada de viajantes e quase todos os países impuseram algum tipo de restrições. Alguns países proibiram completamente as viagens, enquanto outros proibiram apenas viagens de zonas com um elevado número de infeções. O turismo apresenta-se fortemente afetado, sobretudo as viagens internacionais. Mesmo após terem sido levantadas as medidas de confinamento mais estritas, a pandemia em si está a produzir efeitos duradouros no setor em resultado da aversão ao risco e de uma mudança de preferências.

Viagens e turismo como parte do comércio de serviços da área do euro

O turismo compreende viagens de lazer ou de negócios e envolve várias fases e componentes, tais como o planeamento de viagens, o transporte, o alojamento, a alimentação e as compras, deslocações locais e visitas a atrações turísticas²¹.

²⁰ Ver o [comunicado](#) publicado pela Markit em 8 de maio de 2020.

²¹ Para uma definição dos conceitos de “viagens” e “turismo”, ver a 6.ª edição do [Balance of Payments and International Investment Position Manual](#) (MBP6), do Fundo Monetário Internacional (FMI), e as [International Recommendations for Tourism Statistics](#), da Organização Mundial do Turismo (OMT) das Nações Unidas. Embora a definição de “viagens” (no MBP6) e a definição de “turismo” (nas recomendações da OMT) se sobreponham em grande medida, os conceitos estatísticos diferem em dois aspetos. Primeiro, “viagens” inclui compras efetuadas por trabalhadores com atividades transfronteiras de curta duração, as quais não são consideradas despesas de turismo. Segundo, “turismo” inclui aquisições de serviços de transporte (internacional) de passageiros, as quais são registadas em “transportes” e não em “serviços de viagem”, de acordo com o MBP6.

O turismo internacional é registado na balança de pagamentos de um país como exportações e importações de serviços de viagem e de transporte. De acordo com a 6.ª edição do *Manual da Balança de Pagamentos e da Posição de Investimento Internacional* (MBP6), em “viagens” inclui-se principalmente bens e serviços adquiridos numa economia por viajantes em visitas com uma duração inferior a um ano e exclui o transporte internacional de viajantes, contemplado nos serviços de passageiros registados em “transportes”.

O comércio líquido de viagens contribuiu com 42 mil milhões de euros para o excedente de 68 mil milhões de euros da balança comercial de serviços da área do euro em 2019. As exportações de serviços extra-área do euro ascenderam a 988 mil milhões de euros, dos quais 124 mil milhões advêm do comércio de serviços de viagens e representam 17% do montante total. O setor dos transportes é responsável por 16% e inclui tanto o transporte de mercadorias como de passageiros, representando este último 23% das exportações e 15% das importações em 2019. As importações ascenderam a 920 mil milhões de euros, sendo os transportes (16%) e as viagens (13%) as maiores categorias.

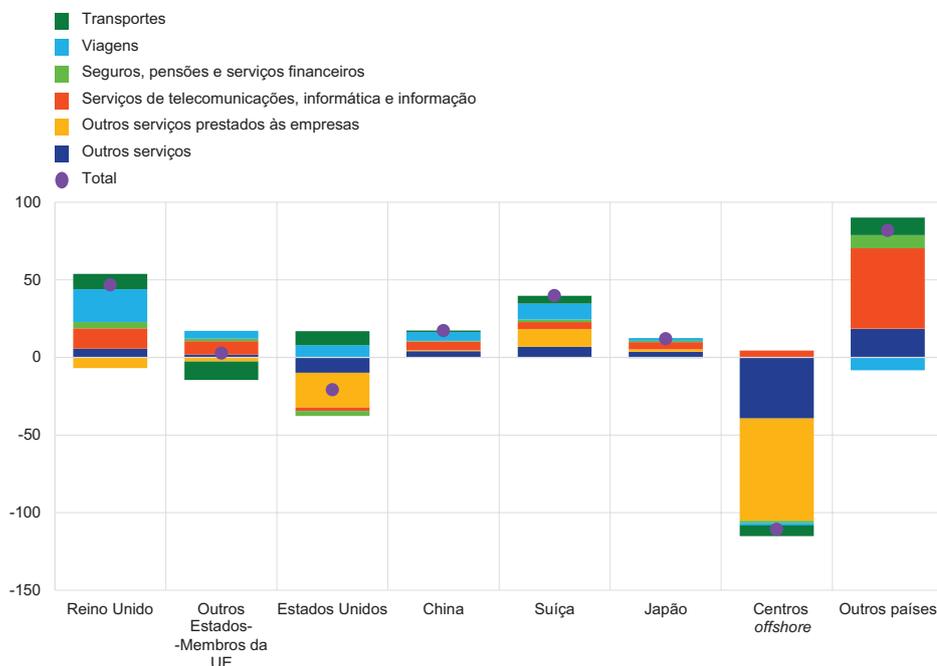
A área do euro está exposta ao comércio de setores de serviços fortemente afetados, nos quais registou um excedente em 2019. A desagregação geográfica da balança comercial de serviços (ver o gráfico A) ilustra as categorias de serviços da área do euro por principais parceiros comerciais. A área do euro apresentava um excedente global no comércio de serviços de viagem, o qual está particularmente exposto, sendo um dos setores mais afetados. O Reino Unido, a Suíça e os Estados Unidos deram os maiores contributos para o excedente do comércio de viagens em 2019. Outros setores, como os seguros, as pensões e os serviços financeiros, assim como o comércio de serviços de telecomunicações, informática e informação apresentam-se menos afetados²².

²² O excedente de serviços de telecomunicações, informática e informação verificou-se principalmente com o Reino Unido, outros Estados-Membros da UE e outros países. Em contrapartida, a área do euro registou um défice no comércio de outros serviços prestados às empresas, sobretudo em relação a centros *offshore* e aos Estados Unidos. A área do euro é um importador líquido de “outros serviços”, uma categoria que inclui direitos cobrados pela utilização de propriedade intelectual e que é grandemente afetada pelas transações financeiras internas das multinacionais. Para mais informação, ver o artigo intitulado [Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2020.

Gráfico A

Desagregação geográfica da balança comercial de serviços da área do euro em 2019

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Notas: "Outros serviços prestados às empresas" compreende serviços de investigação e desenvolvimento; serviços de consultoria em gestão e em outras áreas técnicas; e serviços técnicos, relacionados com o comércio e outros serviços prestados às empresas não incluídos nas categorias anteriores. "Outros serviços" refere-se a serviços de transformação de recursos materiais pertencentes a terceiros; serviços de manutenção e de reparação; construção; direitos cobrados pela utilização de propriedade intelectual; bens e serviços das administrações públicas; serviços pessoais, culturais e recreativos; e a categoria "serviços não atribuídos".

A crise no setor de transporte de passageiros

O setor aéreo enfrenta fortes fatores adversos, dado que as viagens internacionais foram gravemente afetadas pelas medidas de contenção da COVID-19. O transporte aéreo – que é, de longe, responsável pela maior

percentagem do valor das exportações e das importações de serviços de transporte de passageiros²³ – apresenta-se particularmente afetado. Os grandes aeroportos da área do euro (em especial Paris, Amesterdão e Frankfurt) servem de escala para ligações internacionais. Os transportes rodoviários, ferroviários e por via navegável são afetados em menor grau²⁴.

A capacidade de voo foi substancialmente reduzida desde o surto de COVID-19 (ver o gráfico B). A nível mundial, os voos regulares²⁵ diminuíram 65%.

²³ Segundo as estatísticas do Comércio Internacional de Serviços (CIS).

²⁴ Os serviços de cruzeiros, que foram fortemente afetados pelas medidas de contenção, são incluídos na categoria "viagens" nas estatísticas do CIS.

²⁵ A capacidade mundial em termos de voos regulares inclui tanto voos domésticos como voos internacionais. Devido às restrições de viagem, as viagens aéreas internacionais foram mais severamente afetadas do que as viagens aéreas domésticas.

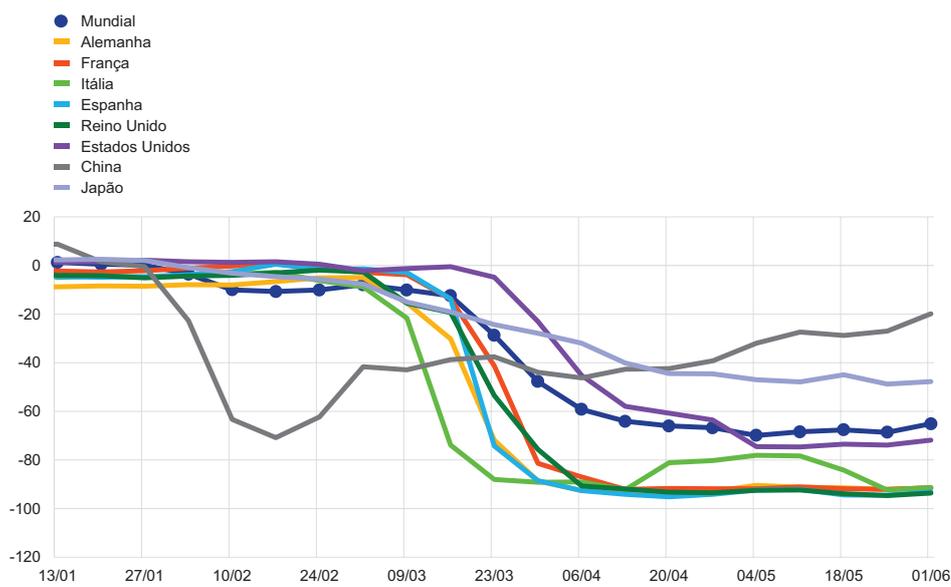
Nos Estados Unidos e no Japão, a capacidade de voo baixou, respetivamente, 72% e 48%. Na China, desceu 71% e, entretanto, recuperou para um nível 20% abaixo dos níveis registados em 2019. Na Itália, Espanha, França e Alemanha, a capacidade de voo caiu mais de 90%, em comparação com o mesmo período em 2019 (de acordo com dados divulgados em 1 de junho de 2020).

O colapso da capacidade de voo nas várias regiões não tem precedentes na história da aviação. As receitas dos voos de passageiros baixaram aproximadamente 15% após os ataques terroristas de setembro de 2001 e levaram três anos a recuperar completamente nos Estados Unidos e na Europa²⁶. Na sequência do surto de SARS em 2002 e 2003, as receitas de passageiros desceram sensivelmente dois terços e só recuperaram ao fim de um ano²⁷. A queda da atividade de transporte aéreo internacional em resultado da COVID-19 é, contudo, muito mais generalizada e profunda, sendo provável que tenha consequências mais duradouras para o setor do que foi o caso com os referidos episódios anteriores.

Gráfico B

Capacidade mundial em termos de voos regulares em 2020

(taxa de variação (%) face ao período homólogo de 2019)



Fonte: OAG Schedules Analyser.

Notas: Os dados para cada semana são comparados com a mesma semana em 2019. A última observação refere-se a 1 de junho de 2020.

²⁶ Avaliação baseada nas receitas de passageiros, respetivamente por milha e por quilómetro, do Departamento de Transportes dos Estados Unidos e da Associação das Companhias Aéreas Europeias. As receitas de passageiros por milha e por quilómetro são calculadas multiplicando o número de passageiros pagantes pela distância percorrida.

²⁷ Avaliação com base em dados da Associação do Transporte Aéreo Internacional e da Organização da Aviação Civil Internacional.

Impacto no setor de viagens dos vários países da área do euro

As exportações de viagens desempenham um papel importante em diversos países da área do euro (ver o gráfico C).

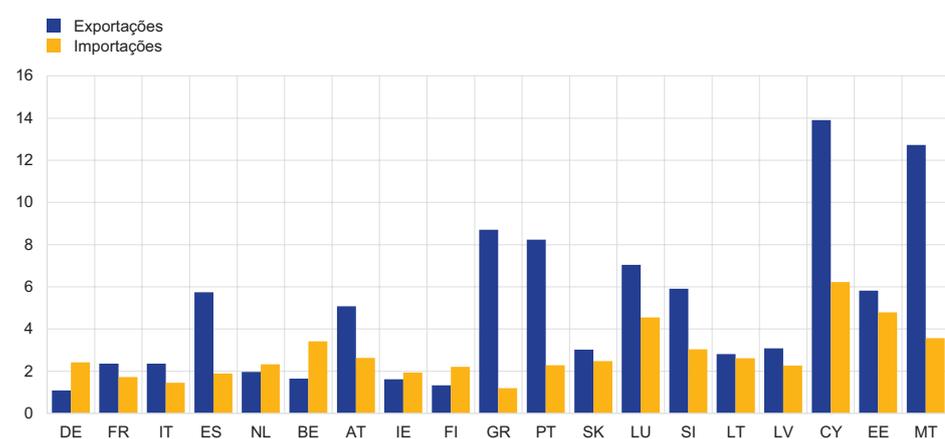
As exportações de viagens consistem sobretudo em serviços de alojamento e hospitalidade prestados a viajantes.

Os maiores exportadores em termos de receitas são a Espanha, a França, a Itália e a Alemanha, sendo mais de metade das suas exportações para países fora da área do euro. A Áustria, os Países Baixos, a Grécia e Portugal são também importantes destinos de viagem na área do euro, sendo a Áustria e os Países Baixos a registar as percentagens mais elevadas de exportações intra-área do euro. Em termos relativos, as exportações de viagens são igualmente significativas para Chipre e Malta, a Grécia e Portugal.

Gráfico C

Exportações e importações de viagens dos países da área do euro em percentagem do PIB em 2018

(em percentagem do PIB)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Nota: As exportações e importações incluem comércio intra e extra-área do euro.

A maioria dos países da área do euro gastou entre 2% e 4% do PIB no estrangeiro, o que é registado como importações de serviços de viagem.

A Alemanha é, de longe, o país maior importador de serviços de viagens em termos absolutos. A Bélgica, o Luxemburgo e Chipre são países relativamente grandes importadores de serviços de viagens em relação ao respetivo PIB, dada a sua interligação com outras economias vizinhas.

Estima-se que os países da área do euro mais expostos ao impacto da pandemia em termos de exportações líquidas de serviços de viagem são Chipre e Malta, a Grécia e Portugal.

A Espanha, a Áustria, o Luxemburgo e a Eslovénia deverão também acabar por ser significativamente afetadas em termos de exportações líquidas de viagens. Em contrapartida, a Alemanha e a Bélgica deverão beneficiar ligeiramente em termos de exportações líquidas, visto que são países grandes importadores de serviços de viagens.

Nos países que dependem das viagens e do turismo, a pandemia de COVID-19 está a ter um impacto grave e duradouro na economia geral.

As viagens têm benefícios diretos, por meio das atividades comerciais ao longo da sua cadeia de valor (ou seja, planeamento de viagens, transporte, alojamento, restauração e compras, deslocações locais e visitas a atrações turísticas), assim como benefícios indiretos, através da procura e do crescimento que geram em muitos outros setores. As medidas de confinamento, adotadas para conter a pandemia, e os seus efeitos sobre a confiança estão a ter um impacto significativo nas empresas e nos trabalhadores no setor de viagens com grande intensidade de mão de obra.

2 Coronavírus (COVID-19): receios no mercado implícitos nos preços de opções

Por Miguel Ampudia, Ursel Baumann e Fabio Fornari

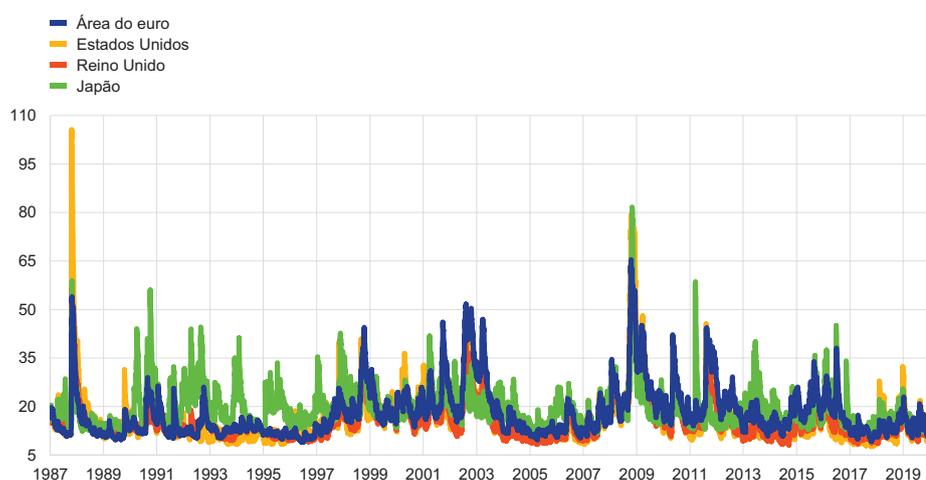
Introdução

Os mercados bolsistas por todo o mundo caíram desde o final de fevereiro, quando os investidores internacionais começaram a preocupar-se devido à propagação do coronavírus fora da China e ao respetivo impacto na economia mundial. Embora os mercados acionistas tenham parcialmente recuperado, desde então, o Euro Stoxx 50 perdeu 12,3% na semana que terminou em 28 de fevereiro, o que corresponde à sua maior perda percentual numa semana desde a crise financeira mundial em 2008. O S&P 500 caiu mais de 11% numa semana igualmente catastrófica. No geral, os mercados acionistas na área do euro e nos Estados Unidos perderam cerca de 35% do seu valor entre o pico de 19 de fevereiro e o valor mínimo de 23 de março.

Gráfico A

Desvio-padrão das rendibilidades das ações

(percentagens anualizadas)



Fontes: Cálculos dos autores e Refinitiv.

Notas: As estimativas com base em modelos do desvio-padrão das rendibilidades diárias das ações para quatro índices: o Euro Stoxx 50, o S&P 500, o FTSE 100 e o Nikkei 225. Dados diários. As últimas observações referem-se a 13 de abril de 2020.

A descida dos preços das ações resultou num grande aumento da variância das respetivas rendibilidades. O desvio-padrão das rendibilidades diárias das ações nos principais índices da área do euro, dos Estados Unidos, do Reino Unido e do Japão situa-se em níveis comparáveis aos picos associados ao colapso da bolsa em outubro de 1987 e à falência do Lehman Brothers em setembro de 2008 (ver o gráfico A). A recente turbulência tem uma dimensão claramente mundial, como demonstrado pela forte subida do desvio-padrão entre índices. Tal também se refletiu num aumento acentuado, para valores próximo da unidade, nas correlações

bilaterais das rendibilidades das ações para os quatro índices acionistas principais, o que salienta a presença dum fator comum entre estas rendibilidades. A conseqüente falta de oportunidades de diversificação também amplifica as potenciais perdas enfrentadas pelos investidores internacionais.

A crescente aversão ao risco que se somou aos riscos acrescidos poderá ter amplificado a venda generalizada nos mercados acionistas e num conjunto alargado de ativos, em termos mais gerais. Na sequência da venda generalizada inicial nos mercados financeiros, uma questão importante para os decisores de política aquando da avaliação da resposta à crise prende-se com a persistência do impacto das restrições relacionadas com o coronavírus no risco financeiro, nas condições financeiras e, em última instância, na atividade económica real. Uma das principais formas pela qual este choque se propagou foi por via de interligações no mercado financeiro e, mais especificamente, por via da forte queda sincronizada dos mercados bolsistas mundiais. A venda generalizada poderá ter sido impulsionada por um aumento da perceção de risco presente nos mercados, uma maior relutância dos investidores em correr riscos, ou uma combinação de ambos. Conhecer a principal fonte da descida dos preços de ações (e dos ativos financeiros em geral) poderá ajudar os decisores de política a compreender a sua persistência a avaliar as respostas de política. O objetivo da presente caixa é avaliar as variações na quantidade e no preço de riscos (extremos) utilizando uma estimativa da aversão aos riscos extremos com base no preço das opções sobre ações.

Densidades neutras em termos de risco

A densidade neutra em termos de risco do preço de ações é a estimativa do mercado da distribuição de probabilidades para o nível futuro desse preço, corrigido da presença da aversão ao risco por parte dos investidores. Deste modo, a densidade neutra em termos de risco reflete quer as atitudes face ao risco quer as expectativas dos investidores em relação aos preços. Pode considerar-se que as densidades neutras em termos de risco são densidades físicas cuja forma foi modificada de modo a dar mais proeminência aos estados do mundo associados a resultados particularmente adversos e que, como tal, resultam numa menor utilidade marginal para os investidores²⁸. Calculamos a densidade neutra em termos de risco das rendibilidades futuras com base nos preços diários das opções de compra e venda transacionadas no Euro Stoxx 50²⁹. Todos os dias, estas opções estão disponíveis em mais do que um prazo, o que torna possível estimar a densidade neutra em termos de risco para o conjunto de prazos disponíveis.

²⁸ Esta modificação leva os investidores a ser neutros em termos de risco na medida em que todos os futuros fluxos de caixa decorrentes de qualquer ativo podem ser descontados utilizando taxas isentas de risco.

²⁹ Ver Breeden, D. e Litzenberger, R., "Prices of State-contingent Claims Implicit in Option Prices", *The Journal of Business*, vol. 51, n.º 4, 1978, pp. 621-651, onde os autores mostram que o segundo derivado de uma função de preço de compra/venda no que se refere ao preço de exercício corresponde à função da densidade neutra em termos de risco. Para uma descrição pormenorizada do método seguido para executar os cálculos, ver Figlewski, S., "Estimating the Implied Risk-Neutral Density for the US Market Portfolio", in Bollerslev, T., Russell, J. e Watson, M. (eds.), *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert F. Engle*, Oxford University Press, Oxford, Reino Unido, 2010.

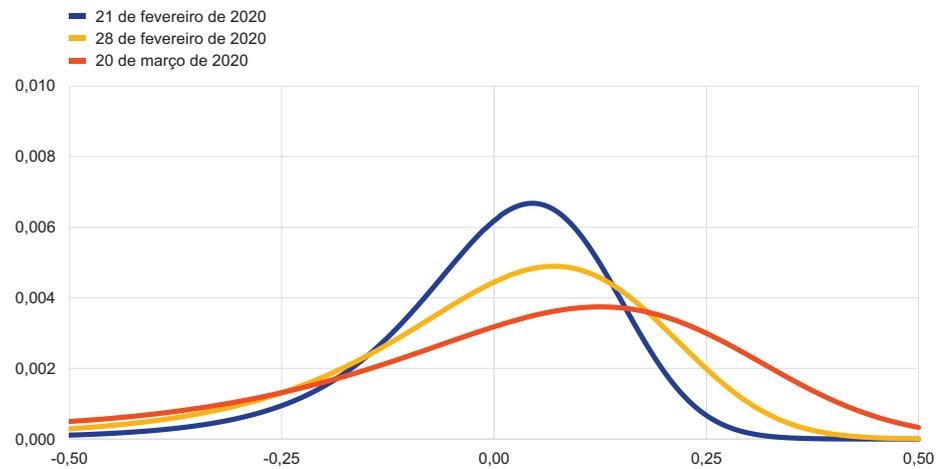
Surgiram receios de uma queda na bolsa nas fases iniciais do surto do vírus na Europa, mas depois do anúncio de estímulos de política significativos, o potencial de ganho esperado nos preços das ações cresceu, embora os riscos de mercado tenham permanecido elevados. O gráfico B mostra a densidade neutra em termos de risco para as rendibilidades das ações no Euro Stoxx 50, derivado de opções e abrangendo um horizonte de até 1 ano, em três datas: i) 21 de fevereiro, imediatamente antes de o surto do vírus ter atingido com força máxima a Europa, ii) uma semana depois (28 de fevereiro), e iii) 20 de março, após o anúncio de estímulos de política significativos na área do euro e nos Estados Unidos. É já possível observar um aumento acentuado da variância – bem como um alargamento do extremo esquerdo – da distribuição na semana que terminou em 28 de fevereiro, assinalando assim maiores receios de uma queda na bolsa³⁰. Em 20 de março, após o anúncio de medidas de política monetária e orçamental significativas e de uma queda acentuada dos mercados acionistas, o extremo inferior da densidade neutra em termos de risco manteve-se globalmente inalterado, mas a distribuição ficou mais enviesada em sentido ascendente, o que sugere um aumento da recuperação esperada das rendibilidades das ações³¹.

Gráfico B

Densidades neutras em termos de risco implícitas nas opções do Euro Stoxx 50

Para opções com um horizonte de aproximadamente 1 ano de antecedência

(densidades)



Fontes: Cálculos dos autores e Refinitiv.

Nota: Densidades neutras em termos de risco das rendibilidades futuras derivadas dos preços diários das opções de compra e venda transacionadas no Euro Stoxx 50.

³⁰ A maior subida da variância, com os investidores a calcularem uma maior probabilidade de ambos os extremos, ensombrou o aumento do enviesamento.

³¹ Surge um cenário semelhante para as rendibilidades das ações derivadas de opções com vencimento em horizontes curtos, ou seja, com uma vida residual de 10 a 20 dias.

Indicador da aversão aos riscos extremos

É possível obter um indicador das preferências ou da aversão ao risco por parte dos investidores através da comparação da densidade neutra em termos de risco com uma estimativa da densidade física das rendibilidades das ações.

As densidades neutras em termos de risco e as densidades físicas estão relacionadas entre si através do núcleo de fixação de preços (*pricing kernel*), que incorpora as preferências dos investidores em termos de risco. A densidade física representa o melhor julgamento dos investidores quanto às probabilidades da evolução dos preços no futuro. As expectativas de densidades físicas não podem ser determinadas com base em preços de mercado, visto que estes também incorporam as preferências dos investidores em termos de risco. Os investigadores recorreram a métodos estatísticos para estimar tais densidades³². Utilizamos um modelo de heterocedasticidade condicional autorregressiva generalizada (GARCH) multivariado diário para o efeito³³.

O indicador da aversão aos riscos extremos é construído através da comparação dos extremos esquerdos das distribuições físicas e neutras em termos de risco. Os investidores são avessos ao risco quando atribuem uma maior probabilidade neutra em termos de risco a eventos adversos em comparação com a densidade física. Visto que os investidores avessos aos riscos extremos estão dispostos a pagar um prémio para se acautelarem face à desutilidade associada a resultados negativos, as probabilidades neutras em termos de risco sobrestimarão as correspondentes probabilidades físicas para eventos extremos negativos. Analisamos o comportamento dos extremos esquerdos quer da densidade neutra em termos de risco quer da densidade física para rendibilidades de ações ao longo de um horizonte de 3 meses. O índice de aversão aos riscos extremos negativos por parte dos investidores é calculado como a área à esquerda do ponto na densidade neutra em termos de risco que corresponde ao menor percentil 10 da distribuição física das rendibilidades (normalizada por 0,1, ou seja, a área correspondente na densidade física)³⁴. Um índice de aversão aos riscos extremos superior a 1 indica que os investidores receiam a materialização de eventos extremos negativos e, por conseguinte, estão dispostos a acautelarem-se face a uma ocorrência desse tipo

³² Ver, por exemplo, Barone-Adesi, G., Engle, R.F. e Mancini, L., "A GARCH Option Pricing Model with Filtered Historical Simulation", *The Review of Financial Studies*, vol. 21, n.º 3, 2008, pp. 1223-1258.

³³ Os modelos GARCH representam a volatilidade agregada tipicamente observada nas séries de rendibilidades dos ativos financeiros, especialmente em períodos de tensão. Para cada data, simulamos várias trajetórias futuras de rendibilidades das ações utilizando este modelo, até ao vencimento da opção de mais longo prazo transacionada nesse dia no mercado. A partir destas rendibilidades, para um determinado prazo, construímos a respetiva densidade física por via da estimação do núcleo. Estimamos a densidade física esperada das rendibilidades das ações através da simulação dos respetivos primeiro e segundo momentos, utilizando os erros históricos integrais dos valores residuais normalizados obtidos por via da majoração das taxas de variação de um índice acionista com o seu desvio-padrão condicional com base no modelo GARCH. Visto que tal pode sobrestimar a variância dos erros na presença de estímulos de política, uma alternativa poderia passar por conceder um maior peso aos erros registados na fase inicial do programa de aquisição de ativos em 2015 ou por reduzir a variância dos erros para simular uma diminuição dos riscos esperados.

³⁴ O procedimento é o seguinte: i) determinar a rendibilidade associada ao menor percentil 10 da distribuição física, ii) procurar esta rendibilidade na distribuição neutra em termos de risco e calcular a área à sua esquerda, e iii) dividir esta área por 0,1 (que representa a área à esquerda do percentil 10 na distribuição física).

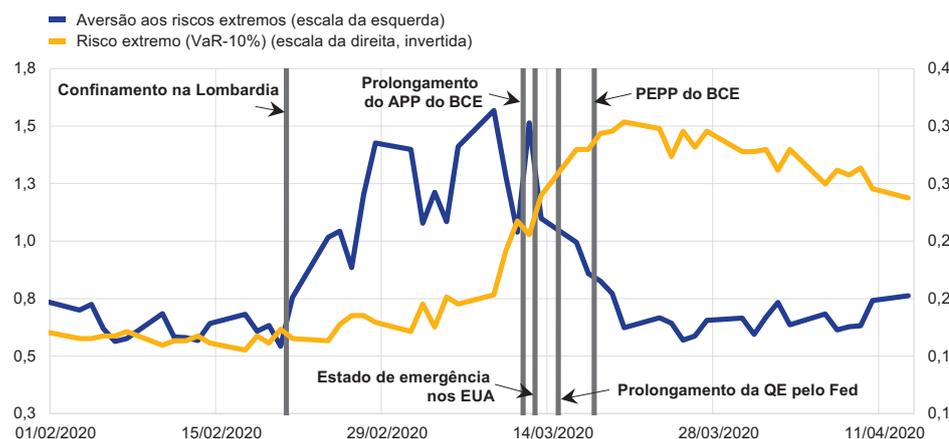
pagando mais do que se justificaria com base na sua probabilidade histórica³⁵. Pelo contrário, um valor do índice entre 0 e 1 poderia ser considerado consistente com uma situação em que a apetência pelo risco é elevada.

Gráfico C

Indicador da aversão aos riscos extremos e riscos extremos no Euro Stoxx 50

Para opções com um horizonte de 10 a 20 dias de antecedência

(índice)



Fontes: Cálculos dos autores e Refinitiv.

Notas: "APP" significa programa de aquisição de ativos (do inglês "asset purchase programme") e "Prolongamento do APP" refere-se às medidas do BCE anunciadas em 12 de março de 2020, "PEPP" significa programa de compras de emergência pandémica (do inglês "pandemic emergency purchase programme") anunciado em 18 de março de 2020, "QE" significa menor restritividade quantitativa (do inglês "quantitative easing") e "VaR" significa valor em risco (do inglês "value at risk") (percentil 10). As últimas observações referem-se a 13 de abril de 2020.

A aversão aos riscos extremos estimada aumentou de forma expressiva a partir da segunda metade de fevereiro. Em meados de março, coincidindo com a introdução de medidas de política em ambos os lados do Atlântico, inverteu a sua trajetória e regressou aos níveis do início de fevereiro. O gráfico C ilustra o indicador dos riscos extremos estimado, em conjunto com uma medida dos riscos extremos, definida como o percentil 10 (invertido) da distribuição física das rendibilidades no Euro Stoxx 50. Inicialmente, quando o coronavírus estava amplamente contido em certas regiões da China, os mercados aparentaram ser bastante complacentes no sentido em que o aumento da aversão aos riscos extremos foi quase inexistente. Porém, quando o surto da pandemia atingiu a Europa, a vontade dos investidores para correr riscos caiu significativamente, como refletido na subida do índice da aversão aos riscos extremos a partir de 21 de fevereiro – o início do confinamento em certas partes da região italiana da Lombardia. Em meados de março, o preço dos riscos extremos esquerdos começou a diminuir novamente, à medida que uma panóplia de medidas de política monetária e orçamental foram anunciadas em ambos os lados do Atlântico. Pelo contrário, os riscos extremos mantiveram-se globalmente estáveis até ao início de março, começaram a aumentar consideravelmente daí em diante e permaneceram elevados mesmo após a introdução de estímulos de política.

³⁵ Quando o indicador é inferior a 1, os investidores ainda estão dispostos a acautelar-se face à materialização de eventos extremos negativos, mas apenas a um menor preço do que ao inferido da probabilidade histórica. Um indicador igual a 1 corresponde a um investidor neutro em termos de risco.

Uma interpretação possível destes desenvolvimentos é a de que as medidas implementadas pelos bancos centrais e pelos governos conseguiram sustentar a apetência pelo risco por parte dos investidores, limitando assim o aumento inicial do preço do risco e conduzindo-o de volta ao valor prevalecente em meados de fevereiro. Esta redução do preço do risco verificou-se não obstante a subida no volume de risco e, por conseguinte, contribuiu significativamente para a minimização do impacto do choque nos mercados financeiros.

3 A pandemia de COVID-19 e o acesso das pequenas e médias empresas a financiamento: evidência resultante de dados de inquéritos

Por Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando e Juan Angel García

O surto da pandemia de coronavírus (COVID-19) afetou de forma dramática a atividade económica mundial. Numa tentativa de abrandar a propagação de infeções por COVID-19, os governos a nível mundial introduziram medidas de distanciamento social e confinamentos e cancelaram eventos públicos. As fronteiras foram encerradas, mesmo dentro da Europa. Além disso, a incerteza em torno da evolução futura da pandemia e a perturbação das cadeias da oferta podem ter contribuído para ampliar o impacto do choque combinado na procura e na oferta. A atividade de muitas empresas foi gravemente perturbada, o que conduziu a um impacto adverso sem precedentes no crescimento económico a nível mundial.

O mais recente inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) documenta uma deterioração da atividade das pequenas e médias empresas (PME) no período de reporte de outubro de 2019 a março de 2020³⁶. Uma vez que o inquérito foi realizado entre 2 de março e 8 de abril, as empresas puderam ter em conta, em certa medida, o impacto da crise atual. Contudo, os resultados do inquérito relativos às questões de carácter retrospectivo podem apenas mostrar alguns efeitos parciais da crise, dado que o período de reporte já estava praticamente no fim antes do agravamento da crise.

Numa análise retrospectiva, as PME da área do euro sinalizaram uma descida do volume de negócios pela primeira vez desde o início de 2014. Em termos percentuais líquidos³⁷, a variação do volume de negócios reportada foi de -2% (uma descida face a 20% na ronda anterior) para o conjunto da área do euro (ver o gráfico A). Não obstante algumas diferenças entre países, a deterioração foi generalizada. As descidas mais pronunciadas registaram-se em Itália, seguindo-se a Eslováquia, a Grécia e Espanha, ao passo que, na Alemanha e na França, uma percentagem muito menor de PME indicou, em geral, um aumento do volume de negócios.

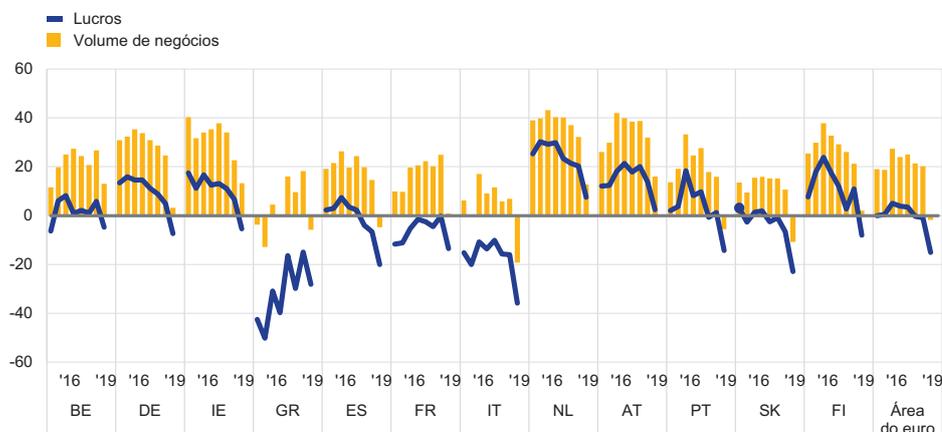
³⁶ A 22.ª ronda do inquérito foi realizada entre 2 de março e 8 de abril de 2020 e abrangeu o período de outubro de 2019 a março de 2020. A amostra da área do euro abrangeu, no total, 11 236 empresas, das quais 10 287 (92%) com menos de 250 empregados. Para uma visão mais abrangente dos resultados mais recentes, ver [Survey on the Access to Finance of Enterprises](#), BCE, maio de 2020. Além disso, o artigo intitulado “Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data”, publicado na versão em língua inglesa da presente edição do *Boletim Económico*, proporciona evidência adicional sobre os resultados do inquérito ao longo dos últimos dez anos.

³⁷ Os termos líquidos ou percentagens líquidas são definidos como a diferença entre a percentagem de empresas que reportaram um aumento para um dado fator e a percentagem de empresas que reportaram uma diminuição.

Gráfico A

Variação do volume de negócios e dos lucros das PME nos países da área do euro

(nos seis meses anteriores; percentagens líquidas de inquiridos)



Fontes: BCE e Comissão Europeia, SAFE.

Notas: A base é constituída por todas as PME. Os valores dizem respeito às rondas 15 (abril a setembro de 2016) a 22 (outubro de 2019 a março de 2020) do inquérito. A percentagem líquida é a diferença entre a percentagem de empresas que reportaram um aumento num dado fator e a percentagem de empresas que reportaram uma diminuição.

A rentabilidade das PME também enfraqueceu nos vários países e setores

económicos. À luz da deterioração do volume de negócios, os elevados custos do trabalho (reportados por 46% das empresas em termos líquidos) e outros custos de produção (45%) afetaram os lucros das PME no conjunto da área do euro (-15%, face a -1%), não obstante as condições de financiamento acomodáticas.

A diminuição dos lucros foi particularmente forte nas PME gregas, espanholas, italianas e eslovacas. A nível setorial, o setor industrial parece ter sido o mais atingido pela deterioração dos lucros (-20%, em comparação com -7%), designadamente em Itália. No setor do comércio, 19% das PME da área do euro, em termos líquidos, também reportaram uma descida dos lucros, tendo essa percentagem atingido 37% em Itália e 30% em Espanha.

O enfraquecimento da posição financeira e a deterioração da conjuntura macroeconómica suscitaram preocupações nas PME quanto ao acesso a financiamento.

A deterioração do volume de negócios e dos lucros das PME da área do euro foi considerada um obstáculo à obtenção de financiamento externo (-18%, face a 5%) pela primeira vez desde setembro de 2014, em particular nas PME espanholas, italianas e portuguesas. Além disso, segundo a perceção das PME, a evolução das perspetivas económicas gerais também afetou negativamente o acesso a financiamento (-30%, em comparação com -13%), uma percentagem não registada desde março de 2013. A deterioração foi generalizada entre países – em especial, na Alemanha, Itália e Finlândia – e setores, situando-se a indústria em -31%, a construção em -21%, os serviços em -31% e o comércio em -30%. Acresce que, em comparação com as empresas de maior dimensão, as PME – e as microempresas, em particular – se mostraram aparentemente mais apreensivas em relação ao impacto adverso que as suas perspetivas de vendas e lucros possa ter no acesso a financiamento externo.

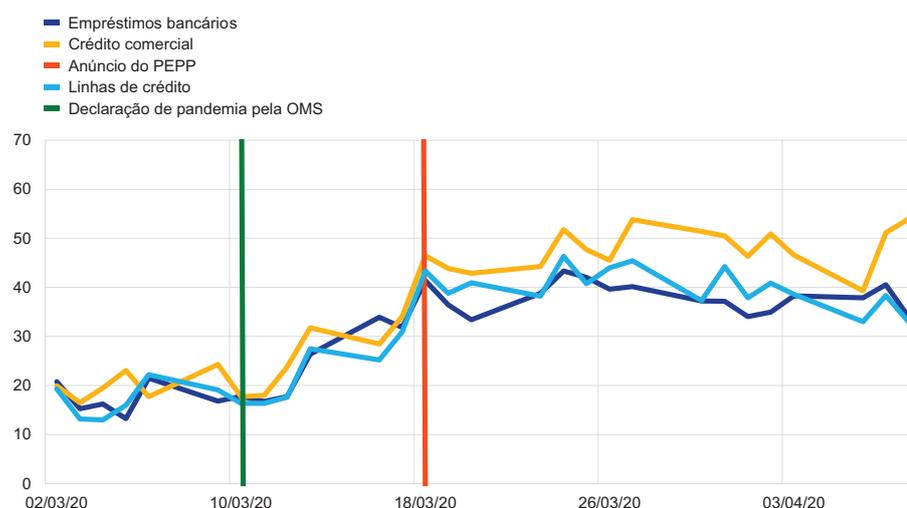
As expetativas das empresas em termos de acesso a financiamento no futuro próximo ilustram melhor a gravidade da crise de COVID-19. A declaração de pandemia pela Organização Mundial da Saúde (OMS) em 11 de março e a subsequente intensificação das medidas de confinamento na área do euro coincidiram, em grande medida, com a mais recente ronda de trabalho de campo para o SAFE. Em resultado, as respostas às perguntas de carácter retrospectivo podem refletir apenas em parte as perturbações na atividade das empresas. No entanto, a componente prospetiva do inquérito captou o agravamento em curso e previsto das condições económicas.

À luz das respostas diárias, as expetativas na área do euro começaram a deteriorar-se rapidamente pouco depois da declaração de pandemia pela OMS, que foi seguida de medidas de confinamento e controlos de fronteiras na maior parte dos países da Europa. As datas de reporte das empresas inquiridas durante o trabalho de campo foram utilizadas para analisar a alteração das expetativas das empresas desde o início da pandemia³⁸. No dia do anúncio da OMS, a expetativa de 17% das empresas, em média, era de uma deterioração da disponibilidade de empréstimos bancários e linhas de crédito, enquanto 20% das empresas partilhavam a mesma expetativa para o crédito comercial (ver o gráfico B). Na altura em que o programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) foi anunciado pelo BCE, em 18 de março, as respetivas percentagens eram já de 41% para os empréstimos bancários, 43% para as linhas de crédito e 46% para o crédito comercial.

Gráfico B

Empresas com expetativas de uma deterioração da disponibilidade de financiamento externo nos seis meses seguintes durante o trabalho de campo

(percentagens estimadas)



Fontes: BCE e Comissão Europeia, SAFE.

Notas: As percentagens estimadas referem-se aos efeitos fixos temporais de uma regressão logística de mínimos quadrados ponderados controlando os efeitos fixos temporais e por país. As três últimas observações (6 a 8 de abril) dizem respeito a uma subamostra de países (Alemanha, Grécia, Espanha, França e Eslováquia), dado que as entrevistas nos restantes países foram concluídas até 3 de abril.

³⁸ As percentagens reportadas no gráfico dependem dos efeitos em cada país, a fim de serem tidos em conta os diferentes graus de emergência nos vários países.

A deterioração das expetativas de acesso a financiamento aparentemente estabilizou após o anúncio do PEPP, pelo menos no que respeita a empréstimos bancários e linhas de crédito.

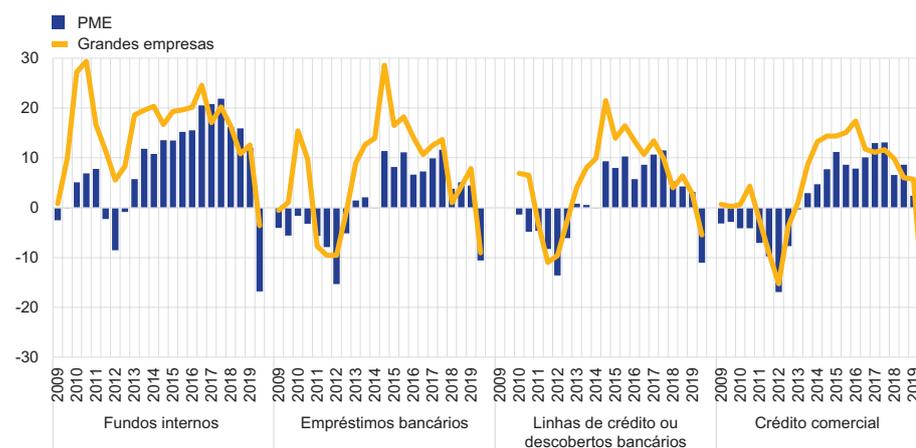
Embora não seja possível inferir o impacto direto do anúncio do PEPP nas expetativas das empresas, parece ter-se verificado alguma atenuação da visão pessimista das empresas relativamente aos produtos bancários a partir dessa data. Em contraste, a deterioração das expetativas no tocante à disponibilidade de crédito comercial manteve-se durante mais algum tempo, refletindo sobretudo as tensões nas relações da oferta, com atrasos esperados na obtenção de montantes a pagar devido à crise.

As expetativas das empresas quanto à disponibilidade de financiamento nos seis meses seguintes registaram uma deterioração muito pronunciada em comparação com a tendência positiva observada desde o final da crise da dívida soberana (ver o gráfico C). Embora o agravamento seja evidente tanto para fontes de financiamento interno como externo, existem diferenças entre ambas³⁹.

Gráfico C

Alteração das expetativas de disponibilidade de financiamento para as empresas da área do euro

(nos seis meses seguintes; percentagens líquidas de inquiridos)



Fontes: BCE e Comissão Europeia, SAFE.

Notas: A base é constituída pelas empresas para as quais o respetivo instrumento é relevante. Os valores dizem respeito às rondas 1 (abril a setembro de 2009) a 22 (outubro de 2019 a março de 2020) do inquérito.

No que toca às fontes de financiamento interno, as PME reportaram uma descida líquida substancial da disponibilidade esperada de fundos (-17%, face a 12%).

Provavelmente, tal reflete fatores adversos previstos para a atividade económica, com implicações significativas na rentabilidade das empresas. À exceção dos Países Baixos, a deterioração é generalizada entre países, sendo que as percentagens mais elevadas se observam em Portugal (-26%), França (-23%) e Itália (-21%). Em geral, a deterioração da disponibilidade de fundos internos é mais substancial do que o ponto mais baixo indicado durante a crise da dívida soberana (abril a setembro de 2012), quando 9% das PME reportaram uma diminuição.

³⁹ As empresas do setor dos serviços parecem ser as mais pessimistas, possivelmente refletindo os efeitos particularmente adversos que as medidas de confinamento exerceram sobre elas. Em termos de dimensão das entidades, as microempresas são as mais afetadas, de acordo com o inquérito, tendo as empresas de grande dimensão reportado um menor grau de deterioração.

As expetativas de disponibilidade de fontes de financiamento externo também registaram uma deterioração, ainda que inferior à do financiamento interno.

As PME da área do euro reportaram descidas líquidas (-11%) no que respeita a produtos bancários, nomeadamente empréstimos bancários, linhas de crédito e descobertos bancários. A deterioração relativamente menor em comparação com os fundos internos pode refletir os efeitos positivos das medidas de política monetária acomodáticas e dos vários programas governamentais anunciados desde o início da pandemia. No que respeita ao crédito comercial, as PME esperam, em geral, uma redução significativa do mesmo (-20%), o que pode apontar para as interrupções esperadas das operações regulares, afetando, por seu turno, as relações entre as empresas. As reduções mais pronunciadas das expetativas de disponibilidade de financiamento externo foram reportadas por PME de Espanha, Itália, Portugal e Eslováquia. A diminuição do futuro acesso a empréstimos bancários foi ainda mais limitada do que em 2012, quando 15% das PME, em termos líquidos, reportaram uma deterioração da disponibilidade esperada dos mesmos. Todavia, no tocante ao crédito comercial, a deterioração já é ligeiramente mais acentuada do que na crise precedente em 2012, quando 17% das PME, em termos líquidos, esperavam uma redução.

4 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 29 de janeiro a 5 de maio de 2020

Por Svetla Daskalova e Marco Weißler

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante os dois primeiros períodos de manutenção de reservas de 2020, que decorreram de 29 de janeiro a 5 de maio. Em resposta à crise do coronavírus (COVID-19) e perante a volatilidade acrescida nos mercados financeiros, o Eurosistema adotou um conjunto de medidas para reduzir a restritividade das condições de financiamento e facilitar a disponibilização de liquidez nos vários setores e jurisdições durante os dois períodos de manutenção em análise.

Como parte das medidas de política do lado da cedência de liquidez relacionadas com a COVID-19, o Eurosistema anunciou alterações à terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e introduziu uma série de operações de leilão adicionais, assim como um conjunto de medidas de flexibilização dos ativos de garantia para as contrapartes do Eurosistema. Em 12 de março, as medidas de redução da restritividade das condições das ORPA direcionadas III e a nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado adicionais (ORPA adicionais) foram introduzidas para proporcionar aos bancos apoio imediato em termos de liquidez e salvaguardar as condições do mercado monetário. Estas medidas visavam servir de mecanismo de apoio perante a recente turbulência. As ORPA adicionais são conduzidas numa base semanal e vencem em 24 de junho de 2020, cobrindo eficazmente o período até à liquidação da quarta operação das ORPA direcionadas III⁴⁰.

Em termos de compras de ativos, além da dotação temporária de 120 mil milhões de euros para aquisições líquidas de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme – APP*), acordada em 12 de março, o BCE anunciou, em 18 de março, um novo programa, o programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme – PEPP*), num montante de 750 mil milhões de euros e com duração, no mínimo, até ao final de 2020. Estas aquisições adicionais visam contrariar os riscos para o mecanismo de transmissão da política monetária na área do euro gerados pela crise da COVID-19. Serão realizadas de modo flexível e poderão ser alargadas, se a fase de crise se prolongar para além do final do ano⁴¹.

Com vista a melhorar ainda mais as condições no mercado mundial de financiamento em dólares dos Estados Unidos, o Eurosistema – em

⁴⁰ Subsequentemente, em 30 de abril, foram introduzidas recalibrações adicionais das ORPA direcionadas III e uma nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica (no inglês, “PELTRO”, o acrónimo de “pandemic emergency longer-term refinancing operations”) com vista prestar maior apoio à economia real e regularizar as condições do mercado monetário. Ambas as medidas afetarão a cedência de liquidez apenas a partir do terceiro período de manutenção de 2020.

⁴¹ De facto, em 4 de junho, o Conselho do BCE decidiu aumentar o volume do PEPP em 600 mil milhões de euros, e prolongar o horizonte do mesmo, pelo menos, até ao final de 2021.

coordenação com o Sistema de Reserva Federal e os bancos centrais do Reino Unido, do Japão, do Canadá e da Suíça – reforçou a cedência de liquidez em dólares através das linhas de swap nessa moeda já existentes.

O BCE estabeleceu igualmente linhas de *swap* para cedência de euros com vários bancos centrais de países da UE. A ação coordenada para reforçar a cedência de liquidez em dólares dos Estados Unidos vigente foi anunciada em 15 de março, tendo reduzido os preços da liquidez nessa moeda e introduzido uma operação adicional em dólares com um prazo de 84 dias. Além disso, a partir de 20 de março, a frequência das operações de cedência de dólares com prazo de 7 dias foi aumentada, tendo estas passado a ser realizadas diariamente em vez de numa base semanal. Estas medidas contribuíram para atenuar significativamente a restritividade das condições dos mercados de financiamento em dólares dos Estados Unidos.

Necessidades de liquidez

As necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas, situaram-se em 1613,4 mil milhões de euros no período em análise (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”).

O valor registado era 107,7 mil milhões de euros mais baixo do que no período analisado precedente (ou seja, os dois últimos períodos de manutenção de 2019). Os fatores autónomos líquidos aumentaram 106,3 mil milhões de euros, passando para 1477,8 mil milhões de euros, enquanto as reservas mínimas obrigatórias aumentaram 1,4 mil milhões de euros, passando para 135,7 mil milhões de euros.

Os principais fatores determinantes da liquidez nos dois primeiros períodos de manutenção de 2020 foram o aumento dos depósitos das administrações públicas, a procura de notas, as compras de ativos e a nova série de ORPA adicionais.

A absorção de liquidez por fatores autónomos subiu, em média, 106,3 mil milhões de euros, devido principalmente a um aumento excepcional, de 101,7 mil milhões de euros, dos depósitos das administrações públicas, em resultado de uma gestão de tesouraria prudente, por parte das administrações públicas, face à COVID-19. No mesmo contexto, uma maior procura de notas contribuiu para nova absorção de liquidez, no montante de 27,7 mil milhões de euros, visto que a diminuição sazonal, pós-final do ano, do volume de notas detidas durante o primeiro período de manutenção foi suplantada pela subida no segundo período de manutenção. A evolução dos fatores autónomos do lado do ativo – com um aumento líquido de 23,7 mil milhões de euros – teve, contudo, um efeito contrário moderado. Os ativos líquidos denominados em euros diminuíram 51,9 mil milhões de euros, enquanto as disponibilidades líquidas sobre o exterior aumentaram 75,6 mil milhões de euros e compensaram parcialmente a absorção de liquidez pelos depósitos das administrações públicas e pelas notas em circulação. A dinâmica do lado do ativo durante o segundo período de manutenção resultou principalmente da procura mais elevada observada nas operações de cedência de dólares dos Estados Unidos, cujo saldo total ascendia a 142 mil milhões de euros no final do segundo período de manutenção de 2020.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 29 de janeiro de 2020 a 5 de maio de 2020						Período analisado anterior: 30 de outubro de 2019 a 28 de janeiro de 2020	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 30 de outubro a 17 de dezembro		Primeiro período de manutenção: 29 de janeiro a 17 de março		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	2 510,3	(+130,0)	2 421,8	(+46,9)	2 598,7	(+176,9)	2 380,2	(-0,4)
Notas em circulação	1.299,5	(+27,7)	1.277,1	(-5,1)	1.321,9	(+44,7)	1.271,8	(+20,0)
Depósitos das administrações públicas	321,5	(+101,7)	268,6	(+56,7)	374,4	(+105,8)	219,8	(-62,7)
Outros fatores autónomos ¹	889,3	(+0,6)	876,1	(-4,8)	902,5	(+26,3)	888,7	(+42,3)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	1 595,6	(+85,5)	1 506,7	(+17,5)	1 684,5	(+177,8)	1 510,1	(+284,9)
Reservas mínimas obrigatórias	135,7	(+1,4)	135,7	(+1,2)	135,7	(+0,1)	134,3	(+1,7)
Facilidade permanente de depósito	258,2	(+1,8)	244,6	(-10,0)	271,8	(+27,2)	256,4	(-253,6)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

Ativo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 29 de janeiro de 2020 a 5 de maio de 2020						Período analisado anterior: 30 de outubro de 2019 a 28 de janeiro de 2020	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 29 de janeiro a 17 de março		Segundo período de manutenção: 18 de março a 5 de maio		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	1 032,8	(+23,7)	1.025,1	(+29,7)	1 040,5	(+15,5)	1 009,1	(+55,1)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	846,7	(+75,6)	767,1	(-1,4)	926,3	(+159,2)	771,1	(+33,2)
Ativos líquidos denominados em euros	186,1	(-51,9)	257,9	(+31,1)	114,2	(-143,7)	238,0	(+21,9)
Instrumentos de política monetária	3 467,2	(+195,0)	3.284,0	(+25,9)	3 650,5	(+366,5)	3 272,2	(-22,4)
Operações de mercado aberto	3 467,2	(+195,0)	3.284,0	(+25,9)	3 650,5	(+366,5)	3 272,2	(-22,4)
Operações de leilão	741,8	(+97,7)	617,3	(-1,8)	866,3	(+249,0)	644,0	(-39,9)
Operações principais de refinanciamento	1,0	(-1,3)	1,4	(-1,5)	0,6	(-0,8)	2,3	(-0,2)
ORPA com prazo de 3 meses	3,1	(-0,3)	4,0	(-0,3)	2,3	(-1,7)	3,4	(+0,5)
Operações das ORPA direcionadas II	471,1	(-118,8)	510,8	(-0,0)	431,4	(-79,4)	589,8	(-87,3)
Operações das ORPA direcionadas III	150,4	(+101,9)	101,1	(+0,0)	199,7	(+98,6)	48,5	(+47,2)
Carteiras definitivas	2 725,4	(+97,3)	2 666,7	(+27,6)	2 784,2	(+117,6)	2 628,2	(+17,5)
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	1,1	(-0,9)	1,3	(-0,4)	0,9	(-0,5)	2,0	(-0,8)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	2,9	(-0,0)	2,9	(+0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,3)
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	273,0	(+9,2)	269,9	(+5,1)	276,1	(+6,3)	263,8	(+2,8)
Programa dos mercados de títulos de dívida	42,2	(-5,6)	43,9	(-4,0)	40,6	(-3,3)	47,9	(-4,9)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	29,9	(+1,7)	28,5	(-0,0)	31,2	(+2,7)	28,2	(+2,1)
Programa de compra de ativos do setor público	2 150,7	(+50,8)	2 126,5	(+18,9)	2 174,9	(+48,4)	2 099,9	(+12,3)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	199,0	(+15,6)	193,7	(+8,0)	204,4	(+10,7)	183,5	(+6,2)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

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

Outras informações com base na liquidez

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 29 de janeiro de 2020 a 5 de maio de 2020						Período analisado anterior: 30 de outubro de 2019 a 28 de janeiro de 2020	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 29 de janeiro a 17 de março		Segundo período de manutenção: 18 de março a 5 de maio		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹	1 613,4	(+107,7)	1 532,6	(+18,3)	1 694,2	(+161,6)	1 505,7	(-53,7)
Fatores autónomos ²	1 477,8	(+106,3)	1 397,0	(+17,2)	1 558,5	(+161,6)	1 371,4	(-55,4)
Liquidez excedentária ³	1 853,8	(+87,3)	1 751,3	(+7,5)	1 956,3	(+205,0)	1 766,5	(+31,3)

Fonte: BCE.

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

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

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

3) Corresponde à soma dos 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: 29 de janeiro de 2020 a 5 de maio de 2020						Período analisado anterior: 30 de outubro de 2019 a 28 de janeiro de 2020	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 29 de janeiro a 17 de março		Segundo período de manutenção: 18 de março a 5 de maio		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Operações principais de refinanciamento	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	-0,50	(-0,05)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,45	(-0,05)
EONIA ¹	-0,454	(-0,05)	-0,454	(+0,01)	-0,454	(+0,00)	-0,408	(-0,04)
€STR	-0,539	(-0,04)	-0,539	(+0,00)	-0,540	(-0,00)	-0,496	(-0,05)

Fonte: BCE.

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

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

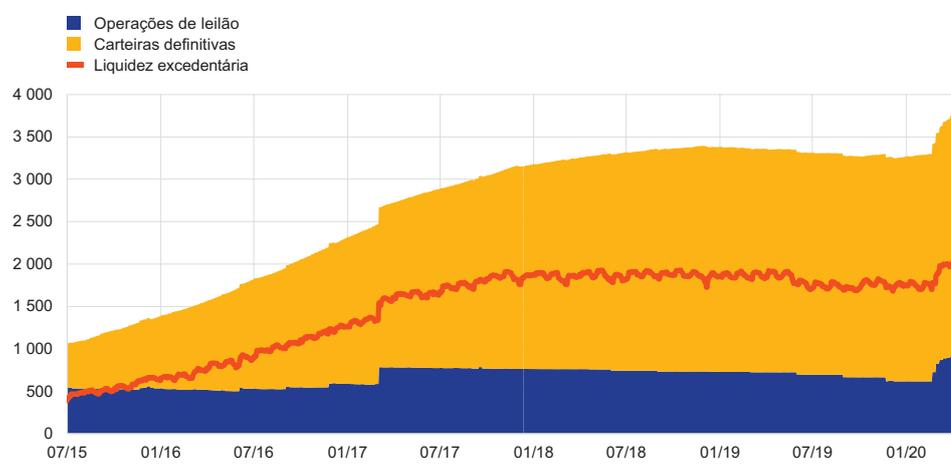
Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – incluindo operações de leilão e carteiras de política monetária – aumentou 195 mil milhões de euros, passando para 3467,2 mil milhões de euros (ver o gráfico A). O aumento global da liquidez excedentária reportado nos dois primeiros períodos de manutenção de 2020 adveio, em iguais montantes, de operações de leilão e de compras definitivas pelo Eurosistema. As principais fontes desta liquidez acrescida foram as ORPA adicionais, bem como as aquisições de ativos ao abrigo do programa de compra do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) e do PEPP.

Gráfico A

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

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: A última observação refere-se a 5 de maio de 2020.

O montante médio da liquidez cedida através de operações de leilão aumentou 97,7 mil milhões de euros face ao período analisado precedente.

Embora tenha permanecido quase inalterado no primeiro período de manutenção de 2020 (-1,8 mil milhões de euros), subiu 249,0 mil milhões de euros no segundo período de manutenção. Tal deve-se sobretudo à procura de 232,4 mil milhões de euros nas novas ORPA introduzidas. Além disso, os reembolsos de ORPA direcionadas II, no montante de 93 mil milhões de euros, e a procura de 115 mil milhões de euros nas ORPA direcionadas III foram liquidados em 25 de março, levando a uma injeção de liquidez de, em média, 19,2 mil milhões de euros, em termos líquidos, no segundo período de manutenção. A cedência de liquidez através das operações principais de refinanciamento (OPR) diminuiu 1,3 mil milhões de euros face ao período analisado anterior. Tal deve-se principalmente aos volumes elevados das OPR no período de manutenção anterior, que abrangeu o final do ano, estando, de um modo geral, em consonância com as variações registadas no ano passado. O saldo das ORPA com prazo de 3 meses registou uma ligeira diminuição de 0,3 mil milhões de euros.

Ao mesmo tempo, as carteiras definitivas aumentaram 97,3 mil milhões de euros, subindo de 2628,2 mil milhões de euros para 2725,4 mil milhões de euros, devido ao reinício das compras líquidas, em montante mais elevado, ao abrigo do APP, na sequência da acordada dotação adicional de 120 mil milhões de euros até ao final de 2020 e do início das aquisições no âmbito do PEPP.

As posições médias aumentaram 50,8 mil milhões de euros, passando para 2150,7 mil milhões de euros, no PSPP e 15,6 mil milhões de euros, passando para 199,0 mil milhões de euros, no programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP) – em conformidade com os montantes de aquisições anunciados. Além disso, em 26 de março, o Eurosistema iniciou as compras ao abrigo do PEPP. No final do segundo período de manutenção, a cedência de liquidez no contexto do PEPP ascendia, em média, a 53,2 mil milhões

de euros no período de manutenção – o equivalente a quase 18 mil milhões de euros de aquisições semanais.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média registou uma subida de 87,3 mil milhões de euros, passando de 1766,5 mil milhões de euros para 1853,8 mil milhões de euros (ver o gráfico A). Tal advém do aumento da cedência de liquidez através das operações de política monetária, incluindo carteiras definitivas (195,0 mil milhões de euros), tendo fatores autónomos absorvido liquidez (106,3 mil milhões de euros) na área do euro.

Acresce que, apesar de a liquidez excedentária detida ao abrigo da facilidade permanente de depósito do Eurosistema ter aumentado, a proporção relativa da mesma registou nova descida, devido ao sistema a dois níveis para a remuneração da liquidez excedentária. Dado só os saldos detidos nos depósitos à ordem das instituições financeiras até ao volume máximo estabelecido estarem isentos da remuneração negativa à taxa aplicável à facilidade permanente de depósito, as instituições financeiras continuam a optar por guardar fundos nos respetivos depósitos à ordem (que aumentaram 85,5 mil milhões de euros) em vez de na facilidade permanente de depósito, que registou apenas uma ligeira subida de 1,8 mil milhões de euros.

Evolução das taxas de juro

A €STR manteve-se, em geral, inalterada durante os dois primeiros períodos de manutenção de 2020. O Conselho do BCE não alterou a taxa de juro da facilidade permanente de depósito, nem as taxas aplicáveis às OPR e à facilidade permanente de cedência de liquidez, durante o período em análise. Consequentemente, a €STR permaneceu estável num nível de -53,6 pontos de base (+0,3 pontos de base em comparação com o período analisado anterior). A EONIA, que desde outubro de 2019 é calculada como correspondendo à €STR acrescida de um diferencial fixo, seguiu uma trajetória paralela à da €STR.

5 Evolução do mercado de trabalho regional durante a grande crise financeira e recuperação subsequente

Por Vasco Botelho, Claudia Foroni e Lara Vivian

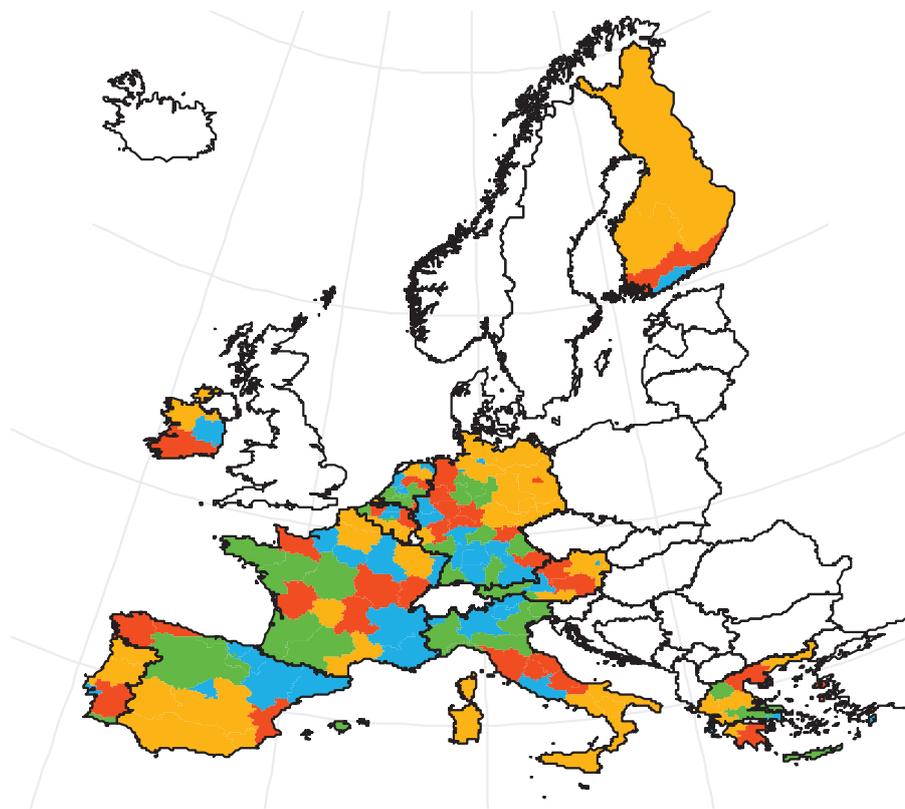
Nesta caixa analisa-se a evolução regional da mão de obra na área do euro desde 2007 – o pico da atividade económica antes da crise financeira mundial – até 2018. Utiliza os indicadores regionais do mercado de trabalho disponíveis na base de dados regional anual da Comissão Europeia (ARDECO)⁴². Para efeitos de comparação, as regiões foram divididas em quatro grupos distintos (ou quartis) de acordo com a distribuição do PIB *per capita* de 2007 em cada país (ver o gráfico A). Estes grupos são fixos ao longo do tempo.

⁴² A base de dados ARDECO foi criada pela Direção-Geral da Política Regional e Urbana da Comissão Europeia, cabendo atualmente a sua manutenção e atualização ao Centro Comum de Investigação. Utiliza-se nesta caixa a atualização de dados de 7 de abril de 2020, com foco nas regiões não ultraperiféricas identificadas com base no nível 2 da Nomenclatura das Unidades Territoriais Estatísticas (NUTS 2) de 2016. Os países considerados na análise são os seguintes: Bélgica, Alemanha, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia. Os números indicados para o conjunto da área do euro incluem a agregação das regiões destes 11 países da área do euro (área do euro a 11), que representam a área do euro em 2007, com exceção do Luxemburgo e da Eslovénia.

Figura A

Área do euro – Distribuição regional do PIB *per capita* em 2007

- Percentil 25 inferior
- 25% a 50%
- 50% a 75%
- Percentil 25 superior



Fontes: ARDECO e cálculos de especialistas do BCE.

Nota: As regiões estão agrupadas de acordo com a distribuição do PIB *per capita* de 2007 em cada país.

Em 2018, o total de horas trabalhadas só tinha recuperado os níveis anteriores à crise nas regiões no quartil superior da distribuição do PIB *per capita*, ao passo que nas restantes regiões se mantinha abaixo dos níveis de 2007⁴³.

A resposta do total de horas trabalhadas foi assimétrica no período de 2007-2018, com o emprego nas regiões do percentil 25 inferior a registar perdas mais elevadas durante o período de recessão do que os ganhos registados durante a recuperação subsequente (ver o gráfico A)⁴⁴. Entre 2007 e 2018, o total de horas trabalhadas diminuiu 5,6% nas regiões do quartil inferior, tendo aumentado 3,2% nas regiões do quartil superior. Nos dois quartis do meio, o total de horas trabalhadas mostra um perfil semelhante ao do agregado da área do euro e, em 2018, regressou a níveis

⁴³ Os resultados não se devem à afetação das regiões aos diferentes quartis pela respetiva distribuição do PIB *per capita* no interior do país em 2007, uma vez que os resultados da análise descrita nesta caixa continuam a ser válidos quando as regiões são agrupadas em função da distribuição do PIB *per capita* da área do euro em 2007, ou mesmo quando se retira da análise um único país.

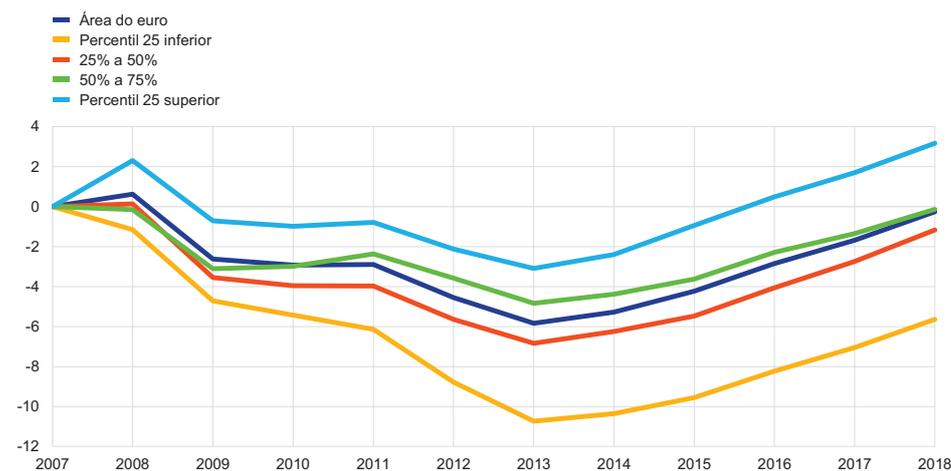
⁴⁴ Durante a fase de contração (2007-2013), a taxa de crescimento anual média do total de horas trabalhadas situou-se em 0,5% para as regiões do percentil 25 superior, 0,8% para as regiões do grupo acima da mediana, 1,1% para as regiões abaixo da mediana e 1,8% para as regiões do grupo do percentil 25 inferior. Para o conjunto da área do euro, a diminuição anual média do total de horas trabalhadas entre 2007 e 2013 foi 0,97%. O ritmo de aumento do total de horas trabalhadas durante o período de recuperação foi mais rápido nas regiões do grupo do percentil 25 superior (1,2%) do que nas restantes regiões (cerca de 1% ao ano).

próximos dos observados em 2007. Por conseguinte, a percentagem do total de horas trabalhadas nas regiões do quartil superior aumentou 1,4 pontos percentuais (de 38,7% em 2007 para 40,1% em 2018), enquanto a percentagem das regiões do quartil inferior diminuiu 1,2 pontos percentuais (de 23,2% em 2007 para 22% em 2018).

Gráfico A

Evolução regional do total de horas trabalhadas entre 2007 e 2018

(eixo y: taxa de crescimento logarítmica em relação aos níveis observados em 2007)



Fontes: ARDECO e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As regiões estão agrupadas de acordo com a distribuição do PIB *per capita* de 2007 em cada país. Os valores para a área do euro são agregados utilizando dados dos 11 países da área do euro indicados na nota de rodapé 1.

A menor diminuição do total de horas trabalhadas nas regiões mais ricas durante a conjuntura recessiva e a evolução relativamente homogénea nas regiões durante a recuperação podem ser atribuídas a alterações da taxa de emprego, à diminuição da média de horas trabalhadas durante o período de recessão e às diferenças regionais no crescimento da população em ambos os períodos, que é compatível com a migração de trabalhadores das regiões mais pobres para as regiões mais ricas. O gráfico B mostra como os vários fatores contribuíram para a dinâmica no total de horas trabalhadas nos quatro grupos regionais⁴⁵. Em termos quantitativos, a taxa de emprego é o principal fator impulsionador das alterações no total de horas trabalhadas, correspondendo a mais de 50% – em todos os grupos regionais – tanto da diminuição do total de horas trabalhadas durante o período de recessão como do aumento do total de horas trabalhadas durante o período de recuperação. A contribuição mais elevada ocorreu durante o período de recuperação nas regiões do percentil 25 inferior. A diminuição da média de horas trabalhadas foi também um importante fator impulsionador da diminuição do total de horas trabalhadas durante o período de recessão em todas as regiões, ao passo que a sua estabilização a nível regional depois de 2013 limitou o seu impacto durante o período de recuperação. Em todos os grupos regionais, a taxa de emprego e a média de horas trabalhadas evoluíram de modo similar em

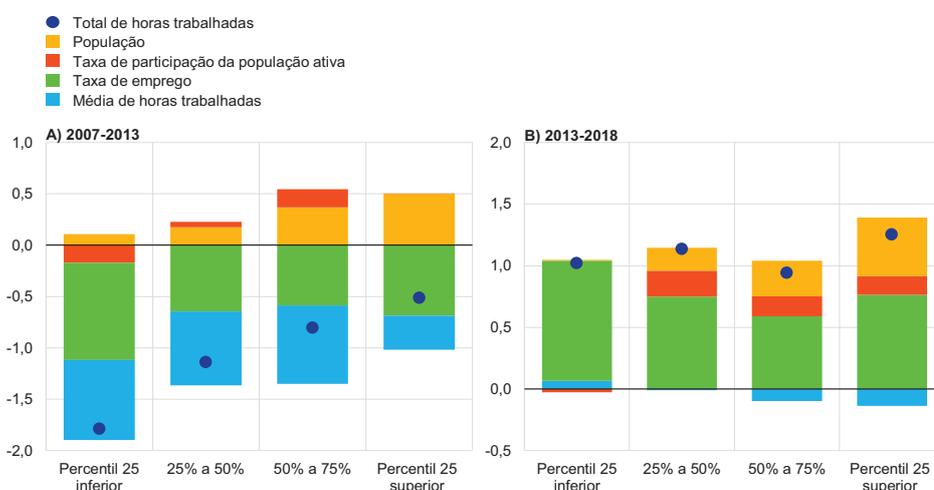
⁴⁵ As alterações de longo prazo no total de horas trabalhadas durante um período específico podem ser reexpressas como a soma da taxa de crescimento da população durante esse período, das alterações na taxa de participação da população ativa, das alterações na taxa de emprego, e da taxa de crescimento da média de horas trabalhadas por pessoa empregada.

termos qualitativos. O contributo da evolução da participação população ativa e do crescimento da população para o crescimento do total de horas trabalhadas foi mais forte nas regiões mais ricas do que nas regiões mais pobres. O crescimento da população aumentou de modo uniforme em relação à distribuição do PIB *per capita*, com taxas de crescimento médias anualizadas a variar entre 0,1% para as regiões do percentil 25 inferior e 0,5% para as regiões do percentil 25 superior, ao passo que se assistiu a uma acentuação das diferenças do crescimento da população nas regiões durante a fase de recuperação. Por último, as alterações na taxa de participação da população ativa refletiram as do crescimento da população, embora com uma contribuição quantitativamente menor em ambos os períodos. Estes padrões são coerentes com a existência de fluxos migratórios das regiões mais pobres para as regiões mais ricas, com o aumento da população e da participação da população ativa nas regiões mais ricas em detrimento das regiões mais pobres. Por outro lado, os fluxos migratórios contribuem para uma recuperação inicial da taxa de emprego e da média de horas trabalhadas nas regiões mais pobres, ao passo que o impacto da migração no emprego e nas horas trabalhadas nas regiões mais ricas pode ser atenuado ou intensificado por fatores do lado da procura.

Gráfico B

Fatores impulsionadores subjacentes às alterações de longo prazo no total de horas trabalhadas à escala regional.

(eixo y: contribuição para a taxa de crescimento do total de horas trabalhadas, em (%); eixo x: grupos de regiões)



Fontes: ARDECO e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As regiões estão agrupadas de acordo com a distribuição do PIB *per capita* de 2007 em cada país. Os valores para a área do euro são agregados utilizando dados dos 11 países da área do euro indicados na nota de rodapé 1.

O desvio cada vez maior na remuneração dos empregados entre as regiões deve-se principalmente à dispersão regional das alterações de longo prazo do total de horas trabalhadas, com as taxas de crescimento da remuneração por hora trabalhada globalmente comparáveis entre as regiões (ver o quadro A).

A percentagem da remuneração dos empregados nas regiões do percentil 25 superior aumentou 0,7 pontos percentuais entre 2007 e 2018, de 45,2% em 2007 para 45,9% em 2018. Nas regiões do percentil 25 inferior, a percentagem diminuiu cerca de 0,9 pontos percentuais no mesmo período, de 18,1% em 2007 para 17,2% em 2018. No entanto, o desvio cada vez maior na remuneração dos empregados entre as regiões resulta sobretudo da evolução regional da mão de obra.

A taxa de crescimento da remuneração por hora trabalhada é, de facto, comparável em todas as regiões e, durante o período de contração, foi ainda mais baixa nas regiões do percentil 25 mais rico do que nas restantes regiões. Esta evolução pode explicar-se pelo facto de a oferta de mão de obra ter aumentado em regiões ricas em resultado dos fluxos migratórios vindos tanto de regiões mais pobres para regiões mais ricas como de fora da área do euro. A mesma taxa de aumento da compensação por hora trabalhada em todas as regiões pode estar relacionada com o forte aumento da oferta de mão de obra nas regiões mais ricas e com a atenuação da diminuição da média de horas trabalhadas nas restantes regiões durante o período de contração. A evolução da remuneração por hora trabalhada pode também estar associada ao país e à composição industrial dos grupos de regiões e, por conseguinte, ao impacto das políticas do mercado de trabalho em vigor durante a grande crise financeira e a recuperação subsequente, tais como os regimes de trabalho a tempo parcial e os acordos de negociação salarial⁴⁶.

Quadro A

Crescimento do total de horas trabalhadas e da remuneração dos empregados em toda a área do euro

	2007-2013 (taxa de crescimento logarítmica anual, em %)			2013-2018 (taxa de crescimento logarítmica anual, em %)		
	Remuneração dos empregados (total)	Total de horas trabalhadas	Remuneração por hora trabalhada (média)	Remuneração dos empregados (total)	Total de horas trabalhadas	Remuneração por hora trabalhada (média)
Total	0,47	-0,97	1,44	1,88	1,12	0,77
Percentil 25 superior	0,66	-0,51	1,17	1,98	1,25	0,73
Acima da mediana	0,72	-0,81	1,53	1,74	0,94	0,80
Abaixo da mediana	0,39	-1,14	1,53	2,02	1,13	0,88
Percentil 25 inferior	-0,24	-1,79	1,55	1,66	1,02	0,64

Fontes: ARDECO e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As regiões estão agrupadas de acordo com a distribuição do PIB *per capita* de 2007 em cada país. Os valores para a área do euro são agregados utilizando dados dos 11 países da área do euro indicados na nota de rodapé 1.

De um modo geral, a evolução do total de horas trabalhadas na área do euro entre 2007 e 2018 foi muito heterogénea em todas as regiões, com as regiões mais ricas a estarem mais isoladas durante o período de recessão e as regiões mais pobres a não recuperarem plenamente durante o período de recuperação. É possível que estes padrões diferentes entre as regiões se devam a alterações da taxa de emprego, à diminuição da média de horas trabalhadas durante o período de recessão, bem como à estabilidade das diferenças regionais no crescimento da população durante os períodos de recessão e de recuperação. A migração das regiões mais pobres para as regiões mais ricas na área do euro poderá ser um fator impulsionador subjacente a estas tendências e pode, por sua vez, ter contribuído para o aumento das diferenças regionais da remuneração dos

⁴⁶ Os regimes de trabalho a tempo parcial podem ter influenciado o aumento da remuneração por hora trabalhada, permitindo uma maior flexibilidade na diminuição da média de horas trabalhadas pelos empregados durante o período de contração, protegendo ao mesmo tempo a remuneração dos trabalhadores no mesmo período. Paralelamente, os acordos de negociação salarial nacionais podem também explicar, em parte, o resultado mais forte do salário por hora registado nos dois quartis inferiores em comparação com as regiões dos dois quartis superiores.

empregados entre 2007 e 2018. Além disso, o desvio existente entre as regiões mais ricas e as regiões mais pobres no crescimento cumulativo do total de horas trabalhadas, do emprego e da remuneração dos empregados aumentou em vários países da área do euro entre 2007 e 2018, além da heterogeneidade dos padrões do mercado de trabalho entre os países. O impacto heterogéneo no total de horas trabalhadas, no emprego e na remuneração pode também estar relacionado com as diferenças observadas na composição setorial dos diferentes grupos regionais, com os setores que registam a maior queda do emprego e dos salários cumulativos a situar-se tendencialmente em regiões com um PIB *per capita* mais baixo, ao passo que os setores prósperos da indústria se situam maioritariamente em regiões mais ricas.

6 Regimes de trabalho a tempo parcial e os seus efeitos nos salários e no rendimento disponível

Por António Dias da Silva, Maarten Dossche, Ferdinand Dreher, Claudia Foroni e Gerrit Koester

Trabalho a tempo parcial e *lay-offs* temporários são medidas importantes para amortecer o impacto económico da pandemia de coronavírus (COVID-19).

Vários países da área do euro implementaram ou reviram os seus regimes de trabalho a tempo parcial e *lay-off* temporário⁴⁷ a fim de limitar a perda de rendimentos das famílias e os custos salariais das empresas⁴⁸. Estes regimes também apoiam igualmente a recuperação económica: preservam as relações de trabalho, de modo a que os trabalhadores estejam disponíveis e as empresas prontas a retomar a sua atividade logo que as medidas de confinamento sejam levantadas. Existem provas substanciais de que estes regimes de apoio reduzem consideravelmente as perdas de emprego na área do euro, em comparação com países onde esses regimes são escassos (por exemplo, os Estados Unidos) ou inexistentes⁴⁹. Estes regimes destinam-se a colmatar insuficiências temporárias na atividade e na procura e devem ser equilibrados com a necessidade de reestruturação económica e de reafetação do emprego dentro dos setores e entre eles.

Esta caixa estima as taxas de utilização e calcula as taxas de substituição salarial dos regimes dos cinco maiores países da área do euro. Estas economias representam mais de 80% da remuneração dos trabalhadores em toda a área do euro. A conjugação das taxas de substituição salarial com o número de participantes permite calcular o impacto do trabalho a tempo parcial no rendimento disponível das famílias durante a pandemia. Para o desenvolvimento de projeções macroeconómicas, é importante compreender os efeitos dos regimes de *lay-off* e de trabalho a tempo parcial, atuais e previstos. Por conseguinte, o impacto dos regimes deve ser monitorizado à medida que forem sendo disponibilizadas mais informações sobre a utilização efetiva.

Os efeitos dos regimes de trabalho a tempo parcial sobre perdas de rendimento variam em função da redução do tempo de trabalho. O gráfico A mostra que um trabalhador médio abrangido por um regime de trabalho a tempo parcial – por exemplo, na Alemanha⁵⁰, em Itália ou em Espanha – deverá ter uma

⁴⁷ As alterações aos regimes de trabalho a tempo parcial existentes têm sido, de um modo geral, centradas no processamento mais rápido das candidaturas, numa elegibilidade mais alargada, na compensação das contribuições para a segurança social, na extensão aos trabalhadores temporários, ou numa alteração da duração do regime.

⁴⁸ Na sequência da propagação da pandemia de coronavírus na Europa, a Comissão Europeia propôs também um regulamento do Conselho relativo à criação de um “instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência” (SURE).

⁴⁹ Para um debate sobre trabalho a tempo parcial durante a presente crise ver, por exemplo, Giupponi, G. e Landais, C. “Building effective short-time work schemes for the COVID-19 crisis”, *VOX-EU*, 1 de abril de 2020; ou Adams-Prassl, A., Boneva T., Golin M., e Rauh, C. “Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys”, *IZA Discussion Paper Series*, n.º 13183, 2020.

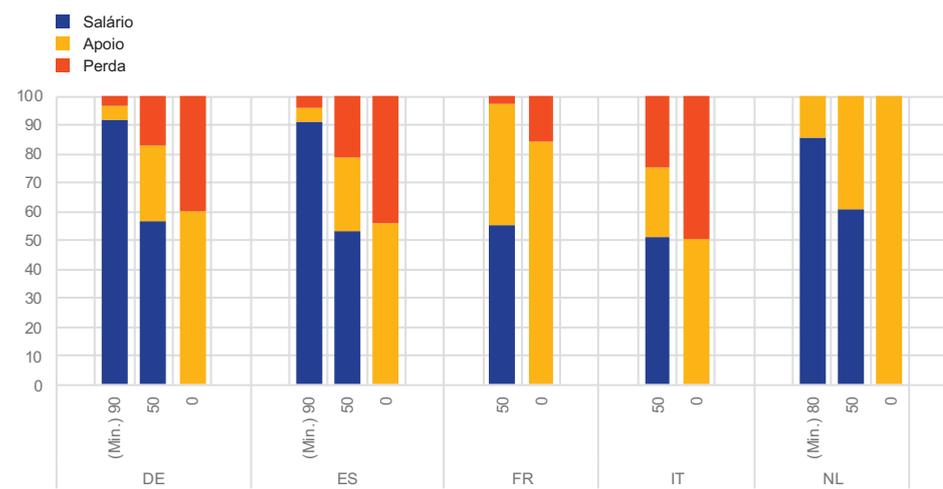
⁵⁰ Na Alemanha está prevista aplicação de um regulamento especial em 2020: a partir do quarto mês de trabalho a tempo parcial, a percentagem do rendimento perdido compensado pelo regime aumenta para 70% para beneficiários sem filhos com uma perda de horas de trabalho de, pelo menos, 50%.

perda de remuneração líquida de cerca de 25% quando trabalha 50% do seu número normal de horas de trabalho, e de cerca de 50% quando trabalha zero horas (não considerando regulamentação adicional específica do sector ou da empresa). A duração máxima dos regimes difere substancialmente de país para país.

Gráfico A

Taxa de substituição salarial para trabalhadores com salários médios

(percentagem de remuneração líquida por trabalhador por percentagem de horas de trabalho regular a tempo inteiro)



Fontes: Estimativas de especialistas do BCE com base em regulamentação nacional e dados dos bancos centrais nacionais. Notas: Os cálculos mostram o rendimento líquido do trabalho de famílias sem filhos, a nível individual, nos primeiros meses de pagamento do apoio. "Min." reflete a redução mínima do horário de trabalho necessária para receber o apoio.

Em função da sua conceção, os efeitos dos regimes de cada país sobre a mensuração da remuneração por trabalhador e sobre a remuneração por hora podem diferir substancialmente entre os países da área do euro. Enquanto na Alemanha e em Espanha as prestações são pagas diretamente aos trabalhadores, nos Países Baixos, em França e em Itália, os empregadores recebem um subsídio para financiar os seus pagamentos aos trabalhadores. Em diferentes países, esses regimes podem ser refletidos nas estatísticas de diferentes formas, dependendo da classificação decidida pelo Eurostat. Se os apoios forem pagos diretamente aos trabalhadores e registados como transferências sociais, enquanto os salários diminuem em relação ao número de horas trabalhadas, estes regimes podem apresentar-se como uma forte diminuição da remuneração por trabalhador. Em contrapartida, nos países em que o regime se baseia num subsídio pago aos empregadores, que continuam a pagar a totalidade dos salários por um número reduzido de horas de trabalho, os regimes podem implicar uma remuneração por hora mais elevada.

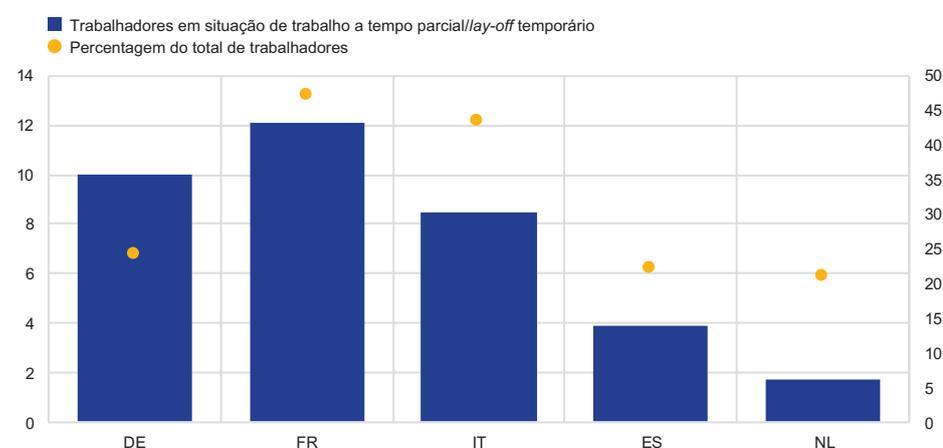
Nos cinco maiores países da área do euro é provável que uma parte substancial dos trabalhadores esteja em situação de trabalho a tempo parcial ou de *lay-off* temporário. Estimativas preliminares (ver o gráfico B) baseadas em diferentes fontes sugerem que podem existir cerca de 10 milhões de trabalhadores abrangidos por estes regimes na Alemanha (24% dos trabalhadores) e cerca de 12 milhões em França (47% dos trabalhadores). São estimados 8,5 milhões em Itália (44% dos trabalhadores), 3,9 milhões em Espanha (23% dos trabalhadores) e 1,7 milhões nos Países Baixos (21% dos trabalhadores). Uma vez que os dados

oficiais relativos a alguns destes países ainda não foram divulgados, estes dados devem ser considerados com precaução. São aqui utilizados a título ilustrativo para avaliar os efeitos das medidas sobre o rendimento. Além disso, os valores são suscetíveis de constituir um limite superior, refletindo as taxas de utilização durante o período de vigência das medidas de confinamento. Não são analisadas nesta caixa as medidas governamentais adicionais destinadas a apoiar os trabalhadores por conta própria.

Gráfico B

Estimativas do número de trabalhadores em situação de trabalho a tempo parcial/*lay-off* temporário

(escala da esquerda: milhões de trabalhadores; escala da direita: percentagem de trabalhadores)



Fontes: Estimativas dos especialistas do BCE com base em informações do IAB (Alemanha), Dares (França), INPS (Itália), Factiva (Espanha) e UWV (Países Baixos).

Nota: Com base em informação recolhida até meados de maio de 2020.

O impacto preciso do trabalho a tempo parcial no rendimento disponível das famílias é ainda incerto. Não só o número de beneficiários tem vindo a mudar rapidamente, como a redução precisa do número de horas trabalhadas por beneficiário também continua a ser desconhecida. Para avaliar a importância dos regimes de trabalho a tempo parcial para o rendimento disponível das famílias, o gráfico C apresenta duas ilustrações que mostram um período de impacto elevado (aplicável *durante* o período de confinamento) e um período de impacto reduzido (com medidas de contenção relativamente mais flexíveis aplicáveis *após* o período de confinamento) com base nos cálculos para os cinco maiores países da área do euro. De um modo geral, as características destes dois períodos estão em consonância com o cenário de *severidade média* para a atividade da área do euro no segundo trimestre de 2020, com medidas de confinamento rigorosas a serem levantadas durante o mês de maio de 2020⁵¹.

⁵¹ Ver o cenário de severidade média na caixa intitulada [Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2020.

Os apoios ao trabalho a tempo parcial estão a amortecer de forma significativa o impacto do coronavírus (COVID-19) sobre o rendimento disponível das famílias.

Na ausência de apoios ao trabalho a tempo parcial, a diminuição do rendimento do trabalho das famílias da área do euro devido à redução do número de horas trabalhadas poderia atingir -22% durante o período de confinamento (ver o gráfico C, período de impacto elevado)⁵². No entanto, graças aos apoios ao trabalho a tempo parcial, a queda do rendimento líquido do trabalho deverá corresponder a apenas 7%, embora seja necessário reconhecer diferenças significativas entre os indivíduos e entre os países. Uma vez que o rendimento do trabalho representa cerca de dois terços do rendimento disponível das famílias, é de esperar que os regimes de trabalho a tempo parcial proporcionem uma reserva de cerca de 10% do rendimento disponível das famílias (ou seja, excluindo rendimento misto e rendimento de propriedades). Após o termo do período de confinamento, o período de impacto reduzido mostra que a perda do rendimento líquido do trabalho poderia diminuir para -3%, a par com a redução rápida dos apoios ao trabalho a tempo parcial.

Ao ajudarem a preservar os postos de trabalho durante a crise, os regimes de trabalho a tempo parcial também atenuam o aumento da incerteza sobre os rendimentos.

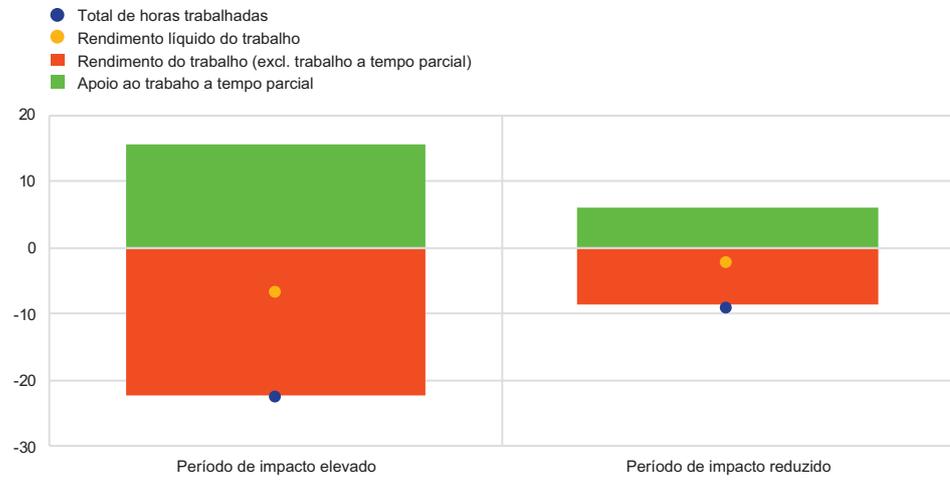
Regimes de trabalho a tempo parcial não só ajudam as famílias a manter os seus rendimentos, como também ajudam as empresas a preservar o seu fluxo de caixa. Como resultado, menos postos de trabalho estarão em risco até ao início da recuperação económica. Reduzir a incerteza das famílias quanto aos rendimentos é outro meio através do qual as políticas públicas podem ajudar a atenuar os efeitos adversos da pandemia de coronavírus sobre a despesa das famílias.

⁵² Pressupõe-se que as horas de trabalho de cada beneficiário diminuem em média 75%. Esta redução estimada do número de horas trabalhadas é, por exemplo, superior à redução efetiva das horas trabalhadas pelos beneficiários de apoios ao trabalho a tempo parcial na Alemanha durante a crise financeira. No entanto parece razoável, dada a redução substancial das horas trabalhadas em vários setores durante o período de confinamento.

Gráfico C

Trabalho a tempo parcial e rendimento do trabalho na área do euro

(taxas de variação (%), contributos em pontos percentuais)



Fontes: Estimativas dos especialistas do BCE para a área do euro (cinco maiores países) com base em informações preliminares sobre o número de trabalhadores a tempo parcial do IAB (Alemanha), Dares (França), INPS (Itália), Factiva (Espanha) e UWV (Países Baixos).
Notas: O período de impacto elevado utiliza o número estimado de trabalhadores a tempo parcial no gráfico B e pressupõe uma redução média de 75% das horas trabalhadas, por beneficiário. O período de impacto reduzido pressupõe apenas metade do número de trabalhadores afetados no cenário de impacto elevado. Pressupõe uma menor redução das horas trabalhadas por beneficiário, 60% em média.

A crise resultante da pandemia de COVID-19 e as suas implicações para as políticas orçamentais

Por por Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Nadine Leiner-Killinger

A pandemia do coronavírus (COVID-19) sobrecarregou de forma nunca antes vista as economias e finanças públicas dos países da área do euro, o que exigirá uma resposta firme da UE, para além da ação a nível nacional. A 20 de maio, a Comissão Europeia publicou as suas recomendações específicas por país para as políticas económicas e orçamentais no âmbito do Semestre Europeu de 2020⁵³. Em 27 de maio, apresentou propostas relativas a um fundo de recuperação destinado a apoiar a recuperação através de investimento futuro e reformas estruturais⁵⁴. Esta caixa analisa a forma como as políticas orçamentais nacionais estão a ser coordenadas ao abrigo do Semestre Europeu deste ano e explica que, para assegurar uma recuperação equilibrada entre os países da área do euro e combater a fragmentação, será necessário um apoio considerável para além do já fornecido a nível nacional.

Em resposta ao dramático choque causado pela pandemia de COVID-19, todos os países da área do euro implementaram pacotes de medidas orçamentais.

Estes pacotes consistem em medidas discricionárias de estímulo orçamental, garantias estatais para empréstimos a empresas e outras medidas de apoio à liquidez. Uma componente importante das medidas discricionárias diz respeito ao apoio às empresas, nomeadamente para preservar o emprego⁵⁵. Os países centraram-se também na despesa com a saúde e em medidas destinadas a apoiar os desempregados e outros grupos vulneráveis através de várias transferências sociais. Do lado das receitas, os diferimentos de impostos e de contribuições para a segurança social destinam-se principalmente a conceder apoio à liquidez das famílias e empresas. De acordo com as [previsões económicas da primavera de 2020](#) da Comissão Europeia, as medidas orçamentais discricionárias ascendem a 3,25% do PIB a nível agregado na área do euro. Além disso, as garantias estatais para empréstimos a empresas e outras medidas de apoio à liquidez ascendem a cerca de 20% do PIB da área do euro, de acordo com os planos orçamentais das administrações públicas, tal como delineados nos programas de estabilidade publicados no final de abril⁵⁶. No entanto, estes planos revelam grandes diferenças em termos de dimensão dos pacotes adotados nos vários países, sobretudo no montante das garantias estatais concedidas. Estas diferenças aumentam o risco de

⁵³ Para mais informações, ver [2020 European Semester: Country Specific Recommendations / Commission Recommendations](#). As recomendações foram aprovadas pelo Conselho ECOFIN em 9 de junho.

⁵⁴ Para mais informações, ver [A Hora da Europa: Reparar os Danos e Preparar o Futuro para a Próxima Geração](#).

⁵⁵ Ver também a caixa intitulada "Regimes de tempo de trabalho a tempo parcial e os seus efeitos nos salários e no rendimento disponível" nesta edição do Boletim Económico.

⁵⁶ Para mais informações, ver [2020 European Semester: National Reform Programmes and Stability/Convergence Programmes](#).

uma recuperação desigual na área do euro e de fragmentação entre as economias da área do euro.

A fim de facilitar uma resposta suficiente e imediata à crise excecional, o Conselho ECOFIN de 23 de março ativou cláusula de derrogação geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Em caso de recessão económica grave que afete a área do euro ou a UE no seu conjunto, e desde que a sustentabilidade da dívida não esteja ameaçada, o acionamento desta cláusula permite que os países se afastem do requisito de ajustamento orçamental que é normalmente aplicável ao abrigo das regras orçamentais da UE⁵⁷. O Conselho ECOFIN salientou que a ação resultante deve ser “concebida, conforme adequado, para ser oportuna, temporária e bem direcionada”.

A profundidade do choque causado pela pandemia de COVID-19 e a dimensão da resposta orçamental conduziram a uma deterioração drástica e heterogeneidade das posições orçamentais. De acordo com as previsões económicas da primavera de 2020 da Comissão Europeia, o défice orçamental da área do euro deverá aumentar para 8,5% do PIB em 2020, face a 0,6% do PIB no ano passado. Embora onze países tivessem registado excedentes orçamentais em 2019, todos os países da área do euro deverão registar défices orçamentais superiores ao valor de referência de 3% do PIB este ano. Os maiores défices estão previstos para a Bélgica, Espanha, França e Itália, que se encontravam entre os países que iniciaram a crise com rácios da dívida pública em relação ao PIB elevados (ver os gráficos A e B). O rácio agregado da dívida em relação ao PIB da área do euro deverá aumentar fortemente, em 16,7 pontos percentuais, para 102,7% do PIB em 2020, com grande heterogeneidade entre os países. Os países que entraram na crise com rácios da dívida de cerca de 100% sofrerão os maiores aumentos de endividamento. Apenas seis países da área do euro (Estónia, Luxemburgo, Letónia, Lituânia, Malta e Eslováquia) deverão manter rácios da dívida abaixo do valor de referência de 60% do PIB em 2020. Em 2021, num cenário de políticas inalteradas, os rácios do défice orçamental e da dívida em relação ao PIB deverão diminuir, embora se mantenham muito acima dos níveis anteriores à crise.

De acordo com a Comissão, nenhum país da área do euro está atualmente em conformidade com o critério do défice público do Tratado e alguns também não cumprem o seu critério de dívida⁵⁸. No entanto, tendo em conta a incerteza excecionalmente elevada em relação à evolução económica, “nomeadamente para a definição de uma trajetória credível para a política orçamental”⁵⁹, a Comissão

⁵⁷ Para mais informações, consultar a [Declaração dos ministros das Finanças da UE sobre o Pacto de Estabilidade e Crescimento no contexto da crise da COVID-19](#), de 23 de março de 2020.

⁵⁸ A Comissão Europeia elaborou relatórios nos termos do artigo 126.º, n.º 3, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia para todos os Estados-Membros, com exceção da Roménia (ver [Excessive deficit procedures – overview](#)). Estes relatórios avaliam a conformidade dos Estados-Membros com o critério do défice em 2020, com base nos seus planos ou nas previsões económicas da primavera de 2020 da Comissão Europeia. Em todos os casos, com exceção da Bulgária, a Comissão Europeia conclui que o critério do défice não é cumprido. Além disso, os relatórios relativos à Bélgica, Chipre, França, Grécia, Itália e Espanha também avaliam o cumprimento do critério da dívida em 2019, com base nos dados relativos à execução. No caso da Bélgica, França e Espanha, a Comissão conclui que o critério da dívida não é cumprido, enquanto no caso de Chipre e da Grécia, a sua conclusão aponta para a conformidade. Para a Itália, a Comissão Europeia conclui que não existem elementos de prova suficientes de que o critério da dívida é ou não cumprido.

⁵⁹ Ver [Comunicação da Comissão: Semestre Europeu 2020: recomendações específicas por país](#).

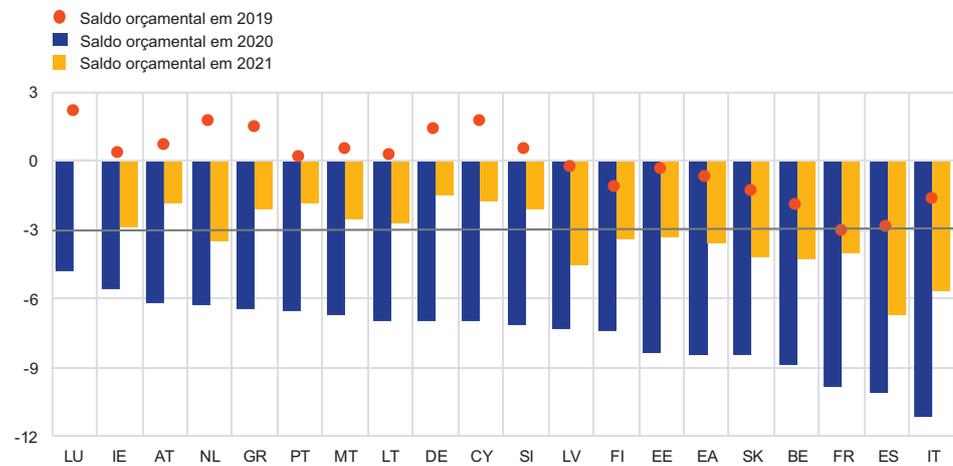
não recomenda atualmente a abertura de procedimentos relativos aos défices excessivos. No final do ano, a Comissão reavaliará as situações orçamentais dos Estados-Membros com base nas previsões económicas do outono de 2020 e nos projetos de planos orçamentais dos países da área do euro para 2021.

Todos os países terão de continuar a apoiar as suas economias a fim de recuperar do choque grave, salvaguardando ao mesmo tempo a sustentabilidade orçamental a médio prazo. As recomendações da Comissão para as políticas orçamentais para 2020-21 indicam que os países devem “adotar, em consonância com a cláusula de derrogação geral, todas as medidas necessárias para combater eficazmente a pandemia, sustentar a economia e apoiar a recuperação subsequente”. Posteriormente, “quando as condições económicas o permitirem”, recomenda-se aos países “prosseguir políticas orçamentais destinadas a alcançar situações orçamentais prudentes a médio prazo e a garantir a sustentabilidade da dívida pública, reforçando simultaneamente o investimento”. Quando a grave recessão económica se dissipar e antes de surgirem dúvidas quanto à sustentabilidade da dívida a médio prazo, é necessário pôr termo à aplicação da cláusula de derrogação geral do Pacto. As políticas orçamentais deverão então retomar os ajustamentos previstos no Pacto.

Gráfico A

Saldos orçamentais das administrações públicas, 2019-2021

(em percentagem do PIB)

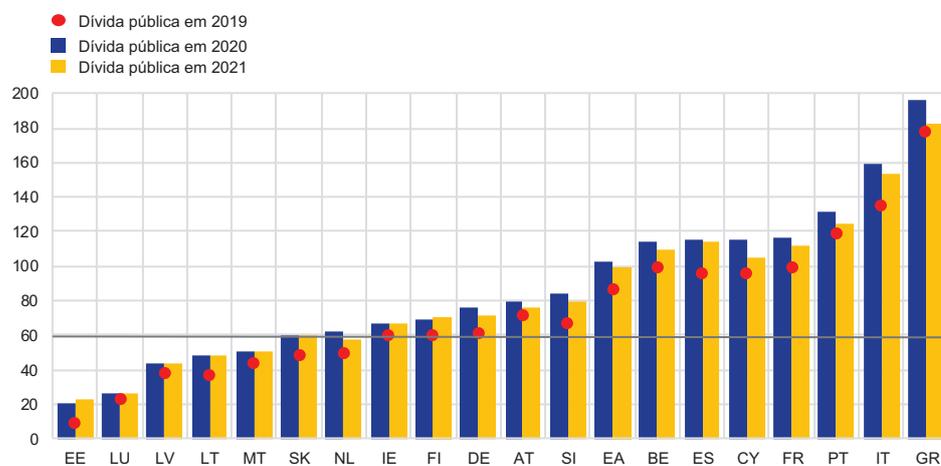


Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos do BCE.

Gráfico B

Dívida bruta das administrações públicas, 2019-2021

(em percentagem do PIB)



Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos do BCE.

É necessária uma resposta europeia forte para apoiar a recuperação e evitar a fragmentação económica na área do euro, tendo sido dados os primeiros passos. Foram criadas redes de segurança para os trabalhadores, as empresas e as entidades soberanas, o que corresponde a um pacote de 540 mil milhões de euros. Em primeiro lugar, um instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência (SURE) irá conceder empréstimos a entidades soberanas e deverá desbloquear financiamento para os regimes nacionais de trabalho a tempo parcial, bem como para algumas despesas relacionadas com a saúde durante o período de emergência. Os empréstimos num montante total de 100 mil milhões de euros serão concedidos aos Estados-Membros em condições favoráveis, com base, tanto quanto possível, no orçamento da UE e com garantias prestadas pelos Estados-Membros⁶⁰. Em segundo lugar, será criado um fundo de garantia pan-europeu de 25 mil milhões de euros para reforçar as atividades do Banco Europeu de Investimento (BEI). Tal poderia apoiar 200 mil milhões de euros de financiamento para as empresas, nomeadamente através dos bancos nacionais de desenvolvimento⁶¹. Em terceiro lugar, como salvaguarda para os Estados soberanos da área do euro, foi criado um instrumento de apoio à crise pandémica, com base na linha de crédito cautelares existente no Mecanismo Europeu de Estabilidade, a linha de crédito com condições reforçadas (*Enhanced Conditions Credit Line*). Será concedido acesso a 2% do PIB de 2019 do respetivo Estado-Membro, com uma dotação global de 240 mil milhões de euros. O único requisito para aceder à linha de crédito é que os Estados-Membros que solicitam apoio se comprometam a utilizar esta linha de crédito para apoiar o financiamento nacional dos custos diretos e indiretos relacionados com cuidados de saúde, cura e prevenção devido à crise provocada pela pandemia de COVID-19⁶².

⁶⁰ Ver Regulamento (UE) 2020/672 do Conselho de 19 de maio de 2020 relativo à criação de um instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência (SURE) na sequência do surto de COVID-19 (OJ L 159, 20.5.2020, p. 1).

⁶¹ Ver EIB Board approves €25 billion Pan-European Guarantee Fund in response to COVID-19 crisis.

⁶² Ver ESM Pandemic Crisis Support.

No entanto, são necessários mais esforços para preparar e apoiar a recuperação a nível da UE. Em 27 de maio, a Comissão Europeia apresentou as suas propostas para um plano de recuperação que inclui um novo instrumento de recuperação de 750 mil milhões de euros denominado *Next Generation EU*, integrado num quadro financeiro plurianual reforçado (QFP). O *Next Generation EU* consistirá em 500 mil milhões de euros em subvenções e 250 mil milhões de euros em empréstimos aos Estados-Membros, nomeadamente para apoiar o investimento e as reformas estruturais. Será dada prioridade aos investimentos estratégicos a longo prazo para apoiar a transição ecológica e digital. No futuro, é importante que os Estados-Membros cheguem rapidamente a acordo sobre os esforços necessários para apoiar as suas economias.

© Banco Central Europeu, 2020

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

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

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

A data de fecho das estatísticas incluídas nesta publicação foi 3 de junho de 2020.
Para obter terminologia específica, por favor consulte o [Glossário do BCE](#) (disponível apenas em língua inglesa).

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-20-004-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep