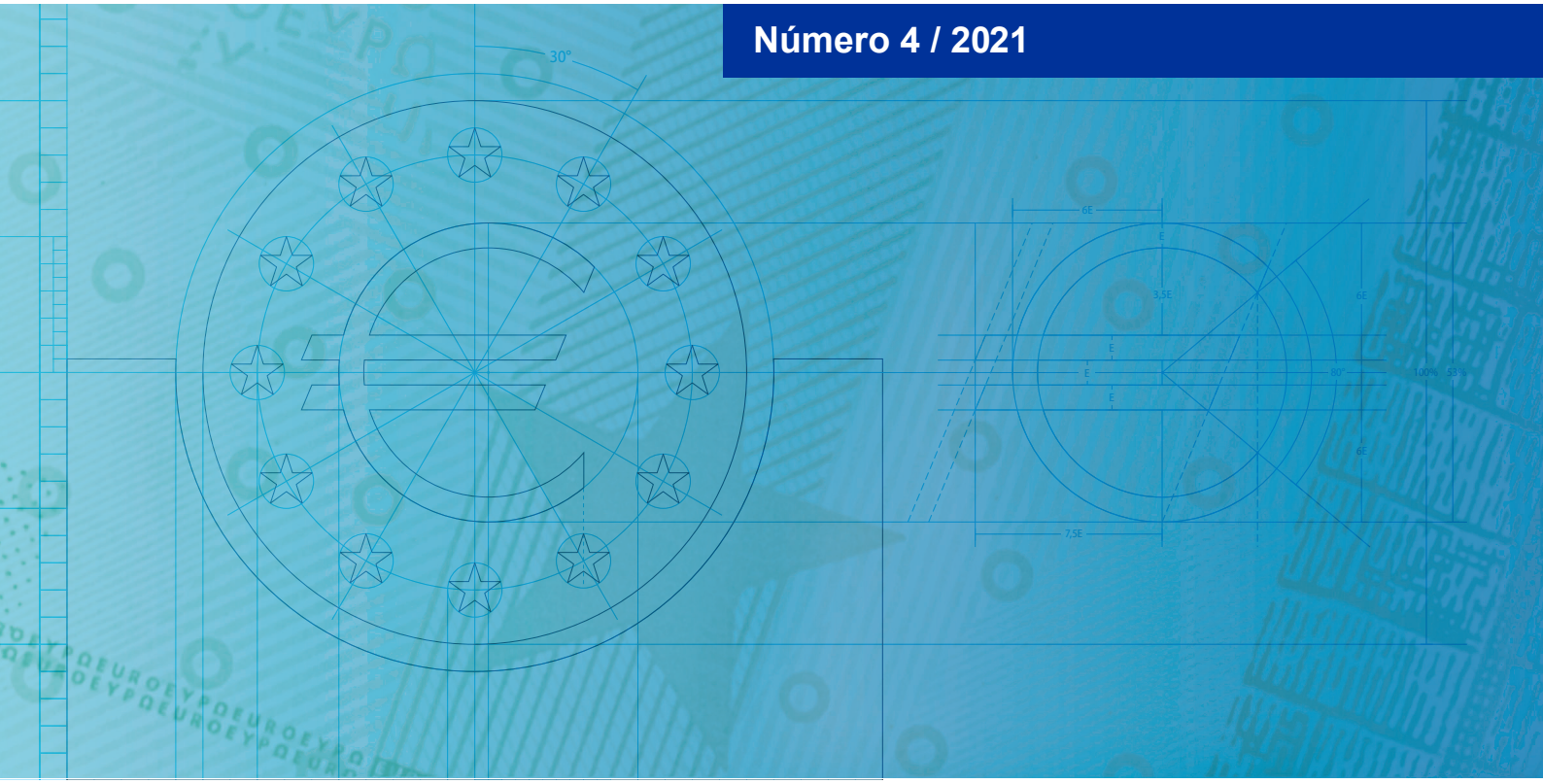
BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 4 / 2021



Índice

Evolução económica e monetária **2**

Apreciação global 2

1 Conjuntura externa 9

2 Evolução financeira 19

3 Atividade económica 25

4 Preços e custos 32

5 Moeda e crédito 40

6 Evolução orçamental 49

Caixas **54**

1 Evolução da balança corrente da área do euro durante a pandemia 54

2 Impacto das medidas de apoio orçamental nas necessidades de liquidez das empresas durante a pandemia 62

3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 27 de janeiro a 27 de abril de 2021 68

4 O impacto da crise da COVID-19 no mercado de trabalho da área do euro para homens e mulheres 76

5 Evolução dos preços da habitação na área do euro durante a pandemia de coronavírus 85

6 A escassez de semicondutores e as respetivas implicações para o comércio, a produção e os preços da área do euro 89

7 Implicações dos programas de estabilidade de 2021 para as políticas orçamentais na área do euro 94

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Após a contração observada no primeiro trimestre do presente ano, a economia da área do euro está a abrir gradualmente à medida que a situação pandémica resultante do coronavírus (COVID-19) melhora e as campanhas de vacinação avançam consideravelmente. Os dados mais recentes assinalam uma recuperação da atividade no setor dos serviços e o atual dinamismo na produção da indústria transformadora. Prevê-se que a atividade económica acelere no segundo semestre de 2021 à medida que as medidas de contenção adicionais são levantadas. A retoma das despesas de consumo, a forte procura mundial e políticas orçamentais e monetárias acomodatícias prestarão um apoio vital à recuperação. Paralelamente, persistem incertezas, dado que as perspetivas económicas de curto prazo continuam a depender da trajetória da pandemia e do modo como a economia reage após a reabertura. A inflação aumentou nos últimos meses, em larga medida devido a efeitos de base, fatores transitórios e uma subida dos preços dos produtos energéticos. Espera-se que aumente novamente no segundo semestre, antes de diminuir à medida que os fatores temporários se desvanecem. As novas projeções elaboradas por especialistas apontam para um aumento gradual das pressões inflacionistas subjacentes ao longo do horizonte de projeção, embora as pressões se mantenham moderadas no contexto de uma ainda considerável margem disponível na economia que apenas será absorvida gradualmente ao longo do horizonte de projeção. Prevê-se que a inflação global permaneça abaixo do objetivo do Conselho do BCE ao longo do horizonte de projeção.

Preservar condições de financiamento favoráveis durante o período da pandemia continua a ser essencial para reduzir a incerteza e reforçar a confiança, apoiando, assim, a atividade económica e salvaguardando a estabilidade de preços no médio prazo. As condições financeiras das empresas e das famílias mantiveram-se globalmente estáveis desde a reunião de política monetária do Conselho do BCE em março. Porém, as taxas de juro do mercado subiram novamente. Embora reflita em parte a melhoria das perspetivas económicas, uma subida sustentada das taxas de mercado poderia traduzir-se numa maior restritividade das condições de financiamento em geral, relevantes para o conjunto da economia. Esse aumento da restritividade seria prematuro e representaria um risco para a retoma económica em curso e para as perspetivas para a inflação. Neste contexto, e com base numa avaliação conjunta das condições de financiamento e das perspetivas de inflação, o Conselho do BCE decidiu confirmar a orientação muito acomodatícia da sua política monetária.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 10 de junho de 2021

As projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema sugerem que a atividade económica mundial continuou a recuperar na viragem do ano, não obstante a intensificação da pandemia, com as economias de mercado emergentes a tornarem-se o epicentro de novas infeções a nível mundial. Enquanto a atividade no quarto trimestre de 2020 revelou ser ligeiramente mais robusta do que o esperado em projeções anteriores, a economia mundial começou 2021 numa posição mais fraca num contexto de ressurgimento de novas infeções e medidas de contenção mais restritivas. Inquéritos recentes assinalam um forte dinamismo da atividade mundial, embora sinais de divergência entre economias avançadas e economias de mercado emergentes, e entre os setores da indústria transformadora e dos serviços, se estejam a tornar mais visíveis. Projeta-se que o considerável estímulo orçamental aprovado pela Administração Biden reforce a retoma nos Estados Unidos, com algumas repercussões positivas a nível mundial. Neste contexto, as perspetivas de crescimento da economia mundial praticamente não mudaram em comparação com as projeções anteriores. Projeta-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) aumente 6,2% este ano, desacelerando depois para 4,2% e 3,7% em 2022 e 2023, respetivamente. Porém, a procura externa da área do euro foi revista em alta face às projeções anteriores. Projeta-se que aumente 8,6% no presente ano, e 5,2% e 3,4% em 2022 e 2023, respetivamente. Tal reflete a maior procura dos Estados Unidos e do Reino Unido, os principais parceiros comerciais da área do euro. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos em alta para o presente ano num contexto de preços das matérias-primas mais elevados e uma procura mais robusta. Os riscos para as projeções de referência mundiais estão relacionados sobretudo com a trajetória futura da pandemia. Considera-se que os outros riscos para as perspetivas para a atividade mundial são globalmente equilibrados, enquanto os riscos para a inflação mundial se encontram enviesados em sentido ascendente.

As condições financeiras na área do euro continuaram a tornar-se ligeiramente mais restritivas desde a última reunião do Conselho do BCE, num contexto de sentimento de risco positivo. Ao longo do período em análise (11 de março a 9 de junho de 2021), as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro e os respetivos diferenciais em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* aumentaram moderadamente, sobretudo num contexto de melhorias das perspetivas económicas, graças ao progresso das campanhas de vacinação no conjunto da área do euro, juntamente com a continuação das políticas de apoio. A curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) aumentou ligeiramente nos vencimentos a médio e longo prazo e os prazos curtos da curva mantiveram-se, em larga medida, os mesmos, sugerindo não existirem expetativas de alterações nas taxas diretoras no muito curto prazo. Os preços das ações também aumentaram, apoiados por uma combinação de taxas de desconto ainda relativamente baixas com a forte recuperação das expetativas de crescimento dos lucros das empresas. Refletindo os preços das ações, a restritividade dos diferenciais das obrigações das empresas da área do euro continuou a aumentar,

situando-se os mesmos em níveis observados pela última vez antes de março de 2020. Nos mercados cambiais, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro fortaleceu-se ligeiramente.

No primeiro trimestre, o PIB real da área do euro desceu novamente, em 0,3%, situando-se 5,1% abaixo do seu nível anterior à pandemia no quarto trimestre de 2019. Os inquéritos às empresas e consumidores e os indicadores de elevada frequência apontam para uma melhoria significativa da atividade no segundo trimestre deste ano. Os inquéritos às empresas indicam uma forte recuperação da atividade dos serviços à medida que o número de infeções diminui, o que permitirá uma normalização gradual das atividades de elevado contacto. A produção na indústria transformadora permanece robusta, apoiada por uma procura mundial sólida, embora os estrangulamentos do lado da oferta possam provocar alguns fatores adversos para a atividade industrial no curto prazo. Os indicadores de confiança dos consumidores estão a fortalecer-se, sugerindo uma forte recuperação do consumo privado no próximo período. O investimento empresarial revela resiliência, apesar do enfraquecimento dos balanços das empresas e das perspetivas económicas ainda incertas. Em termos prospetivos, prevê-se que o crescimento continue a melhorar fortemente no segundo semestre de 2021, uma vez que os progressos nas campanhas de vacinação permitem uma maior flexibilização das medidas de contenção. A médio prazo, espera-se que a recuperação da economia da área do euro seja impulsionada por uma procura interna e mundial mais forte, bem como pela continuação do apoio da política monetária e da política orçamental.

Esta avaliação encontra-se globalmente refletida no cenário de base das projeções macroeconómicas de junho de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema. Estas projeções indicam que o crescimento real anual do PIB se situará em 4,6% em 2021, 4,7% em 2022 e 2,1% em 2023. Em comparação com as projeções de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a atividade económica foram revistas em alta para 2021 e 2022, mas permanecem inalteradas no tocante a 2023.

Em termos gerais, os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro apresentam-se, em geral, equilibrados. Por um lado, uma recuperação ainda mais forte poderia assentar em perspetivas mais favoráveis para a procura mundial e numa redução mais rápida do que o previsto da poupança das famílias, uma vez levantadas as restrições sociais e às viagens. Por outro lado, a pandemia em curso, incluindo a propagação de mutações do vírus, e as suas implicações para as condições económicas e financeiras, continuam a ser uma fonte de riscos em sentido descendente.

De acordo com a publicação provisória do Eurostat, a inflação homóloga na área do euro aumentou de 1,3% em março para 1,6% em abril e 2,0% em maio de 2021. Esta subida deveu-se sobretudo a um forte aumento da inflação dos preços dos produtos energéticos (refletindo consideráveis efeitos de base em sentido ascendente e aumentos mensais em cadeia), mas também, em menor grau, a uma ligeira subida da inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos. É provável que a inflação global aumente novamente por volta do

outono, espelhando principalmente a inversão da redução temporária do IVA na Alemanha. A inflação deverá voltar a diminuir no início do próximo ano, com o desvanecimento dos fatores temporários e a moderação dos preços mundiais dos produtos energéticos. Espera-se que as pressões subjacentes sobre os preços aumentem ligeiramente este ano, devido a restrições temporárias da oferta e à recuperação da procura interna. Contudo, espera-se que as pressões sobre os preços permaneçam, em geral, fracas, refletindo, em parte, pressões salariais reduzidas, no contexto de uma margem disponível na economia ainda significativa, e a apreciação das taxas de câmbio do euro. Quando o impacto da pandemia se dissipar, a anulação da elevada margem disponível na economia, apoiada por uma política monetária e políticas orçamentais acomodatícias, contribuirá para um aumento gradual da inflação subjacente a médio prazo. As medidas baseadas em inquéritos e os indicadores baseados no mercado das expetativas de inflação a mais longo prazo mantêm-se em níveis fracos, ainda que os indicadores baseados no mercado tenham continuado a subir.

Esta avaliação encontra-se globalmente refletida no cenário de referência das projeções macroeconómicas de junho de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, que indica que a inflação anual se situará em 1,9% em 2021, 1,5% em 2022 e 1,4% em 2023. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação foram revistas em alta no tocante a 2021 e 2022, devido, em grande parte, a fatores temporários e a subidas da inflação dos preços dos produtos energéticos. Mantêm-se inalteradas para 2023, altura em que o aumento esperado da inflação subjacente é, em grande medida, contrabalançado pela descida esperada da inflação dos preços dos produtos energéticos. Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares aumente de 1,1% em 2021 para 1,3% em 2022 e 1,4% em 2023, com revisões em alta observadas ao longo do horizonte de projeção em comparação com o exercício de projeção de março de 2021.

A criação de moeda na área do euro registou uma moderação em abril de 2021, mostrando alguns sinais iniciais de normalização na sequência da expansão monetária significativa associada à crise do coronavírus. O crescimento do agregado monetário largo (M3) diminuiu para 9,2% em abril de 2021, face a 10,0% em março e 12,3% em fevereiro. A desaceleração em março e abril ficou a dever-se em parte a fortes efeitos de base negativos, uma vez que grandes entradas observadas na fase inicial da crise pandémica foram retiradas das estatísticas relativas ao crescimento homólogo. Reflete igualmente uma moderação da dinâmica monetária a mais curto prazo, que teve origem sobretudo na evolução mais fraca dos depósitos de famílias e empresas em abril e na redução das necessidades de liquidez à medida que a situação pandémica melhora. As atuais compras de ativos pelo Eurosistema continuam a ser a maior fonte de criação de moeda. Embora em fase de desaceleração, o agregado monetário estreito M1 permaneceu o principal fator a contribuir para o crescimento do agregado monetário largo. O seu forte contributo está em linha com a preferência ainda elevada por liquidez no setor detentor de moeda e com os baixos custos de oportunidade de detenção das formas mais líquidas de moeda.

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao setor privado diminuiu para 3,2% em abril, face a 3,6% em março e 4,5% em fevereiro. Esta descida ocorreu no contexto de uma dinâmica oposta dos empréstimos às sociedades não financeiras e às famílias. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às sociedades não financeiras diminuiu para 3,2% em abril, face a 5,3% em março e 7,0% em fevereiro. Esta contração reflete fortes efeitos de base negativos e uma ligeira antecipação da disponibilização de crédito em março em comparação com abril. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias aumentou para 3,8% em abril, após 3,3% em março e 3,0% em fevereiro, apoiada por fluxos mensais robustos e efeitos de base positivos. De um modo geral, as medidas de política monetária do Conselho do BCE, a par das medidas adotadas pelos governos nacionais e por outras instituições europeias, continuam a ser essenciais para apoiar as condições de crédito bancário e o acesso a financiamento, designadamente pelos mais afetados pela pandemia.

Como resultado do abrandamento económico muito acentuado durante a pandemia de coronavírus e da forte reação orçamental, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro aumentou consideravelmente para 7,3% do PIB em 2020, face a 0,6% em 2019. Este ano, quando novas vagas da pandemia atingiram os países da área do euro, muitas das medidas de emergência foram prolongadas e adotaram-se medidas adicionais de apoio à recuperação. Por conseguinte, as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam apenas uma melhoria marginal do saldo orçamental das administrações públicas da área do euro, devendo este situar-se em -7,1% do PIB em 2021. Contudo, com o abrandamento da pandemia e o fortalecimento da recuperação económica, o rácio do défice deverá diminuir a um ritmo mais rápido, atingindo 3,4% em 2022 e 2,6% no final do horizonte de projeção em 2023. Projeta-se que a dívida da área do euro registe um máximo um pouco abaixo de 100% do PIB em 2021 e desça para aproximadamente 95% do PIB em 2023, valor que é cerca de 11 pontos percentuais mais elevado do que o registado antes da crise do coronavírus. Não obstante, uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada continua a ser crucial, dado que uma retirada prematura de apoio orçamental poderia enfraquecer a recuperação e amplificar as marcas mais duradouras deixadas na economia. As políticas orçamentais nacionais devem, portanto, continuar a proporcionar apoio crítico e atempado às empresas e às famílias mais expostas à pandemia em curso e às medidas de contenção associadas. Em paralelo, as medidas orçamentais devem permanecer temporárias e contracíclicas, assegurando, ao mesmo tempo, que são suficientemente direcionadas para dar uma resposta eficaz às vulnerabilidades e apoiar uma recuperação célere da economia da área do euro. Como complemento das medidas orçamentais nacionais, o pacote do “Next Generation EU” (NGEU) deverá desempenhar um papel fundamental, contribuindo para uma recuperação mais rápida, forte e uniforme. Este deverá aumentar a resiliência económica e o potencial de crescimento das economias dos Estados-Membros da UE, em particular, se os fundos forem utilizados para despesas públicas produtivas e aliados a políticas estruturais centradas na melhoria da produtividade. De acordo com as projeções macroeconómicas de junho, a combinação de empréstimos e subvenções ao abrigo do NGEU deverá proporcionar um estímulo adicional de cerca de 0,5% do PIB por ano, entre 2021 e 2023.

Decisões de política monetária

Em 10 de junho de 2021, o Conselho do BCE decidiu reconfirmar a orientação muito acomodatícia da sua política monetária de modo a preservar condições de financiamento favoráveis para todos os setores da economia, o que é necessário para assegurar uma recuperação económica sustentada e salvaguardar a estabilidade de preços.

1. O Conselho do BCE decidiu não alterar as taxas de juro diretoras do BCE. Espera-se que estas se mantenham nos níveis atuais ou em níveis inferiores até se observar que as perspetivas de inflação estão a convergir de forma robusta no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente.

2. O Conselho do BCE continuará a realizar aquisições líquidas de ativos no âmbito do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP), com uma dotação total de 1850 mil milhões de euros, no mínimo, até ao final de março de 2022 e, em qualquer caso, até o Conselho do BCE considerar que o período de crise do coronavírus terminou. Com base numa avaliação conjunta das condições de financiamento e das perspetivas de inflação, o Conselho do BCE espera que as aquisições líquidas no âmbito do PEPP ao longo do próximo trimestre continuem a ser conduzidas a um ritmo significativamente mais elevado do que nos primeiros meses do ano. O Conselho do BCE realizará as aquisições de forma flexível de acordo com as condições de mercado e a fim de evitar um aumento da restritividade das condições de financiamento que seja incompatível com contrariar o impacto em sentido descendente da pandemia na trajetória projetada da inflação. Além disso, a flexibilidade das aquisições ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições continuará a apoiar a transmissão regular da política monetária. Se for possível manter condições de financiamento favoráveis com fluxos de compras de ativos que não esgotem a dotação no horizonte de aquisições líquidas ao abrigo do PEPP, a dotação não terá de ser utilizada na íntegra. De igual modo, a dotação pode ser recalibrada, se necessário, para manter condições de financiamento favoráveis, a fim de ajudar a contrariar o choque negativo provocado pela pandemia na trajetória da inflação. Além disso, o Conselho do BCE continuará a reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no contexto do PEPP, pelo menos, até ao final de 2023. De qualquer forma, a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada.

3. As aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) prosseguirão a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros. O Conselho do BCE continua a esperar que as aquisições mensais líquidas de ativos no contexto do APP decorram enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatício das taxas diretoras do BCE e que cessem pouco antes de o Conselho do BCE começar a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE. Além disso, o Conselho do BCE pretende continuar a

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

4. Por último, o Conselho do BCE continuará a proporcionar ampla liquidez através das suas operações de refinanciamento. O financiamento obtido através da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) desempenha um papel crucial no apoio à disponibilização de crédito bancário às empresas e às famílias.

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

1 Conjuntura externa

As projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema sugerem que a atividade económica mundial continuou a recuperar na viragem do ano. Enquanto a atividade no quarto trimestre de 2020 revelou ser ligeiramente mais robusta do que o esperado em projeções anteriores, a economia mundial começou 2021 numa posição mais fraca num contexto de ressurgimento de novas infeções e medidas de contenção mais restritivas. Inquéritos recentes assinalam um forte dinamismo da atividade mundial, embora sinais de divergência entre economias avançadas e economias de mercado emergentes, e entre os setores da indústria transformadora e dos serviços, se estejam a tornar mais visíveis. Projeta-se que o considerável estímulo orçamental aprovado pela Administração Biden reforce a retoma nos Estados Unidos, com algumas repercussões positivas a nível mundial. Neste contexto, as perspetivas de crescimento da economia mundial praticamente não mudaram em comparação com as projeções anteriores. Projeta-se que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) aumente 6,2% este ano, desacelerando depois para 4,2% em 2022 e 3,7% em 2023. Porém, a procura externa da área do euro foi revista em alta face às projeções anteriores. Projeta-se que aumente 8,6% no presente ano, e 5,2% e 3,4% em 2022 e 2023, respetivamente. Tal reflete a maior procura dos Estados Unidos e do Reino Unido, os principais parceiros comerciais da área do euro. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos em alta para o presente ano num contexto de preços das matérias-primas mais elevados e uma procura mais robusta. Os riscos para as projeções de referência mundiais estão relacionados sobretudo com a trajetória futura da pandemia. Considera-se que os outros riscos para as perspetivas para a atividade mundial são globalmente equilibrados, enquanto os riscos para a inflação mundial se encontram enviesados em sentido ascendente.

Atividade económica e comércio a nível mundial

A atividade económica mundial continuou a recuperar na viragem do ano apesar da intensificação da pandemia. O crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) registou uma subida trimestral em cadeia de 2,6% no quarto trimestre de 2020, ou seja, acima do esperado nas projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE. No entanto, a economia mundial começou o ano numa posição mais fraca, dado que um ressurgimento de novas infeções levou os governos a apertar as medidas de contenção. Consequentemente, estima-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) tenha abrandado acentuadamente para 0,7%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2021. Este padrão reflete um crescimento mais lento quer nas economias avançadas quer nas economias de mercado emergentes (EME). Paralelamente, a atividade nas economias avançadas foi mais resiliente do que o esperado nas projeções anteriores, à medida que as famílias e as empresas se adaptavam melhor aos confinamentos, tendo sido implementado um estímulo adicional em termos de políticas. Em contraste, o abrandamento nas EME revelou-se mais acentuado.

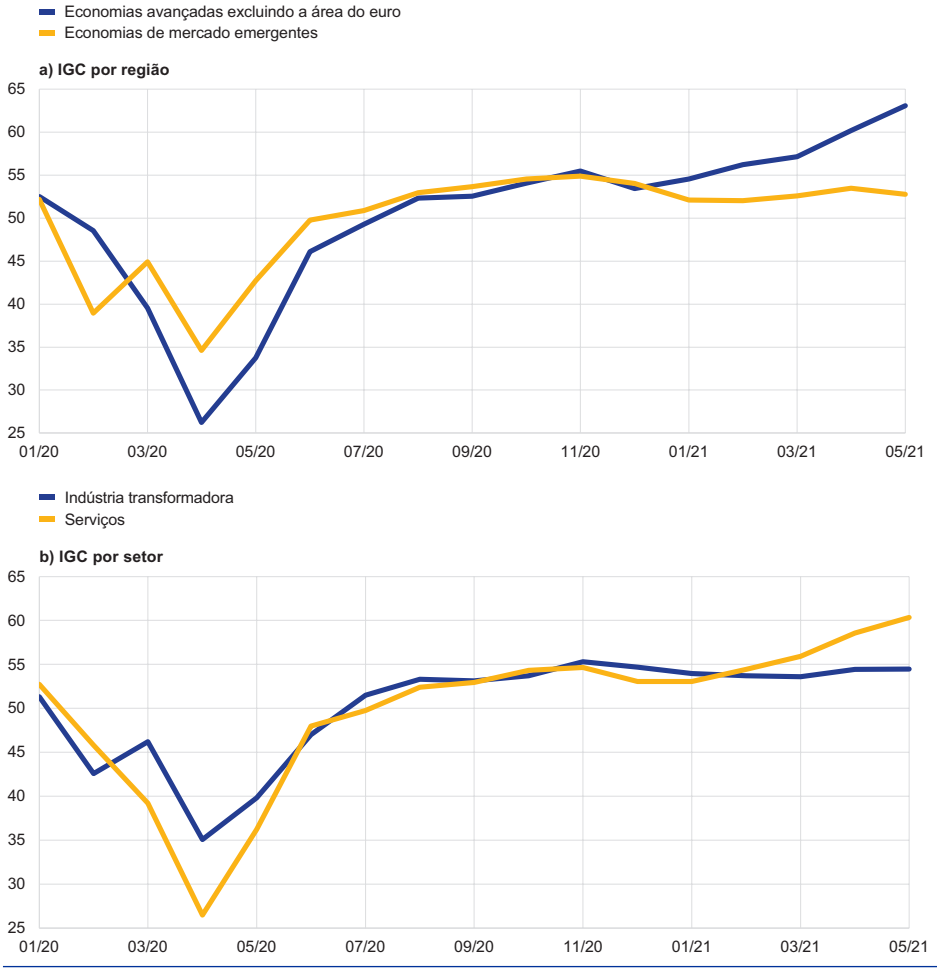
A pandemia intensificou-se nas EME, enquanto a situação nas economias avançadas melhorou significativamente com o avanço das campanhas de vacinação. No início do ano, a situação também se deteriorou na Europa, embora o ritmo rápido de vacinação no Reino Unido e nos Estados Unidos tenha ajudado a reduzir o número de novas infeções nas economias avançadas em geral. A situação pandémica nas EME mantém-se precária e continua a ser o principal fator a determinar a evolução económica nos vários países.

Na atual conjuntura, os dados de inquéritos sinalizam um forte dinamismo da atividade mundial num contexto de sinais mais evidentes de divergência entre países e setores. O IGC mundial compósito do produto aumentou para 58,8 em maio – bem acima da sua média de longo prazo e também fora do seu intervalo interquartílico histórico. Embora o forte dinamismo seja geralmente visível quer no setor da indústria transformadora quer no dos serviços, ultimamente tornaram-se mais visíveis algumas diferenças entre países e setores. Primeiro, o dinamismo do crescimento nas economias avançadas é robusto e tem vindo a fortalecer-se recentemente. Esta situação contrasta com as EME, onde a atividade continua a melhorar a um ritmo mais lento (painel superior do gráfico 1). Segundo, o ritmo de expansão económica recuperou fortemente no setor dos serviços à medida que as restrições eram levantadas. Esta rápida expansão deve também ser interpretada à luz do facto de a retoma se ter iniciado a partir de níveis reduzidos, especialmente em serviços com uma grande componente de contacto. Em contraste, a produção na indústria transformadora, que mostrou ser mais resiliente no auge da pandemia, continua a crescer a um ritmo mais lento, embora ainda dinâmico, no contexto de alguns fatores adversos criados por restrições da oferta (painel inferior do gráfico 1).

Gráfico 1

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

(índices de difusão)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2021.

A retoma mundial tem sido suportada por condições financeiras muito acomodatícias. Quer nas economias avançadas quer nas economias de mercado emergentes, as condições financeiras permanecem favoráveis, dado que a subida das taxas de rendibilidade das obrigações foi contrabalançada pelo aumento dos preços das ações e pela redução dos diferenciais das obrigações de empresas.

As perspetivas de curto prazo para a economia mundial continuam a ser moldadas pela potencial trajetória da pandemia. Nas economias avançadas fora da área do euro, a rápida disponibilização de vacinas promete uma contenção da pandemia, a reabertura gradual das economias e posterior recuperação relativamente célere. Esta situação contrasta com a situação pandémica em algumas EME de grande dimensão, onde se prevê que a atividade económica tenha enfraquecido novamente apesar das restrições relativamente limitadas à mobilidade impostas pelas autoridades até ao momento.

São de prever algumas repercussões positivas na economia mundial do considerável estímulo orçamental aprovado pela Administração Biden, que reforçará a retoma nos Estados Unidos. O "Plano de Resgate Americano" (PRA), num total de 1,9 biliões de dólares dos Estados Unidos (8,9% do PIB), inclui uma renovação do subsídio de desemprego, a entrega de um cheque único adicional às famílias e um aumento da despesa estadual e local para financiar os esforços de saúde pública e a educação. Projeta-se que os cheques de estímulo adicionais enviados desde que o PRA foi promulgado estimulem o consumo privado nos próximos trimestres, conduzindo a repercussões positivas noutros países por via de ligações comerciais. Entretanto, a Administração Biden anunciou dois novos planos orçamentais de médio prazo, nomeadamente o "Plano de Empregos Americanos" e o "Plano para as Famílias Americanas". O primeiro propõe uma variedade de investimentos em infraestruturas que serão financiados em parte por taxas do imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas mais elevadas, enquanto o segundo se centra nas despesas com prestações sociais e créditos fiscais, e é financiado quase integralmente por taxas do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares mais elevadas. Em termos globais, estima-se que o impacto dos dois planos na atividade económica seja mais limitado em comparação com o PRA devido ao facto de serem implementados ao longo de uma década e de serem financiados por via da subida de impostos.

As perspetivas de crescimento da economia mundial praticamente não mudaram em comparação com as projeções anteriores. Projeta-se que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) aumente 6,2% este ano, desacelerando depois para 4,2% em 2022 e 3,7% em 2023. Foi revisto em baixa em 0,3 pontos percentuais em 2021 e em alta em 0,3 pontos percentuais em 2022 em comparação com as projeções anteriores, permanecendo inalterado em 2023. Este padrão reflete uma interação entre fatores, incluindo o agravamento da pandemia em economias avançadas no início do presente ano e nas EME mais recentemente, bem como o impacto macroeconómico do considerável estímulo orçamental nos Estados Unidos e a melhoria das perspetivas noutras economias avançadas em resultado da rápida disponibilização de vacinas. Entre as EME, as perspetivas de curto prazo na Índia pioraram significativamente devido à deterioração das condições epidemiológicas. Porém, os indicadores económicos e de mobilidade sugerem que as repercussões da atual vaga podem não ser tão graves como as observadas na passada primavera.

Nos Estados Unidos, projeta-se que a atividade económica registe uma expansão graças ao forte apoio em termos de políticas e à reabertura gradual da economia. Na sequência do forte crescimento anualizado em termos trimestrais em cadeia de 6,4% no primeiro trimestre de 2021, prevê-se que a atividade continue a crescer no segundo trimestre num contexto de despesas de consumo robustas suportadas pelo pagamento de apoio governamental direto ao rendimento das famílias. Entretanto, no mercado de trabalho, a taxa de postos de trabalho por preencher situou-se em níveis elevados, enquanto a taxa de desemprego permaneceu relativamente alta. Tal sugere que os desajustamentos de competências no mercado de trabalho e a escassez de mão de obra em setores de serviços de maior contacto podem originar alguns fatores adversos à medida que a economia reabre. Os inquéritos ao emprego indicam que o crescimento da

remuneração horária acelerou em abril, e o número de horas trabalhadas por semana disparou para um máximo histórico, em particular em setores com um grande número de postos por preencher, como é o caso dos serviços de restauração. A inflação global homóloga dos preços no consumidor aumentou para 4,2% em abril. Embora a subida da inflação global tenha resultado principalmente de um aumento homólogo na componente energética, a inflação subjacente também aumentou significativamente visto que os setores gravemente atingidos pela pandemia aumentaram consideravelmente os preços à medida que a economia reabria, por exemplo, os preços das tarifas aéreas e de alojamento. As perturbações nas cadeias de oferta mundiais condicionaram a produção automóvel nos Estados Unidos e deverão ter contribuído para a subida dos preços dos automóveis usados em abril.

No Reino Unido, espera-se que as despesas orçamentais e o alargamento das principais medidas tomadas em resposta ao coronavírus apoiem a economia. O crescimento do PIB real registou uma contração de 1,5% no primeiro trimestre de 2021, quando estava ainda em vigor um confinamento rigoroso. Esta contração relativamente moderada sugere que as empresas e as famílias se adaptaram bem às restrições governamentais. Contudo, o consumo privado deu um contributo negativo, bem como a inversão significativa dos *stocks* acumulados no final do ano passado em resposta a receios de um Brexit sem acordo de saída. Porém, na parte final do primeiro trimestre, à medida que a vacinação avançava e as restrições à mobilidade eram gradualmente levantadas, a atividade económica começou a recuperar. Os inquéritos às empresas, a confiança dos consumidores e os rastreadores de mobilidade assinalam uma forte retoma no segundo trimestre. A inflação homóloga medida pelos preços no consumidor subiu para 1,5% em abril, face a 0,7% no mês anterior, enquanto a inflação subjacente aumentou para 1,3% em abril, face a 1,1% em março. A subida da inflação foi impulsionada sobretudo pelos preços dos produtos energéticos à medida que o aumento recente dos preços do petróleo começou a repercutir-se nos preços dos produtos energéticos suportados pelas famílias, para além da subida dos preços dos transportes. Em termos prospetivos, prevê-se que a inflação global continue a aumentar no sentido do objetivo de 2% do Bank of England ao longo dos próximos meses, principalmente devido aos efeitos de base resultantes de pressões reduzidas sobre os preços na primavera de 2020 e do impacto de subidas recentes dos preços dos produtos energéticos.

Na China, a atividade económica deverá continuar a crescer a um ritmo constante ao longo do horizonte de projeção. Em maio, os dados de inquéritos apontavam para um dinamismo do crescimento sustentado. Isto deu-se na sequência de resultados mais fracos do que o esperado na produção industrial e do crescimento das vendas a retalho no mês anterior, enquanto em abril o crescimento das exportações foi robusto e se está a tornar mais generalizado num contexto de maior procura mundial. As políticas expansionistas também continuaram a apoiar a retoma, embora a orientação de política se esteja a tornar gradualmente mais equilibrada. Em termos prospetivos, espera-se que o principal fator impulsionador da atividade económica deixe de ser o investimento e passe a ser o consumo privado à medida que as perspetivas para o emprego e o rendimento se consolidam. A inflação global homóloga medida pelos preços no consumidor registou uma subida

modesta para 1,3% em maio, face a 0,9% em abril. A inflação medida pelos preços no consumidor mantém-se globalmente moderada. Enquanto os preços dos produtos energéticos aumentaram acentuadamente, a recuperação na oferta de carne de porco, após o surto de peste suína em África no ano passado, mantém a inflação dos preços dos produtos alimentares contida. Entretanto, a inflação homóloga dos preços no produtor aumentou para 9,0% em maio.

No Japão, espera-se que a recuperação seja retomada mais firmemente ainda este ano e que prossiga a um ritmo moderado posteriormente. A procura interna mais robusta na sequência do abrandamento das medidas de contenção, bem como a continuação do apoio orçamental e a retoma da procura externa deverão apoiar a retoma gradual, mas constante. O PIB real diminuiu 1,3% no primeiro trimestre de 2021, dado que o segundo estado de emergência, imposto entre o início de janeiro e meados de março, afetou o consumo privado e o investimento empresarial. O terceiro estado de emergência anunciado no final de abril e os progressos limitados na vacinação deverão adiar uma retoma mais firme para o segundo semestre. A inflação global homóloga medida pelo IPC situou-se em -0,4% em abril, visto que o impacto da subida dos preços dos produtos energéticos foi suplantado por uma descida acentuada dos custos de chamadas de telemóvel. Projeta-se que a inflação homóloga medida pelo IPC aumente gradualmente ao longo do horizonte de projeção, mas que permaneça abaixo do objetivo do banco central nacional nipónico.

Nos Estados-Membros da UE da Europa Central e de Leste, a retoma abrandou significativamente na viragem do ano. Espera-se que continue a desacelerar no curto prazo, visto que o agravamento da situação pandémica continua a afetar a atividade. Assim que os confinamentos se tornarem menos rigorosos e sejam alcançados progressos em termos de vacinação, prevê-se que a atividade recupere dinamismo progressivamente, sustentada por políticas orçamentais e monetárias acomodatícias.

Em grandes países exportadores de matérias-primas, a atividade económica recupera à medida que a procura mundial se fortalece. Na Rússia, no seguimento de uma ligeira recessão no ano passado, estima-se que a atividade económica no primeiro trimestre tenha crescido um pouco. Em termos prospetivos, a maior procura mundial de petróleo, em conjunção com a retoma do consumo e do investimento deverão sustentar a atividade ao longo do horizonte de projeção. No Brasil, a atividade continuou a recuperar no primeiro trimestre e situou-se próximo dos seus níveis anteriores à pandemia apesar do ressurgimento de novas infeções. Numa análise prospetiva, a maior procura externa e o consumo privado deverão impulsionar a retoma. Em contraste, a política monetária tornou-se recentemente mais restritiva, enquanto a margem de manobra orçamental permanece limitada.

Na Turquia, a procura interna está a abrandar num contexto de supressão gradual dos estímulos de crédito. Além disso, a crescente incerteza política e o enfraquecimento da confiança dos mercados continuam a afetar as perspetivas económicas de curto prazo. O impacto da menor absorção interna na atividade económica foi compensado pelo desempenho mais robusto das exportações no primeiro trimestre de 2021. Em termos prospetivos, desde que a recente mudança de direção em termos de políticas no sentido da estabilidade macroeconómica seja

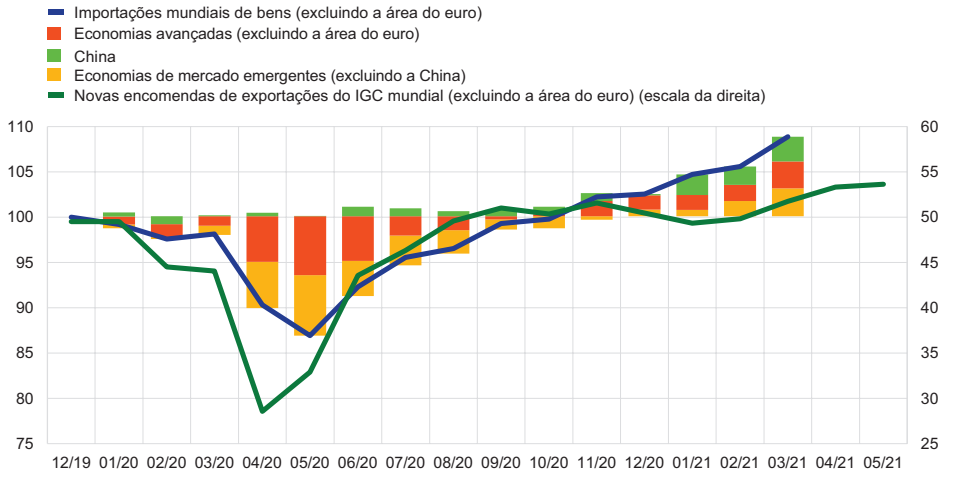
sustentada, o crescimento do PIB real deverá permanecer moderado mas mais equilibrado.

A recuperação do comércio mundial prossegue sem entraves à medida que a procura interna se fortalece nas economias avançadas e na China. Na sequência da recuperação dinâmica das importações mundiais de bens (excluindo a área do euro) no final de 2020, mais recentemente o dinamismo do crescimento abrandou um pouco. A recuperação é principalmente impulsionada pela melhoria da absorção interna nas principais economias avançadas e na China, não obstante a volatilidade mais elevada registada em torno do período de férias do Ano Novo Lunar (gráfico 2). Embora o comércio internacional de serviços esteja em bom andamento, a respetiva subida a partir do mínimo registado no final da primavera de 2020 continua a ser gradual, dado que as medidas de contenção e as restrições de viagem permanecem em vigor. No curto prazo, espera-se que a recuperação do comércio prossiga sem entraves. O IGC relativo a novas encomendas de exportações no setor da indústria transformadora aumentou novamente em maio, permanecendo bem acima da sua média de longo prazo, o que sugere uma nova aceleração do comércio mundial no curto prazo. No entanto, as perturbações nas cadeias de oferta mundiais continuam a criar fatores adversos à recuperação do comércio mundial. Os indicadores de elevada frequência quanto a estrangulamentos nas cadeias de oferta, como, por exemplo, os IGC relativos à acumulação de trabalho, alcançaram os seus níveis mais elevados desde o rescaldo da crise financeira mundial, enquanto os prazos de entrega dos fornecedores apresentados cobertos no IGC se prolongaram, situando-se agora próximo do máximo histórico registado no pico da pandemia. Além disso, o nível elevado do IGC relativo ao rácio das novas encomendas em relação às existências e o IGC relativo à acumulação de trabalho assinalam que a produção tem dificuldades em satisfazer a procura forte e em crescimento, particularmente nos setores tecnológico e automóvel.

Gráfico 2

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

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



Fontes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2021 (IGC) e a março de 2021 (importações mundiais de bens).

A melhoria das perspetivas nos principais parceiros comerciais da área do euro resultou numa procura externa da área do euro mais robusta. Prevê-se que a procura externa da área do euro se expanda 8,6% durante o presente ano e 5,2% e 3,4% em 2022 e 2023, respetivamente – uma revisão em alta para os três anos em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE. Tal reflete principalmente a procura mais forte do que o projetado por parte dos Estados Unidos e do Reino Unido, apesar dos resultados mais fracos do que o esperado no primeiro trimestre. No geral, resultados mais positivos no início do ano e uma melhoria das perspetivas em alguns dos principais parceiros comerciais da área do euro implicam que o desvio na trajetória do comércio mundial em relação aos níveis anteriores à pandemia se estreitou novamente. As importações mundiais (excluindo a área do euro) foram também revistas em alta ao longo do horizonte de projeção, projetando-se que aumentem 10,8% em 2021, abrandando depois para 4,9% em 2022 e 3,7% em 2023.

Considera-se que os riscos para as projeções de referência são globalmente equilibrados, enquanto os riscos para a inflação mundial se encontram enviesados em sentido ascendente. Em linha com as anteriores rondas de projeções, são utilizados dois cenários alternativos para as perspetivas mundiais para ilustrar a incerteza em torno da trajetória futura da pandemia. Estes cenários refletem a interação entre a evolução da pandemia e a trajetória associada das medidas de contenção[1]. Os outros riscos para as perspetivas para a atividade mundial dizem respeito à reversão mais rápida do que o atualmente projetado de poupanças acumuladas nas economias avançadas durante a pandemia. Tal poderá conduzir a uma maior robustez do consumo privado nestas economias e, consequentemente, da atividade e da inflação. As perspetivas de uma retoma mais forte e mais célere nas economias avançadas poderão alterar as expetativas dos participantes no mercado quanto às perspetivas para as políticas monetárias mundiais e aumentar o risco de reavaliação do risco nos mercados financeiros mundiais. Este tipo de reavaliação do risco tipicamente afeta mais as EME, especialmente as que apresentam fundamentos fracos. Exacerbaria os riscos associados ao elevado endividamento quer nas economias avançadas quer nas economias de mercado emergentes. Se as perturbações nas cadeias de oferta mundiais se prolongarem mais do que o atualmente pressuposto, daí poderão advir pressões inflacionistas mais fortes e fatores adversos à retoma da atividade e do comércio a nível mundial.

Evolução dos preços a nível mundial

Os preços mundiais das matérias-primas aumentaram novamente desde as projeções anteriores. A subida dos preços que começara no verão passado interrompeu-se temporariamente em março, num contexto de sentimento de mercado volátil face às crescentes taxas de rendibilidade das obrigações soberanas. Tal levou a uma ligeira correção dos preços do petróleo, enquanto os preços dos

[1] Para mais pormenores, ver a secção 5, intitulada Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro, nas projeções macroeconómicas para a área do euro de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

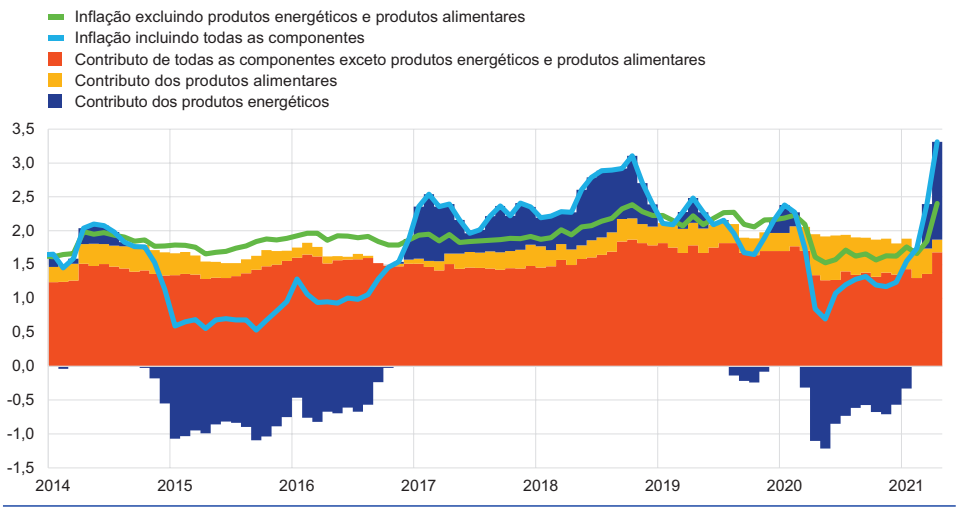
produtos alimentares e dos metais se mantiveram globalmente estáveis. Porém, desde essa altura, os preços subiram, dado que as políticas acomodatícias em conjunção com a disponibilização de vacinas em curso e o levantamento esperado das medidas de contenção resultaram na melhoria das perspetivas quanto à procura de matérias-primas. De acordo com a Agência Internacional de Energia, a procura mundial de petróleo deverá recuperar a maior parte do volume perdido durante a pandemia até ao final de 2021. Neste contexto, a OPEP+ reviu gradualmente em alta os respetivos objetivos de produção, o que também inclui a descontinuação dos cortes unilaterais na produção por parte da Arábia Saudita. No geral, os preços mundiais do petróleo estão a ser moldados por uma combinação de procura mais robusta e oferta progressivamente maior e são também sustentados por um sentimento de risco a nível mundial positivo.

Projeta-se que a inflação mundial dos preços no consumidor aumente graças a preços das matérias-primas mais elevados e à retoma da procura. Contudo, é provável que o aumento projetado da inflação seja transitório, devido ao substancial grau de folga na economia mundial e às expetativas de inflação ancoradas. A inflação homóloga dos preços no consumidor nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) aumentou para 3,3% em abril, face a 2,4% em março (gráfico 3). Os preços dos produtos energéticos aumentaram acentuadamente, enquanto a inflação dos preços dos produtos alimentares voltou a abrandar em abril. A inflação subjacente do índice de preços no consumidor (excluindo produtos energéticos e produtos alimentares) subiu para 2,4% em abril, face a 1,8% no mês anterior. A inflação global homóloga dos preços no consumidor aumentou em todas as economias avançadas, mas permaneceu em terreno negativo no Japão. No que se refere às principais EME não pertencentes à OCDE, na China a inflação global homóloga regressou mais firmemente a terreno positivo após dois trimestres de inflação próximo de zero.

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 2021.

A crescente inflação observada este ano e a sua desaceleração gradual esperada posteriormente foram também incorporadas nas projeções dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro. Projeta-se que os preços das exportações dos concorrentes da área do euro (em moeda nacional) aumentem substancialmente ao longo do presente ano. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos em alta para este ano num contexto de preços das matérias-primas mais elevados e uma procura mais robusta. Numa análise prospetiva, os preços das exportações dos concorrentes da área do euro são globalmente comparáveis aos indicados em projeções anteriores.

2 Evolução financeira

Embora a curva a prazo do índice overnight *médio do euro (EONIA) tenha aumentado ligeiramente nos vencimentos a médio e longo prazo, os prazos curtos da curva mantiveram-se, em larga medida, inalterados, sugerindo não existirem expetativas de alterações nas taxas diretoras no muito curto prazo. Ao longo do período em análise (11 de março a 9 de junho de 2021), as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro aumentaram moderadamente, sobretudo num contexto de melhorias das perspetivas económicas, graças ao progresso das campanhas de vacinação no conjunto da área do euro, juntamente com a continuação das políticas de apoio. O alargamento mais recente dos diferenciais das obrigações soberanas em relação à taxa dos* swaps *indexados pelo prazo* overnight *(OIS) em diferentes jurisdições pode estar relacionado, em parte, com especulações sobre uma moderação precoce das aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme – *PEPP). Os preços das ações também aumentaram, apoiados por uma forte recuperação das expetativas de crescimento dos lucros das empresas, enquanto as taxas de desconto se mantiveram relativamente baixas. Refletindo os preços das ações, a restritividade dos diferenciais das obrigações das empresas da área do euro continuou a aumentar, situando-se os mesmos em níveis observados pela última vez antes de março de 2020. Nos mercados cambiais, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro fortaleceu-se ligeiramente.*

No período em análise, a EONIA e a taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situaram-se, em média, em -48 pontos base e -57 pontos base, respetivamente[2]**.** A liquidez excedentária aumentou aproximadamente 516 mil milhões de euros para cerca de 4207 mil milhões de euros, refletindo principalmente a compra de ativos ao abrigo do PEPP e do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), bem como o recurso à sétima operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) no valor de 330,5 mil milhões de euros. Estas injeções de liquidez foram parcialmente compensadas pela evolução dos fatores autónomos e pelo termo das operações de ORPA direcionadas II.

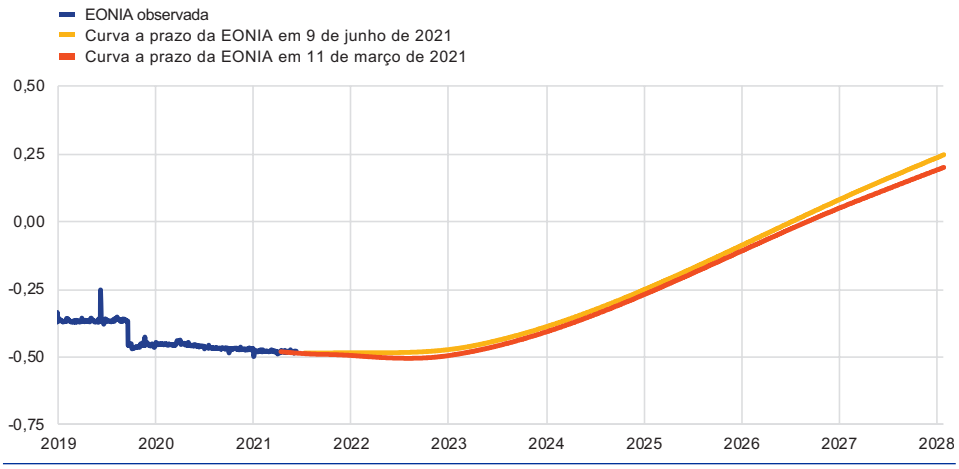
Embora a curva a prazo da EONIA tenha aumentado ligeiramente nos vencimentos a médio e longo prazo, os prazos curtos da curva mantiveram-se praticamente inalterados e continuam a indicar não existirem expetativas de alterações na taxa da facilidade permanente de depósito (gráfico 4). Os prazos curtos da curva a prazo da EONIA apresentam-se quase completamente horizontais, indicando que os participantes nos mercados financeiros não estão a contar com uma redução ou subida iminente das taxas. A taxa à vista da EONIA a 10 anos aumentou 6,2 pontos base.

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

Gráfico 4

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



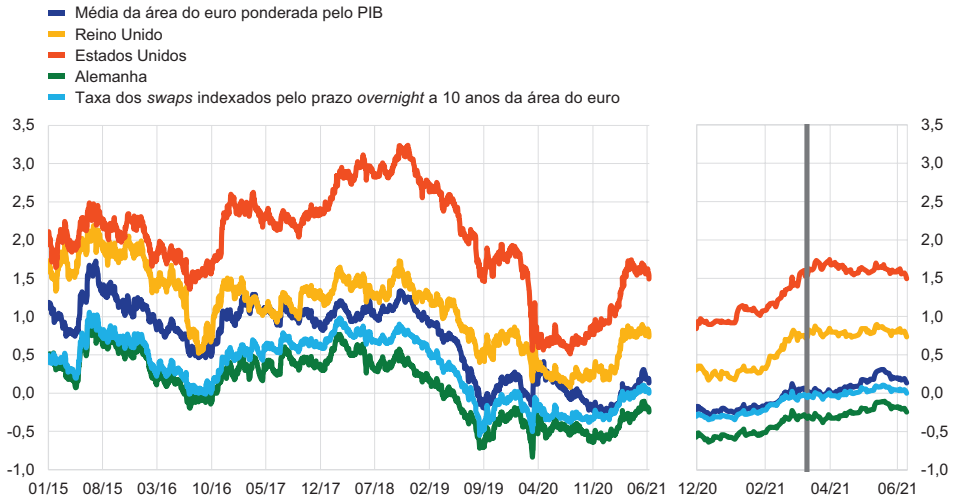
Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

A rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro aumentou ligeiramente ao longo do período em análise (gráfico 5). A rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro aumentou, nomeadamente à medida que os prémios a prazo se tornaram menos negativos. A melhoria da situação de saúde pública e a correspondente melhoria da avaliação das perspetivas económicas dos participantes no mercado contribuíram para este aumento. Mais especificamente, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB aumentou 14 pontos base para 0,13%. Simultaneamente, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos nos Estados Unidos e no Reino Unido diminuíram ligeiramente para 1,49% e 0,73%, respetivamente.

Gráfico 5

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano)



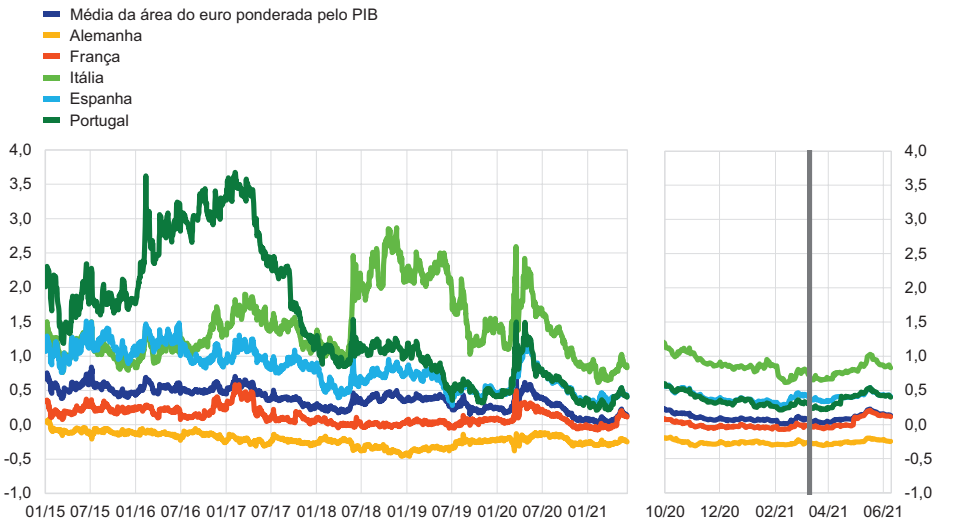
Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 11 de março de 2021. As últimas observações referem-se a 9 de junho de 2021.

Os diferenciais das obrigações soberanas a longo prazo da área do euro face às taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* aumentaram moderadamente (gráfico 6). Embora o alargamento dos diferenciais das taxas de rendibilidade ao longo do período em análise possa ser parcialmente atribuído a um aumento dos prémios de risco de crédito, as mais recentes variações, múltiplas e rápidas, podem também estar relacionadas com a especulação sobre ajustamentos no ritmo de aquisição do PEPP, bem como com uma oferta significativa de obrigações soberanas. Em termos globais, o aumento dos diferenciais da dívida soberana tem sido generalizado nos vários países, tendo os diferenciais a 10 anos de Itália, Portugal e França aumentado 16, 15 e 15 pontos base, situando-se em 0,83%, 0,40% e 0,11%, respetivamente. No mesmo período, os diferenciais a 10 anos da Alemanha e de Espanha aumentaram 3 e 4 pontos base, tendo atingido -0,25% e 0,41%, respetivamente.

Gráfico 6

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

(pontos percentuais)



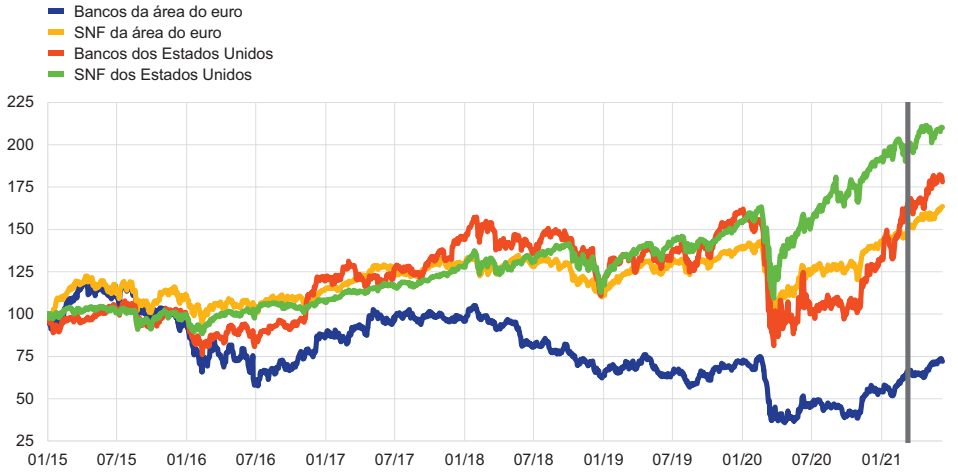
Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.
Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 11 de março de 2021.
As últimas observações referem-se a 9 de junho de 2021.

Os preços das ações aumentaram em ambos os lados do Atlântico, atingindo máximos históricos nos Estados Unidos, em resultado de expetativas mais elevadas de crescimento dos lucros e da manutenção das taxas de desconto em níveis relativamente baixos (gráfico 7). Os preços das ações na área do euro aumentaram num contexto de taxas de desconto persistentemente baixas e, em especial, de uma forte recuperação das expetativas de crescimento dos lucros das empresas. No entanto, os mercados acionistas continuam a sinalizar uma recuperação desigual nos vários países e setores. Ao mesmo tempo, não há sinais evidentes de sobrevalorização ou de assunção de riscos excessivos. No geral, os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro e dos Estados Unidos aumentaram 7,9% e 5,4%, respetivamente, enquanto os preços das ações dos bancos da área do euro e dos Estados Unidos aumentaram 11% e 8,6%.

Gráfico 7

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

(índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



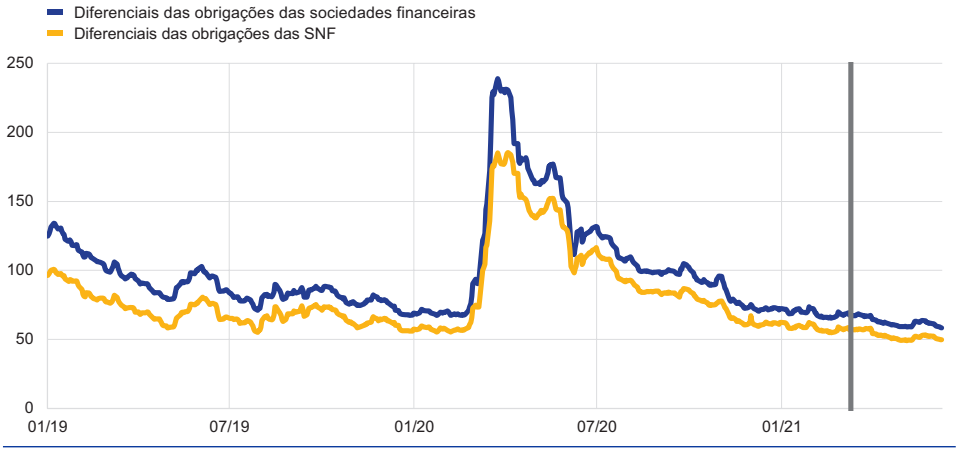
Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 11 de março de 2021. As últimas observações referem-se a 9 de junho de 2021.

A restritividade dos diferenciais das obrigações das empresas da área do euro continuou a aumentar ligeiramente para níveis observados pela última vez antes de março de 2020 (gráfico 8). Refletindo o aumento dos preços das ações, os diferenciais das obrigações das empresas da área do euro continuaram a diminuir. No período em análise, os diferenciais das obrigações das SNF com categoria de investimento e das obrigações do setor financeiro (em relação à taxa isenta de risco) diminuíram 8 e 9 pontos base, respetivamente, para níveis observados antes da pandemia. As razões para a continuação da restritividade estão provavelmente relacionadas com novas melhorias nas perspetivas macroeconómicas, associadas a um apoio sem precedentes em termos de políticas e a uma perspetiva atual relativamente benigna dos riscos de crédito a curto prazo por parte das agências de notação de risco. Apesar disso, continuam a existir vulnerabilidades e os diferenciais atuais parecem depender da continuidade do apoio em termos de políticas.

Gráfico 8

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



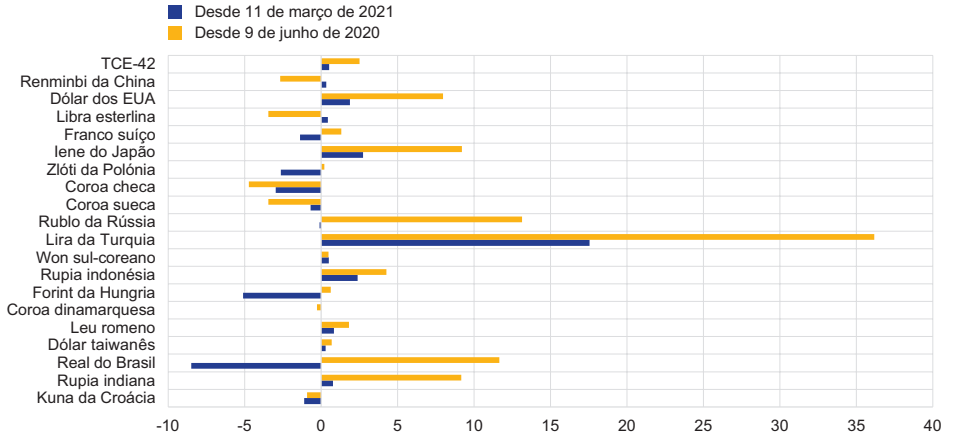
Fontes: Índices iBoxx da Markit e cálculos do BCE.
Notas: Os diferenciais correspondem à diferença entre as taxas dos *swaps* de ativos e a taxa isenta de risco. Os índices compreendem obrigações com diferentes prazos (com um prazo de vencimento residual de pelo menos um ano) com notação de investimento. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 11 de março de 2021. As últimas observações referem-se a 9 de junho de 2021.

Nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira apreciação em termos ponderados pelo comércio (gráfico 9) num contexto de melhoria das perspetivas económicas da área do euro. No período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro, fortaleceu-se 0,5%. O euro registou uma apreciação face ao dólar dos Estados Unidos (1,9%), refletindo a melhoria das perspetivas para a economia da área do euro, à medida que o ritmo de vacinação aumentou, a par da fragilidade do dólar, cujo valor desceu a partir do final de março, juntamente com as taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos. O euro apreciou igualmente face ao iene do Japão (2,7%), à libra esterlina (0,4%) e ao renminbi da China (0,3%). O euro registou uma forte apreciação face à lira da Turquia (17,5%), que registou uma fragilidade generalizada, tendo registado uma depreciação acentuada (8,5%) face ao real do Brasil, que se fortaleceu globalmente devido à recuperação dos preços das matérias-primas. O euro também registou uma depreciação face ao franco suíço (1,4%) e às moedas de vários Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, incluindo o forint da Hungria, a coroa checa e o zlóti da Polónia.

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(Variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-42 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevalecentes em 9 de junho de 2021.

3 Atividade económica

O PIB voltou a descer 0,3% no primeiro trimestre de 2021, ficando 5,1% abaixo do nível registado antes da pandemia no quarto trimestre de 2019. A procura interna contribuiu negativamente para o crescimento no primeiro trimestre de 2021, ao passo que o comércio líquido deu um ligeiro contributo positivo. A variação de existências teve um forte impacto positivo no crescimento. Os inquéritos às empresas e consumidores e os indicadores de elevada frequência apontam para uma melhoria significativa da atividade no segundo trimestre deste ano. A produção na indústria transformadora permanece robusta, apoiada por uma procura mundial sólida, embora os estrangulamentos do lado da oferta possam provocar alguns fatores adversos para a atividade industrial no curto prazo. Ao mesmo tempo, os inquéritos às empresas indicam uma forte recuperação da atividade no setor dos serviços à medida que o número de infeções diminui, o que permitirá uma normalização gradual das atividades com um elevado grau de contacto. Os indicadores de confiança dos consumidores estão a fortalecer-se, sugerindo uma forte recuperação do consumo privado no período que se avizinha. O investimento empresarial revela resiliência, apesar do enfraquecimento dos balanços das empresas e das perspetivas económicas ainda incertas. Prevê-se que o crescimento continue a melhorar fortemente no segundo semestre de 2021, uma vez que os progressos nas campanhas de vacinação devem permitir uma maior flexibilização das medidas de contenção. A médio prazo, espera-se que a recuperação da economia da área do euro seja impulsionada por uma procura interna e mundial mais forte, bem como pela continuação do apoio da política monetária e da política orçamental.

Esta avaliação encontra-se globalmente refletida no cenário de referência das projeções macroeconómicas de junho de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema. Estas projeções indicam que o crescimento real anual do PIB se situará em 4,6% em 2021, 4,7% em 2022 e 2,1% em 2023. Em comparação com as projeções de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a atividade económica foram revistas em alta para 2021 e 2022, mas permanecem inalteradas no tocante a 2023.

Em termos gerais, os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro são, em geral, avaliados como equilibrados. Por um lado, uma recuperação ainda mais forte poderia assentar em perspetivas mais favoráveis para a procura mundial e numa redução mais rápida do que o previsto da poupança das famílias, uma vez levantadas as restrições sociais e de viagens. Por outro lado, a pandemia em curso, incluindo a propagação de mutações do vírus, e as suas implicações para as condições económicas e financeiras continuam a ser uma fonte de riscos em sentido descendente.

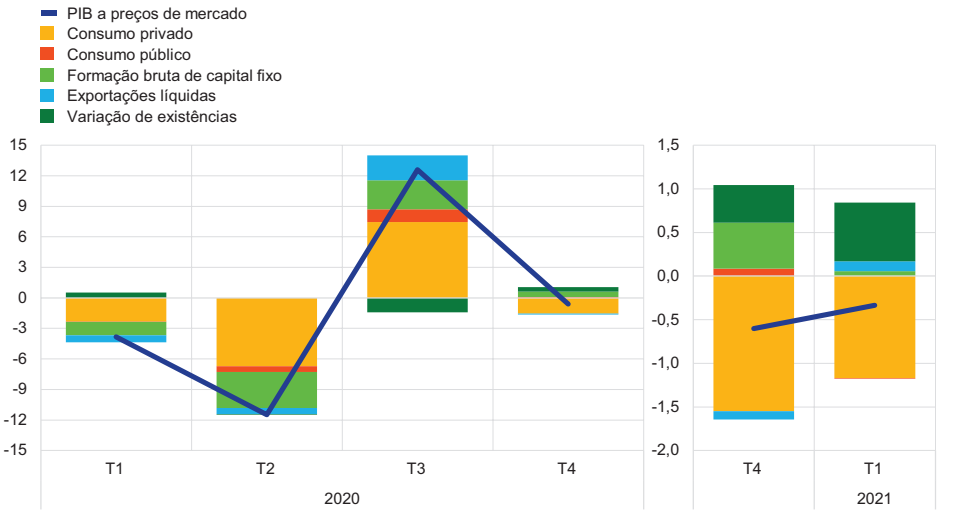
Depois de uma nova contração do produto no primeiro trimestre de 2021, a atividade económica na área do euro deverá registar uma recuperação no segundo trimestre. O PIB real voltou a descer 0,3%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2021, após uma queda de 0,6% no quarto trimestre do ano passado (gráfico 10). A descida foi ligeiramente inferior à contração de 0,4% prevista nas projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por

especialistas do BCE. A queda do produto no primeiro trimestre deveu-se à procura interna, em particular ao consumo privado, enquanto a variação de existências teve um forte impacto positivo, com um pequeno contributo positivo adicional do comércio líquido. Do lado da produção, a evolução no primeiro trimestre continuou a variar significativamente entre setores. Embora o valor acrescentado no setor dos serviços tenha voltado a diminuir, a produção no setor industrial (excluindo a construção) aumentou novamente.

Gráfico 10

PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fonte: Eurostat.

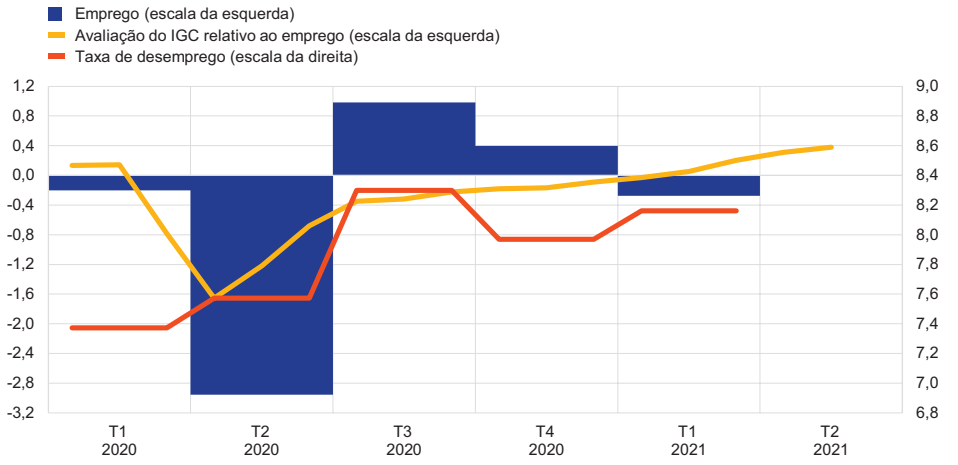
O mercado de trabalho da área do euro continua a beneficiar de um apoio significativo das políticas para atenuar o impacto da pandemia. De acordo com a divulgação da estimativa provisória preliminar, o emprego diminuiu 0,3% em termos trimestrais em cadeia no primeiro trimestre de 2021, após um aumento de 0,3% no quarto trimestre de 2020 (gráfico 11). Por conseguinte, a taxa de desemprego nesse trimestre aumentou para 8,2%, face a 8,0% no trimestre anterior. O emprego no primeiro trimestre de 2021 foi 2,2% inferior ao nível registado no quarto trimestre de 2019, antes do início da pandemia. As horas trabalhadas continuaram a desempenhar um papel importante no ajustamento dos mercados de trabalho da área do euro e nas respostas de política aos desafios colocados pela pandemia. O total de horas trabalhadas desceu 1,5% em termos trimestrais em cadeia no quarto trimestre de 2020 – dados mais recentes disponíveis – após um aumento de 14,7% no terceiro trimestre, permanecendo 6,4% abaixo do nível observado no final de 2019. Entretanto, a taxa de desemprego desceu para 8,0% em abril de 2021, face a um nível de 8,1% no mês anterior e abaixo do pico da crise pandémica de 8,7% registado em agosto de 2020. No entanto, a taxa de desemprego é superior ao nível anterior à pandemia, de 7,3%, observado em fevereiro de 2020. Estima-se que os trabalhadores abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho representavam cerca de 6% da população ativa em março de 2021, uma redução face a quase 20% em abril de 2020. No entanto, o número de trabalhadores abrangidos por esses regimes tem vindo a aumentar desde outubro de 2020, em

resultado de novas medidas de contenção em alguns países. A prazo, o número substancial de trabalhadores ainda cobertos por regimes de manutenção de postos de trabalho representa riscos de sentido ascendente para a taxa de desemprego.

Gráfico 11

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.
Notas: O índice do IGC relativo ao emprego é apresentado com uma frequência mensal; o emprego e o desemprego são apresentados com periodicidade trimestral. O IGC é expresso num desvio face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2021 para o emprego, a maio de 2021 para o IGC e a abril de 2021 para a taxa de desemprego.

Apesar da melhoria dos indicadores de curto prazo do mercado de trabalho, as expetativas de desemprego das famílias continuam elevadas. Em maio de 2021, o indicador do IGC compósito do emprego para a área do euro continuou a aumentar em terreno expansionista. O indicador aponta para a expansão do emprego desde fevereiro deste ano. Mais recentemente, as expetativas das famílias quanto às futuras condições de desemprego melhoraram. Embora as expetativas de desemprego tenham diminuído desde março de 2021, permanecem significativamente acima dos níveis anteriores à pandemia.

Após uma queda do consumo privado no primeiro trimestre, os consumidores tornaram-se gradualmente mais otimistas, embora a sua situação financeira permaneça frágil. Após um fraco primeiro trimestre, em que o consumo privado caiu 2,3%, espera-se que as despesas de consumo recuperem ao longo do segundo trimestre, embora tal ainda não seja totalmente evidente em vários indicadores divulgados no início desse trimestre. Em abril de 2021, o volume do comércio a retalho diminuiu 3,1%, em termos mensais em cadeia, situando-se, no entanto, 0,3% acima do seu nível médio no primeiro trimestre. Os registos de automóveis diminuíram ligeiramente em abril (0,4% em termos mensais em cadeia), ficando mais de 20% abaixo dos níveis registados em fevereiro de 2020. Do lado positivo, em maio, a confiança dos consumidores voltou ao seu nível anterior à pandemia (-5,1 em comparação com -8,1 em abril e -10,8 em março). Os últimos aumentos devem-se, em grande medida, à melhoria das expetativas das famílias quanto à situação económica geral, embora avaliação da sua atual situação financeira pessoal esteja ainda bastante abaixo dos níveis anteriores à crise. À medida que a

economia recupera, os rendimentos do trabalho devem apoiar cada vez mais os rendimentos das famílias, reduzindo a sua dependência do apoio orçamental. Em abril, os consumidores também começaram a poupar menos em depósitos bancários, em consonância com uma recuperação gradual do consumo privado (ver também a secção 5). O inquérito da Comissão Europeia aos consumidores sugere que as despesas de consumo continuarão a aumentar nos próximos 12 meses, embora não mostrem sinais de sobreaquecimento.

O investimento das empresas (excluindo a construção) desceu ligeiramente no primeiro trimestre de 2021, mas espera-se uma forte recuperação no segundo trimestre e no resto do ano. Os estrangulamentos na cadeia de oferta e uma maior restritividade das medidas de contenção em alguns países da área do euro contribuíram para uma contração de 0,4% em termos trimestrais em cadeia do investimento em outros setores exceto construção no primeiro trimestre do ano, após uma elevada taxa de crescimento trimestral no último trimestre de 2020. A descida do primeiro trimestre reflete uma forte redução do investimento em veículos automóveis e uma inversão acentuada do forte investimento em produtos de propriedade intelectual observado no último trimestre de 2020, o que mais do que compensou o forte crescimento do investimento em outra maquinaria. No segundo trimestre de 2021, os indicadores de curto prazo sugerem um fortalecimento acentuado e generalizado entre os países. Em particular, os dados dos inquéritos em maio mostram um forte aumento da confiança no setor dos bens de investimento, refletindo uma procura dinâmica e fortes encomendas de exportações, na sequência de expetativas de produção historicamente elevadas em abril. Do lado da oferta, a utilização da capacidade produtiva no setor dos bens de investimento ficou também num nível bastante superior ao anterior à pandemia no início do segundo trimestre, tendo-se registado um aumento acentuado dos limites à produção reportados decorrentes da escassez de equipamento. Para o ano no seu conjunto, os dados dos inquéritos apoiam a perspetiva de um crescimento mais forte do investimento empresarial no futuro. O último inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (*Survey on the Access to Finance of Enterprises* – SAFE[3]), realizado em março e abril de 2021, aponta para uma estabilização das decisões de investimento fixo das empresas, apesar da incerteza ainda elevada e do enfraquecimento dos balanços das empresas[4]. O inquérito semestral ao investimento da Comissão Europeia, de abril de 2021, prevê que o investimento industrial cresça 7% em 2021 – cerca do dobro da taxa prevista no inquérito de novembro de 2020 – e sobretudo para fins de alargamento e reposição, em vez de racionalizar a produção.

O investimento na habitação voltou a aumentar no primeiro trimestre de 2021, prevendo-se que a sua tendência global positiva prossiga no futuro. O investimento em habitação aumentou no primeiro trimestre, ou seja, 0,5% em termos trimestrais em cadeia, situando-se 1,2% abaixo do seu nível anterior à crise do último trimestre de 2019. Em termos prospetivos, espera-se que o investimento em habitação na área do euro continue a seguir uma tendência

[3] Ver Survey on the Access to Finance of Enterprises, BCE, 1 de junho de 2021.

[4] Ver também a secção intitulada “Corporate solvency challenges weigh on sovereigns, households and creditors”, em Financial Stability Review, BCE, maio de 2021.

positiva, embora seja provável que a robustez do movimento ascendente no curto prazo seja limitada por restrições na oferta. Do lado da procura, os dados do inquérito da Comissão Europeia mostram que as intenções a curto prazo dos consumidores de comprar ou construir uma casa atingiram o seu nível mais elevado desde o início de 2003, ao mesmo tempo que as intenções de renovarem as suas casas atingiram o seu nível mais elevado de sempre. Do lado da oferta, a confiança no setor da construção continuou a melhorar em abril e maio. O forte aumento das avaliações das empresas sobre o nível global de encomendas aponta para uma procura robusta de habitação. No entanto, as preocupações em matéria de oferta intensificaram-se em simultâneo. De acordo com os dados dos inquéritos da Comissão Europeia, as empresas de construção enfrentaram limites de produção historicamente elevados nos primeiros dois meses do segundo trimestre devido à escassez de materiais e de mão de obra. As restrições na oferta também se refletem nos inquéritos do IGC para o setor da construção, que sugerem que os prazos de entrega dos fornecedores aumentaram acentuadamente, em média, em abril e maio, em comparação com o primeiro trimestre de 2021. Além disso, as expetativas das empresas para o próximo ano diminuíram ligeiramente, mas permaneceram em território expansionista.

O crescimento do comércio da área do euro diminuiu no primeiro trimestre de 2021 e resultou num contributo do comércio líquido ligeiramente positivo para o PIB. Após taxas de crescimento sustentadas no segundo semestre de 2020, a recuperação das exportações da área do euro abrandou no primeiro trimestre de 2021 (+1,0% em termos trimestrais em cadeia).
As perturbações causadas pelo Brexit, a par das restrições relacionadas com a expedição e os fatores de produção, tiveram um efeito de travão. Os dados relativos ao comércio de bens em termos nominais revelam que o comércio com o Reino Unido recuperou apenas parcialmente da queda associada ao Brexit de janeiro de 2021, tendo as importações nominais sido particularmente afetadas e situando-se, em março de 2021, em 75% do seu nível de dezembro de 2020. No que diz respeito a outros destinos, a China deu contributos positivos para o crescimento dos volumes das exportações de bens extra-área do euro. Numa perspetiva setorial, é visível um abrandamento em todas as categorias, com exceção dos bens de investimento. Os prazos de entrega longos e o aumento das taxas de frete, juntamente com a escassez de fatores de produção intermédios (tais como produtos químicos, madeira, plástico, metais e semicondutores), exercem uma pressão sobre o crescimento das exportações da indústria transformadora da área do euro (ver a caixa 6). No entanto, indicadores prospetivos baseados em encomendas indicam uma forte dinâmica no futuro para as exportações de bens. O comércio de serviços mostra alguns sinais de melhoria com a época de verão iminente e as expetativas de uma flexibilização da mobilidade, o que apoiaria as exportações de serviços de viagens.
As importações aumentaram globalmente ao mesmo ritmo que as exportações no primeiro trimestre de 2021 (+0,9% em termos trimestrais em cadeia), prevendo-se que sejam sustentadas pela recuperação da procura interna nos próximos trimestres.

A informação disponível aponta para uma melhoria significativa da atividade da área do euro no segundo trimestre de 2021. Os dados dos inquéritos melhoraram, em linha com um crescimento robusto renovado no segundo trimestre de 2021. O recente fortalecimento tem sido generalizado a todos os setores, bem como a todos os países. O IGC compósito do produto, que aumentou de 48,1 no quarto trimestre de 2020 para 49,9 no primeiro trimestre de 2021, voltou a aumentar recentemente, situando-se, em média, em 55,4 durante abril e maio. Esta melhoria reflete a evolução da indústria transformadora e dos serviços – ambos os setores geram agora resultados de inquéritos coerentes com o crescimento. O progresso das campanhas de vacinação parece ter impulsionado ainda mais a confiança, em especial nos serviços. A confiança aumentou em todos os subsetores dos serviços, embora se mantenha significativamente abaixo dos níveis anteriores à pandemia em atividades com um elevado grau de contacto. O aumento da confiança é positivo para a esperada recuperação dos serviços, mas o desvio muito elevado em comparação com os níveis de atividade anteriores à crise nos subsetores com um elevado grau de contacto sugere que estes continuam a registar uma ampla capacidade disponível.

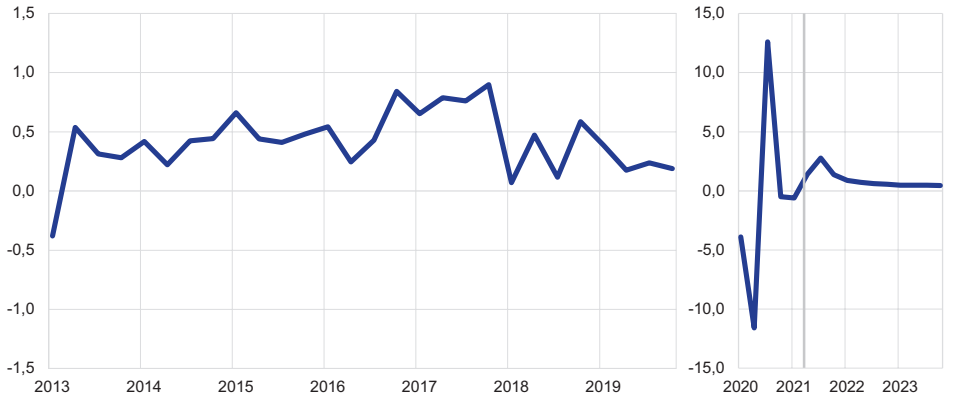
A atual pandemia de COVID-19 enfraqueceu o crescimento nos últimos meses, mas a recuperação está iminente e espera-se uma forte recuperação a partir do segundo semestre de 2021. Não obstante o prolongamento de medidas de contenção rigorosas durante grande parte do primeiro semestre de 2021, os efeitos de aprendizagem, a resiliência da produção industrial e da procura externa, bem como o apoio da política monetária e orçamental, têm contido mais perdas de produção do que na primeira vaga da pandemia, apesar dos estrangulamentos na oferta que entravam a produção em alguns setores. A curto prazo, uma evolução acelerada das vacinações e a concomitante diminuição das taxas de infeção deverão permitir um levantamento mais rápido do que o anteriormente previsto das medidas de contenção dos seus níveis mais rigorosos do primeiro semestre de 2021. Esta situação encontra-se refletida nas projeções macroeconómicas para a área do euro de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, segundo as quais o crescimento do PIB real anual se situará em 4,6% em 2021, 4,7% em 2022 e 2,1% em 2023 (gráfico 12). Projeta-se que a atividade da área do euro volte a crescer no segundo trimestre de 2021 e, impulsionada por uma forte recuperação do consumo privado e pelo abrandamento das atuais perturbações na cadeia de oferta, recupere fortemente no segundo semestre, permitindo que o PIB real exceda o seu nível anterior à crise a partir do primeiro trimestre de 2022[5].

[5] Ver a caixa 4 das Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, junho de 2021.

Gráfico 12

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, junho de 2021.

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

4 Preços e custos

De acordo com a publicação provisória do Eurostat, a inflação homóloga na área do euro aumentou para 2,0% em maio de 2021, face a 1,3% em março e 1,6% em abril. Esta subida deveu-se sobretudo a um forte aumento da inflação dos preços dos produtos energéticos (refletindo consideráveis efeitos de base em sentido ascendente e aumentos mensais em cadeia), mas também, em menor grau, a uma ligeira subida da inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos. É provável que a inflação global aumente novamente por volta do outono, espelhando principalmente a inversão da redução temporária do IVA na Alemanha. A inflação deverá voltar a diminuir no início do próximo ano, com o desvanecimento do impacto dos fatores temporários e a moderação dos preços mundiais dos produtos energéticos. Espera-se que as pressões subjacentes sobre os preços aumentem ligeiramente este ano, devido a restrições temporárias da oferta e à recuperação da procura interna. Contudo, espera-se que as pressões sobre os preços permaneçam, em geral, fracas, refletindo, em parte, pressões salariais reduzidas, no contexto de uma margem disponível na economia significativa e dos efeitos da apreciação recente das taxas de câmbio do euro. Quando o impacto da pandemia se dissipar, a anulação da elevada margem disponível na economia, apoiada por uma política monetária e políticas orçamentais acomodatícias, contribuirá para um aumento gradual da inflação subjacente a médio prazo. Os indicadores baseados em inquéritos e baseados no mercado das expetativas de inflação a mais longo prazo mantêm-se em níveis fracos, ainda que os indicadores baseados no mercado tenham continuado a subir.

Esta avaliação encontra-se globalmente refletida no cenário de referência das projeções macroeconómicas de junho de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, que indica que a inflação anual medida pelo IHPC se situará em 1,9% em 2021, 1,5% em 2022 e 1,4% em 2023. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação foram revistas em alta no tocante a 2021 e 2022, devido, em grande parte, a fatores temporários e a subidas da inflação dos preços dos produtos energéticos. Mantêm-se inalteradas para 2023, altura em que o aumento esperado da inflação subjacente é, em grande medida, contrabalançado pela descida esperada da inflação dos preços dos produtos energéticos. Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares se situe em 1,1% em 2021, 1,3% em 2022 e 1,4% em 2023, com revisões em alta observadas em todos os horizontes de projeção em comparação com o exercício de projeção de março de 2021.

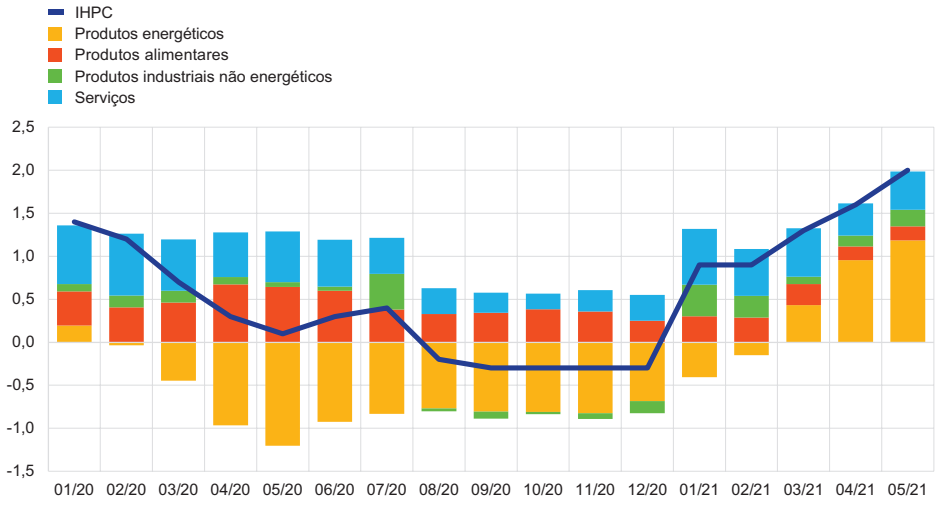
Segundo a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC aumentou novamente em maio, situando-se em 2,0%, face a 1,6% em abril e 1,3% em março, refletindo principalmente o novo fortalecimento da inflação dos preços dos produtos energéticos (gráfico 13). Os efeitos de base em sentido ascendente associados às fortes descidas observadas nos preços do petróleo e dos produtos energéticos na primavera de 2020 representaram cerca

de metade do aumento total da inflação global entre dezembro de 2020 e maio de 2021[6].

Gráfico 13

Inflação global e respetivas componentes

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2021 (estimativa provisória).

A evolução da inflação global nos últimos meses também reflete a influência de outros fatores temporários. Por exemplo, as variações nas ponderações do IHPC no início deste ano resultaram em fortes aumentos da inflação em janeiro, mas esse efeito foi mais ou menos anulado nos meses subsequentes (sendo abril o mês mais recente para o qual pode ser efetuado esse cálculo)[7]. Do mesmo modo, a subida temporária dos preços dos produtos alimentares não transformados em abril de 2020 resultou num efeito de base em sentido descendente em abril de 2021, que compensou alguma da pressão ascendente dos efeitos de base relacionados com os produtos energéticos (gráfico 14). Os efeitos de calendário também tiveram impacto nas taxas de inflação nos últimos meses. A título de exemplo, a inflação dos serviços subiu para 1,1% em maio, face a 0,9% no mês anterior, devido, em parte, à calendarização da Páscoa e de outros feriados nesse período. Ao mesmo tempo, as alterações no calendário e na abrangência dos períodos de saldos nas lojas tiveram um forte impacto ascendente sobre a inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos em janeiro e fevereiro, mas esse efeito desapareceu desde então e o valor de 0,7% registado em maio – ligeiramente acima da média de longo prazo de 0,6% – pode ser uma melhor indicação da dimensão da subida dos custos dos fatores de produção ao longo da cadeia de oferta nos últimos meses.

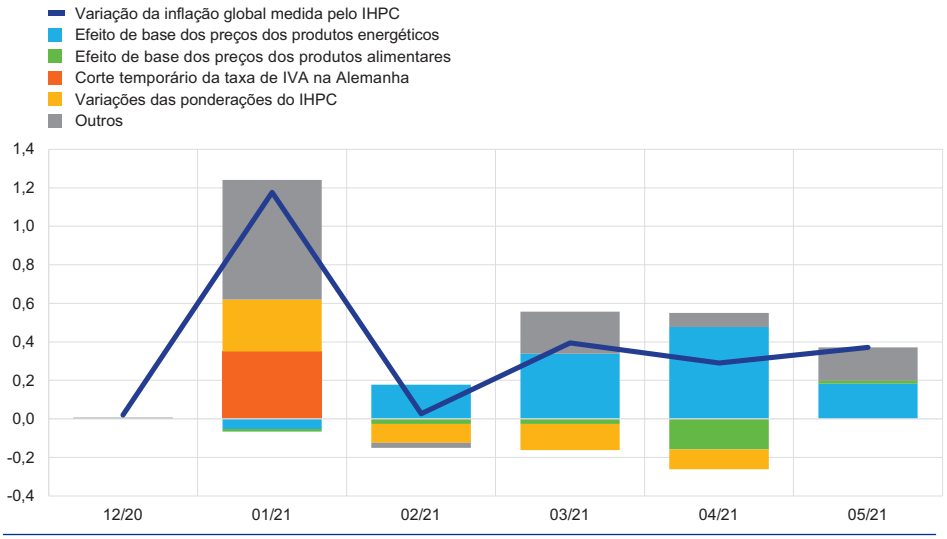
6 Para mais informações sobre o impacto dos efeitos de base na inflação dos preços dos produtos energéticos, ver a caixa intitulada Recent dynamics in energy inflation: the role of base effects and taxes, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2021.

7 A pandemia de coronavírus (COVID-19) desencadeou alterações significativas na despesa das famílias em 2020. Essas alterações estão refletidas nas ponderações do IHPC para 2021 – e, por conseguinte, nos valores da inflação anual daí resultantes. Para uma análise da complexidade deste impacto, ver a caixa intitulada Ponderações do IHPC para 2021 e as suas implicações para a medição da inflação, *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2021.

Gráfico 14

Contributos de efeitos de base e de outros fatores temporários para as variações mensais da inflação homóloga medida pelo IHPC

(variações em pontos percentuais e contributos)



Fontes: Eurostat, Deutsche Bundesbank e cálculos do BCE.
Notas: O contributo do corte temporário da taxa de IVA na Alemanha tem por base estimativas apresentadas na publicação Monthly Report – November 2020 do Deutsche Bundesbank. O contributo de variações das ponderações do IHPC não pode ser calculado relativamente a maio de 2021 (uma vez ainda não estarem disponíveis os dados necessários), pelo que foi retirado da componente "Outros". As últimas observações referem-se a maio de 2021 (com base numa estimativa provisória).

As imputações de preços implicam uma continuação da incerteza em torno do sinal de pressões subjacentes sobre os preços. De acordo com dados provisórios do Eurostat, as percentagens de imputações desceram apenas de forma moderada entre janeiro e maio, passando de 13% para 10% no que respeita ao IHPC e de 18% para 13% no tocante ao IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares. Tal é explicado sobretudo pela percentagem de imputações relativa aos serviços, que tem permanecido bastante estável em cerca de um quinto desde novembro do ano passado, em resultado das elevadas percentagens de serviços recreativos e relacionados com viagens. Em contraste, a percentagem de imputações para os produtos industriais não energéticos diminuiu consideravelmente, passando de 17% em janeiro para apenas 6% em maio. Todavia, dado o maior peso atribuído aos serviços, esta evolução continua a implicar um elevado grau de incerteza em torno do sinal de pressões subjacentes sobre os preços.

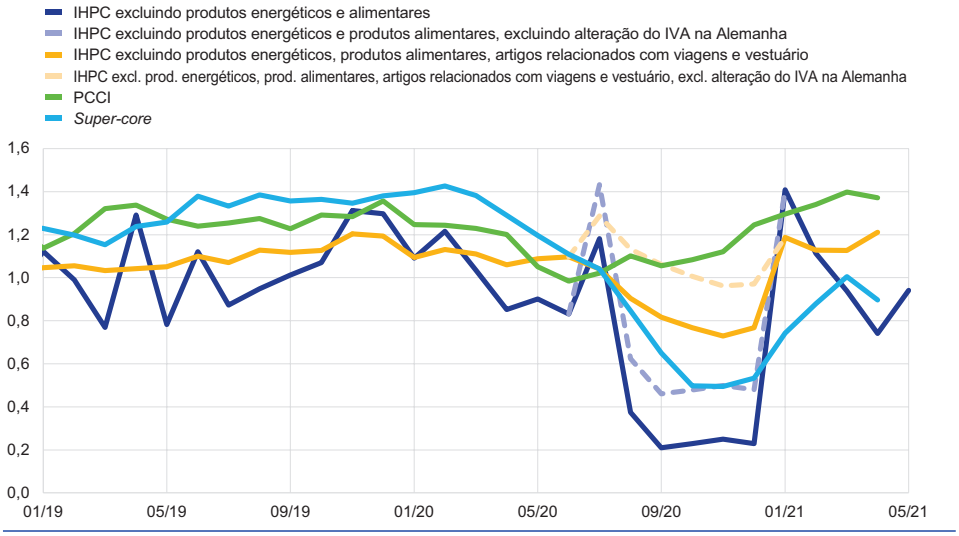
As medidas da inflação subjacente não fornecem um sinal generalizado a apontar para um aumento sustentado das pressões inflacionistas (gráfico 15). Após registar uma forte subida em janeiro, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares desceu consideravelmente, situando-se em 0,9% em março e 0,7% em abril, e aumentou depois para 0,9% em maio. Estes padrões nos primeiros meses de 2021 deveram-se sobretudo à evolução do vestuário, do calçado e dos serviços relacionados com viagens (incluindo férias organizadas, serviços de alojamento e transporte

aéreo de passageiros)[8]. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado tem sido mais estável do que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares e situou-se em 1,2% em abril (o último valor disponível). Analisando outras medidas da inflação subjacente, a componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation* – PCCI) situou-se em cerca de 1,4% em abril, globalmente inalterada face a março, enquanto o indicador *super-core* registou uma descida moderada (de 1,0% para 0,9%) durante o mesmo período.

Gráfico 15

Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2021 para o indicador do IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (estimativa provisória) e a abril de 2021 para os restantes.

As pressões acumuladas sobre os preços dos produtos de consumo industriais não energéticos continuam a aumentar consideravelmente – embora sobretudo nas fases iniciais da cadeia de preços até ao momento. Neste contexto, a inflação dos preços no produtor dos bens intermédios voltou a aumentar, situando-se em 6,9% em abril, ou seja, 2,5 pontos percentuais acima do valor registado em março e 4,4 pontos percentuais acima do valor de fevereiro. Do mesmo modo, a inflação dos preços das importações de bens intermédios aumentou de forma substancial, situando-se em 7,1% em abril, face a 4,6% em março e 1,5% em fevereiro. Esta evolução reflete provavelmente a pressão em sentido ascendente dos custos de expedição, estrangulamentos da oferta e elevados níveis de inflação dos preços das matérias-primas. Estas pressões são menos visíveis em fases posteriores da cadeia de preços, em consonância com a experiência passada de amortecimento substancial ao longo da cadeia de preços. Contudo, situando-se em 0,9% em março e 1,0% em abril, a inflação dos preços no

[8] Para mais pormenores sobre os potenciais aspetos comuns das rubricas relacionadas com viagens afetadas pelos confinamentos decorrentes da pandemia de COVID-19, ver a caixa intitulada Prices for travel during the COVID-19 pandemic: is there commonality across countries and items?, *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2021.

produtor internos dos bens de consumo não alimentares aumentou e ultrapassou a sua média de longo prazo de 0,6%. O impacto dos preços no produtor internos sobre a inflação dos bens de consumo está, em parte, a ser contido pelas taxas de crescimento homólogas negativas dos preços das importações de bens de consumo não alimentares (-0,8% em abril, face a -0,5% em março), que permanecem moderados devido ao impacto da anterior apreciação da taxa de câmbio[9].

O crescimento dos salários negociados enfraqueceu substancialmente no primeiro trimestre de 2021 (gráfico 16). O crescimento homólogo de 1,4% observado nesse trimestre representa uma moderação substancial em relação às taxas registadas no quarto trimestre de 2020 (2,0%) e no conjunto de 2020 (1,8%). Tal como previsto, o impacto da COVID-19 nos salários negociados só se tornou visível depois de os acordos salariais celebrados antes do início da pandemia terem terminado e de novos acordos terem sido adiados ou concluídos utilizando taxas salariais mais baixas[10]. Considerando as possíveis questões de cobertura e de calendário, o crescimento dos salários negociados observado no primeiro trimestre pode não ser necessariamente indicativo do crescimento efetivo dos salários. Os indicadores do crescimento real dos salários, como a remuneração por empregado ou a remuneração por hora, continuam a ser fortemente afetados por regimes de manutenção de postos de trabalho e regimes de *lay-off* temporário, que têm impacto na remuneração e nas horas trabalhadas e tendem a fazer baixar a remuneração por empregado e a fazer subir a remuneração por hora. No primeiro trimestre de 2021, a diferença entre as taxas de crescimento destes dois indicadores diminuiu, mas manteve-se significativa. Enquanto o crescimento homólogo da remuneração por empregado aumentou para 1,9% no primeiro trimestre deste ano, face a 1,0% no quarto trimestre de 2020, o crescimento homólogo da remuneração por hora baixou de 5,2% para 3,2% no mesmo período.

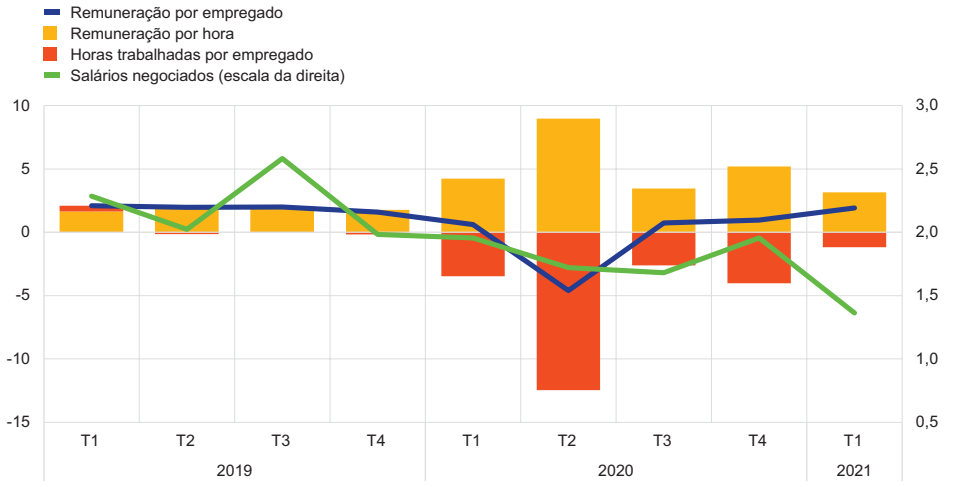
9 Para uma panorâmica esquemática da cadeia de preços da oferta para a componente de produtos industriais não energéticos do IHPC, ver a caixa intitulada What can recent developments in producer prices tell us about pipeline pressures?, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2017.

10 Para uma análise pormenorizada do indicador dos salários negociados, incluindo pormenores sobre a evolução recente e o papel que este indicador desempenha na avaliação e previsão da evolução salarial na atual conjuntura, ver a caixa intitulada Avaliação da dinâmica salarial durante a pandemia de COVID-19: podem os dados relativos aos salários negociados ser úteis?, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020.

Gráfico 16

Contributos das componentes da remuneração por empregado

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



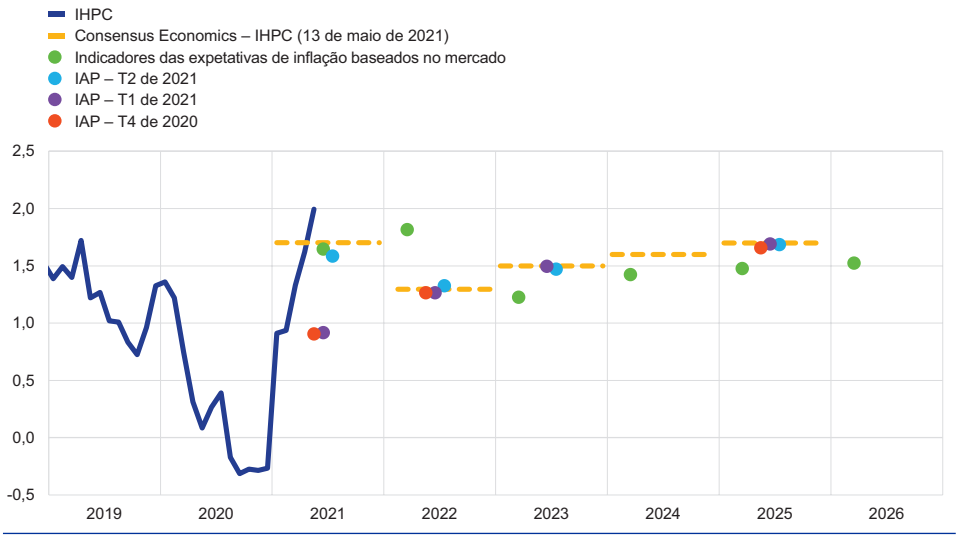
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2021.

Os indicadores baseados no mercado da compensação pela inflação continuaram a aumentar. Os indicadores baseados no mercado da compensação pela inflação tanto a mais curto prazo como a mais longo prazo permanecem numa trajetória ascendente, no contexto da melhoria do sentimento face ao risco e das expetativas de reversão das despesas de consumo refreadas, bem como dos estímulos orçamentais aplicados a nível mundial. Estima-se que os prémios de risco de inflação de longo prazo tenham aumentado consideravelmente nos últimos meses, representando a maior parte do aumento global da compensação pela inflação a longo prazo. As melhorias das expetativas foram mais fortes em horizontes mais curtos, resultando numa redução da inclinação da curva a prazo da inflação (gráfico 17). A taxa de *swap* indexada à inflação a prazo mais proeminente, a taxa de *swap* indexada à inflação a cinco anos com uma antecedência de cinco anos, situava-se em 1,56% em 9 de junho, em comparação com 1,52% em 20 de abril. No que respeita às medidas baseadas em inquéritos, os dados do Inquérito do BCE a Analistas Profissionais e da Consensus Economics indicam que as expetativas de inflação média a mais longo prazo para 2025 se mantiveram inalteradas em 1,7% em abril.

Gráfico 17

Indicadores das expetativas de inflação baseados em inquéritos e no mercado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, BCE (Inquérito a Analistas Profissionais – IAP) e cálculos do BCE.
Notas: O inquérito relativo ao segundo trimestre de 2021 foi realizado entre 31 de março e 12 de abril de 2021. A curva implícita no mercado tem por base a taxa de inflação à vista a 1 ano e a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 2 anos, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 3 anos e a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 4 anos. As últimas observações sobre os indicadores baseados no mercado da compensação pela inflação referem-se a 9 de junho de 2021.

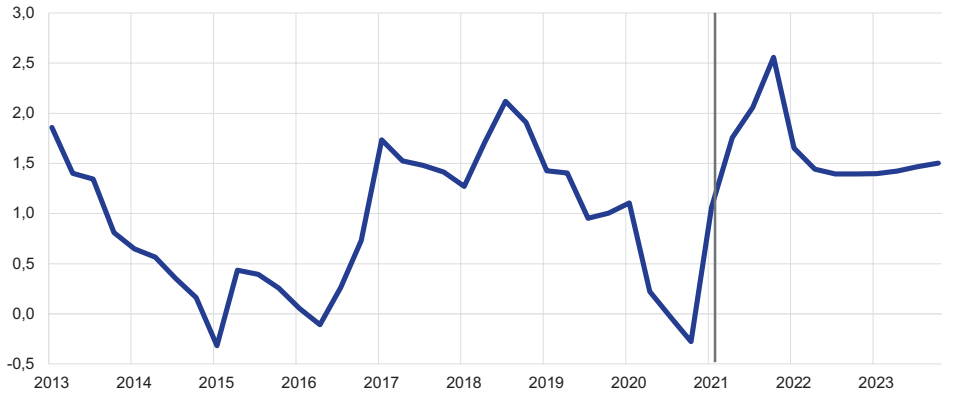
As projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema sinalizam que a inflação aumentará de forma substancial no decurso de 2021, voltará a descer no início de 2022 e permanecerá globalmente horizontal até ao final de 2023. Projeta-se que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe, em média, em 1,9% em 2021, atingindo um máximo de 2,6% no quarto trimestre, e se situe depois, em média, em 1,5% em 2022 e 1,4% em 2023. O forte crescimento projetado para 2021 reflete pressões em sentido ascendente de vários fatores temporários, incluindo a inversão da redução do IVA na Alemanha, uma forte recuperação da inflação dos preços dos produtos energéticos (devido a efeitos de base em sentido ascendente) e um aumento dos custos dos fatores de produção devido a restrições da oferta. Após o impacto desses efeitos temporários ter desaparecido, espera-se que a inflação medida pelo IHPC se mantenha globalmente horizontal em 2022 e 2023.

A recuperação económica projetada e as diminuições da margem disponível na economia deverão conduzir a um aumento gradual da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, a qual, segundo as previsões, aumentará de 1,1% em 2021 para 1,4% em 2023. Entretanto, projeta-se também que a inflação da componente de preços dos produtos alimentares do IHPC aumente ligeiramente ao longo do horizonte de projeção. No entanto, as pressões em sentido ascendente que essas duas componentes exercem sobre a inflação global deverão ser, em geral, compensadas em 2022 e 2023 pelas projetadas descidas da inflação dos preços dos produtos energéticos, dado o perfil descendente da curva de preços dos futuros do petróleo.

Gráfico 18

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, junho de 2021.
Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2021 (dados) e ao quarto trimestre de 2023 (projeções). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 26 de maio de 2021 (18 de maio de 2021 no que se refere aos pressupostos).

5 Moeda e crédito

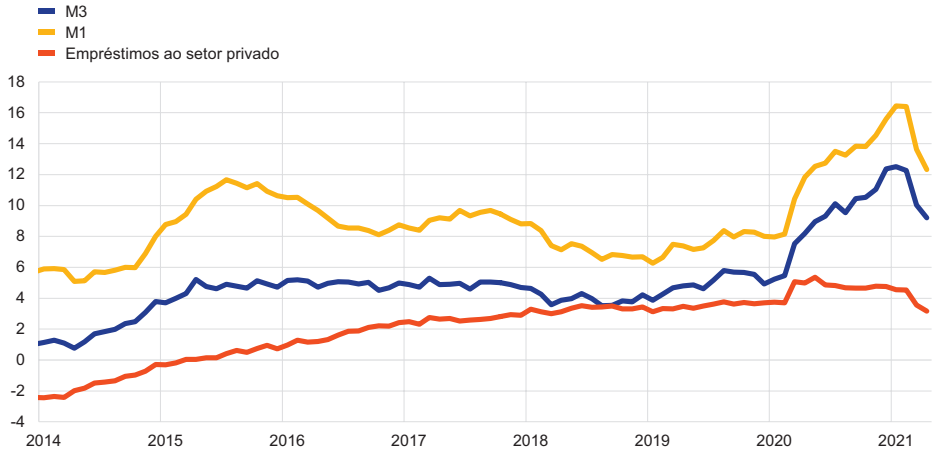
A criação de moeda na área do euro registou uma moderação em abril de 2021, mostrando alguns sinais iniciais de normalização na sequência da expansão monetária significativa associada à crise do coronavírus (COVID-19). O crédito interno continuou a ser a principal fonte de criação de moeda, tendo as compras pelo Eurosistema dado o principal contributo para tal. Embora as medidas significativas e atempadas implementadas pelas autoridades monetárias, orçamentais e de supervisão tenham continuado a apoiar o fluxo de crédito à economia da área do euro, o crescimento dos empréstimos ao setor privado moderou-se e regressou aos níveis anteriores à pandemia, impulsionado pelos empréstimos às empresas. O volume total de financiamento externo das empresas recuperou no primeiro trimestre de 2021. Entretanto, o custo global do financiamento externo das empresas aumentou ligeiramente nos primeiros quatro meses do ano, principalmente devido a aumentos no custo das ações, com o custo da dívida baseada no mercado e o crédito bancário também a aumentar marginalmente.

O crescimento do agregado monetário largo registou uma moderação em abril de 2021. A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo M3 caiu para 9,2% em abril, face a 10,0% em março (gráfico 19), devido a uma entrada mensal relativamente reduzida e à moderação do crescimento dos depósitos *overnight*. Para além de um efeito de base fortemente negativo, uma vez que as grandes entradas observadas na fase inicial da pandemia foram retiradas dos valores de crescimento homólogos, a queda do crescimento do M3 refletiu também menores entradas de depósitos das famílias e saídas de depósitos das empresas. Esta diminuição da acumulação de depósitos pelas famílias coincidiu com uma recuperação da confiança dos consumidores e apoia a expetativa de um aumento das despesas de consumo. Embora a dinâmica de mais curto prazo do agregado monetário largo tenha voltado a registar uma moderação, o ritmo da criação de moeda manteve-se elevado em resultado do apoio prestado pelas políticas monetária, orçamental e prudencial. Do lado das componentes, o principal fator impulsionador do crescimento do M3 foi o agregado monetário estreito M1, que inclui as componentes mais líquidas do M3. A taxa de crescimento homóloga do M1 caiu para 12,3% em abril, face a 13,6% em março, principalmente em resultado da evolução dos depósitos detidos por empresas e famílias. Outros depósitos de curto prazo e instrumentos negociáveis continuaram a dar um contributo limitado para o crescimento homólogo do M3, refletindo o nível reduzido das taxas de juro e da procura de rendibilidade por parte dos investidores.

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

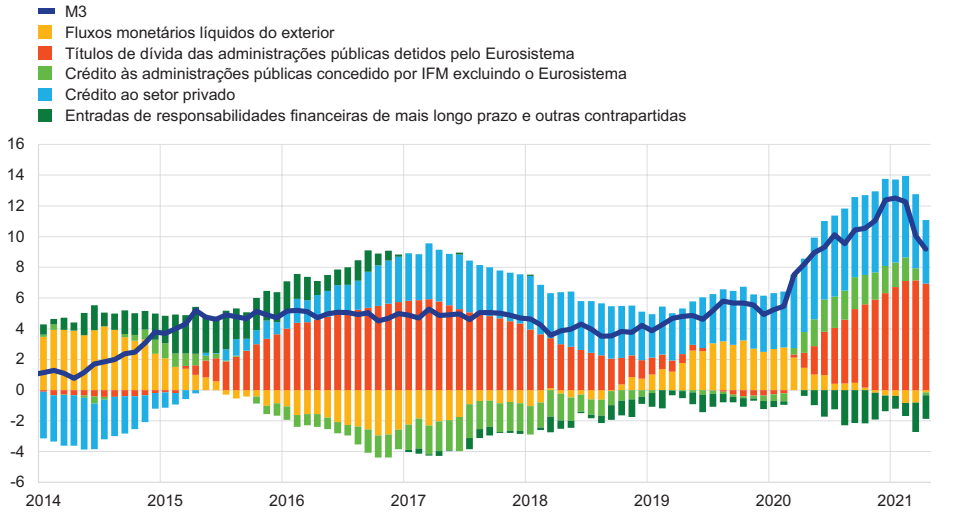
O crescimento dos depósitos *overnight* registou nova moderação. A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* caiu para 12,7% em abril, face a 14,2% em março, uma queda impulsionada principalmente pelas detenções de empresas e famílias. No caso das empresas, o crescimento das detenções de depósitos variou entre os países em abril, refletindo diferenças tanto nas necessidades de liquidez das empresas como nas medidas de apoio prestadas pelos governos nacionais. Entretanto, a taxa de crescimento homóloga da moeda em circulação manteve-se globalmente estável em 9,8%. De um modo geral, a forte preferência dos detentores de moeda por depósitos *overnight* durante a pandemia reflete motivos de precaução, bem como o nível muito reduzido das taxas de juro, que diminui o custo de oportunidade da detenção desses instrumentos.

A criação de moeda continuou a ser impulsionada pelas compras de ativos do Eurosistema. Em abril, o maior contributo para o crescimento do M3 resultou das compras líquidas pelo Eurosistema de títulos de dívida pública no contexto do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) (parte a vermelho das barras do gráfico 20). Um apoio adicional ao crescimento do M3 veio do crédito ao setor privado (parte a azul das barras). O crédito bancário às administrações públicas deixou de dar um contributo positivo para a criação de moeda, devido à venda de obrigações de dívida pública e à redução da emissão de títulos de dívida pública (parte a verde-claro das barras). Os fluxos monetários externos líquidos continuaram a ter um ligeiro efeito atenuante sobre a criação de moeda (parte a amarelo das barras). Do mesmo modo, as responsabilidades financeiras de mais longo prazo e outras contrapartidas continuaram também a atenuar o crescimento do agregado monetário largo (parte a verde-escuro das barras), devido à evolução de outras contrapartidas, ao passo que as condições favoráveis para as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas), que continuaram a apoiar a substituição do financiamento dos bancos, deram um pequeno contributo para o crescimento do M3.

Gráfico 20

M3 e respetivas contrapartidas

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



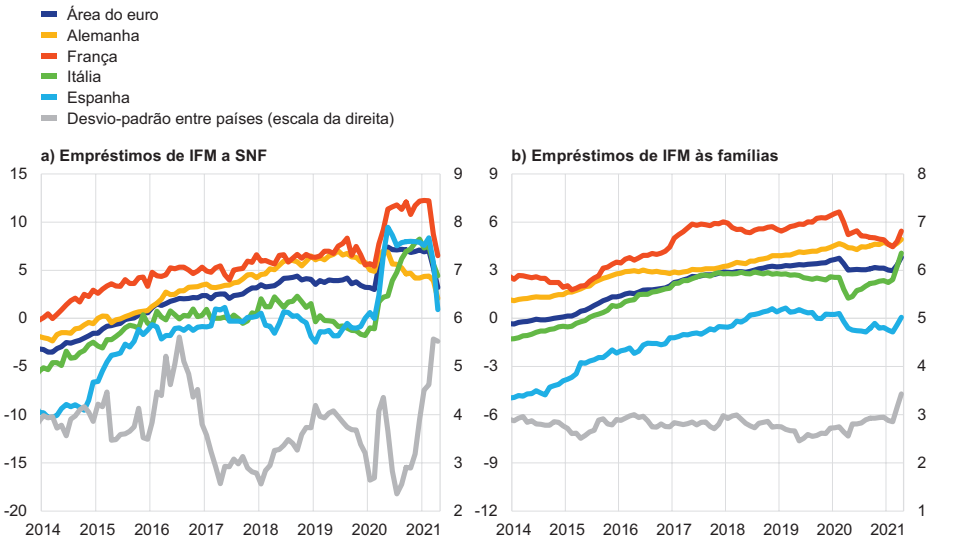
Fonte: BCE.
Notas: O crédito ao setor privado inclui empréstimos ao setor privado pelas instituições financeiras monetárias (IFM) e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Como tal, abrange igualmente compras pelo Eurosistema de títulos de dívida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

O crescimento dos empréstimos ao setor privado caiu em abril, regressando aos níveis mais baixos observados antes da pandemia. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos bancários ao setor privado caiu para 3,2% em abril, face a 3,6% em março (gráfico 19). Esta evolução foi principalmente explicada por uma descida da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às empresas, que caiu para 3,2% em abril, face a 5,3% em março, enquanto a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias aumentou para 3,8% em abril, a qual se havia fixado em torno de 3,0% desde junho de 2020 (gráfico 21). A moderação dos empréstimos às empresas em abril deverá ser interpretada à luz de vários desenvolvimentos. Pode ter refletido uma redução das necessidades de liquidez, uma vez que os setores mais afetados pela pandemia mostram sinais de recuperação. Outro fator foi os grandes fluxos de empréstimos observados em março de 2021, parcialmente explicados pela antecipação de alguns bancos numa tentativa de atingir os valores de referência de desempenho do crédito das ORPA direcionadas, a fim de beneficiar das condições atrativas. A dependência relacionada com a COVID-19 por parte das empresas em relação a empréstimos de mais longo prazo continuou a aumentar em detrimento de empréstimos de mais curto prazo.

Gráfico 21

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

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



Fonte: BCE.
Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas e titularização. No caso das sociedades não financeiras (SNF), os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nocionais (*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 2021.

O total de empréstimos às famílias aumentou em abril (gráfico 21). Tal deveu-se principalmente a empréstimos para aquisição de habitação, cuja taxa de crescimento homóloga (5,4%) foi a mais elevada desde o início da crise financeira mundial. Ao mesmo tempo, a taxa de crescimento homóloga do crédito ao consumo passou a ser positiva, refletindo melhorias na confiança dos consumidores e nas possibilidades de despesa, situando-se em 0,3% em abril, face a -1,7% em março. No entanto, as famílias parecem ter aumentado as suas despesas principalmente através da mobilização de depósitos acumulados ao longo do último ano. Entretanto, em abril, a taxa de crescimento homóloga de outros empréstimos às famílias permaneceu globalmente estável, em 1,5%. A evolução desta categoria de empréstimos, em grande parte explicada pela concessão de empréstimos a pequenas empresas (empresários em nome individual e parcerias sem personalidade jurídica), manteve-se moderada, apesar de ligeiras melhorias nos últimos meses. Embora os governos tenham ajudado as pequenas empresas a satisfazer as suas necessidades de financiamento, essas empresas foram particularmente afetadas pelo abrandamento da atividade económica.

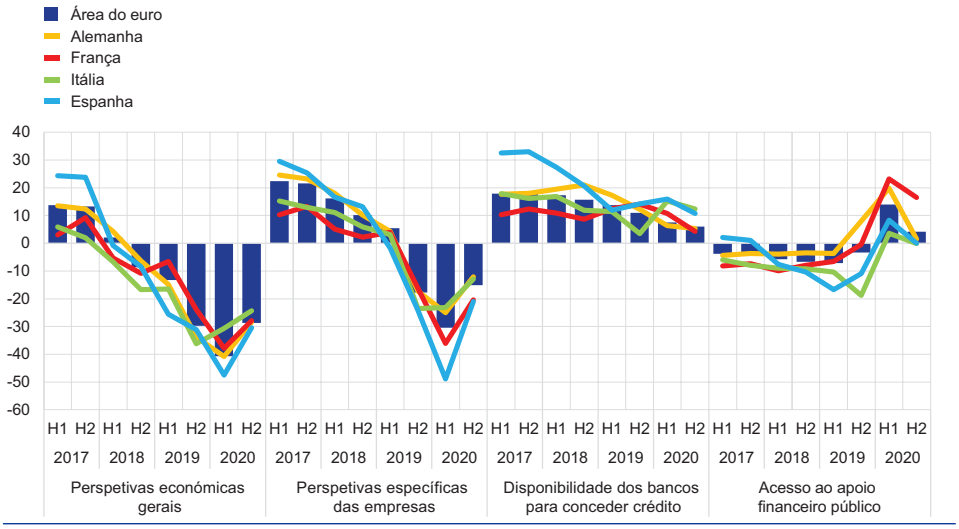
A moderação global do crescimento dos empréstimos às empresas oculta alguma heterogeneidade. De acordo com a última ronda do inquérito sobre o acesso a financiamento das empresas na área do euro (*Survey on the Access to Finance of Enterprises* – SAFE), que abrangeu o período de outubro de 2020 a março de 2021, um menor número de pequenas e médias empresas (PME) reportaram melhorias na disponibilidade de empréstimos nesse período. Um valor líquido de 3% das PME inquiridas na área do euro assinalou melhorias na disponibilidade de empréstimos bancários (face a 6% na anterior ronda do inquérito). As microempresas foram as mais pessimistas na sua avaliação da situação. Com efeito, pela primeira vez desde meados de 2015, assinalaram uma diminuição da

disponibilidade de empréstimos bancários, enquanto as respostas das grandes empresas sugeriram que a disponibilidade tinha regressado aos níveis anteriores à COVID-19. Entretanto, uma percentagem líquida mais pequena de PME considerou que a conjuntura macroeconómica afetou negativamente o seu acesso ao financiamento (gráfico 22). Essa percentagem líquida era comparável aos níveis observados imediatamente antes do início da pandemia e pode refletir os efeitos benéficos das medidas de apoio às políticas em curso. Ao mesmo tempo, uma percentagem líquida ligeiramente inferior de PME assinalou uma melhoria na disponibilidade dos bancos para conceder crédito. Do mesmo modo, uma percentagem líquida mais baixa de PME reportou melhorias no acesso ao apoio financeiro público, provavelmente refletindo as diminuições observadas na utilização das garantias no final de 2020. Quando questionadas especificamente sobre os regimes públicos de apoio introduzidos em resposta à pandemia, a maioria das PME inquiridas confirmou que tinham tido acesso aos mesmos nos últimos 12 meses e que esses regimes as tinham ajudado a cumprir as suas obrigações imediatas e de curto prazo (ver também a caixa 2 da presente edição do *Boletim Económico*).

Gráfico 22

Variações em fatores com impacto na disponibilidade de financiamento externo às PME da área do euro

(nos seis meses anteriores; percentagens líquidas de inquiridos)



Fonte: BCE.
Notas: Este gráfico refere-se à seguinte questão colocada no inquérito SAFE: "Para cada um dos seguintes fatores, considera que melhoraram, permaneceram inalterados ou registaram uma deterioração nos últimos seis meses?". As percentagens líquidas são calculadas como a diferença entre a percentagem de inquiridos que reportou uma melhoria de um fator e a percentagem que reportou a sua deterioração. Os valores dizem respeito às rondas 17 (abril a setembro de 2017) a 24 (outubro de 2020 a março de 2021) do inquérito.

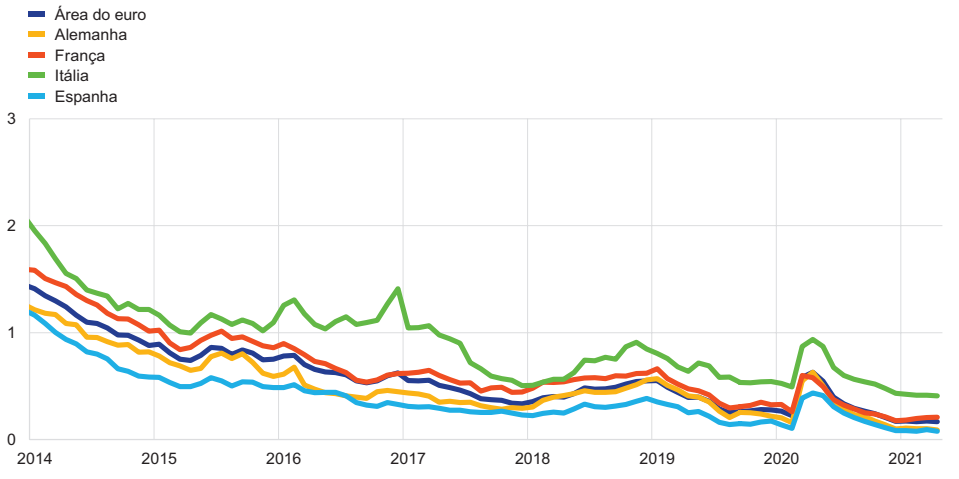
Os bancos continuaram a beneficiar de condições de financiamento favoráveis, embora o aumento do risco de crédito esteja a pesar sobre a sua capacidade de intermediação. O custo compósito do financiamento da dívida para os bancos da área do euro permanece abaixo do seu nível anterior à pandemia, devido ao apoio considerável da política monetária e à continuação do apoio dos governos e das autoridades reguladoras (gráfico 23), não obstante um aumento das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias desde o início de 2021. O APP e o PEPP do BCE exerceram pressão em sentido descendente sobre as taxas de

rendibilidade e os bancos substituíram algum financiamento baseado no mercado por ORPA direcionadas com condições muito favoráveis. Ambos os fatores apoiaram também as condições de mercado para as obrigações bancárias. Além disso, os preços das obrigações bancárias com garantia estão a ser diretamente apoiados pelo terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes do BCE (*third covered bond purchase programme* – CBPP3). Entretanto, as taxas de depósito dos bancos da área do euro mantiveram-se globalmente inalteradas em mínimos históricos em abril de 2021, contribuindo assim para condições de financiamento por dívida favoráveis num contexto de transmissão efetiva de taxas negativas. Com efeito, desde o início da pandemia, os bancos da área do euro cobravam cada vez mais taxas de juro negativas sobre os depósitos das SNF. Ao mesmo tempo, a capacidade dos bancos para cobrar taxas negativas depende do seu poder de mercado e as taxas dos depósitos de retalho das famílias tenderam a manter-se iguais ou superiores a zero, o que comprime as margens de juro líquidas dos bancos. Embora os bancos tenham continuado a reforçar a sua capacidade de absorção de perdas no quarto trimestre de 2020, aumentando a sua capitalização, o aumento do risco de crédito e a baixa rendibilidade dos bancos podem prejudicar a capacidade de oferta de crédito dos bancos. Tal como demonstrado pelo inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro de abril de 2021, os bancos continuaram a aumentar a restritividade dos seus critérios de concessão de crédito no primeiro trimestre de 2021 (embora apenas em relação aos empréstimos a empresas e menos do que nos dois trimestres anteriores), refletindo um aumento da sua perceção de risco e uma descida da sua tolerância ao risco em resultado da pandemia.

Gráfico 23

Custo compósito do financiamento por dívida dos bancos

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



Fontes: BCE, Markit iBoxx e cálculos do BCE.
Notas: O custo compósito dos depósitos é calculado como a média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As últimas observações referem-se a abril de 2021.

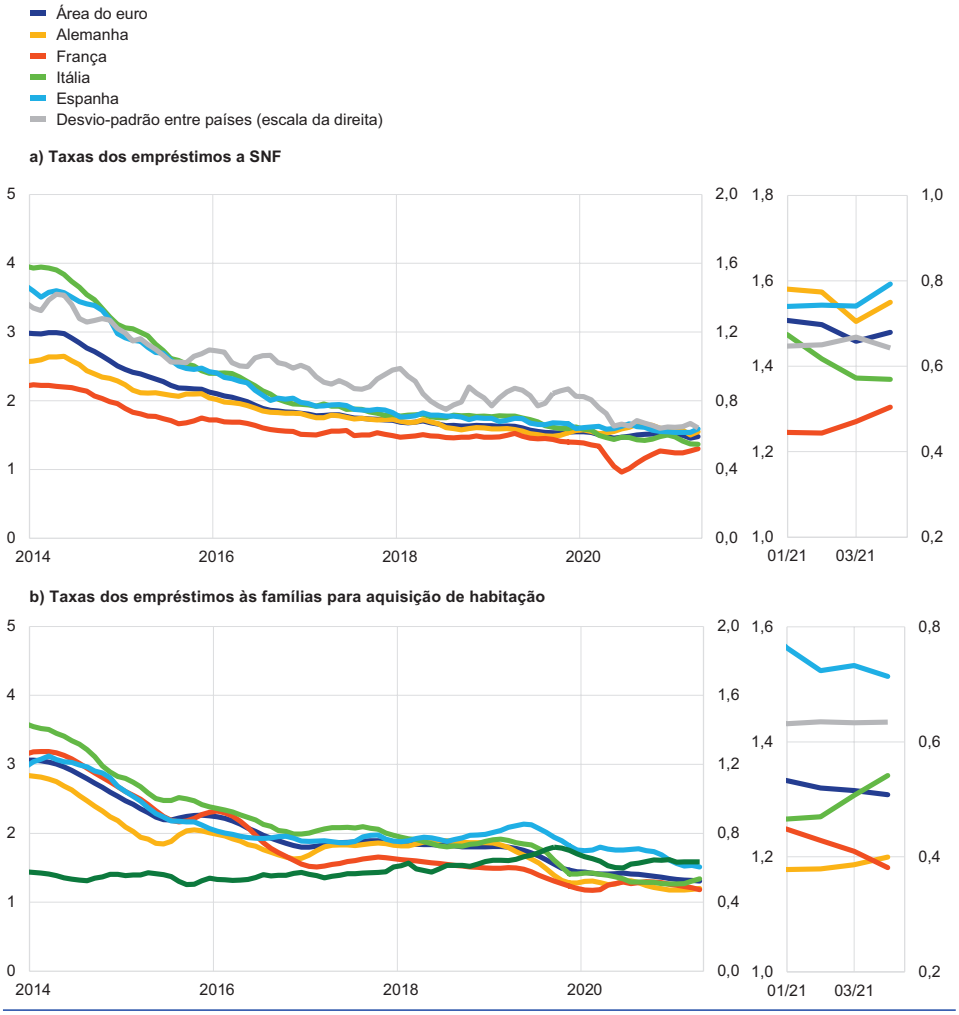
As taxas ativas bancárias dos empréstimos às SNF aumentaram, mas mantiveram-se baixas. Em abril de 2021, a taxa ativa bancária compósita dos empréstimos às SNF aumentou 17 pontos base, para se situar em 1,56%, após uma

descida no primeiro trimestre do ano, enquanto a taxa correspondente dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação se manteve inalterada num mínimo histórico de 1,31% (gráfico 24). Esta evolução reflete o impacto contínuo das medidas em termos de políticas implementadas pelo BCE, pelas autoridades de supervisão e pelos governos nacionais em apoio das condições de concessão de crédito, em particular para as empresas mais afetadas pela pandemia. O diferencial entre as taxas bancárias ativas aplicadas a empréstimos de reduzido montante e as taxas aplicadas a empréstimos de grande montante estabilizou em níveis anteriores à pandemia. Ao mesmo tempo, a incerteza quanto ao impacto a mais longo prazo da pandemia na economia – e, por conseguinte, na capacidade de endividamento dos mutuários e nos balanços dos bancos – continua elevada. Todas as medidas de apoio às políticas existentes continuam a ser essenciais para evitar que essa incerteza precipite um aumento generalizado da restritividade das condições de financiamento, ampliando o impacto económico da pandemia.

Gráfico 24

Taxas bancárias ativas compósitas em países da área do euro selecionados

(percentagens por ano (médias móveis de 3 meses); desvio-padrão)



Fonte: BCE.
Notas: Estes indicadores para o custo total do crédito bancário são calculados 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 abril de 2021.

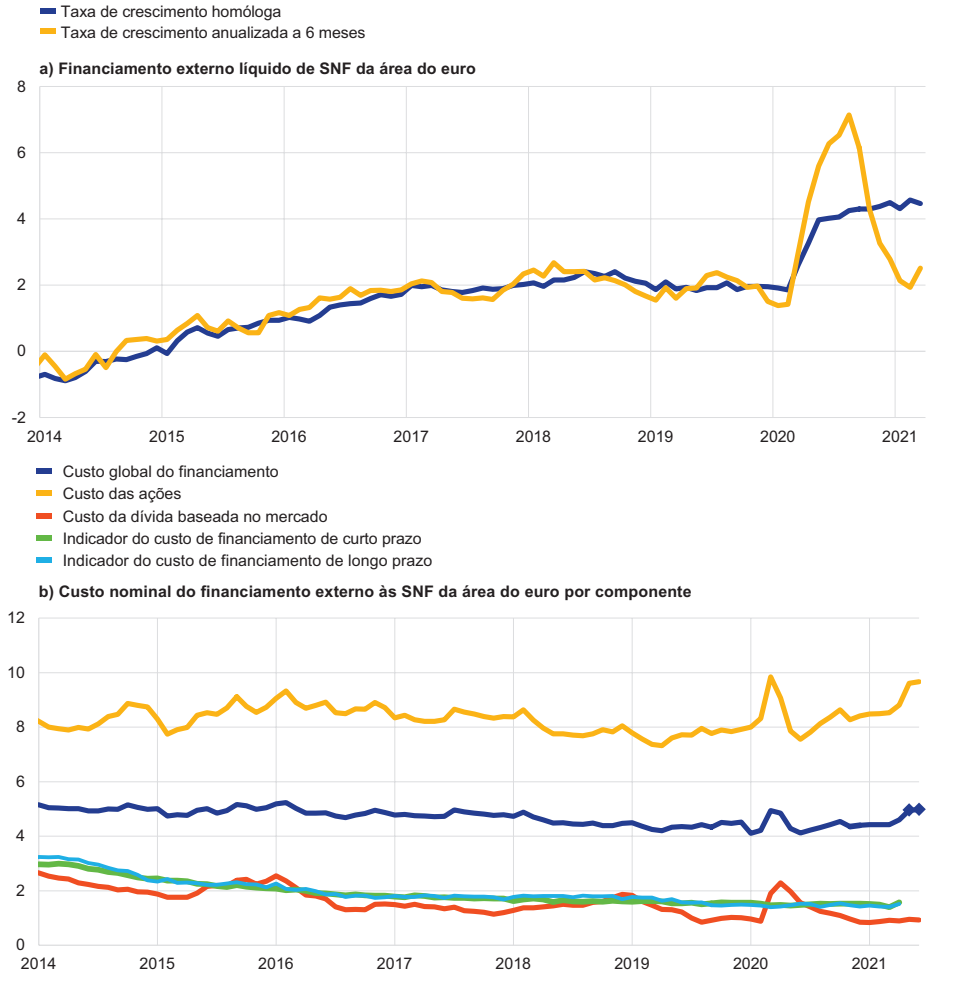
O volume total de financiamento externo das empresas aumentou ligeiramente no primeiro trimestre de 2021. A taxa de crescimento homóloga do financiamento externo situou-se em 4,5% em março de 2021, com a dinâmica de mais curto prazo do financiamento a inverter a tendência em sentido descendente que começou a ser observada no final do verão passado. Estes fluxos foram principalmente impulsionados pela contração de empréstimos junto dos bancos e, em menor escala, pela emissão líquida de ações cotadas (painel a) do gráfico 25). As empresas reduziram os seus empréstimos com base no mercado, enquanto os fluxos de financiamento externo continuaram a beneficiar de condições de financiamento favoráveis. Os motivos subjacentes à contração de empréstimos junto dos bancos são heterogéneos entre setores: existe uma maior probabilidade de os setores orientados para a exportação terem beneficiado de melhores condições a nível mundial e a atividade de construção tem sido dinâmica em alguns países, ao passo que outros setores mais expostos às repercussões da pandemia necessitaram de níveis mais elevados de liquidez.

O custo nominal total do financiamento externo das SNF (incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações) manteve-se baixo, mas aumentou ligeiramente. Fixou-se em 4,6% no final de abril (painel b) do gráfico 25), cerca de 30 pontos base abaixo do pico observado em março de 2020 e 50 pontos base superior ao nível mínimo histórico observado em junho de 2020. O ligeiro aumento observado no custo global do financiamento nos primeiros quatro meses de 2021 esteve relacionado com o custo mais elevado das ações, que refletiu aumentos tanto das taxas isentas de risco como do prémio de risco das ações. Ao mesmo tempo, a nova compressão dos diferenciais das obrigações de empresas compensou esses aumentos das taxas isentas de risco, pelo que o custo da dívida baseada no mercado permaneceu praticamente inalterado em termos globais. O custo dos empréstimos bancários – principalmente empréstimos de longo prazo – também aumentou ligeiramente. Entre o final de abril e 9 de junho de 2021, estima-se que o custo global do financiamento tenha aumentado cerca de 35 pontos base, principalmente devido a um aumento do custo das ações. Tal ficou a dever-se a um ligeiro aumento do prémio de risco das ações, na sequência de um aumento excecionalmente forte das expetativas de lucros a longo prazo das empresas (como também evidenciado pelos inquéritos às empresas), enquanto as taxas de desconto se mantiveram em níveis globalmente baixos. Com as expetativas de lucros a aumentar de forma tão acentuada e as taxas de desconto a permanecerem baixas, os modelos apontariam normalmente para um aumento dos preços das ações ligeiramente mais forte do que o observado, o que, por conseguinte, se reflete mecanicamente num prémio de risco ligeiramente mais elevado. Ao longo do mesmo período, o custo da dívida baseada no mercado aumentou apenas marginalmente – sendo as taxas isentas de risco mais elevadas quase inteiramente compensadas pela nova compressão dos diferenciais das obrigações de empresas – tanto na categoria de investimento como nos segmentos de elevada rendibilidade.

Gráfico 25

Financiamento externo das SNF da área do euro

(taxas de variação (%) – painel a); percentagens por ano – painel b))



Fontes: Eurostat, Dealogic, BCE, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters e estimativas do BCE.
Notas: Painel a) – O financiamento externo líquido equivale à soma de empréstimos de IFM, emissão líquida de títulos de dívida e emissão líquida de ações cotadas. Os empréstimos de IFM são corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (*cash pooling*). Painel b) – o custo global do financiamento das SNF é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações, com base nos respetivos saldos. Os diamantes a azul-escuro indicam previsões do momento do custo global do financiamento em maio e junho de 2021, partindo do princípio de que as taxas ativas bancárias permanecem inalteradas nos níveis de abril de 2021. As últimas observações referentes ao painel a) dizem respeito a março de 2021. As últimas observações referentes ao painel b) dizem respeito a 9 de junho de 2021 para o custo da dívida baseada no mercado (média mensal de dados diários), 4 de junho de 2021 para o custo das ações (dados semanais) e abril de 2021 para o custo dos empréstimos (dados mensais).

6 Evolução orçamental

Como resultado do abrandamento económico muito acentuado durante a pandemia de coronavírus (COVID-19) e da forte reação orçamental, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro aumentou consideravelmente para 7,3% do PIB em 2020, face a 0,6% em 2019. Este ano, quando novas vagas da pandemia atingiram os países da área do euro, muitas das medidas de emergência foram prolongadas e adotaram-se medidas adicionais de apoio à recuperação. Por conseguinte, as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam apenas uma melhoria marginal do saldo orçamental das administrações públicas da área do euro, devendo este situar-se em -7,1% do PIB em 2021. Contudo, com o abrandamento da pandemia e o fortalecimento da recuperação económica, o rácio do défice deverá diminuir a um ritmo mais rápido, atingindo 3,4% em 2022 e 2,6% no final do horizonte de projeção em 2023. Projeta-se que a dívida da área do euro registe um máximo um pouco abaixo de 100% do PIB em 2021 e desça para aproximadamente 95% do PIB em 2023, valor que é cerca de 11 pontos percentuais mais elevado do que o registado antes da crise do coronavírus. Não obstante, uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada continua a ser crucial, dado que uma retirada prematura de apoio orçamental poderia enfraquecer a recuperação e amplificar as marcas mais duradouras deixadas na economia. As políticas orçamentais nacionais devem, portanto, continuar a proporcionar apoio crítico e atempado às empresas e às famílias mais expostas à pandemia em curso e às medidas de contenção associadas. Em paralelo, as medidas orçamentais devem permanecer temporárias e contracíclicas, assegurando, ao mesmo tempo, que são suficientemente direcionadas para dar uma resposta eficaz às vulnerabilidades e apoiar uma recuperação célere da economia da área do euro. Como complemento das medidas orçamentais nacionais, o pacote do "Next Generation EU" (NGEU) deverá desempenhar um papel fundamental, contribuindo para uma recuperação mais rápida, forte e uniforme. Este deverá aumentar a resiliência económica e o potencial de crescimento das economias da UE, em particular, se os fundos forem utilizados para despesas públicas produtivas e aliadas a políticas estruturais centradas na melhoria da produtividade. De acordo com as projeções macroeconómicas de junho, a combinação de empréstimos e subvenções ao abrigo do NGEU deverá proporcionar um estímulo adicional de cerca de 0,5% do PIB por ano, entre 2021 e 2023.

De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro registará apenas uma melhoria ligeira em 2021, mas deverá recuperar fortemente a partir de 2022[11]**.** O rácio do défice das administrações públicas da área do euro aumentou de 0,6% do PIB em 2019 para

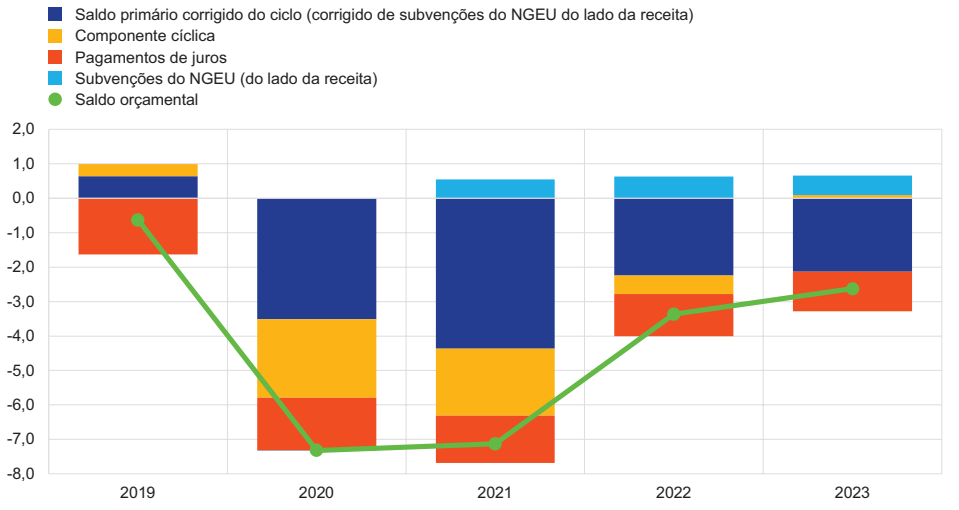
[11] Ver as Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, junho de 2021.

7,3%[12] do PIB em 2020, o maior défice desde a introdução do euro. Projeta-se que desça apenas marginalmente para 7,1% em 2021, mas depois de forma mais forte, situando-se em 3,4% em 2022 e 2,6% em 2023 (gráfico 26). A subida do défice orçamental em 2020 deve-se sobretudo a uma deterioração do saldo primário corrigido do ciclo, na sequência das medidas de apoio económico em resposta à pandemia, que ascendem a cerca de 4% do PIB. Projeta-se agora que o apoio à crise e à recuperação aumente para cerca de 4½% do PIB em 2021. Tal reflete o facto de os governos terem prolongado as medidas de emergência, expandido gradualmente a sua dimensão e/ou adotado novas medidas para apoiar a recuperação, incluindo medidas a financiar através do NGEU. O aumento do défice no ano passado também resultou, em parte, de uma componente cíclica negativa elevada, que deverá começar a diminuir, se bem que apenas ligeiramente, em 2021. Projeta-se que a melhoria mais significativa do saldo orçamental a partir de 2022 seja impulsionada por um saldo primário corrigido do ciclo mais elevado, tendo em conta que uma proporção considerável das medidas de emergência (que não são financiadas por subvenções do NGEU) cessará. Além disso, espera-se que o contributo do ciclo económico aumente rapidamente a partir de 2022. Em menor grau, mas ao longo de todo o horizonte de projeção, a melhoria do saldo orçamental será também facilitada pela diminuição gradual dos contributos dos pagamentos de juros.

Gráfico 26

Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



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

As projeções da área do euro incluem as subvenções do NGEU, que correspondem a cerca de 0,6% do PIB em cada ano do horizonte de projeção e que, juntamente com um montante limitado de empréstimos, se pressupõe que financiem um estímulo adicional de 0,5% do PIB por ano. As subvenções do NGEU incluídas nas projeções cifram-se em cerca de 1¾% do PIB no período 2021

[12] O saldo orçamental da área do euro para 2020 foi atualizado, em comparação com os dados publicados pelo Eurostat em 22 de abril de 2021 (primeira notificação a -7,2% do PIB), na sequência de uma atualização dos dados relativos à Alemanha.

a 2023. Pressupõe-se que, em conjunto com empréstimos equivalentes a cerca de 0,3% do PIB, o NGEU financie despesas correspondentes a cerca de 1,9% do PIB, cujo equivalente a um pouco mais de 1,5% do PIB se destinaria a proporcionar um estímulo adicional, enquanto o valor restante seria utilizado para financiar os planos existentes.

A orientação orçamental agregada apresentou-se extremamente expansionista em 2020 e projeta-se que continue a ser expansionista em 2021[13]**.** Em 2022, é esperado um aumento da restritividade da orientação orçamental face aos níveis de apoio muito elevados em 2022, com o desvanecimento do apoio orçamental a par da cessação das medidas de apoio temporárias e relacionadas com a pandemia. Em 2023, projeta-se que a orientação orçamental seja globalmente neutra[14]. No entanto, o nível de apoio orçamental à recuperação económica continuará a ser elevado ao longo de todo o horizonte de projeção, o que se reflete num saldo orçamental primário global que permanecerá firmemente negativo, registando apenas uma melhoria gradual de -5,8% em 2021 para -1,5% do PIB em 2023.

Além do apoio orçamental às respetivas economias, os países da área do euro disponibilizaram consideráveis pacotes de garantia de empréstimos, a fim de reforçar a situação de liquidez das empresas. No total, estes pacotes de garantia ascendem a aproximadamente 19% do PIB da área do euro em 2021, sendo que a dimensão do pacote e a taxa de utilização diferem substancialmente entre os países. As garantias de empréstimos constituem uma responsabilidade contingente das administrações públicas e, por conseguinte, o eventual recurso às mesmas constituirá uma despesa pública adicional que eleva a dívida pública.

Projeta-se agora que o saldo orçamental em 2021 seja significativamente inferior ao indicado nas projeções macroeconómicas de março de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, tendo as perspetivas para 2022 e 2023 também sido objeto de uma ligeira revisão em baixa. Mais especificamente, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro em percentagem do PIB foi revisto em baixa 1,0 pontos percentuais para 2021 e 0,2 e 0,3 pontos percentuais, respetivamente, para os dois anos seguintes. Estas revisões devem-se às medidas orçamentais discricionárias mais elevadas em resposta à pandemia, em especial em 2021, que são apenas parcialmente compensadas por um contributo mais forte do ciclo económico. Os pagamentos de juros projetados permanecem, em geral, inalterados face às projeções de março.

---

13 A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo proporcionado pelas políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida nesta secção como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Atendendo a que as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções do NGEU com base no orçamento da UE não têm um impacto contracionista na procura, o saldo primário corrigido do ciclo é, neste contexto, ajustado de modo a excluir essas receitas. É de destacar também que as projeções orçamentais da área do euro referidas na presente secção não incluem o défice e a dívida supranacionais europeus associados às transferências do NGEU. 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.

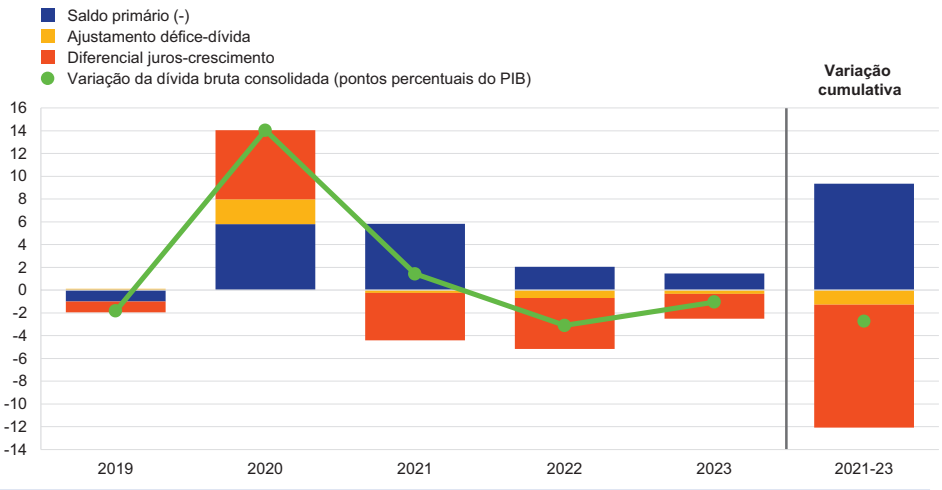
14 A orientação orçamental é avaliada em -4,2 pontos percentuais do PIB em 2020 e projeta-se que se situe em -1, +2,1 e +0,1 pontos percentuais do PIB em 2021, 2022 e 2023, respetivamente, após correção das receitas relacionadas com as subvenções do NGEU.

O rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro registou um aumento forte em 2020 e projeta-se que atinja um máximo um pouco abaixo de 100% em 2021, descendo depois gradualmente para cerca de 95% em 2023. O aumento de 14 pontos percentuais do rácio da dívida em 2020 reflete a combinação de um défice primário elevado e de um diferencial muito adverso entre taxa de juro e crescimento, mas também um ajustamento défice-dívida significativo, devido, entre outros fatores, ao apoio à liquidez em resposta à pandemia. Em 2021, um défice primário ainda elevado será apenas parcialmente compensado por um contributo significativo do diferencial entre taxa de juro e crescimento para a redução da dívida. Contudo, em 2022 e 2023, o rácio da dívida começará a diminuir, em virtude de os menores défices primários serem mais do que compensados por contributos favoráveis dos diferenciais entre taxa de juro e crescimento e, em menor grau, por ajustamentos défice-dívida negativos (gráfico 27). Em resultado, no final do horizonte de projeção em 2023, o rácio da dívida em relação ao PIB deverá situar-se cerca de 11 pontos percentuais acima do nível registado antes da crise. Note-se, no entanto, que a crise do coronavírus teve um impacto adverso um pouco menor na dívida do que o esperado, em geral, na fase inicial da crise.

Gráfico 27

Fatores impulsionadores da variação da dívida pública da área do euro

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



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

As políticas orçamentais nacionais devem continuar a proporcionar apoio crítico e atempado às empresas e às famílias mais expostas à pandemia em curso e às medidas de contenção associadas. Uma retirada prematura de apoio orçamental poderia enfraquecer a recuperação e amplificar as marcas mais duradouras deixadas na economia. Ao mesmo tempo, as medidas orçamentais devem permanecer temporárias e contracíclicas, sendo, porém, necessário assegurar que são suficientemente direcionadas para dar uma resposta eficaz às vulnerabilidades e apoiar uma recuperação rápida da economia da área do euro. A sustentabilidade orçamental será apoiada pela recuperação económica esperada e, mais importante ainda, pelas condições de financiamento, que

deverão continuar a ser favoráveis. Continua, todavia, a ser essencial que os Estados-Membros reduzam gradualmente os desequilíbrios orçamentais logo que a atividade económica recupere o suficiente. Este processo pode ser amplificado por uma mudança decisiva no sentido de uma composição das finanças públicas mais favorável ao crescimento e de reformas estruturais que aumentem o potencial de crescimento das economias da área do euro, tal como também proposto nas recomendações em termos de políticas orçamentais, publicadas em 2 de junho pela Comissão Europeia (para mais pormenores, ver a caixa intitulada "Implicações dos programas de estabilidade de 2021 para as políticas orçamentais na área do euro", no presente *Boletim Económico*). O Mecanismo de Recuperação e Resiliência do NGEU pode prestar um apoio importante neste aspeto, quanto mais não seja, acelerando as transições ecológica e digital.

Caixas

1 Evolução da balança corrente da área do euro durante a pandemia

Por Michael Fidora, Fausto Pastoris e Martin Schmitz

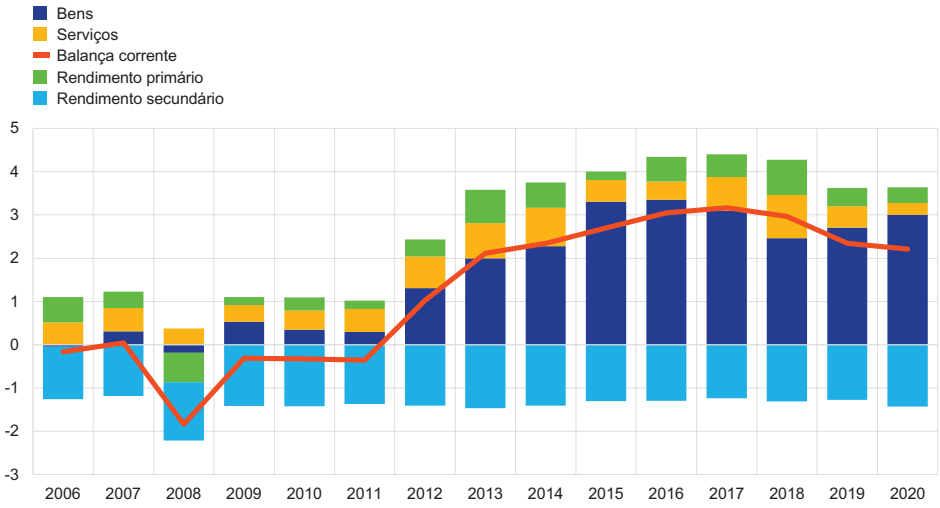
Num contexto de volatilidade elevada da atividade económica e do comércio internacional devido à pandemia de coronavírus (COVID-19), o excedente da balança corrente da área do euro diminuiu apenas ligeiramente em 2020 em comparação com 2019, de 2,3% para 2,2% do PIB (painel a) do gráfico A). Porém, a descida moderada do excedente da balança corrente em relação ao PIB oculta uma diminuição considerável do respetivo valor, de 280 mil milhões de euros em 2019 para 250 mil milhões de euros em 2020, visto que o PIB nominal caiu acentuadamente durante este período. Além disso, ocorreram mudanças significativas na composição do comércio e desagregação geográfica do excedente, bem como nas transações externas brutas subjacentes (créditos e débitos).
A presente caixa analisa os principais desenvolvimentos na balança corrente da área do euro em 2020, com ênfase no modo como a pandemia afetou as várias componentes da balança.

Gráfico A

Evolução da balança corrente da área do euro

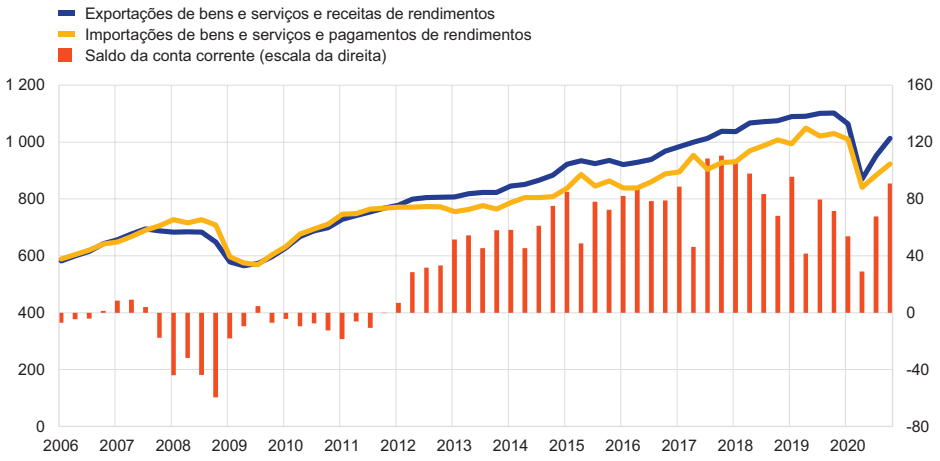
a) Saldo da balança corrente da área do euro

(em percentagem do PIB)



b) Transações trimestrais na balança corrente da área do euro

(em mil milhões de euros; dados corrigidos de sazonalidade e de dias úteis)



Fontes: BCE e Eurostat.

As transações externas na balança corrente da área do euro registaram uma forte contração no primeiro semestre de 2020 na sequência do início da pandemia e da introdução de medidas para conter a sua propagação (painel b) do gráfico A). Em termos nominais, o excedente da balança corrente da área do euro no primeiro semestre de 2020 estava 55 mil milhões de euros abaixo do nível registado no primeiro semestre de 2019[15]. Tal resultou de uma queda acentuada dos fluxos de crédito brutos, ou seja, exportações de bens e serviços e receitas provenientes de rendimentos do estrangeiro, que mais do que compensaram a contração dos fluxos de débito brutos, ou seja, importações de bens e serviços e pagamentos de rendimentos a não residentes na área do euro. Dado que a procura

[15] Os dados sobre os desenvolvimentos intra-anuais são apresentados em termos corrigidos de sazonalidade e de dias úteis.

externa recuperou durante o segundo semestre e as exportações da área do euro registaram uma retoma mais robusta do que as importações, o excedente da balança corrente no segundo semestre de 2020 situava-se 7 mil milhões acima do nível observado no segundo semestre de 2019[16]. No geral, em termos nominais, o excedente da balança corrente em 2020 situou-se mais de 10% abaixo do de 2019.

O excedente do comércio de bens aumentou para 3,0% do PIB em 2020, visto que a queda das exportações da área do euro foi suplantada por uma redução ainda mais acentuada das importações. Em 2020, o excedente da balança comercial de bens aumentou 17 mil milhões de euros (ou 0,3 pontos percentuais em termos de PIB). Tal ocultou uma diminuição significativa do valor das exportações de bens, de 216 mil milhões de euros (ou 0,8 pontos percentuais em termos de PIB), que foi mais do que compensada por uma descida mais substancial das importações, de 234 mil milhões (ou 1,1 pontos percentuais em termos de PIB). As estatísticas sobre o comércio de bens evidenciam uma redução assinalável do défice na componente energética da área do euro, associada quer à evolução favorável dos preços dos produtos energéticos quer à diminuição dos volumes de importações devido à queda da atividade económica. Por outro lado, o excedente de produtos transformados da área do euro diminuiu significativamente num contexto de perturbações nas cadeias de valor mundiais, que também se refletiram numa redução acentuada do défice de bens intermédios da área do euro[17].

As repercussões económicas da pandemia são particularmente visíveis na balança comercial de serviços, dado que as restrições de viagem conduziram a uma redução acentuada do excedente dos serviços de viagem da área do euro (gráfico B). Em 2020, o excedente da balança comercial de serviços diminuiu 29 mil milhões de euros (ou 0,2 pontos percentuais em termos de PIB). A descida ficou a dever-se sobretudo à redução dos excedentes dos serviços de viagem (de 0,3% do PIB em 2019 para 0,1% do PIB em 2020) e dos serviços de transporte (de 0,2% do PIB para 0,1% do PIB). No caso dos serviços de viagem, tal refletiu um colapso das exportações (de aproximadamente 65% em termos nominais em comparação com 2019) devido às restrições de viagem introduzidas para conter a pandemia[18]. Por outro lado, o excedente de serviços de telecomunicações, informática e informação aumentou (de 0,8% do PIB para 0,9% do PIB), impulsionado por exportações mais elevadas. As grandes variações nos défices de direitos cobrados pela utilização de propriedade intelectual (com uma subida de 0,2 pontos percentuais em termos de PIB) e serviços de investigação e

---

16 Enquanto o saldo da balança comercial melhorou no segundo semestre, o saldo da balança de rendimentos registou nova deterioração. A contração do saldo da balança de rendimentos da área do euro em 2020 ficou a dever-se à deterioração do défice da balança de rendimento secundário e a uma redução do excedente dos rendimentos de investimento. O saldo dos rendimentos de investimento reflete os lucros de disponibilidades líquidas sobre o exterior da área do euro. Nos últimos anos, a evolução das disponibilidades líquidas sobre o exterior da área do euro (a posição de investimento internacional líquida) foi impulsionada não apenas pelo saldo da balança corrente como também pelo canal da valorização (ou seja, flutuações na valorização de ativos e passivos sobre o exterior devido à taxa de câmbio e a outras variações nos preços dos ativos). Para mais pormenores, ver a caixa intitulada Factors driving the recent improvement in the euro area's international investment position, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2018.

17 Ver também a caixa intitulada The great trade collapse of 2020 and the amplification role of global value chains, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2020.

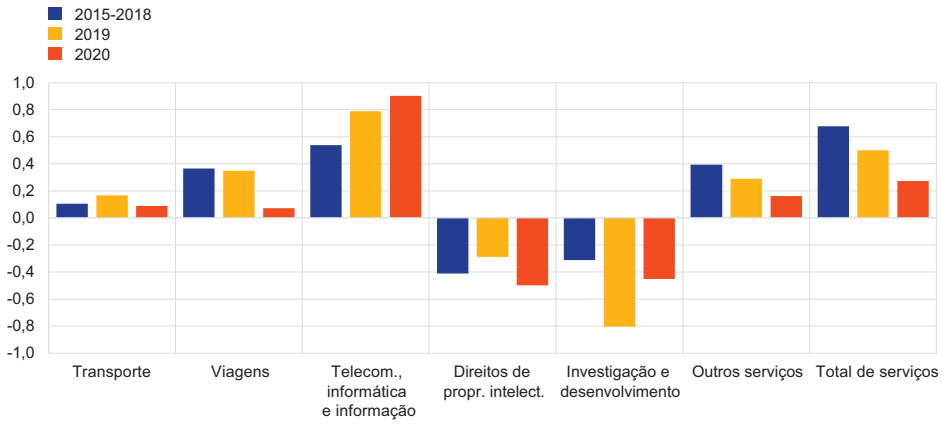
18 Ver também a caixa intitulada Evolução no setor do turismo durante a pandemia de COVID-19, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020.

desenvolvimento (com uma descida de 0,4 pontos percentuais em termos de PIB) refletiram uma volatilidade elevada nas importações da área do euro destes serviços em anos recentes, associada às atividades das grandes empresas multinacionais[19].

Gráfico B

Evolução da balança comercial de serviços da área do euro por principal tipo de serviço

(em percentagem do PIB)



Fonte: BCE.
Nota: "Outros serviços" inclui as categorias de comércio de serviços não ilustradas noutros pontos do gráfico.

Os dados sobre as contrapartidas geográficas da balança corrente da área do euro mostram que em 2020 a área do euro registou uma descida nos respetivos excedentes bilaterais mais elevados (painel a) do gráfico C). Nos últimos anos, os maiores excedentes bilaterais da área do euro em 2020 registaram-se face ao Reino Unido, aos Estados Unidos e à Suíça (1,3%, 0,7% e 0,5% do PIB, respetivamente). O grupo "outros países" – incluindo os principais produtores de petróleo – também deu um contributo positivo para o excedente externo da área do euro (com um excedente de cerca de 1,6% do PIB), enquanto a área do euro registou um défice da balança corrente face à China (0,6% do PIB) e ao grupo "centros *offshore*" (0,7% do PIB).

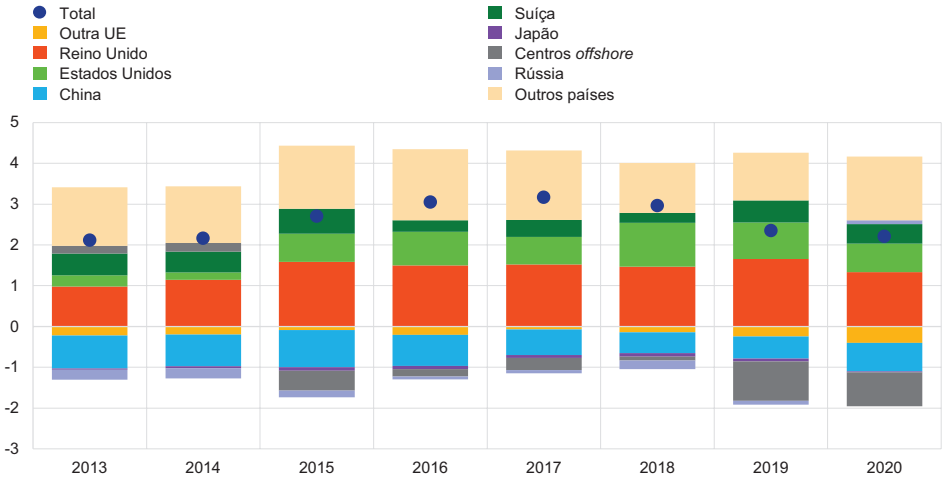
[19] Para mais informações sobre o impacto das operações das multinacionais nas contas externas da área do euro, ver o artigo intitulado Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective, *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2020; e Lane, P.R., Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic, discurso proferido no Fórum Estatístico Europeu (virtual), 26 de abril de 2021.

Gráfico C

Desagregação geográfica da balança corrente da área do euro

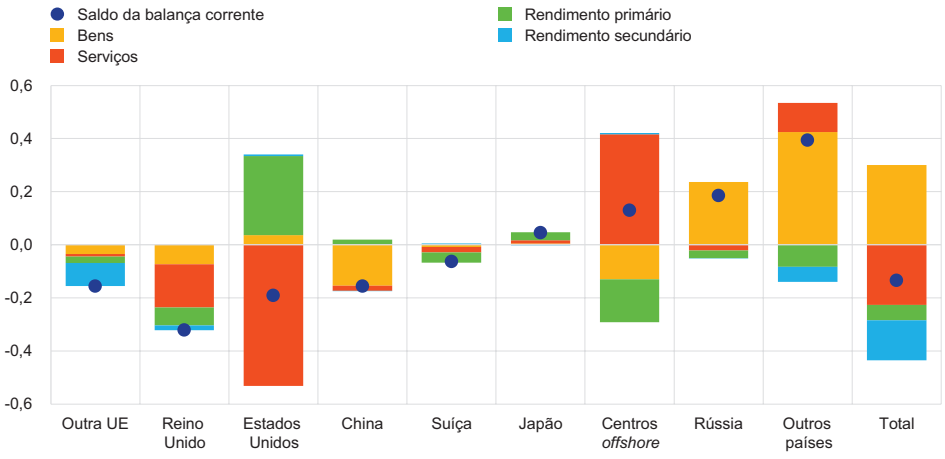
a) Balança corrente da área do euro por principal contraparte geográfica

(em percentagem do PIB)



b) Variação dos saldos da balança corrente bilateral da área do euro entre 2020 e 2019

(pontos percentuais do PIB)



Fontes: BCE e Eurostat.
Notas: "Outra UE" inclui os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e as instituições e organismos da UE considerados para fins estatísticos como estando fora da área do euro, como, por exemplo, a Comissão Europeia e o Banco Europeu de Investimento. "Centros *offshore*" inclui países ou jurisdições fora da UE que prestam serviços financeiros a não residentes numa escala desproporcionada à dimensão da economia interna, incluindo, por exemplo, Hong Kong e as Ilhas Caimão. "Outros países" inclui todos os países e grupos de países não mostrados no gráfico, bem como transações não afetadas.

As variações mais acentuadas na desagregação geográfica do saldo da balança corrente da área do euro em 2020 foram a redução dos excedentes face ao Reino Unido e aos Estados Unidos e o aumento do excedente face ao grupo de "outros países" (painel b) do gráfico C). As reduções dos excedentes face ao Reino Unido e aos Estados Unidos foram impulsionadas sobretudo pelos serviços. No caso do Reino Unido, tal ficou a dever-se sobretudo a uma descida significativa das exportações de viagens da área do euro num contexto de restrições de viagem devido à pandemia, enquanto no caso dos Estados Unidos refletiu igualmente uma subida acentuada dos pagamentos associado à utilização de propriedade intelectual, relacionada com as operações de empresas

multinacionais[20]. O excedente de bens face ao grupo de "outros países" aumentou substancialmente devido à já referida descida das importações de produtos energéticos, que também foi o fator impulsionador da mudança de um défice da balança corrente bilateral para um excedente face à Rússia. O défice de bens face à China registou nova subida em 2020, refletindo em parte um aumento das importações de equipamento médico associadas à pandemia.

Numa perspetiva de poupança/investimento, a estabilidade da capacidade líquida de financiamento da área do euro face ao resto do mundo em 2020 ocultou aumentos inéditos da capacidade líquida de financiamento por parte do setor das famílias e da necessidade líquida de financiamento por parte do setor das administrações públicas (gráfico D). A necessidade de conter as repercussões da pandemia na economia interrompeu abruptamente a redução sustentada da necessidade líquida de financiamento do setor das administrações públicas observada nos últimos anos, com a necessidade líquida de financiamento dos governos da área do euro a aumentar para 7,3% do PIB em 2020. Porém, tal foi compensado quase na sua totalidade por um forte aumento da capacidade líquida de financiamento das famílias da área do euro (para 7,3% do PIB), refletindo quer poupanças por motivos de precaução quer poupanças forçadas[21]. Visto que a capacidade líquida de financiamento quer do setor não financeiro quer do setor financeiro também aumentou em 2020 – embora mais modestamente –, a capacidade líquida de financiamento da área do euro face ao resto do mundo permaneceu globalmente estável em redor de 2,2% do PIB.

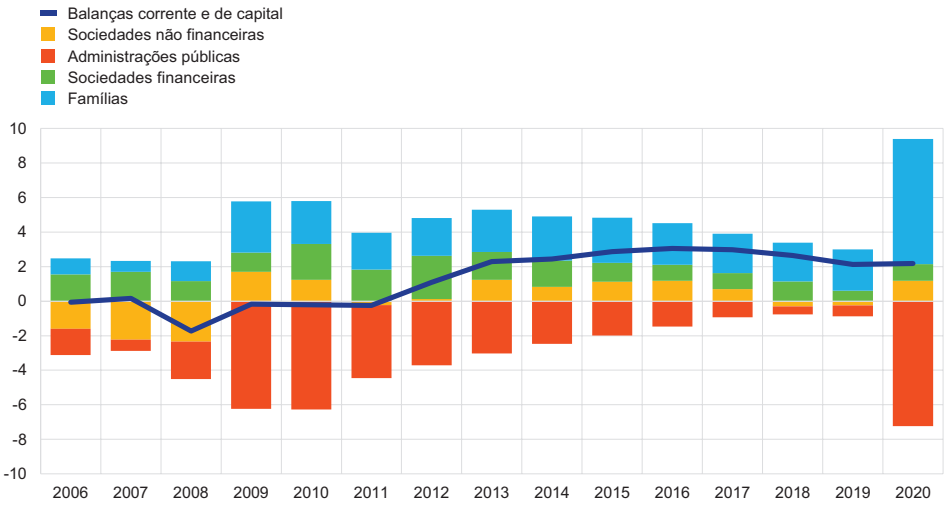
[20] Estas operações também se refletiram numa redução correspondente do défice dos serviços da área do euro face aos centros *offshore*.

[21] Ver também a caixa intitulada COVID-19 e o aumento da poupança das famílias: precaução ou necessidade?, *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020.

Gráfico D

Capacidade/necessidade líquida setorial da área do euro e saldo conjunto das balanças corrente e de capital

(em percentagem do PIB)



Fontes: BCE e Eurostat.
Notas: A decomposição por setor da capacidade/necessidade líquida de financiamento da área do euro reflete os saldos dos setores internos da área do euro retirados de dados sobre as contas setoriais não financeiras. As balanças correntes e de capital da área do euro refletem a capacidade/necessidade líquida de financiamento da área do euro face ao resto do mundo como incluído nos dados da balança de pagamentos. Poderão verificar-se pequenas discrepâncias entre os dois indicadores em resultado de discrepâncias entre as fontes de dados.

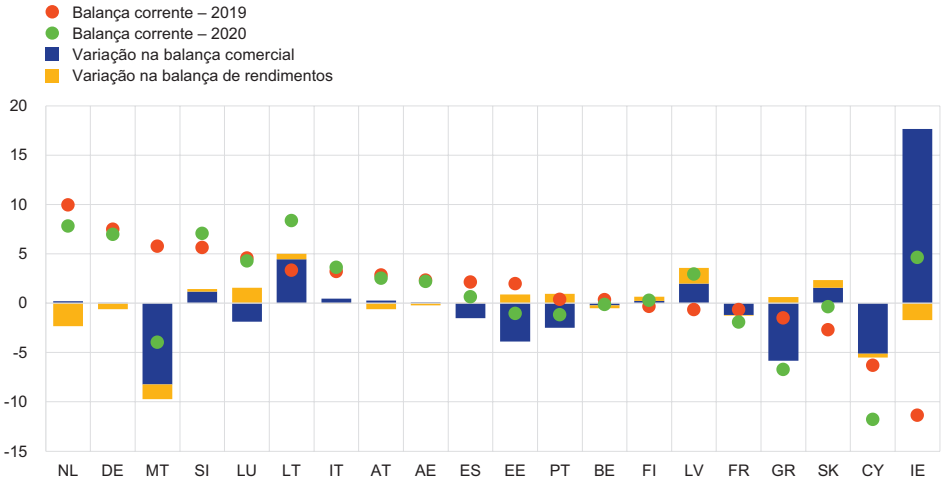
Os saldos da balança corrente dos países da área do euro apresentaram desenvolvimentos heterogéneos em 2020, com os países muito dependentes do turismo a registar deteriorações assinaláveis nas respetivas balanças comerciais (gráfico E). Estas oscilações acentuadas, relacionadas sobretudo com a forte queda das exportações de viagens, conduziram a uma deterioração substancial dos saldos da balança corrente de Espanha (de 2,1% para 0,7% do PIB), Portugal (de 0,4% para -1,2% do PIB) e Grécia (de -1,5% para -6,7% do PIB). Malta e Chipre também registaram fortes deteriorações dos respetivos saldos da balança corrente, devido principalmente à redução das exportações líquidas de viagens e outros serviços. Paralelamente, a Irlanda registou uma forte melhoria no respetivo saldo da balança corrente, impulsionada por variações no comércio de serviços – e, em menor medida, no comércio de bens – refletindo sobretudo as atividades de grandes empresas multinacionais[22].

[22] A melhoria excecional da balança de serviços da Irlanda em 2020 ficou a dever-se à diminuição substancial das importações de serviços de investigação e desenvolvimento, num contexto de volatilidade elevada nas contas externas da Irlanda devido ao impacto muito considerável das operações de multinacionais.

Gráfico E

Variações na balança corrente de países da área do euro entre 2020 e 2019

(em percentagem do PIB; pontos percentuais)



Fontes: BCE e Eurostat.
Notas: A balança comercial incorpora as balanças de bens e serviços. A balança de rendimentos incorpora as balanças de rendimento primário e secundário. "AE" significa área do euro.

2 Impacto das medidas de apoio orçamental nas necessidades de liquidez das empresas durante a pandemia

Por Roberto A. De Santis, Annalisa Ferrando e Elena Sofia Gabbani

Os governos europeus reagiram ao surto da pandemia de coronavírus (COVID-19) implementando pacotes orçamentais de grande dimensão para apoiar as famílias, os trabalhadores e as empresas. Após quase um ano de apoio orçamental, foi recolhida informação sobre o modo como os pacotes foram utilizados durante este período para apoiar as necessidades de liquidez das empresas no curto e médio prazo através do inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (*survey on the access to finance of enterprises* – SAFE)[23].
As medidas orçamentais introduzidas pelos governos estão classificadas em três grupos principais: i) apoio para aliviar a massa salarial[24], ii) reduções de impostos e moratórias fiscais e iii) outros tipos de apoio[25]. A presente caixa apresenta uma síntese dos resultados do inquérito, agrupando os resultados para cada país em quatro setores distintos (indústria, construção, comércio por grosso e a retalho, e outros serviços prestados a empresas)[26].

Dois terços das empresas inquiridas utilizaram pelo menos uma medida de apoio estatal introduzida em resposta à pandemia. Cerca de 55% das grandes empresas da área do euro e 48% das pequenas e médias empresas (PME) da área do euro inquiridas recorreram a apoio estatal para aliviar a massa salarial; cerca de 28% das grandes empresas e 25% das PME beneficiaram de reduções de impostos

[23] O apoio para aliviar a massa salarial refere-se a apoio estatal sob a forma de salários subsidiados para os trabalhadores sujeitos a uma redução total ou parcial temporária das horas trabalhadas – os chamados "regimes de redução do tempo de trabalho".

[24] O inquérito bianual foi realizado entre 8 de março e 22 de abril de 2021. Solicitou-se às empresas da área do euro que reportassem as alterações na sua situação financeira e na necessidade e disponibilidade de financiamento externo durante o período compreendido entre outubro de 2020 e março de 2021. A dimensão total da amostra foi de 11 007 empresas, das quais 10 054 (91%) são pequenas e médias empresas (PME). Todos os valores apresentados nesta caixa são ponderados por classe de dimensão, atividade económica e país, a fim de refletir a estrutura económica da população de empresas subjacente. Ver o relatório sobre o SAFE.

[25] Embora não seja especificado no questionário, esta terceira categoria pode incluir vários regimes relacionados com apoio estatal, tais como garantias de empréstimos bancários não utilizadas para aliviar a massa salarial, auxílios financeiros diretos, recapitalização e fundos de reestruturação. Ver também a caixa intitulada Government support policies during the COVID-19 period no relatório sobre o SAFE para mais pormenores sobre as perguntas *ad hoc* introduzidas no inquérito.

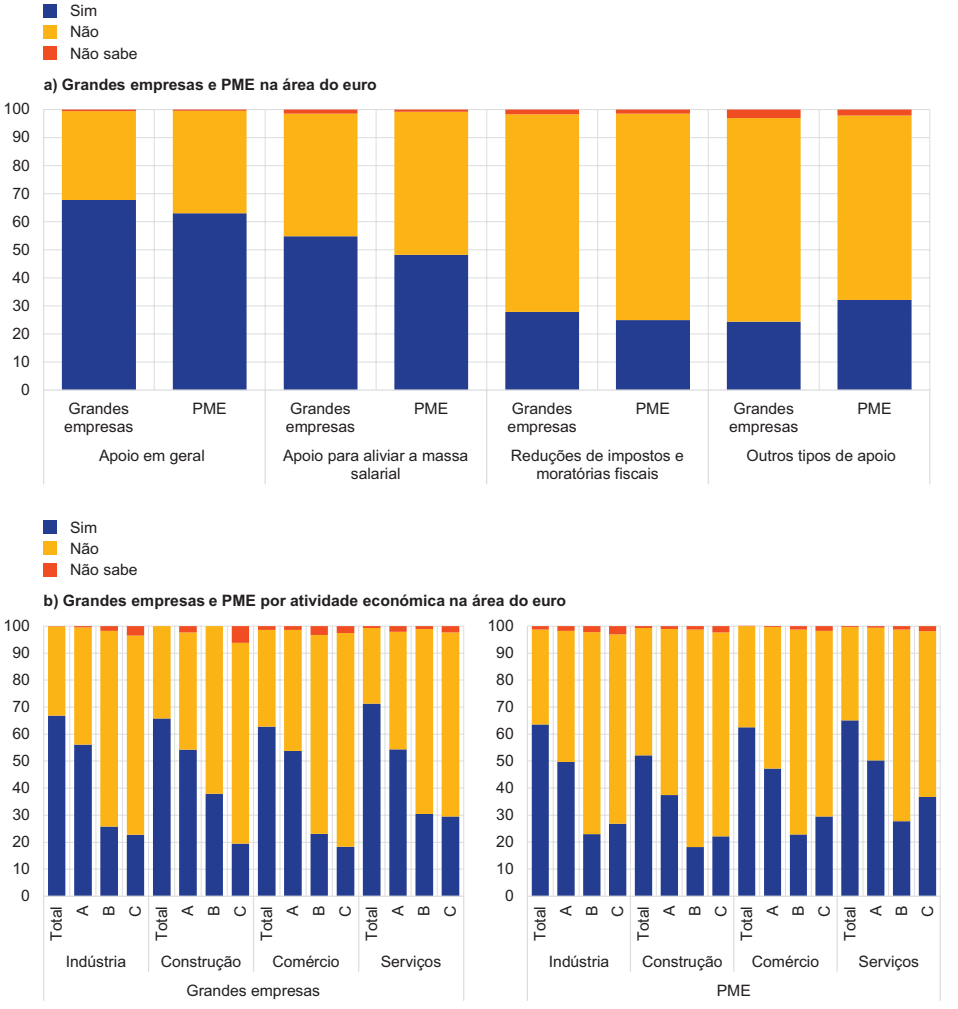
[26] A presente caixa complementa avaliações de regimes estatais relacionadas. Albertazzi et al. avaliam de que forma os regimes públicos de garantia de empréstimos anunciados poderão afetar a dimensão das perdas que as instituições de crédito podem enfrentar. Falagiarda et al. debatem as caraterísticas destes regimes e a sua utilização nos países da área do euro de maior dimensão. Anderson et al. apresentam um resumo das medidas de apoio ao crédito nas cinco maiores economias europeias. Um estudo da OCDE realizado em 2021 faz um resumo das medidas de apoio estrutural e de liquidez a nível mundial. Ver Albertazzi, U., Bijsterbosch, M., Grodzicki, M., Metzler, J. e Ponte Marques, A., "Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses", *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2020; Falagiarda, M., Prapiestis, A. e Rancoita, E., "Garantias estatais de empréstimos e crédito bancário no período da pandemia de COVID-19", *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020; Anderson, J., Papadia, F. e Véron, N., "COVID-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies", *Documento de Trabalho*, 03/2021, Bruegel, 2021; e *One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to "build back better"*, OCDE, abril de 2021.

e moratórias fiscais; e cerca de 24% das grandes empresas e 32% das PME utilizaram outros regimes de apoio estatal (painel a) do gráfico A).

Gráfico A

Percentagem de empresas da área do euro que receberam apoio orçamental estatal em resposta à pandemia: desagregação por dimensão e setor

(percentagem de inquiridos)



Fonte: Inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE).
Nota: "A" refere-se a apoio estatal para aliviar a massa salarial; "B" diz respeito a apoio estatal sob a forma de reduções de impostos e moratórias fiscais; "C" refere-se a outros regimes de apoio estatal; "Total" diz respeito ao agregado dos regimes de apoio (ou seja, pelo menos um tipo de apoio recebido).

A nível dos vários setores, o apoio governamental às PME foi mais elevado na indústria e nos serviços do que na construção. As atividades gravemente afetadas pelas medidas de distanciamento social, como a hospitalidade, as viagens, as atividades de espetáculos e a cultura, são normalmente geridas por PME com até 249 trabalhadores, ou seja, o tipo de empresas que ocupam um lugar de destaque no SAFE. Para estes tipos de atividade, as PME receberam relativamente mais auxílio do que as grandes empresas sob a forma de outros regimes de apoio estatal, refletindo, em parte, o facto de as políticas específicas dos países terem sido sobretudo concebidas para ajudar empresas de menor dimensão. O apoio estatal às PME foi relativamente mais elevado na indústria e nos serviços do que na construção,

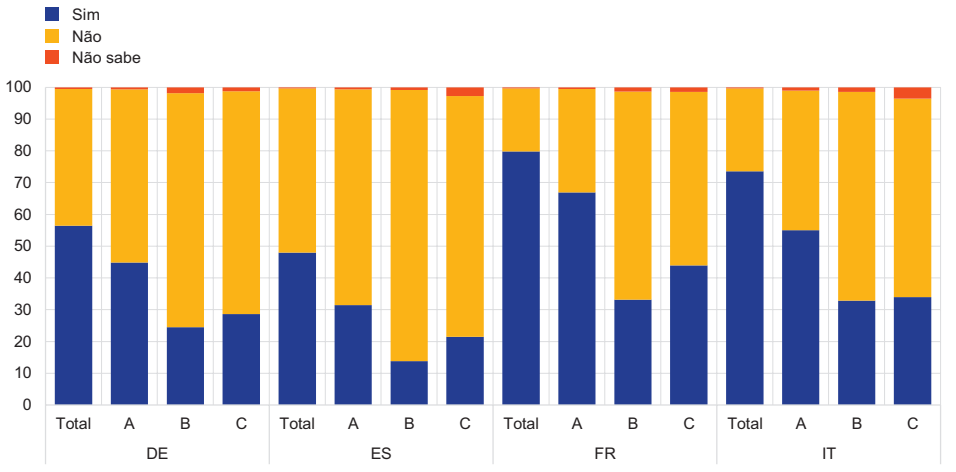
em especial sob a forma de apoio para aliviar a massa salarial. Em contrapartida, as grandes empresas beneficiaram de apoio estatal para aliviar a massa salarial em todos os setores (painel b) do gráfico A). Cerca de metade das PME inquiridas nos setores da indústria, do comércio por grosso e a retalho (identificado como "comércio" nos gráficos) e em outros serviços prestados a empresas (identificados como "serviços") e 37% das PME no setor da construção receberam apoio estatal para aliviar a massa salarial. Estas percentagens descem para cerca de um quarto e 18%, respetivamente, no caso do apoio sob a forma de reduções de impostos e moratórias fiscais. A divergência entre setores é maior no que respeita ao auxílio sob a forma de outros regimes de apoio estatal (painel b) do gráfico A).

O apoio estatal variou consoante os países. Uma percentagem menor de PME em Espanha e na Alemanha utilizou apoio orçamental em termos relativos em comparação com o observado no caso das PME em França e Itália, independentemente do tipo de apoio (gráfico B). Mais especificamente, cerca de dois terços das empresas em França recorreram a apoio estatal à liquidez para aliviar a respetiva massa salarial, enquanto apenas um terço das empresas em Espanha declarou ter recebido apoio dessa natureza. No que respeita ao apoio sob a forma de reduções de impostos e moratórias fiscais, um terço das empresas em Itália afirmou ter beneficiado do mesmo, diminuindo esta percentagem para 14% em Espanha. 44% das empresas inquiridas em França também recorreram a outros regimes de apoio estatal, ao passo que a percentagem equivalente para as empresas localizadas em Espanha é de cerca de 21%.

Gráfico B

Percentagem de PME que utilizaram apoio orçamental estatal em resposta à pandemia: desagregação por país

(percentagem de inquiridos)



Fonte: Inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE).
Nota: "A" refere-se a apoio estatal para aliviar a massa salarial; "B" diz respeito a apoio estatal sob a forma de reduções de impostos e moratórias fiscais; "C" refere-se a outros regimes de apoio estatal; "Total" diz respeito ao agregado dos regimes de apoio (ou seja, pelo menos um tipo de apoio recebido).

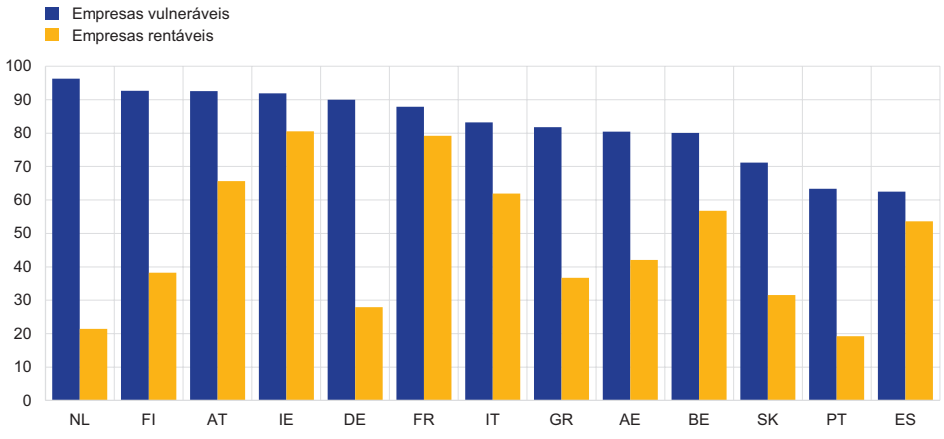
Uma análise baseada nas respostas a nível das empresas sugere que as empresas mais negativamente afetadas pela pandemia recorreram mais a apoio orçamental. Analisando a situação financeira das empresas a título individual, estabelecemos uma distinção entre empresas "vulneráveis" – ou seja,

empresas que, na mais recente ronda do inquérito (outubro de 2020 a março de 2021), indicaram ter registado uma diminuição do volume de negócios e dos lucros, aliada a um aumento das despesas com juros e da alavancagem em comparação com os seis meses anteriores – e empresas "rentáveis", que, durante o mesmo período, indicaram ter registado um aumento do volume de negócios e dos lucros, a par de uma diminuição das despesas com juros e da alavancagem[27]. O gráfico C mostra a proporção, nos respetivos grupos, de empresas que utilizaram pelo menos um tipo de apoio orçamental em todos os países da área do euro. Ambas as percentagens são muito elevadas na Irlanda e em França e menores em Portugal. Em média, na área do euro, 80% das empresas mais vulneráveis e cerca de 40% das empresas mais rentáveis, dentro do seu próprio grupo em cada caso, recorreram a apoio orçamental durante a pandemia. Em comparação com os dados históricos, uma percentagem relativamente elevada de empresas vulneráveis tinha sido classificada como não vulnerável antes do surto da pandemia. Tal sugere ter sido dado mais apoio orçamental às empresas mais gravemente afetadas que se defrontaram com necessidades de liquidez imediatas.

Gráfico C

Percentagem de empresas vulneráveis e rentáveis que recorreram a apoio orçamental estatal

(percentagem de inquiridos nos respetivos grupos)



Fonte: Inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE).
Notas: As empresas vulneráveis são definidas como tendo comunicado – na atual ronda do inquérito (outubro de 2020 a março de 2021), em comparação com a anterior (abril a setembro de 2020) – simultaneamente uma diminuição do volume de negócios e dos lucros, um aumento das despesas com juros e um rácio da dívida em relação ao total de ativos mais elevado ou inalterado. As empresas rentáveis são definidas como tendo reportado – na atual ronda do inquérito, em comparação com a anterior – simultaneamente um aumento do volume de negócios e dos lucros, despesas com juros menores ou inexistentes e um rácio da dívida em relação aos ativos mais baixo ou nulo.

A maioria das empresas que receberam apoio estatal utilizou-o para dar resposta às suas obrigações imediatas e de curto prazo. As empresas que utilizaram apoio estatal foram convidadas a avaliar a importância das diferentes medidas no alívio das suas necessidades de liquidez (sendo que "liquidez" se refere ao montante de numerário necessário para dar resposta às obrigações imediatas e de curto prazo da empresa). De um modo geral, estes regimes de apoio

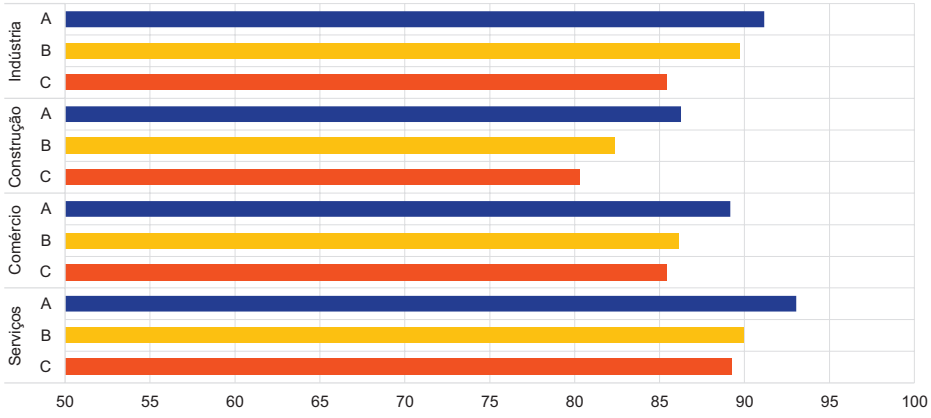
[27] Para a evolução ao longo do tempo das empresas vulneráveis e rentáveis antes da pandemia, ver Inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento na área do euro, outubro de 2017 a março de 2018, BCE.

desempenharam um papel importante na mitigação do risco de liquidez, ainda que com alguma variação entre setores e tipos de apoio estatal. Das empresas que obtiveram apoio estatal para aliviar a massa salarial, em média, cerca de 90% das PME da área do euro consideraram esse apoio importante para as auxiliar a cumprir as obrigações de curto prazo, tendo as percentagens mais elevadas sido comunicadas por empresas no setor dos serviços (gráfico D). Do mesmo modo, as reduções de impostos e as moratórias foram consideradas importantes por, em média, 87% das PME, tendo as percentagens mais elevadas sido observadas nos setores da indústria e dos serviços. Por último, mais de dois terços das PME, designadamente no setor dos serviços, consideraram importantes outros regimes de apoio. Entre os países, da percentagem relativamente reduzida de PME na Alemanha que recorreram a apoio orçamental (gráfico B), a maioria referiu ter utilizado amplamente todos os tipos de regimes de apoio estatal para aumentar a liquidez. As PME italianas consideraram que o apoio para aliviar a massa salarial e as reduções de impostos e as moratórias foram mais importantes, ao passo que as PME francesas apresentaram percentagens mais elevadas para outros tipos de apoio e regimes para aliviar a massa salarial.

Gráfico D

Importância das medidas de apoio estatal por tipo para as PME da área do euro que recorreram a apoio no sentido de fazer face a obrigações de curto prazo

(percentagem de inquiridos que assinalaram "muito importante" ou "moderadamente importante")



Fonte: Inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE).
Nota: "A" refere-se a apoio estatal para aliviar a massa salarial; "B" diz respeito a apoio estatal sob a forma de reduções de impostos e moratórias fiscais; "C" refere-se a outros regimes de apoio estatal.

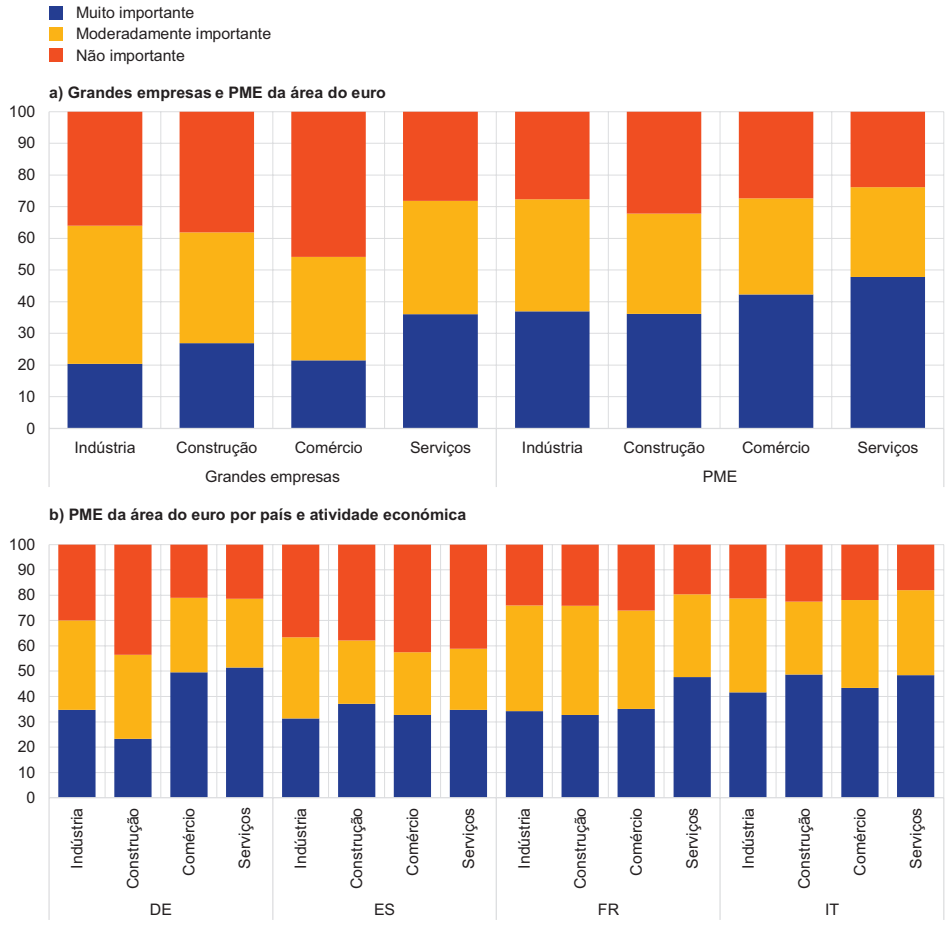
Mais de dois terços das empresas que beneficiaram de medidas de apoio estatal indicaram que as medidas atualmente em vigor ou planeadas em resposta à pandemia facilitariam o cumprimento das suas obrigações de dívida nos próximos dois anos. Solicitou-se às empresas que avaliassem se as medidas de apoio relacionadas com a pandemia, atualmente em vigor ou que se espera que sejam introduzidas pelos governos num futuro próximo, seriam suficientes para reduzir o risco de enfrentarem falências nos próximos dois anos (ou seja, qual seria a probabilidade de a empresa não conseguir cumprir as suas obrigações de dívida de médio e longo prazo). Em resposta, 74% das PME e 65% das grandes empresas que receberam apoio estatal indicaram que as políticas aliviariam as suas necessidades de liquidez no médio prazo (painel a) do gráfico E).

Em especial, as empresas na categoria de “outros serviços prestados a empresas” indicaram que os regimes contribuiriam para reduzir o seu risco de falência nos próximos dois anos. Em todos os países, as empresas consideraram que as medidas de apoio estatal à liquidez seriam fundamentais para reduzir o risco de falência.

Gráfico E

Importância das medidas de apoio estatal para as empresas da área do euro que recorreram a apoio no sentido de fazer face a obrigações de mais longo prazo

(percentagem de inquiridos)



Fonte: Inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso das empresas a financiamento (SAFE).

De um modo geral, as medidas de apoio orçamental introduzidas pelos governos foram eficazes para aliviar as necessidades de liquidez das empresas na sequência do surto da pandemia. Cerca de dois terços das grandes empresas e PME inquiridas recorreram a medidas de apoio estatal. A maioria das empresas utilizou os regimes criados para cumprir as suas obrigações imediatas e de curto prazo, em particular para aliviar a massa salarial e a sua situação fiscal. As empresas indicaram também que as medidas relacionadas com a pandemia – quer as medidas atualmente em vigor, quer as planeadas pelos governos – facilitariam o cumprimento das suas obrigações de dívida nos próximos dois anos.

3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 27 de janeiro a 27 de abril de 2021

Por Guido Della Valle e Nikolaus Solonar

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE e a evolução da liquidez na área do euro durante o primeiro e segundo períodos de manutenção de reservas de 2021. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 27 de janeiro a 27 de abril de 2021 (o "período em análise").

O nível de liquidez do banco central no sistema bancário continuou a aumentar durante o período em análise. Tal ficou a dever-se sobretudo às aquisições de ativos líquidos realizadas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) bem como à liquidação da sétima operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III). Em 11 de março, o Conselho do BCE anunciou que esperava que as aquisições no âmbito do PEPP ao longo do segundo trimestre fossem conduzidas a um ritmo significativamente mais elevado do que nos primeiros meses do ano. Durante o período em análise, os fatores de liquidez autónomos líquidos permaneceram em níveis globalmente semelhantes aos do período em análise anterior, que decorreu de 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos líquidos e reservas mínimas, aumentaram marginalmente em 4,4 mil milhões de euros, situando-se, em média, em 2030,6 mil milhões de euros no período em análise. Este aumento modesto comparando com o anterior período em análise deveu-se ao efeito combinado de um pequeno aumento de 2,2 mil milhões de euros dos fatores autónomos líquidos, para 1883,7 mil milhões de euros, e de um aumento de 2,2 mil milhões de euros nas reservas mínimas obrigatórias, para 146,9 mil milhões de euros (ver a secção do quadro A intitulada "Outras informações com base na liquidez").

O aumento dos fatores autónomos líquidos deveu-se sobretudo a depósitos das administrações públicas mais elevados, que, no período em análise, aumentaram 29,6 mil milhões de euros (ou 5%) para 618,3 mil milhões de euros. Este aumento inverteu parcialmente uma descida no último trimestre de 2020 relativamente ao máximo histórico observado anteriormente em 2020, quando os governos intensificaram a sua emissão de títulos de dívida para financiar as respostas em termos de políticas à pandemia de coronavírus (COVID-19) e aumentaram os seus saldos por motivos de precaução devido ao

contexto de incerteza. De um modo geral, apesar da subida, os depósitos das administrações públicas situam-se abaixo do máximo histórico de 729,8 mil milhões de euros registado no sexto período de manutenção de 2020, embora ainda significativamente acima da sua média histórica de 246,8 mil milhões de euros para o mesmo período (27 de janeiro a 27 de abril) em anos anteriores (2020, 2019 e 2018). O aumento dos depósitos das administrações públicas foi parcialmente contrabalançado por uma descida de 24,5 mil milhões de euros em outros fatores autónomos, para 891,1 mil milhões de euros. As notas em circulação cresceram 23,4 mil milhões de euros para 1440,0 mil milhões de euros. No total, os fatores autónomos de absorção de liquidez aumentaram 28,4 mil milhões de euros, passando para 2949,4 mil milhões de euros. O aumento dos fatores de absorção de liquidez foi parcialmente compensado pelo aumento de 26,2 mil milhões de euros nos fatores autónomos de cedência de liquidez, para 1066,0 mil milhões de euros, devido ao efeito combinado de um aumento de 56,5 mil milhões de euros em ativos líquidos denominados em euros e de uma descida de 30,3 mil milhões de euros em disponibilidades líquidas sobre o exterior. O quadro A apresenta uma panorâmica dos fatores autónomos referidos acima e respetivas variações.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 27 de janeiro de 2021 a 27 de abril de 2021						Período analisado anterior: 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 27 de janeiro a 16 de março		Segundo período de manutenção: 17 de março a 27 de abril		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	**2 949,4**	**(+28,4)**	**2 930,2**	**(+54,4)**	**2 971,8**	**(+41,5)**	**2 921,0**	**(-77,4)**
Notas em circulação	1 440,0	(+23,4)	1 433,4	(+4,0)	1 447,7	(+14,3)	1 416,7	(+31,8)
Depósitos das administrações públicas	618,3	(+29,6)	595,8	(+65,4)	644,5	(+48,8)	588,7	(-141,1)
Outros fatores autónomos[1)]	891,1	(-24,5)	901,1	(-15,1)	879,6	(-21,5)	915,7	(+32,0)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	**3 132,3**	**(+282,0)**	**3 011,2**	**(+127,4)**	**3 273,6**	**(+262,4)**	**2 850,3**	**(+287,6)**
dos quais reservas excedentárias isentas ao abrigo do sistema de dois níveis[2)]	874,1	(+14,9)	871,4	(+8,4)	876,8	(+5,4)	859,2	(+12,0)
dos quais reservas excedentárias não isentas ao abrigo do sistema de dois níveis[2)]	2 268,4	(+277,2)	2 139,9	(+118,9)	2 396,9	(+257,1)	1 991,2	(+269,9)
Reservas mínimas obrigatórias[3)]	**146,9**	**(+2,2)**	**146,5**	**(+1,0)**	**147,5**	**(+1,0)**	**144,8**	**(+1,8)**
Volume isento[3)]	**881,6**	**(+13,0)**	**878,8**	**(+5,8)**	**884,8**	**(+5,9)**	**868,5**	**(+10,9)**
Facilidade permanente de depósito	**634,2**	**(+73,0)**	**598,0**	**(+11,1)**	**676,4**	**(+78,4)**	**561,2**	**(+125,8)**
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	**0,0**	**(+0,0)**	**0,0**	**(+0,0)**	**0,0**	**(+0,0)**	**0,0**	**(+0,0)**

Fonte: BCE.
Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face à análise ou ao período de manutenção anteriores.
1) Corresponde à soma de contas de reavaliação, outros créditos e responsabilidades de residentes na área do euro, capital e reservas.
2) Para mais informação sobre reservas excedentárias isentas e não isentas, consultar o sítio do BCE (disponível apenas em inglês).
3) Rubrica por memória que não consta do balanço do Eurosistema e, por conseguinte, não deve ser incluída no cálculo do total do passivo.

Ativo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 27 de janeiro de 2021 a 27 de abril de 2021						Período analisado anterior: 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 27 de janeiro a 16 de março		Segundo período de manutenção: 17 de março a 27 de abril		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	**1 066,0**	**(+26,2)**	**1 068,3**	**(+81,6)**	**1 063,3**	**(-4,9)**	**1 039,8**	**(-57,2)**
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	826,5	(-30,3)	834,9	(-13,6)	816,7	(-18,2)	856,8	(-8,4)
Ativos líquidos denominados em euros	239,5	(+56,5)	233,3	(+95,2)	246,6	(+13,3)	183,0	(-48,8)
Instrumentos de política monetária	**5 797,2**	**(+359,5)**	**5 617,9**	**(+112,1)**	**6 006,3**	**(+388,4)**	**5 437,7**	**(+395,1)**
Operações de mercado aberto	5 797,2	(+359,5)	5 617,9	(+112,1)	6 006,3	(+388,4)	5 437,7	(+395,1)
Operações de leilão	1 913,8	(+139,9)	1 792,8	(-0,1)	2 054,9	(+262,1)	1 773,9	(+125,9)
OPR	0,4	(-0,0)	0,4	(+0,1)	0,3	(-0,1)	0,4	(-0,9)
ORPA com prazo de 3 meses	0,5	(-0,4)	0,7	(-0,2)	0,3	(-0,4)	0,9	(-0,7)
Operações das ORPA direcionadas II	9,7	(-12,8)	15,7	(+0,0)	2,6	(-13,1)	22,5	(-17,9)
Operações das ORPA direcionadas III	1 876,5	(+152,3)	1 749,4	(-0,0)	2 024,8	(+275,4)	1 724,2	(+141,5)
PELTRO	26,7	(+0,8)	26,6	(+0,0)	26,9	(+0,3)	25,9	(+3,9)
Carteiras definitivas	3 883,4	(+219,6)	3 825,1	(+112,2)	3 951,4	(+126,3)	3 663,8	(+269,2)
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	2,6	(-0,2)	2,6	(-0,1)	2,5	(-0,1)	2,8	(-0,1)
Terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	289,5	(+2,2)	289,3	(+1,5)	289,7	(+0,4)	287,3	(+1,5)
Programa dos mercados de títulos de dívida	25,6	(-3,0)	27,1	(-1,5)	23,8	(-3,3)	28,6	(-4,5)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	28,7	(-1,0)	28,8	(-0,8)	28,7	(-0,1)	29,7	(+0,1)
Programa de compra de ativos do setor público	2 374,3	(+37,2)	2 366,1	(+20,9)	2 383,9	(+17,8)	2 337,1	(+53,9)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	263,4	(+13,5)	259,4	(+7,4)	268,1	(+8,7)	249,9	(+17,6)
Programa de compra de ativos devido a emergência pandémica	898,8	(+170,9)	851,3	(+84,8)	954,2	(+102,9)	727,9	(+200,6)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)

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

Outras informações com base na liquidez

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 27 de janeiro de 2021 a 27 de abril de 2021						Período analisado anterior: 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 27 de janeiro a 16 de março		Segundo período de manutenção: 17 de março a 27 de abril		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados[1)]	2 030,6	(+4,4)	2 008,7	(-26,4)	2 056,3	(+47,7)	2 026,3	(-18,2)
Fatores autónomos líquidos[2)]	1 883,7	(+2,2)	1 862,2	(-27,3)	1 908,9	(+46,7)	1 881,5	(-20,1)
Liquidez excedentária[3)]	3 766,5	(+355,1)	3 609,3	(+138,5)	3 950,0	(+340,7)	3 411,4	(+413,4)

Fonte: BCE.
Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face à análise ou ao período de manutenção anteriores.
1) Corresponde à soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas obrigatórias.
2) Corresponde à diferença entre os fatores de liquidez autónomos no passivo e os fatores de liquidez autónomos no ativo. Para efeitos deste quadro, os elementos em fase de liquidação são também adicionados aos fatores autónomos líquidos.
3) Corresponde à soma de depósitos à ordem acima das reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez.

Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

	Período em análise atual: 27 de janeiro de 2021 a 27 de abril de 2021						Período analisado anterior: 4 de novembro de 2020 a 26 de janeiro de 2021	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 27 de janeiro a 16 de março		Segundo período de manutenção: 17 de março a 27 de abril		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
OPR	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA[1)]	-0,475	(-0,01)	-0,471	(-0,00)	-0,478	(-0,01)	-0,468	(-0,01)
€STR	-0,559	(-0,01)	-0,556	(+0,00)	-0,562	(-0,01)	-0,553	(-0,01)

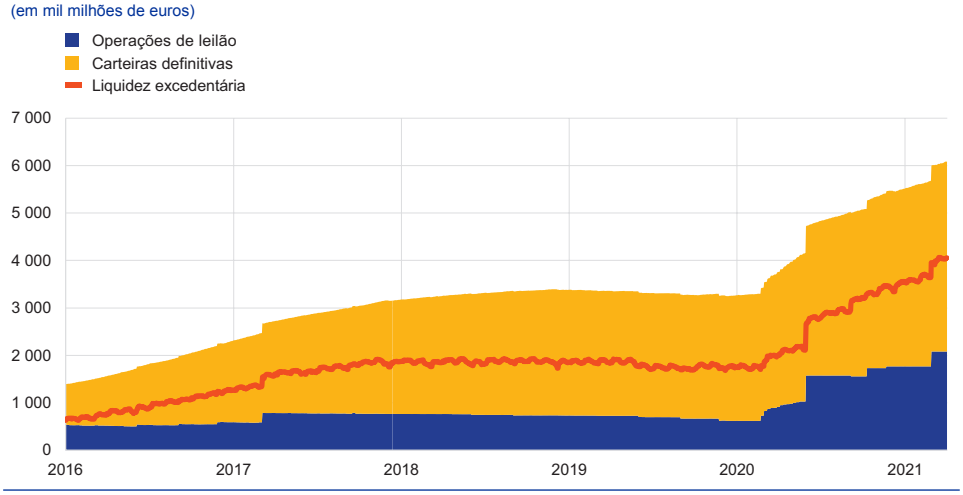
Fonte: BCE.
Notas: Os valores entre parênteses denotam as variações face à análise ou ao período de manutenção anteriores.
1) O índice *overnight* médio do euro (*euro overnight index average* – EONIA) é calculado utilizando a taxa de juro de curto prazo do euro (*euro short-term rate* – €STR) acrescida de 8,5 pontos base, desde 1 de outubro de 2019. As diferenças nas variações apresentadas para a EONIA e para a €STR devem-se a arredondamentos.

Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

O montante médio de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária aumentou 359,5 mil milhões de euros, passando para 5797,2 mil milhões de euros em média durante o período em análise (gráfico A). Cerca de 61% do aumento resulta das aquisições líquidas em curso ao abrigo dos programas de compra de ativos, principalmente do PEPP, ao passo que os restantes 39% se devem a operações de crédito, sobretudo à colocação da sétima operação das ORPA direcionadas III em março de 2021.

Gráfico A

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



Fonte: BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a 27 de abril de 2021.

O montante médio da liquidez cedida através de operações de crédito aumentou 139,9 mil milhões de euros durante o período em análise. Tal resultou, em grande medida, da liquidação da sétima operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) em 24 de março, que injetou 330,5 mil milhões de euros. Esta injeção foi parcialmente compensada pelo vencimento da última série de ORPA direcionadas II, tendo sido reembolsados 9,7 mil milhões de euros. A primeira das quatro operações adicionais de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica (*pandemic emergency longer-term refinancing operations* – PELTRO), anunciada em dezembro de 2020 e liquidada em 25 de março de 2021, acrescentou um montante adicional de 0,8 mil milhões de euros de liquidez. As operações principais de refinanciamento e as operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) com prazo de 3 meses continuam a desempenhar um papel reduzido, tendo a utilização média de ambas as operações de refinanciamento regulares diminuído 0,4 mil milhões de euros em comparação com o período analisado anterior, passando para níveis historicamente baixos de 0,9 mil milhões de euros.

Ao mesmo tempo, as carteiras definitivas aumentaram 219,6 mil milhões de euros, passando para 3883,4 mil milhões de euros, devido a aquisições líquidas ao abrigo do APP e do PEPP. As posições médias no contexto do PEPP aumentaram 170,9 mil milhões de euros em relação à média do período analisado precedente, atingindo 898,8 mil milhões de euros. As aquisições ao abrigo do PEPP representaram, de longe, o maior aumento no conjunto dos programas de compra de ativos, seguidas das realizadas no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) e do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP), cujas posições médias aumentaram em média, respetivamente, 37,2 mil milhões de euros para 2374,3 mil milhões de euros e 13,5 mil milhões de euros para 263,4 mil milhões de euros.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média aumentou 355,1 mil milhões de euros para 3766,5 mil milhões de euros, atingindo um máximo histórico (gráfico A). A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas das instituições de crédito que ultrapassam as reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez. Reflete a diferença entre a liquidez cedida e as necessidades de liquidez. Os depósitos à ordem das instituições de crédito que ultrapassam as reservas mínimas aumentaram 282,0 mil milhões de euros para 3132,3 mil milhões de euros, enquanto a utilização média da facilidade permanente de depósito aumentou 73 mil milhões de euros, passando para 634,2 mil milhões de euros.

As reservas excedentárias isentas da taxa de juro negativa aplicada à facilidade permanente de depósito ao abrigo do sistema de dois níveis[28] aumentaram 14,9 mil milhões de euros para 874,1 mil milhões de euros, enquanto as reservas não isentas aumentaram 277,2 mil milhões de euros para 2268,4 mil milhões de euros. O aumento das reservas excedentárias isentas reflete, em grande medida, um aumento do volume isento em 13 mil milhões de euros para 881,6 mil milhões de euros, sendo este resultado das reservas mínimas obrigatórias e do aumento das mesmas durante o período em análise. O aumento das reservas não isentas é atribuído ao aumento generalizado da liquidez excedentária, impulsionado pelas aquisições líquidas de ativos e pelo maior recurso a operações de crédito. A taxa de utilização agregada do volume isento, ou seja, o rácio entre as reservas isentas e o máximo que poderia ser isento, aumentou ligeiramente de 98,9% para 99,1%. A taxa de utilização constantemente elevada mostra que o excesso de liquidez continua a ser generalizado, com uma grande maioria dos bancos a deter reservas muito acima do requisito mínimo. A taxa de utilização manteve-se acima de 98% desde o terceiro período de manutenção de 2020. No período em análise, as reservas excedentárias isentas representaram 23,3% da liquidez excedentária total, em comparação com 25,2% no período em análise anterior.

Evolução das taxas de juro

Em média, a €STR diminuiu marginalmente durante o período em análise face ao período analisado precedente. A €STR situou-se, em média, em -56,5 pontos base durante este período em análise, praticamente inalterada quando comparada com uma média de -56,0 pontos base durante o período em análise anterior, uma vez que a magnitude da liquidez excedentária torna a €STR relativamente inelástica a variações de liquidez, mesmo que consideráveis. Salienta-se que, desde outubro de 2019, a EONIA é calculada como correspondendo à €STR acrescida de um diferencial fixo de 8,5 pontos base. Por

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

conseguinte, seguiu, e vai continuar a seguir, uma trajetória paralela à da €STR. As taxas diretoras do BCE – as taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento e às facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez – mantiveram-se inalteradas no período em análise.

4 O impacto da crise da COVID-19 no mercado de trabalho da área do euro para homens e mulheres

Por Vasco Botelho e Pedro Neves

Na área do euro, com base nos dados disponíveis até ao quarto trimestre de 2020, a crise do coronavírus (COVID-19) levou à diminuição da população ativa, à queda do emprego e ao aumento do desemprego, sendo a evolução diferente para homens e mulheres ao longo do tempo[29]**.** O emprego na área do euro diminuiu em cerca de 3,1 milhões de trabalhadores entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020 (gráfico A). Estima-se que cerca de 1,9 milhões desses trabalhadores sejam homens e aproximadamente 1,2 milhões sejam mulheres. Tal implica uma descida do emprego total de 2,2% para os homens e de 1,5% para as mulheres durante este período[30]. O número de desempregados aumentou 0,9 milhões no mesmo período, ficando desempregados 495 000 homens e 388 000 mulheres. No total, verificou-se um aumento de 8,0% do desemprego dos homens e de 6,6% do desemprego das mulheres entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020. A subida percentual do desemprego durante este período atingiu um máximo no terceiro trimestre de 2020, situando-se em 10,5% para os homens e 12,8% para as mulheres. Posteriormente, no quarto trimestre de 2020, o número de mulheres desempregadas registou um decréscimo superior ao do número de homens desempregados. A considerável diminuição do emprego não foi acompanhada de aumentos correspondentes do desemprego para ambos os sexos, tendo 2,2 milhões de pessoas ficado inativas entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020, das quais 1,4 milhões eram homens e 0,8 milhões eram mulheres. Ainda que mais afetada durante a primeira vaga da pandemia até ao segundo trimestre de 2020, a participação das mulheres na população ativa recuperou a um ritmo mais rápido durante o segundo semestre.

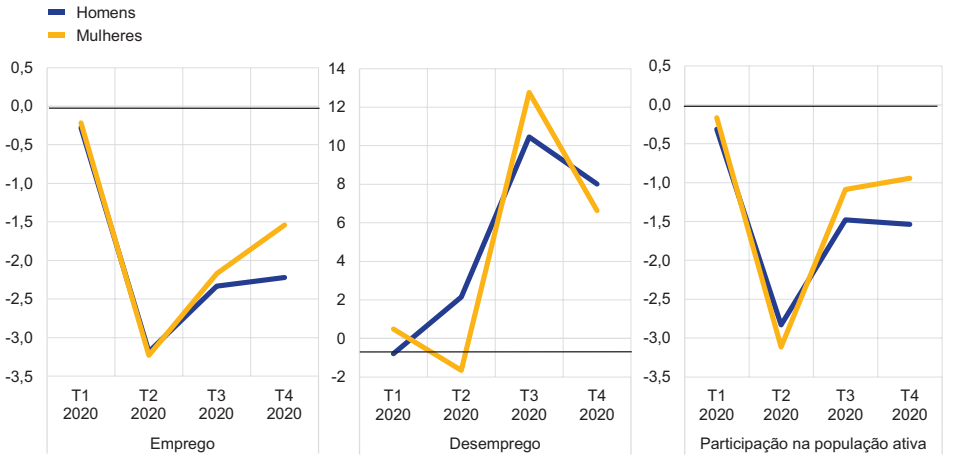
[29] Os agregados do emprego e do total de horas trabalhadas baseiam-se nos dados do Eurostat relativos às contas nacionais, ao passo que a informação referente ao desemprego e à composição por sexo do emprego e das horas trabalhadas foi extraída do inquérito trimestral do Eurostat à população ativa da UE. Os efeitos específicos a cada um dos sexos sobre o emprego e as horas trabalhadas são correlacionados a nível setorial e agregado entre o inquérito à população ativa e os dados das contas nacionais. Tal pressupõe implicitamente que a distribuição por sexo na área do euro, determinada utilizando o inquérito à população ativa, também é válida, em geral, para os dados das contas nacionais. Na presente caixa, as expressões "horas habitualmente trabalhadas" e "horas contratuais trabalhadas" são utilizadas indistintamente.

[30] Até ao terceiro trimestre de 2020, a descida do emprego de homens e mulheres foi quase idêntica, ascendendo cumulativamente a cerca de 2,3% para os homens e 2,2% para as mulheres a partir do quarto trimestre de 2019.

Gráfico A

Variação do emprego, do desemprego e da participação na população ativa de homens e mulheres na área do euro durante a crise da COVID-19

(em percentagem)



Fontes: Eurostat, inquérito à população ativa da UE e cálculos de especialistas do BCE.
Notas: O gráfico mostra a variação percentual do número de trabalhadores empregados e desempregados de ambos os sexos entre o quarto trimestre de 2019 e cada trimestre de 2020. A variação da participação na população ativa foi calculada em conformidade. A população ativa corresponde à soma dos trabalhadores empregados e desempregados.

A taxa de desemprego das mulheres é mais elevada do que a dos homens, mas existe alguma incerteza quanto à dimensão do desvio entre as taxas de desemprego das mulheres e dos homens (gráfico B). A taxa de desemprego das mulheres é superior à dos homens, situando-se em 8,3% no quarto trimestre de 2020, em comparação com 7,7% para os homens. Não se trata de um novo desenvolvimento: no quarto trimestre de 2019, antes da crise da COVID-19, a taxa de desemprego correspondia a 7,7% para as mulheres e a 7,1% para os homens. O desvio entre o desemprego dos homens e das mulheres situava-se, assim, em 0,6 pontos percentuais no quarto trimestre de 2019 e em 0,5 pontos percentuais no quarto trimestre de 2020[31]. O desvio entre a taxa de desemprego das mulheres e dos homens diminuiu no segundo trimestre de 2020, aumentando posteriormente no terceiro trimestre. Existe, porém, alguma incerteza quanto à sua trajetória a partir deste ponto. Esta incerteza decorre da utilização de diferentes indicadores estatísticos do inquérito à população ativa da UE (nomeadamente séries temporais mensais face às trimestrais) e da reclassificação estatística em curso dos trabalhadores em regimes de manutenção de postos de trabalho[32]. De acordo com o Eurostat, as séries temporais trimestrais são mais robustas, mas menos tempestivas do que as séries temporais mensais. Com base nas séries temporais mensais, o desvio entre o desemprego das mulheres e dos homens manteve-se praticamente inalterado no quarto trimestre de 2020, sendo a taxa de desemprego das mulheres 1 ponto percentual mais elevada do que a dos homens. Em contrapartida, as séries

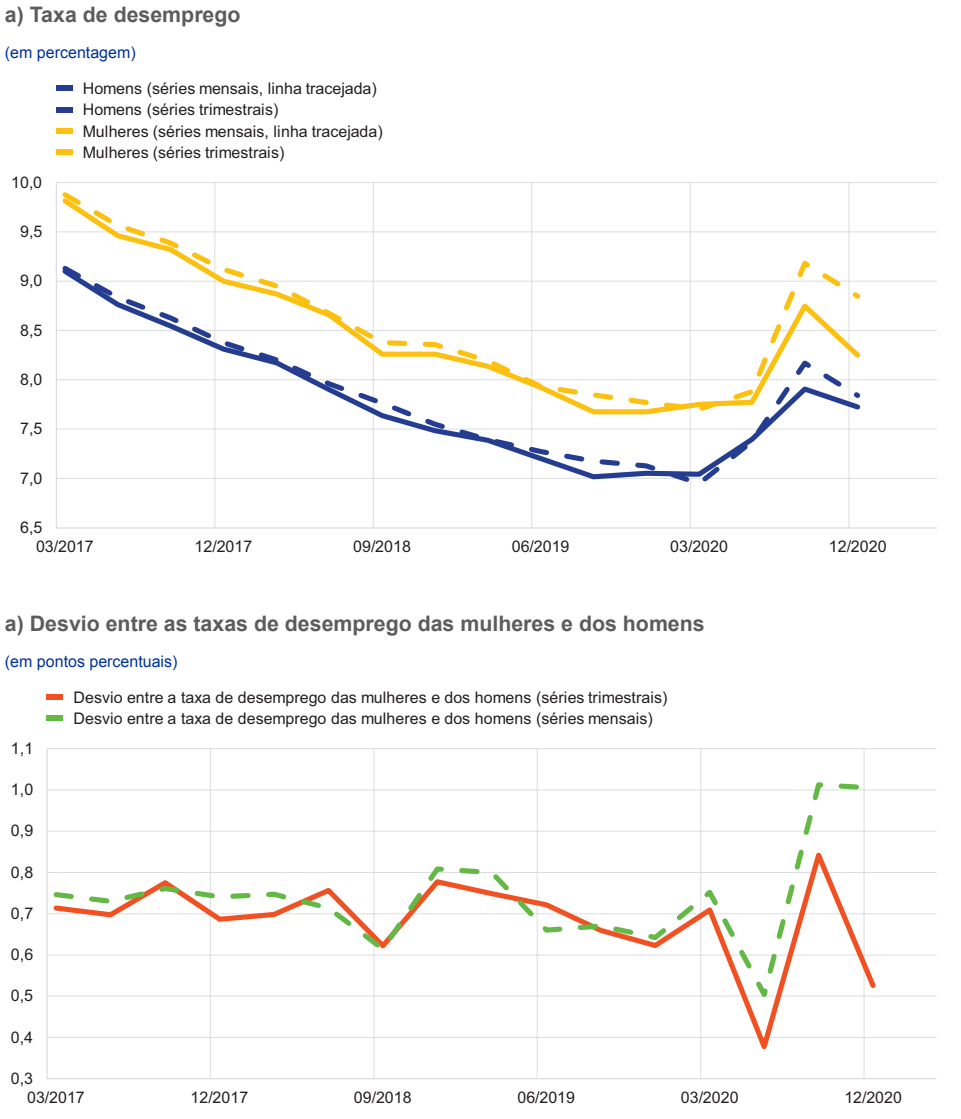
[31] Mais precisamente, o desvio entre a taxa de desemprego das mulheres e dos homens ascendia a 0,53 pontos percentuais no quarto trimestre de 2020, porque a taxa de desemprego calculada até duas casas decimais correspondia a 8,25% para as mulheres e a 7,72% para os homens.

[32] A crise da COVID-19 gerou uma grande variação da participação na população ativa e os indicadores mensais do mercado de trabalho para ambos os sexos não captam plenamente essa variação e foram objeto de revisão posterior. A incerteza quanto à dimensão do desvio entre a taxa de desemprego das mulheres e dos homens decorrente da frequência do conjunto de dados é uma questão temporária que deverá ser resolvida num futuro próximo com a aplicação da metodologia das estatísticas sociais europeias integradas.

temporais trimestrais sugerem que o desvio entre o desemprego das mulheres e dos homens diminuiu no quarto trimestre de 2020, sendo a taxa de desemprego das mulheres 0,5 pontos percentuais mais elevada do que a dos homens.

Gráfico B

Desvio entre as taxas de desemprego das mulheres e dos homens – estatísticas trimestrais face às mensais



Fontes: Eurostat, inquérito à população ativa da UE e cálculos de especialistas do BCE.
Notas: Dados com frequências diferentes dão uma impressão distinta do desvio entre as taxas de desemprego das mulheres e dos homens. A maior volatilidade do mercado de trabalho durante a pandemia, que pode ser atribuída ao número de pessoas que deixaram a população ativa e ao recurso considerável a regimes de manutenção de postos de trabalho, pode afetar esses desvios entre as taxas de desemprego. As últimas observações referem-se a março de 2021 para as séries temporais mensais e ao quarto trimestre de 2020 para as séries temporais trimestrais.

Dados preliminares sugerem que tanto homens como mulheres beneficiaram consideravelmente do recurso generalizado a regimes de manutenção de postos de trabalho. O número de trabalhadores que referem as suspensões temporárias de trabalho (*lay-offs*) como motivo de ausência do trabalho numa determinada semana é, em geral, semelhante para ambos os sexos, representando as mulheres 49,4% dos trabalhadores dispensados temporariamente nos

Estados-Membros da UE no quarto trimestre de 2020. Este indicador pode ser considerado uma aproximação do número de trabalhadores abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho a trabalhar zero horas[33]. De um modo geral, o recurso generalizado a regimes de manutenção de postos de trabalho apoiou o emprego e protegeu postos de trabalho durante a pandemia. O número de suspensões temporárias do trabalho atingiu um nível máximo de 38,9% do número total de ausências do trabalho no segundo trimestre de 2020 e estabilizou em 14,1% no quarto trimestre[34]. Além disso, a percentagem de mulheres dispensadas temporariamente do trabalho aumentou de uma média de 34,7% entre 2006 e 2019 para 45,7% no primeiro trimestre de 2020, registando depois nova subida e situando-se em 49,4% no quarto trimestre de 2020[35].

Uma análise do número total de horas trabalhadas pode proporcionar uma perspetiva dos diferentes fatores que afetam a evolução do mercado de trabalho em termos de género durante a crise da COVID-19. O total de horas trabalhadas diminuiu 6,4% entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020. Os homens representaram 4,4 pontos percentuais dessa diminuição e as mulheres 2,0 pontos percentuais. No caso dos homens, a queda do emprego foi responsável por 1,3 pontos percentuais da diminuição do total de horas trabalhadas, correspondendo o decréscimo da média de horas trabalhadas aos restantes 3,1 pontos percentuais. No caso das mulheres, estes fatores contribuíram, respetivamente, 0,6 e 1,4 pontos percentuais. A diminuição pronunciada da média de horas trabalhadas por sexo pode ser analisada em mais pormenor mediante a desagregação da variação de acordo com as horas habitualmente trabalhadas (interpretáveis como horas contratuais) e das horas efetivas trabalhadas[36]. O desvio entre as horas efetivas e contratuais trabalhadas pode, portanto, fornecer informação suplementar sobre os fatores específicos que levaram à diminuição do número total de horas trabalhadas dos homens e das mulheres durante a pandemia de COVID-19.

---

33 Ver Gómez, A.L. e Montero, J.M., El impacto del confinamento sobre el mercado de trabajo del área del euro durante la primera mitad de 2020, *Boletín Económico*, Número 4, Banco de España, 2020. Para uma análise aprofundada do impacto e do recurso generalizado a regimes de manutenção de postos de trabalho, ver o artigo intitulado The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020.

34 A crise da COVID-19 aumentou de forma substancial o número de suspensões temporárias do trabalho na UE. Entre 2006 e 2019, estas representavam, em média, apenas 2,7% do número total de ausências ao trabalho.

35 Na Alemanha, a Agência Federal de Emprego fornece uma desagregação por sexo do número de trabalhadores em regime de trabalho a tempo parcial (*Kurzarbeit*). Estes dados estão disponíveis até outubro de 2020 e confirmam que quer os homens quer as mulheres beneficiaram consideravelmente dos regimes de manutenção de postos de trabalho no país. No entanto, os dados sugerem também que é maior a probabilidade de os homens estarem em regime de tempo parcial do que as mulheres, cuja percentagem em tempo parcial alcançou um máximo de 46,1% em março de 2020, diminuindo depois progressivamente, atingindo 37,4% em outubro de 2020. Por conseguinte, poderá existir alguma heterogeneidade a nível dos países no que respeita ao impacto relativo dos regimes de manutenção de postos de trabalho em termos de género.

36 As horas de trabalho efetivas incluem i) as horas contratuais e ii) horas extraordinárias remuneradas e não remuneradas, bem como horas trabalhadas em atividades adicionais. As horas de trabalho efetivas excluem o tempo não trabalhado devido, entre outros fatores, a feriados, férias anuais remuneradas, ausência por motivo de doença, lesão ou incapacidade temporária, licença de maternidade, licença parental, estudos ou formação, desemprego parcial por motivos de ordem técnica ou económica, greves ou conflitos laborais, mau tempo e férias compensatórias.

A diminuição da média de horas contratuais trabalhadas representa um terço do decréscimo da média de horas trabalhadas dos homens, tendo as horas contratuais trabalhadas das mulheres permanecido praticamente inalteradas (gráfico C). A descida das horas contratuais trabalhadas dos homens corresponde a 1,2 pontos percentuais da diminuição do total de horas trabalhadas entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020, ao passo que as horas contratuais trabalhadas das mulheres se mantiveram globalmente inalteradas durante este período[37]. A variação das horas contratuais é ditada sobretudo por efeitos de composição, que diferem entre ambos os sexos. Os dados preliminares do inquérito trimestral à população ativa da UE sugerem que o emprego a tempo parcial e o número de postos de trabalho permanentes registaram uma descida mais forte para as mulheres do que para os homens. Em contrapartida, para os homens, verificou-se uma diminuição mais pronunciada do número de indivíduos a trabalhar a tempo inteiro e em empregos temporários e um aumento mais acentuado do número de trabalhadores a tempo parcial subempregados. A ausência generalizada de variação das horas habitualmente trabalhadas das mulheres está relacionada com efeitos de composição, como a descida do emprego a tempo parcial, que afetou mais as mulheres do que os homens[38]. Como os trabalhadores a tempo parcial trabalham menos horas do que os a tempo inteiro, tal induziu um efeito de composição que eleva o número de horas contratuais trabalhadas. Em contraste, a diminuição das horas habitualmente trabalhadas dos homens foi ditada por um decréscimo relativamente mais forte do número de homens a trabalhar a tempo inteiro e por um aumento do número de trabalhadores a tempo parcial subempregados[39].

37 A média das horas habitualmente trabalhadas das mulheres não registou variações entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020, mantendo-se em 32,9 horas por semana.

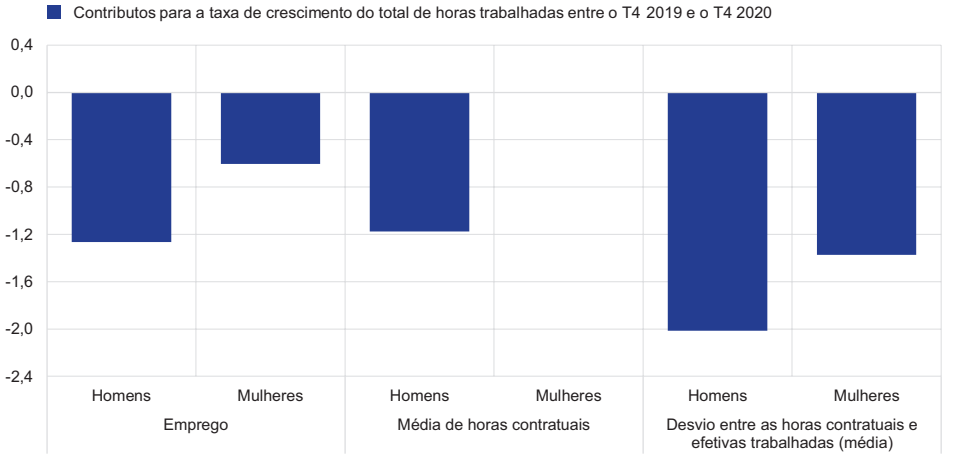
38 A diminuição, específica a cada um dos sexos, do trabalho a tempo parcial durante a crise da COVID-19 corresponde, em geral, à composição por sexo do emprego a tempo parcial no quarto trimestre de 2019.

39 Embora em menor grau, a diminuição do trabalho por conta própria dos homens também contribuiu para o decréscimo das horas contratuais trabalhadas. Os trabalhadores por conta própria representam cerca de 14% do emprego total e 18,5% do total de horas trabalhadas. Com base nestes dados, pode afirmar-se que os trabalhadores por conta própria trabalham, em média, mais horas do que os trabalhadores por conta de outrem. Os trabalhadores por conta própria representam cerca de 17% do emprego total dos homens e cerca de 10% no caso das mulheres. Não obstante a reduzida quota do trabalho por conta própria no emprego total, tanto dos homens como das mulheres, as perdas de trabalho dos homens a trabalhar por conta própria podem ser importantes para a diminuição das horas contratuais trabalhadas, visto que i) os trabalhadores por conta própria trabalham, em média, mais horas do que os por conta de outrem e ii) os homens a trabalhar por conta própria trabalham, em média, mais horas do que as mulheres a trabalhar por conta própria, o que torna o efeito de composição mais forte para os homens. Para mais pormenores, ver Hours of work – annual statistics, Eurostat, maio de 2020.

Gráfico C

Contributos do emprego e das horas habitualmente trabalhadas e efetivas para a variação do total de horas trabalhadas

(em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat, inquérito à população ativa da UE e cálculos de especialistas do BCE.
Nota: Os contributos do emprego, das horas habitualmente trabalhadas e do desvio entre as horas contratuais e efetivas trabalhadas referem-se ao período entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020.

O desvio entre as horas contratuais e efetivas trabalhadas contribuiu de forma desproporcionada para a diminuição do número total de horas trabalhadas dos homens e das mulheres, proporcionando alguma informação sobre as decisões de oferta de mão de obra a nível das famílias. O desvio entre as horas contratuais e efetivas trabalhadas representa cerca de dois terços da descida da média de horas trabalhadas dos homens e a totalidade da descida da média de horas trabalhadas das mulheres entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020. A variação do desvio entre as horas contratuais e efetivas trabalhadas dos homens contribuiu 2,0 pontos percentuais para a diminuição do total de horas trabalhadas, enquanto a variação do desvio entre as horas contratuais e efetivas trabalhadas das mulheres contribuiu 1,4 pontos percentuais[40]. Os regimes de manutenção de postos de trabalho incentivaram a acumulação de mão de obra e proporcionaram flexibilidade através de ajustamentos das horas trabalhadas, gerando um maior desvio entre horas efetivas e contratuais trabalhadas tanto dos homens como das mulheres[41]. Tal sugere que as descidas desproporcionadas

[40] Estes contributos em pontos percentuais têm em conta efeitos de base específicos a cada sexo, nomeadamente o facto de as mulheres serem responsáveis por cerca de 40% do total de horas trabalhadas na área do euro. Como meio de verificação da solidez dos resultados, o mesmo exercício foi repetido seguindo uma abordagem ascendente que correlaciona a taxa de crescimento do emprego e das horas trabalhadas resultante do inquérito à população ativa da UE e dos dados das contas nacionais setoriais. Curiosamente, as diferenças entre os contributos do emprego e da média de horas trabalhadas dos homens e das mulheres são menores com base nestes cálculos alternativos. Neste caso, os contributos de ambos os sexos para a diminuição do total de horas trabalhadas correspondem aos valores seguintes: i) no tocante ao emprego, -1,0 pontos percentuais para os homens e -0,9 pontos percentuais para as mulheres; e ii) em relação às horas trabalhadas, -2,7 pontos percentuais para os homens e -1,9 pontos percentuais para as mulheres. Tal afetaria, assim, o contributo quantitativo da variação do desvio entre horas contratuais e efetivas trabalhadas de ambos os sexos, tornando esse contributo mais fraco no caso dos homens e mais forte no que toca às mulheres. Por conseguinte, os efeitos de composição setorial poderiam ser incorporados para uma melhor qualificação do impacto díspar por sexo da crise da COVID-19 no mercado de trabalho.

[41] A acumulação de mão de obra é a parte do fator trabalho que não é totalmente utilizada por uma empresa durante o processo de produção em determinado momento. A acumulação de mão de obra pode, potencialmente, ajudar as empresas a evitar custos de recontratação e de formação quando as condições económicas melhoram após uma recessão.

da média de horas trabalhadas efetivas também se devem, em parte, a reduções parciais pontuais do horário de trabalho de trabalhadores por conta de outrem, o que pode afetar mais as mulheres do que os homens[42]. Este resultado pode, além disso, proporcionar informação sobre as decisões de oferta de mão de obra a nível das famílias. Estes aspetos são analisados em mais pormenor em Fuchs-Schündeln *et al.*[43], onde é demonstrado que um aumento da necessidade de prestar assistência aos filhos na sequência do encerramento das escolas e dos serviços de acolhimento de crianças em resposta à pandemia de COVID-19 poderia afetar até 35% da mão de obra (e até 12% das horas habitualmente trabalhadas) na Europa.

A diminuição do total de horas trabalhadas esteve associada à evolução setorial heterogénea para ambos os sexos (gráfico D)[44]. Quer os homens quer as mulheres foram significativamente afetados pela pandemia, quando se considera a variação do total de horas trabalhadas entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020 em todos os setores. Os efeitos da pandemia foram relativamente mais fortes para os homens nos setores do comércio, dos transportes e dos serviços profissionais, em comparação com a quota do total de horas trabalhadas dos homens em cada setor no quarto trimestre de 2019. Em contraste, os contributos para a diminuição do total de horas trabalhadas das mulheres foram relativamente mais elevados nos setores do alojamento e restauração, dos serviços administrativos e de apoio e dos serviços recreativos e pessoais. Na maioria dos setores, a diminuição do total de horas trabalhadas ficou a dever-se a uma descida do emprego e a um decréscimo da média de horas trabalhadas. As perdas de emprego entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020 concentraram-se principalmente nos setores do comércio grossista e retalhista e dos transportes no que respeita aos homens e nos setores de serviços recreativos e pessoais no que concerne às mulheres. Em contrapartida, os ganhos de emprego na administração pública e no ensino apresentaram-se enviesados em favor das mulheres. A queda da média de horas trabalhadas complementou a assimetria setorial e a heterogeneidade entre homens e mulheres em cada setor nas descidas observadas no emprego e representou a maior parte da diminuição do total de horas trabalhadas.

---

42 O contributo do desvio entre a média de horas contratuais e efetivas trabalhadas dos homens para a diminuição do total de horas trabalhadas é também afetado pelo aumento mais forte do número de homens como trabalhadores a tempo parcial subempregados entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020.

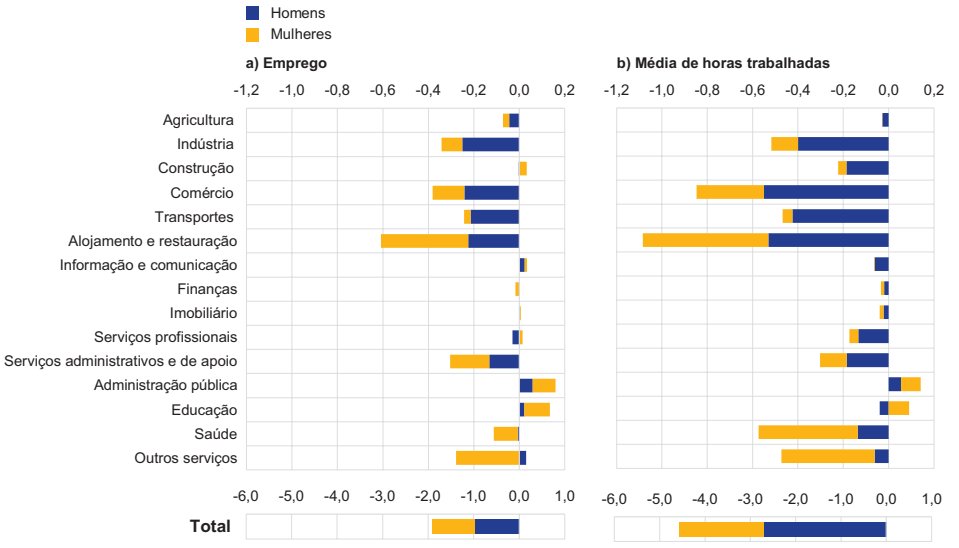
43 Fuchs-Schündeln, N., Kuhn, M. e Tertilt, M., The short-run macro implications of school and child-care closures, *IZA Discussion Paper Series*, n.º 13353, Instituto de Economia do Trabalho IZA, Bona, junho de 2020.

44 Os efeitos por setor e sexo da crise da COVID-19 sobre o emprego e a média de horas trabalhadas documentados no gráfico D foram determinados utilizando a abordagem ascendente atrás descrita.

Gráfico D

Contributos setoriais para o crescimento do emprego e a média de horas trabalhadas por sexo

(em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat, inquérito à população ativa da UE e cálculos de especialistas do BCE.
Notas: Os contributos setoriais para o emprego e a média de horas trabalhadas referem-se ao período entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020. Foram determinados de acordo com a abordagem atrás descrita que correlaciona a composição setorial e por sexo do inquérito à população ativa da UE com a composição setorial do emprego e das horas trabalhadas dos dados das contas nacionais. "Outros serviços" abrange os setores dos serviços recreativos e pessoais.

Em resumo, esta caixa documenta o impacto da crise da COVID-19 no mercado de trabalho da área do euro com base nos dados disponíveis até ao quarto trimestre de 2020, destacando que tanto homens como mulheres foram significativamente afetados. Mais homens do que mulheres perderam o emprego e ficaram inativos durante a crise da COVID-19, embora os regimes de manutenção de postos de trabalho tenham, aparentemente, protegido o emprego de uma forma geral e beneficiado de modo significativo os trabalhadores de ambos os sexos. A diminuição da média de horas trabalhadas foi um pouco mais pronunciada para os homens do que para as mulheres. Contudo, os fatores subjacentes a essa diminuição divergiram entre ambos os sexos. O decréscimo da média de horas trabalhadas dos homens foi em parte ditado por uma diminuição das horas contratuais, ao passo que as reduções pontuais das horas trabalhadas, que aumentam o desvio entre as horas contratuais e efetivas trabalhadas, contribuíram para a descida da média de horas trabalhadas quer dos homens quer das mulheres. Esta evolução pode ser atribuída ao impacto setorial assimétrico da crise da COVID-19[45]. Os efeitos documentados na presente caixa referem-se apenas ao impacto agregado sobre o emprego, o desemprego, a participação na população ativa e as horas trabalhadas de ambos os sexos, e não têm em conta as perdas de nível de vida sofridas pelos trabalhadores quando outro membro do agregado

[45] Para mais informação, ver a caixa intitulada High-frequency data developments in the euro area labour market, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2020, que oferece uma primeira perspetiva da heterogeneidade setorial da crise da COVID-19 no mercado de trabalho, com base em dados de alta frequência. Para uma análise aprofundada do impacto da COVID-19 no mercado de trabalho da área do euro, incluindo o recurso generalizado a regimes de manutenção de postos de trabalho, ver o artigo intitulado The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020.

familiar perde o emprego. Em Bluedorn *et al.*[46], argumenta-se, além disso, que a dimensão e a persistência de uma resposta díspar a nível do emprego das mulheres durante a crise da COVID-19 variam substancialmente de país para país e que as diferenças entre os sexos a nível do emprego são, em regra, de curta duração.

[46] Bluedorn, J., Caselli, F., Hansen, N-J. e Mendes Tavares, M., Gender and Employment in the COVID-19 Recession: Evidence on 'She-cessions', *IMF Working Paper Series*, n.º 2021/095, Fundo Monetário Internacional, março de 2021.

5 Evolução dos preços da habitação na área do euro durante a pandemia de coronavírus

Por Moreno Roma

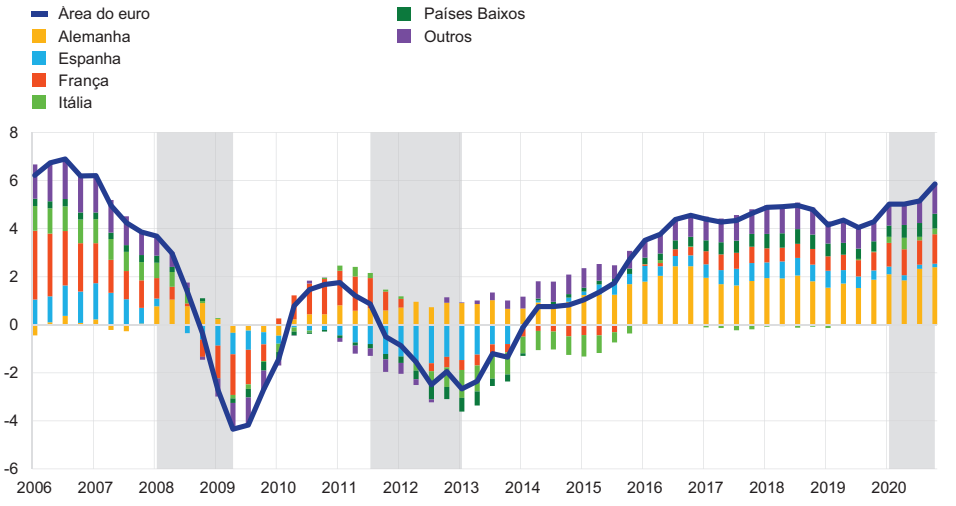
A dinâmica dos preços da habitação na área do euro em termos agregados tem permanecido robusta durante a pandemia de coronavírus (COVID-19). A taxa de crescimento homóloga dos preços da habitação aumentou de 4,3% no final de 2019 para 5,8% no último trimestre de 2020 – a taxa de crescimento mais elevada desde meados de 2007. A presente caixa recorre a abordagens distintas para analisar a evolução recente dos preços da habitação na área do euro e a sua relação com as condições macroeconómicas (entre países, tipos de habitação e locais).

A pandemia é diferente de crises anteriores. A crise financeira mundial de 2008 teve origem no mercado da habitação dos Estados Unidos e a crise da dívida soberana que começou em 2010 teve implicações adversas para as condições de financiamento em vários países da área do euro. Em ambos os casos, os preços da habitação na área do euro diminuíram com relativa rapidez (áreas sombreadas do gráfico A). A crise de COVID-19 atingiu as famílias numa altura em que o rendimento e o emprego estavam relativamente sólidos e, embora o crescimento tenha registado uma forte contração, os preços da habitação mantiveram-se estáveis e até aumentaram desde o início da pandemia.

Gráfico A

Preços dos edifícios residenciais na área do euro e contributos por país

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



Fontes: Cálculos do BCE e Eurostat. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2020.
Nota: As áreas sombreadas indicam períodos de recessão na área do euro.

Uma primeira abordagem da evolução dos preços da habitação na área do euro em termos agregados examina os contributos por país subjacentes. A resiliência observada nos preços da habitação em 2020 foi generalizada, tendo todos os países da área do euro de grande dimensão contribuído de forma positiva

para o aumento anual dos preços da habitação na área do euro. A Alemanha, França e os Países Baixos representaram cerca de 73% do aumento total no último trimestre de 2020 (gráfico A), ou seja, mais do que o respetivo peso no índice global de preços da habitação. No caso da Alemanha, o contributo positivo para os preços da habitação na área do euro começou em meados de 2010, o que refletiu igualmente uma ligeira convergência após um período de evolução moderada dos preços da habitação.

A resiliência dos preços dos edifícios residenciais na área do euro reflete uma combinação de fatores. Primeiro, o impacto negativo do choque relacionado com a COVID-19 está associado a uma queda acentuada dos volumes de transação de imóveis residenciais no segundo trimestre de 2020, devido às medidas de confinamento[47]. Em certa medida, esta mudança continuou a observar-se no terceiro trimestre de 2020 e, em geral, implicou um ajustamento em termos de volume ao invés de um ajustamento em termos de preços. Segundo, as moratórias sobre pagamentos de empréstimos e regimes de manutenção de postos de trabalho atenuaram até certo ponto as quedas do rendimento das famílias e um aumento do desemprego. Terceiro, os empréstimos para aquisição de habitação continuaram a crescer em 2020 e as condições de financiamento permaneceram favoráveis, tendo a taxa ativa bancária compósita dos empréstimos para aquisição de habitação atingido um mínimo histórico de 1,3% no final de 2020. Além disso, um período de poupanças forçadas associado à pandemia pode ter atenuado as restrições de liquidez para algumas famílias, especialmente em países em que se exige o pagamento de quantias avultadas como entrada. Por último, num contexto de incerteza económica considerável e de taxas de rendibilidade baixas, os investidores privados e institucionais contribuíram para a procura de habitação para investimento.

Uma segunda abordagem da evolução dos preços da habitação na área do euro em termos agregados consiste em destrinçar os preços das habitações novas e existentes. No contexto de um mercado da habitação dinâmico, esperar-se-ia que os preços das habitações existentes subissem mais do que os das novas, dado que a procura poderia ser parcialmente redirecionada para as habitações existentes para compensar a escassez de oferta de habitações novas. Com efeito, os preços das habitações existentes têm estado especialmente dinâmicos no período pandémico e, considerando o seu elevado peso nos índices de preços da habitação, deram um contributo significativo para os aumentos dos preços da habitação (gráfico B)[48]. De acordo com dados do Eurostat, no decurso de 2020, os preços das habitações existentes na área do euro aumentaram mais 0,8 pontos percentuais, em termos anuais, do que os preços das habitações novas.

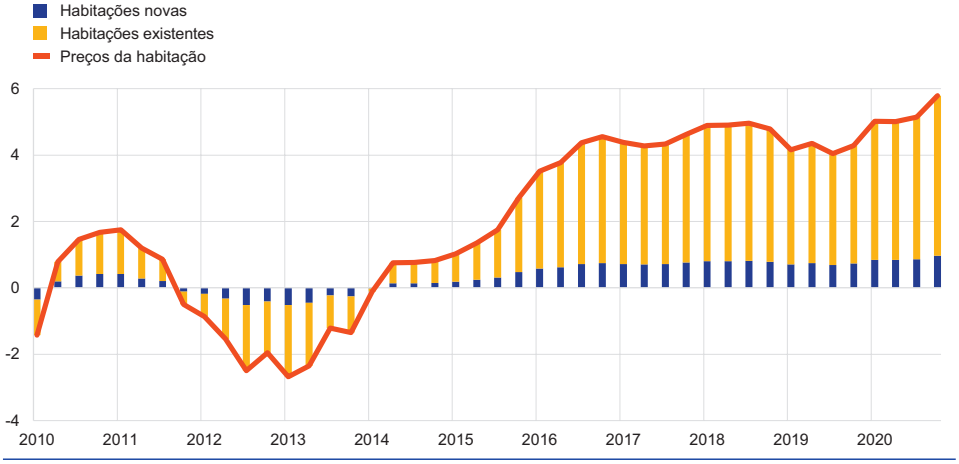
[47] Os dados sobre transações de imóveis residenciais apenas se encontram disponíveis para países da área do euro selecionados (Eurostat e fontes nacionais), não incluindo o agregado da área do euro. Contudo, os dados disponíveis apontam, em geral, para descidas acentuadas da taxa de variação homóloga das transações no segundo trimestre de 2020 (de quedas superiores a 40% em Espanha e Irlanda para um aumento de perto de 7% nos Países Baixos), seguidas de uma normalização gradual no terceiro trimestre de 2020.

[48] O peso das habitações existentes na área do euro corresponde a aproximadamente 83%.

Gráfico B

Preços dos edifícios residenciais na área do euro e contributos por tipo de habitação

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



Fontes: BCE, cálculos próprios e Eurostat. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2020.
Notas: Os pesos na área do euro das habitações novas e existentes são uma média ponderada dos pesos nacionais com base nos pesos do PIB. Relativamente à Grécia, os pesos das habitações novas e existentes foram aproximados utilizando a média da área do euro excluindo este país. Os preços da habitação na área do euro referem-se ao indicador de preços dos edifícios residenciais do BCE.

A evolução variou consideravelmente entre os países da área do euro, mas os países com uma forte dinâmica dos preços da habitação (ou seja, Alemanha, França e Áustria) registaram, em geral, aumentos de preços mais elevados nas habitações existentes. Este facto poderá sugerir que a contração do investimento em habitação na área do euro observada em 2020 (superior a 5% em termos anuais) poderá ter afetado a oferta de habitações novas, exercendo pressões adicionais em sentido ascendente sobre os preços das habitações existentes. A contração observada na aprovação de licenças de construção no decurso de 2020 poderá prolongar este fenómeno, continuando, assim, a suportar os preços da habitação.

A evolução dos preços da habitação na área do euro em termos agregados pode ser avaliada utilizando uma terceira abordagem, através da comparação da evolução nas capitais com a evolução no resto do país[49]**.** A heterogeneidade na evolução dos preços da habitação a nível regional poderá justificar-se com base nos fundamentos, como diferenças de rendimento em termos regionais, emprego, dinâmica populacional e infraestruturas, mas poderá igualmente indicar o sobreaquecimento dos preços da habitação em determinadas zonas[50]. A resiliência recente do mercado da habitação parece ser generalizada e não se limitar às capitais (gráfico C). De acordo com as estimativas do BCE, no decurso de 2020, os preços da habitação da área do euro em capitais selecionadas aumentaram menos 0,7 pontos percentuais, em termos homólogos, do que o agregado da área do euro. Tal poderá refletir alguma desaceleração natural da dinâmica dos preços devido aos fortes aumentos dos preços da habitação nas capitais observados nos últimos anos

[49] Os preços da habitação na área do euro podem ser desagregados na respetiva evolução em capitais da área do euro selecionadas e comparados com os preços de um agregado sintético para a área do euro. O agregado sintético para a área do euro inclui países da área do euro para os quais se encontram disponíveis preços da habitação em capitais, representando cerca de 95% da área do euro (ver as notas do gráfico C). A evolução dos preços oficiais e sintéticos da habitação na área do euro no período considerado é globalmente comparável.

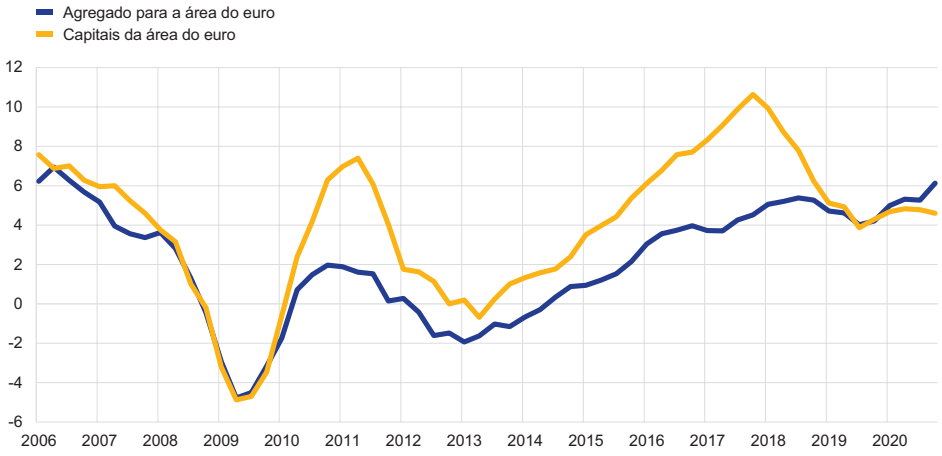
[50] Para uma análise deste tema, ver a caixa intitulada Residential real estate prices in capital cities: a review of trends, *Financial Stability Review*, maio, BCE, 2017.

e o facto de os elevados níveis de preços atingidos em algumas jurisdições terem desencadeado algumas repercussões nos preços ou alterações da procura para zonas fora das capitais. O aumento observado nos preços da habitação fora das capitais pode também refletir uma alteração das preferências associada às maiores possibilidades de teletrabalho. É necessário determinar se e em que medida esta mobilidade para locais menos centrais é permanente, o que precisa de ser corroborado por evidência adicional, uma vez terminada a pandemia.

Gráfico C

Preços dos edifícios residenciais relativos a um agregado sintético para a área do euro e a capitais da área do euro selecionadas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: BCE, cálculos próprios, Eurostat e fontes nacionais. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2020.
Notas: A série agregada sintética para a área do euro é uma média ponderada com base nos pesos do PIB de 2019. O agregado inclui a Bélgica, Alemanha, Estónia, Irlanda, Espanha, França, Itália, Países Baixos, Áustria, Eslovénia e Finlândia. A agregação relativa ao quarto trimestre de 2020 não inclui a Bélgica e a Eslovénia.

Em termos gerais, a avaliação da evolução recente dos preços da habitação utilizando diferentes abordagens aponta para um crescimento resiliente e generalizado entre jurisdições, tipos de habitação e locais. A dinâmica dos preços da habitação continua muito dependente da trajetória de retoma numa conjuntura caraterizada, por um lado, por condições de financiamento favoráveis e, por outro, por incertezas relacionadas com a pandemia.

6 A escassez de semicondutores e as respetivas implicações para o comércio, a produção e os preços da área do euro

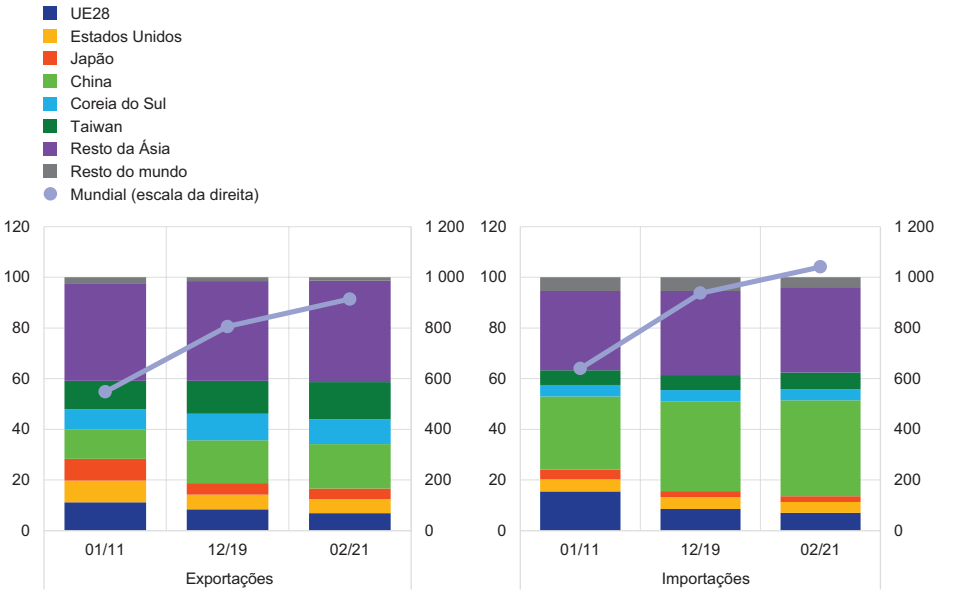
Por Maria Grazia Attinasi, Roberta De Stefani, Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Gerrit Koester, Alexandros Melemenidis e Máté Tóth

Recentemente, a procura de semicondutores registou um forte aumento. As receitas das vendas mundiais de semicondutores quase duplicaram na última década e as economias asiáticas consolidaram o respetivo domínio do mercado em causa (gráfico A). Analisando as importações, a quota das importações chinesas de semicondutores parece estar a crescer face às quotas da UE e dos Estados Unidos. No início da pandemia de COVID-19, embora as vendas de semicondutores à indústria automóvel tenham caído a pique a nível mundial durante o segundo trimestre de 2020, esta escassez foi mais do que compensada por uma forte procura de equipamento informático e eletrónico, devido à passagem para o teletrabalho e o ensino à distância. Quando a recuperação mundial se acentuou, a produção de semicondutores revelou-se insuficiente para satisfazer o aumento da procura por parte da indústria automóvel. Além disso, vários eventos adversos, como incêndios e secas que afetaram instalações fabris de grande dimensão, agravaram a escassez de oferta de semicondutores a nível mundial.

Gráfico A

Comércio mundial de semicondutores por região

(lado esquerdo: percentagem; lado direito: USD mil milhões)



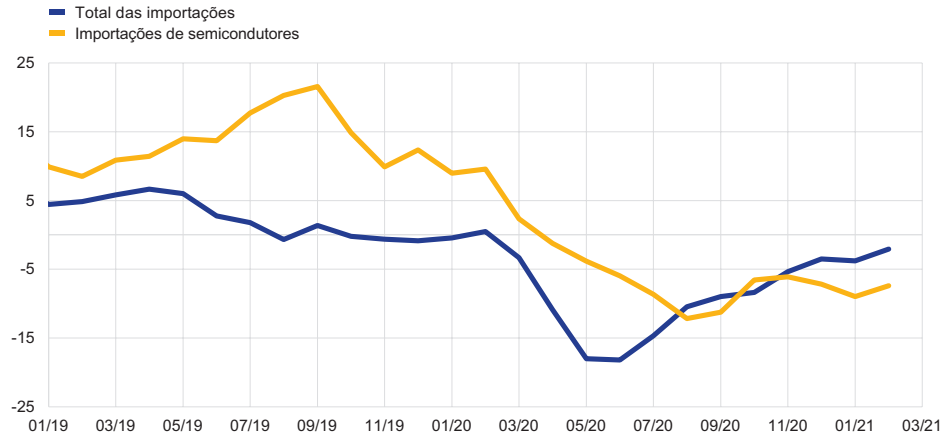
Fontes: Trade Data Monitor e cálculos do BCE.
Notas: Peças de semicondutores ao abrigo dos códigos 8541 e 8542 do Sistema Harmonizado (SH). As últimas observações referem-se a fevereiro de 2021.

Embora a procura tenha recuperado, os produtores de bens da indústria transformadora da área do euro tiveram dificuldade em adquirir semicondutores. Dado que, entretanto, a oferta se deslocou para outras regiões, as importações de semicondutores da área do euro diminuíram substancialmente após o início da pandemia, apesar de serem mais resilientes do que o total das importações. No entanto, as respetivas taxas de crescimento registaram um desfasamento face ao total das importações durante a fase de recuperação (gráfico B). Embora a percentagem dos fatores de produção do setor informático e eletrónico não seja substancial, este setor é um fornecedor a montante essencial e é provável que qualquer perturbação se alastre a muitos outros setores da economia. Em conjunção com a escassez de outros fatores de produção (por exemplo, produtos químicos, plástico, metais e madeira), e perturbações no setor de expedição, a escassez de *chips* semicondutores afetou gravemente os prazos de entrega dos fornecedores. Tal resultou num aumento sem precedentes do rácio entre o IGC para novas encomendas e o prazo de entrega dos fornecedores[51] relativamente aos fabricantes da área do euro, em particular nos setores que utilizam semicondutores na produção, como os setores automóvel, de peças para automóveis e de equipamento tecnológico (gráfico C).

Gráfico B

Importações de semicondutores da área do euro

(taxas de variação homólogas (%) das médias móveis de 3 meses dos valores)



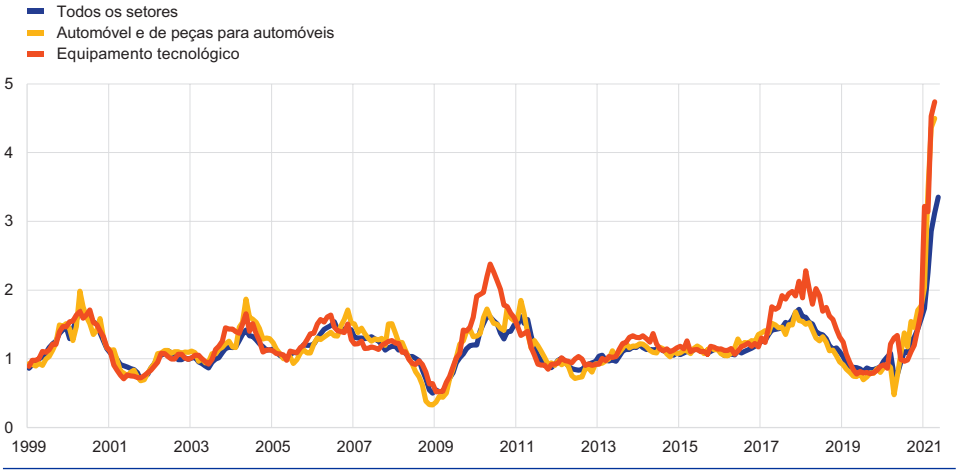
Fontes: Trade Data Monitor e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2021.

[51] Note-se que um aumento (diminuição) do índice do IGC do prazo de entrega dos fornecedores indica um prazo de entrega menos longo (mais longo).

Gráfico C

Prazos de entrega dos fornecedores da área do euro

(rácio entre o IGC para novas encomendas e o prazo de entrega dos fornecedores)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a abril de 2021 para o IGC setorial e a maio de 2021 para o IGC agregado.

Dados de inquéritos recentes apontam para graves estrangulamentos em algumas das principais indústrias transformadoras, em particular na Alemanha. De acordo com o último inquérito trimestral da Comissão Europeia às empresas, 23% das empresas da indústria transformadora da área do euro reportaram a falta de materiais e/ou de equipamento como um fator essencial que limita a produção (gráfico D), situando-se atualmente muito acima da média histórica (aproximadamente 6%). O gráfico D mostra que os efeitos destes estrangulamentos na oferta de semicondutores são mais visíveis em indústrias com uma percentagem mais elevada em termos de fatores de produção de equipamento eletrónico, como os setores informático e eletrónico, de equipamento elétrico e o setor automóvel. Entre países, esta escassez é claramente visível nas empresas alemãs.

Gráfico D

Escassez de materiais e/ou de equipamento como um fator que limita a produção

(percentagem de inquiridos por setor)

	Área do euro	Alemanha	França	Itália	Espanha	Países Baixos
Indústria transformadora	23	42	6	7	14	20
Informática/bens eletrónicos	34	70	-1	14	19	11
Equipamento elétrico	36	56	23	12	32	37
Veículos automóveis/reboques	35	58	2	7	50	35

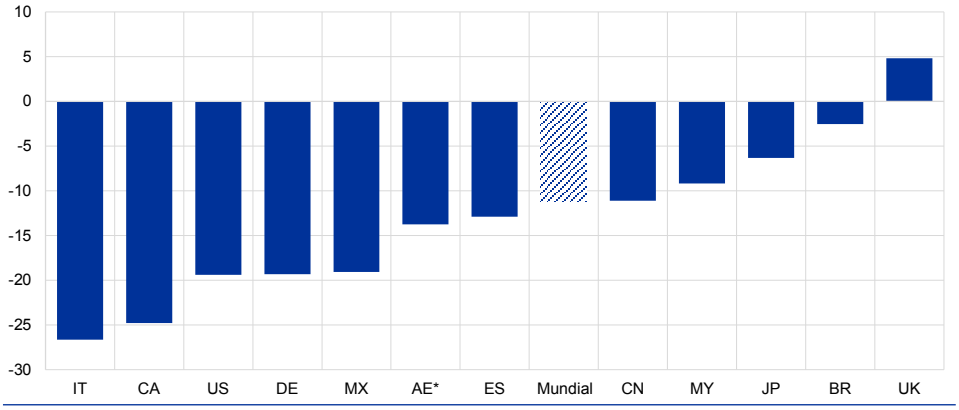
Fonte: Inquérito da Comissão Europeia às empresas, abril de 2021.
Nota: As séries temporais para as respostas ao inquérito são corrigidas de sazonalidade, o que pode explicar os valores negativos observados em alguns setores.

Este desalinhamento entre a produção e as encomendas em algumas das principais indústrias transformadoras aponta igualmente para estrangulamentos do lado da oferta. Até à data, a indústria automóvel parece ter sido afetada principalmente pela escassez de *chips*. No primeiro trimestre de 2021, a produção mundial de automóveis de passageiros registou uma queda de quase 1,3 milhões de automóveis, o que corresponde a uma descida de 11,3% face ao último trimestre de 2020 e a uma diminuição de aproximadamente 2,8% face ao nível de produção observado em 2019 (gráfico E). A produção de veículos automóveis na área do euro caiu durante quatro meses consecutivos até março de 2021, situando-se 18,2% abaixo do nível registado em novembro de 2020. Na Alemanha, o aumento mensal dos atrasos nas encomendas da indústria transformadora ultrapassou o crescimento da produção de forma sistemática entre janeiro e março de 2021, especialmente no setor automóvel e no setor informático/eletrónico. Este facto é confirmado pelos contactos recentemente estabelecidos pelo BCE com empresas não financeiras[52]. No seguimento destes contactos, esperar-se-ia uma deterioração das restrições do lado da oferta no segundo trimestre de 2021, as quais melhorariam depois gradualmente no segundo semestre.

Gráfico E

Produção mundial de veículos automóveis

(produção de automóveis de passageiros, variação entre o T1 de 2021 e o T4 de 2020)



Fontes: Haver, Eurostat e cálculos do BCE.
Notas: Os países são escolhidos com base na disponibilidade de dados e o respetivo agregado mundial cobre 70% da produção mundial de veículos automóveis. Séries corrigidas de sazonalidade. *Os dados da AE referem-se a dados sobre a produção industrial na área do euro, código 29.1 da NACE2.

À data, existe muito pouca evidência sobre os efeitos da escassez de semicondutores na evolução dos preços ao longo da cadeia de preços. Os efeitos sobre os preços em sentido ascendente poderiam resultar, por exemplo, da escassez de oferta de bens, o que aumentaria o poder em termos de fixação de preços em diferentes níveis da cadeia de oferta, ou de empresas procurando transmitir custos resultantes de uma subutilização forçada da produção. A inflação dos preços no produtor na área do euro para componentes eletrónicas e placas, nas quais os semicondutores desempenham um papel importante, permanece negativa (gráfico F). Nas fases mais avançadas da cadeia de preços, a inflação dos

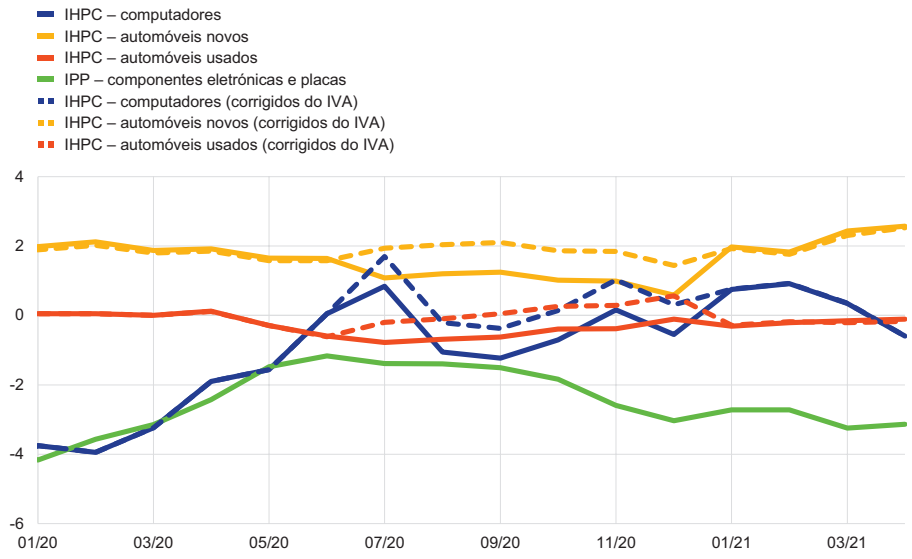
[52] Ver a caixa intitulada Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2021.

preços no consumidor para computadores e veículos automóveis (as duas maiores componentes dos bens de consumo eletrónicos) revela um ligeiro aumento nos veículos automóveis[53], enquanto os preços dos computadores começaram até a diminuir novamente. Contudo, é de notar que os efeitos sobre os preços em sentido ascendente da escassez de semicondutores poder-se-ão materializar, mas apenas de modo muito desfasado ao longo da cadeia de preços.

Gráfico F

Preços no produtor e no consumidor para produtos que dependem de semicondutores

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.
Notas: As linhas tracejadas refletem séries a taxas constantes (pressupondo uma transmissão plena das alterações nos impostos indiretos, o que inclui o corte temporário da taxa de IVA na Alemanha). As últimas observações referem-se a abril de 2021.

É expectável que a escassez de semicondutores persista no curto prazo. Embora os principais fabricantes de *chips* a nível mundial planeiem expandir a respetiva capacidade e aumentar as suas despesas de capital em quase 74%, medidas que, em geral, deverão ser implementadas até ao final de 2021, a complexidade e o tempo necessários para a construção de novas instalações fabris são de tal ordem que os fatores adversos a este setor deverão continuar no decurso do ano.

[53] Enquanto, nos Estados Unidos, os preços dos automóveis usados, em particular, aumentaram de forma muito pronunciada durante a pandemia – em parte, devido ao recente abrandamento da produção de novos automóveis resultante da escassez de semicondutores – estes não registaram uma dinâmica substancial em sentido ascendente na área do euro.

7 Implicações dos programas de estabilidade de 2021 para as políticas orçamentais na área do euro

Por Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Steffen Osterloh

Os programas de estabilidade para o período de 2021 a 2024 fornecem, pela primeira vez, informação pormenorizada sobre os planos orçamentais a médio prazo dos países da área do euro em resposta à pandemia de coronavírus (COVID-19). No ano passado, perante o caráter recente da grave crise sanitária e a extrema incerteza associada à mesma, os governos da área do euro abstiveram-se, na maioria, de apresentar planos orçamentais detalhados. Os programas atualizados, apresentados no final de abril de 2021, foram elaborados pelos governos com conhecimento de que a cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) permaneceria ativa, pelo menos, até ao final de 2021, permitindo-lhes desviar-se dos requisitos de ajustamento impostos pelo PEC[54]. Além disso, os programas deveriam refletir as recomendações específicas por país (REP), adotadas pelo Conselho Europeu em 20 de julho de 2020 para o período de 2020 a 2021, que não incluíam requisitos numéricos de ajustamento orçamental, mas apelavam ao invés a políticas orçamentais centradas em alcançar situações orçamentais prudentes a médio prazo e em assegurar a sustentabilidade da dívida "logo que as condições económicas o permitam". A curto prazo, era recomendado aos governos adotar "todas as medidas necessárias para combater eficazmente a pandemia, sustentar a economia e apoiar a recuperação subsequente". Por último, os programas são um primeiro reflexo dos planos de recuperação e resiliência que os Estados-Membros tinham de apresentar até 30 de abril, descrevendo as reformas e os projetos que tencionam executar utilizando os fundos disponíveis através do "Next Generation EU" (NGEU). Neste contexto, a presente caixa analisa os planos orçamentais de médio prazo dos países da área do euro para sair da atual crise e indica os desafios remanescentes decorrentes das recomendações em matéria de política orçamental formuladas pela Comissão Europeia, em 2 de junho, no seu pacote da primavera de 2021 do Semestre Europeu.

Os programas de estabilidade de 2021 descrevem as projeções dos Estados-Membros no que toca à respetiva política orçamental, numa altura em que as políticas orçamentais desempenham um papel fundamental na resposta à pandemia em termos de políticas. No início da crise, as políticas orçamentais visavam garantir a disponibilidade dos recursos necessários ao sistema de saúde e proteger as empresas e os trabalhadores dos setores afetados[55]. Com a

---

54 A cláusula de derrogação de âmbito geral foi ativada em março de 2020 e prorrogada até 2021 em setembro de 2020. Permite aos Estados-Membros afastarem-se dos requisitos de ajustamento imposto pelo PEC em certas situações específicas, como em períodos de recessão económica grave na área do euro ou no conjunto da UE. Para mais pormenores, ver a Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu, ao Comité das Regiões e ao Banco Europeu de Investimento – Estratégia Anual para o Crescimento Sustentável 2021, COM(2020) 575 final.

55 Para uma perspetiva geral, ver o artigo intitulado The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis, *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2021.

continuação dos progressos na vacinação e o levantamento gradual das medidas de confinamento, as políticas orçamentais estão a passar de medidas de emergência temporárias e específicas para medidas destinadas a apoiar a recuperação. Os investimentos públicos, complementados pelo NGEU e acompanhados de políticas estruturais adequadas, têm um papel importante a desempenhar neste domínio.

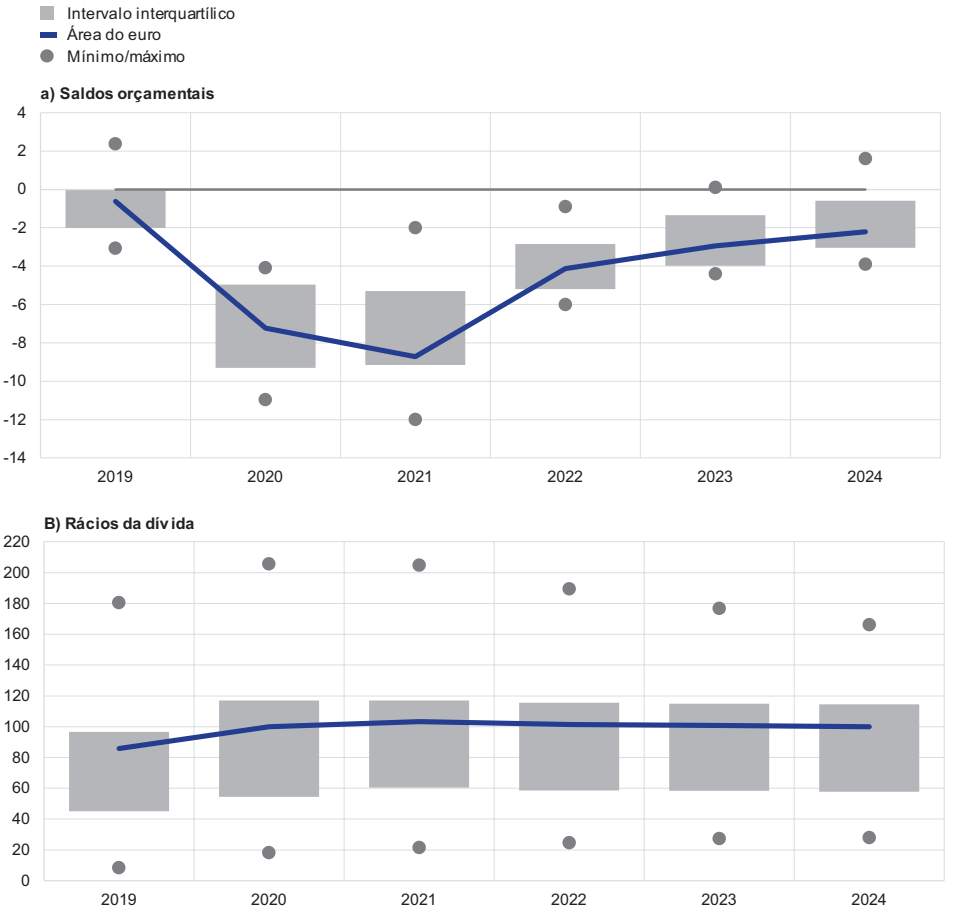
De acordo com os programas de estabilidade, os níveis elevados dos desequilíbrios orçamentais deverão diminuir gradualmente ao longo do horizonte das previsões. Na área do euro, o rácio do défice público em relação ao PIB aumentou de 0,6% para 7,2% entre 2019 e 2020, e deverá aumentar para 8,7% em 2021 (gráfico A), enquanto, por país, os esperados défices públicos se situam entre 2% e 12% do PIB em 2021. Embora o défice público agregado da área do euro deva permanecer acima dos níveis anteriores à crise (em 1,5 pontos percentuais) até ao final do horizonte de projeção (ou seja, 2024), espera-se uma menor dispersão das situações orçamentais entre os países. Alguns países da área do euro não planeiam reduzir os défices para valores inferiores ao limiar de 3% do PIB no horizonte de projeção (gráfico B), sobretudo alguns com elevados rácios da dívida em relação ao PIB (em especial, a Itália, a Espanha, a Bélgica e a França), ao passo que vários outros, incluindo os países que estiveram anteriormente sob a alçada de um programa (Grécia, Chipre e Portugal), planeiam défices orçamentais comparativamente menores. Nos programas de estabilidade, projeta-se que o rácio médio da dívida em relação ao PIB da área do euro exceda 103% em 2021, o que implica um aumento de cerca de 17 pontos percentuais em comparação com o nível pré-crise em 2019. Em 2022, espera-se que comece a diminuir ligeiramente, devido sobretudo à esperada inversão das medidas de apoio e ao elevado crescimento nominal, mas, em 2024, deverá permanecer em cerca de 100%. Além disso, a partir de 2021, começará a verificar-se, na UE, uma acumulação de dívida adicional, ainda que limitada, relacionada com o NGEU, a qual se estima que ascenda a cerca de 1% do PIB no período de 2021 a 2022[56]. Note-se que a trajetória orçamental apresentada nos programas nacionais de estabilidade difere das previsões orçamentais descritas no exercício alargado de projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema de junho de 2021, como exposto na secção 6 da presente edição do Boletim Económico, que tem em conta apenas as medidas aprovadas pelos parlamentos nacionais ou já definidas em pormenor pelos governos e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo.

[56] Ver a página 2 das previsões económicas europeias da primavera de 2021 da Comissão Europeia, segundo as quais o total da despesa da UE que deverá ser financiada por subvenções ao abrigo do Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR) no horizonte de previsão de 2021 a 2022 ascende a 140 mil milhões de euros, ou seja, situa-se ligeiramente abaixo de 1% do PIB em 2019. O impacto económico total gerado pelo MRR ao longo do horizonte de previsão deverá ser de cerca de 1,2% do PIB real da UE de 2019.

Gráfico A

Projeções para os saldos orçamentais das administrações públicas e os rácios da dívida em relação ao PIB com base nos programas de estabilidade de 2021

(em percentagem do PIB)

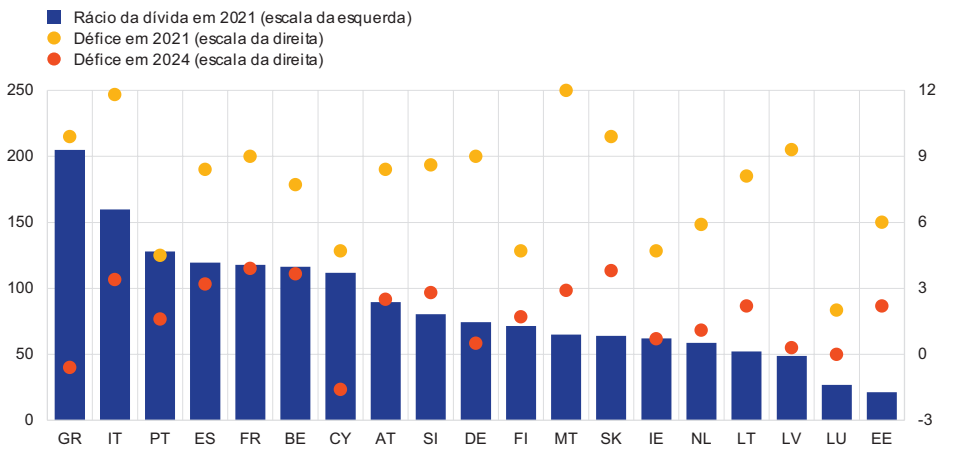


Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO para 2019 e 2020) e cálculos próprios com base nos programas de estabilidade de 2021 para o período de 2021 a 2024.
Nota: Os dados do agregado para a área do euro referem-se ao agregado do setor das administrações públicas dos países da área do euro.

Gráfico B

Projeções para os rácios da dívida e os défices das administrações públicas com base nos programas de estabilidade de 2021

(em percentagem do PIB)



Fonte: Programas de estabilidade de 2021.

Ao contrário do que ocorreu com a grande crise financeira, espera-se que a recuperação da crise gerada pela pandemia de COVID-19 seja apoiada por uma expansão do investimento público. De acordo com os programas de estabilidade de 2021, a vasta maioria dos países da área do euro planeia aumentar os recursos disponíveis para investimento público, que a literatura económica tende a considerar como uma categoria de despesa pública particularmente favorável ao crescimento[57]. A quota de investimento público no PIB deverá aumentar face ao seu nível anterior à crise, passando de 2,8% em 2019 para 3,3% em 2023. Tal contrasta fortemente com os anos que se seguiram à grande crise financeira, quando muitos países da área do euro prosseguiram medidas de consolidação orçamental centradas sobretudo na redução do investimento público. Mais especificamente, no período de 2009 a 2013, a quota de despesa pública da área do euro da formação bruta de capital fixo das administrações públicas no PIB desceu de 3,7% para 2,9%, tendo algumas das reduções mais elevadas sido registadas nos países com maior necessidade de consolidação. O aumento do investimento planeado para os próximos anos deve-se, em grande parte, ao NGEU, incluindo, em especial, o Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR), que proporciona aos países da área do euro uma oportunidade ideal para apoiar a recuperação através de políticas que aumentem o potencial de crescimento das suas economias[58].

As REP propostas pela Comissão Europeia no pacote da primavera de 2021 do Semestre Europeu preveem que a cláusula de derrogação de âmbito geral do PEC permaneça ativada em 2022, apelando, ao mesmo tempo, a que as políticas orçamentais dos Estados-Membros sejam de elevada qualidade e se tornem mais diferenciadas. A cláusula de derrogação de âmbito geral do PEC "continuará a ser aplicada em 2022 e espera-se que seja desativada a partir de 2023". Enquanto as REP publicadas em 2020 eram homogéneas entre

[57] Para uma visão geral, ver o artigo intitulado The composition of public finances in the euro area, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2017.

[58] Para mais pormenores, ver a secção 6 da presente edição do *Boletim Económico*.

os Estados-Membros, as publicadas na primavera de 2021 recomendam que as políticas orçamentais "devem tornar-se mais diferenciadas em 2022, tendo em conta o estado da recuperação, a sustentabilidade orçamental e a necessidade de reduzir as divergências económicas, sociais e territoriais". Recomenda-se aos países com baixos níveis de dívida que prossigam uma orientação orçamental favorável (especificamente medida)[59], incluindo o impulso proporcionado pelo MRR, ao passo que aos países com uma dívida elevada se recomenda que "devem recorrer ao [MRR] para financiar investimentos adicionais em apoio da recuperação, prosseguindo simultaneamente uma política orçamental prudente". Esta última recomendação aplica-se à Bélgica, à França, à Grécia, a Espanha, a Itália e a Portugal. Recomenda-se igualmente que todos os Estados-Membros preservem o investimento financiado a nível nacional, enquanto, "[a]o mesmo tempo, o aumento das despesas correntes financiadas a nível nacional deve ser mantido sob controlo e ser limitado no caso dos Estados-Membros com elevados níveis de dívida". Como parte de uma recomendação que sublinha a importância da qualidade das medidas orçamentais para assegurar uma recuperação sustentável e inclusiva, é feito também um apelo ao reforço do investimento, em particular, nas transições ecológica e digital, a fim de impulsionar o crescimento potencial. Por último, na sua avaliação do cumprimento pelos Estados-Membros dos critérios do défice e da dívida, a Comissão Europeia considera que o critério do défice não é cumprido por 23 Estados-Membros e que o critério da dívida não é cumprido por 13. Não obstante, considera que, "[t]endo em conta o nível elevado de incerteza, a resposta acordada em matéria de política orçamental à crise da COVID-19 e as recomendações do Conselho de 20 de julho de 2020", "não deve ser tomada, na atual conjuntura, uma decisão sobre a oportunidade de submeter os Estados-Membros ao procedimento relativo aos défices excessivos".

Os planos orçamentais de médio prazo, tal como descritos nos programas de estabilidade de 2021, revestem-se de um elevado grau de incerteza. Essa incerteza está relacionada não apenas, entre outros fatores, com a evolução da pandemia de COVID-19, mas também com o potencial impacto transformador do MRR na área do euro. Por conseguinte, é importante para o conjunto da área do euro que as políticas orçamentais continuem a prestar apoio por enquanto, reforçando, ao mesmo tempo, a sustentabilidade orçamental através de medidas suficientemente direcionadas e de políticas gradualmente diferenciadas a nível nacional.

[59] Em vez de utilizar as medidas habituais para determinar a orientação orçamental, como as aplicadas na secção 6 da presente edição do *Boletim Económico*, a Comissão Europeia mede a orientação orçamental como a variação da despesa primária (líquida de medidas discricionárias em matéria de receitas e excluindo as medidas de emergência temporárias relacionadas com a crise), incluindo as despesas financiadas por subvenções ao abrigo do MRR e por outros fundos da UE. Tal tem em conta, entre outros fatores, o facto de as subvenções ao abrigo do MRR, apesar de não afetarem o défice, darem um impulso às economias.

© Banco Central Europeu, 2021

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

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

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

Para obter terminologia específica, por favor consulte o Glossário do BCE (disponível apenas em língua inglesa).

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-21-004-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep