



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 4 / 2022



Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	11
2 Atividade económica	17
3 Preços e custos	24
4 Evolução do mercado financeiro	32
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	38
6 Evolução orçamental	47
Caixas	52
1 O impacto da guerra na Ucrânia nos mercados energéticos da área do euro	52
2 O impacto da invasão da Ucrânia pela Rússia na atividade da área do euro através do canal de incerteza	60
3 O impacto do afluxo de refugiados ucranianos na população ativa da área do euro	65
4 Impacto das alterações climáticas na atividade e nos preços – informações obtidas num inquérito a empresas líderes	70
5 O setor privado prevê um episódio de estagflação?	78
6 A subida acentuada da inflação dos preços dos produtos alimentares na área do euro e o impacto da guerra entre a Rússia e a Ucrânia	83
7 Um novo indicador da inflação interna para a área do euro	91
8 Condições de liquidez e operações de política monetária de 9 de fevereiro a 19 de abril de 2022	98

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

A inflação elevada é um grande desafio para todos. O Conselho do Banco Central Europeu (BCE) assegurará o regresso da inflação ao seu objetivo de 2% a médio prazo.

Em maio, a inflação registou novamente uma subida significativa, devido sobretudo ao aumento acentuado dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, designadamente em resultado do impacto da guerra na Ucrânia. Todavia, as pressões inflacionistas generalizaram-se e intensificaram-se, tendo os preços de muitos bens e serviços registado uma forte subida. Os especialistas do Eurosistema procederam a uma considerável revisão em alta das projeções de referência para a inflação. Essas projeções indicam que a inflação permanecerá indesejavelmente elevada durante algum tempo. Contudo, a moderação dos custos energéticos, o abrandamento das perturbações da oferta relacionadas com a pandemia e a normalização da política monetária deverão conduzir a uma descida da inflação. As projeções macroeconómicas de junho de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema apontam para uma inflação anual de 6,8% em 2022, a qual deverá descer para 3,5% em 2023 e 2,1% em 2024, sendo estes valores mais elevados do que os avançados nas projeções de março. Tal significa que, de acordo com as projeções, a inflação global no final do horizonte de projeção se situará ligeiramente acima do objetivo do BCE. Projeta-se que a inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares se situe, em média, em 3,3% em 2022, 2,8% em 2023 e 2,3% em 2024, sendo estes valores também mais elevados do que os indicados nas projeções de março.

A agressão injustificada da Rússia contra a Ucrânia continua a pesar sobre a economia na Europa e para além deste continente. Está a provocar perturbações no comércio e escassez de materiais e a contribuir para os preços elevados dos produtos energéticos e das matérias-primas. Estes fatores continuarão a pesar sobre a confiança e a travar o crescimento, em especial no curto prazo. Estão, porém, reunidas as condições para que o crescimento da economia prossiga, devido à continuação da reabertura da economia, a um mercado de trabalho forte, ao apoio orçamental e à poupança acumulada durante a pandemia. Com o enfraquecimento dos atuais fatores adversos, a atividade económica deverá recuperar de novo. Estas perspetivas encontram-se globalmente refletidas nas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema, as quais indicam que o crescimento real anual do PIB se situará em 2,8% em 2022, 2,1% em 2023 e 2,1% em 2024. Em comparação com as projeções de março, as perspetivas foram revistas significativamente em baixa para 2022 e 2023, tendo sido revistas em alta para 2024.

Com base na avaliação atualizada, o Conselho do BCE decidiu dar novos passos no sentido da normalização da política monetária. Ao longo deste processo, o Conselho do BCE manterá as opções em aberto, uma abordagem assente em dados, o gradualismo e a flexibilidade na condução da política monetária.

Primeiro, o Conselho do BCE decidiu cessar as aquisições líquidas de ativos ao abrigo do seu programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) em 1 de julho de 2022. O Conselho do BCE pretende continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do APP durante um período prolongado após a data em que comece a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez amplas e uma orientação de política monetária adequada.

Segundo, o Conselho do BCE procedeu a uma análise aprofundada das condições que, de acordo com as suas indicações sobre a trajetória futura das taxas de juro, deverão estar reunidas antes de começar a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE. Em resultado desta avaliação, o Conselho do BCE concluiu que se verificam essas condições. Nessa conformidade, e de acordo com a sequência da sua política monetária, o Conselho do BCE tenciona aumentar as taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base na sua reunião de política monetária de julho. Numa análise prospetiva, espera aumentar as taxas de juro diretoras do BCE novamente em setembro. A calibração deste aumento das taxas dependerá das perspetivas atualizadas para a inflação a médio prazo. Se as perspetivas para a inflação a médio prazo persistirem ou se deteriorarem, será apropriado proceder a um incremento maior na reunião de setembro.

Terceiro, após setembro, de acordo com a sua avaliação atual, o Conselho do BCE prevê que uma trajetória gradual, mas sustentada, de novos aumentos das taxas de juro seja adequada. Em consonância com o compromisso relativamente ao seu objetivo de inflação de 2% a médio prazo, o ritmo a que ajustará a política monetária dependerá dos dados disponibilizados e da sua avaliação da inflação no médio prazo.

No âmbito do mandato do Conselho do BCE, em condições de tensão, a flexibilidade permanecerá um elemento da política monetária sempre que ameaças à transmissão da política monetária comprometam a consecução da estabilidade de preços.

Atividade económica

As repercussões económicas da invasão da Ucrânia pela Rússia e os novos confinamentos na China são dois fatores adversos importantes para o crescimento mundial no curto prazo. Os indicadores baseados em inquéritos confirmam uma moderação da atividade mundial. As perturbações na atividade económica na Ásia e a guerra na Ucrânia estão a exercer pressão sobre as cadeias de abastecimento mundiais, após um breve período de abrandamento

no início deste ano. As perturbações nas cadeias de abastecimento e nos mercados de matérias-primas estão a estimular a inflação, num contexto de evidência crescente de que as pressões inflacionistas se estão a intensificar e a generalizar. O aumento das pressões inflacionistas é também evidente nos preços crescentes das exportações dos concorrentes da área do euro. Os preços das matérias-primas permanecem voláteis e sujeitos a riscos de abastecimento, enquanto as condições financeiras se tornaram mais restritivas. As condições financeiras mundiais tornaram-se mais restritivas, refletindo a normalização da política monetária, a queda dos preços dos ativos de risco e o aumento das taxas de rendibilidade. Neste contexto, as projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam que o PIB real mundial – excluindo a área do euro – crescerá 3,0% em 2022, 3,4% em 2023 e 3,6% em 2024 – uma trajetória de crescimento mais fraca do que o avançado nas projeções de março. Projeta-se que os dois principais fatores adversos afetem consideravelmente o comércio no curto prazo, mas que o seu impacto se dissipe posteriormente. O crescimento projetado da procura externa da área do euro é mais moderado e foi sujeito a revisões em baixa mais significativas do que o das importações mundiais, uma vez que os países europeus fora da área do euro com ligações económicas mais estreitas à Rússia e à Ucrânia são mais afetados pelos choques económicos desencadeados pela invasão. Numa conjuntura de incerteza elevada, o balanço dos riscos em torno das projeções de referência encontra-se firmemente enviesado em sentido descendente para o crescimento e em sentido ascendente para a inflação.

A guerra entre a Rússia e a Ucrânia está a afetar gravemente a economia da área do euro e as perspetivas mantêm-se rodeadas de elevada incerteza. Contudo, estão reunidas as condições para que a economia continue a crescer e a recuperar no médio prazo. No curto prazo, o Conselho do BCE prevê que a atividade seja travada pelos elevados custos energéticos, pela deterioração dos termos de troca, pela maior incerteza e pelo impacto adverso da inflação elevada no rendimento disponível. A guerra na Ucrânia e novas restrições relacionadas com a pandemia na China agravaram de novo os estrangulamentos no abastecimento. Consequentemente, as empresas enfrentam custos mais elevados e perturbações nas respetivas cadeias de abastecimento, sendo que as perspetivas quanto à sua produção futura se deterioraram.

Não obstante um resultado melhor do que o esperado em 2021, as perspetivas quanto ao saldo orçamental da área do euro deterioraram-se significativamente desde a finalização das projeções macroeconómicas de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE. As perspetivas mais adversas estão relacionadas com uma deterioração do ciclo económico, pagamentos de juros ligeiramente superiores ao esperado e despesa pública discricionária adicional. As medidas de apoio orçamental destinaram-se, em particular, a combater o aumento do custo de vida para os consumidores, mas também a financiar capacidades de defesa e a apoiar os refugiados da guerra na Ucrânia. No entanto, de acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro deverá continuar a diminuir – passando de 5,1% do PIB em 2021 para 3,8% em 2022 e para 2,4% no final do horizonte de previsão. Após o forte abrandamento da restritividade durante a crise do coronavírus em 2020, a orientação orçamental tornou-se mais restritiva

no ano passado e projeta-se que continue a tornar-se gradualmente mais restritiva em 2022 e 2023. O ligeiro aumento da restritividade projetado para 2022 deve-se sobretudo à inversão de uma parte significativa do apoio relacionado com a emergência pandémica, que será apenas parcialmente compensado por medidas de estímulo adicionais em resposta ao choque sobre os preços dos produtos energéticos e a outras despesas relacionadas com a guerra entre a Rússia e a Ucrânia. Projeta-se que a restritividade orçamental seja um pouco mais forte em 2023, altura em que se projeta que cessem muitas das recentes medidas destinadas a compensar o impacto dos preços elevados dos produtos energéticos. Em 2024, é de prever uma orientação mais neutra, embora se projete que continue a haver um apoio orçamental significativo à economia em comparação com o período anterior à pandemia.

Num contexto de incerteza acrescida e riscos em sentido descendente para as perspetivas económicas num contexto de guerra na Ucrânia, bem como de aumentos dos preços dos produtos energéticos e da continuação das perturbações nas cadeias de abastecimentos, a Comissão Europeia recomendou, em 23 de maio de 2022, o prolongamento da aplicabilidade da cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) até ao final de 2023. Tal permitiria que, se necessário, as políticas orçamentais se fossem ajustando às circunstâncias. Ao mesmo tempo, com os desequilíbrios orçamentais ainda a excederem os seus níveis anteriores à pandemia e a inflação excecionalmente elevada, a política orçamental deve ser cada vez mais seletiva e direcionada, a fim de não acrescer às pressões inflacionistas a médio prazo, assegurando simultaneamente a sustentabilidade orçamental no médio prazo.

A política orçamental está a ajudar a atenuar o impacto da guerra. Medidas orçamentais direcionadas e temporárias protegem os indivíduos mais afetados pelos preços mais elevados dos produtos energéticos, limitando ao mesmo tempo o risco de intensificar as pressões inflacionistas. A rápida implementação dos planos de investimento e de reforma estrutural ao abrigo do programa “NextGenerationEU”, do pacote “Objetivo 55” e do plano “RePowerEU” também ajudaria a economia da área do euro a alcançar um crescimento mais rápido de forma sustentável e a tornar-se mais resistente a choques mundiais.

Há também fatores que apoiam a atividade económica e espera-se um fortalecimento dos mesmos nos próximos meses. A reabertura dos setores mais afetados pela pandemia e um mercado de trabalho forte, com mais pessoas empregadas, continuarão a apoiar os rendimentos e o consumo. Além disso, a poupança acumulada durante a pandemia constitui uma reserva. As projeções de referência subjacentes às projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema assentam nos seguintes pressupostos: que as atuais sanções contra a Rússia permanecerão em vigor durante todo o horizonte de projeção (incluindo o embargo petrolífero decretado pela UE); que a fase intensa da guerra durará até ao final deste ano, sem nova escalada do conflito; que as perturbações no aprovisionamento energético não conduzirão a um racionamento nos países da área do euro; e que os estrangulamentos do abastecimento serão gradualmente resolvidos até ao final de 2023. Tudo isto implica perspetivas de crescimento muito mais fraco (embora ainda positivo) no curto prazo, com os fatores

adversos a desvanecerem-se após 2022 e o crescimento no médio prazo a situar-se um pouco acima das taxas médias históricas, refletindo uma recuperação gradual face às repercussões económicas da pandemia e o desvanecimento do impacto negativo da guerra num contexto de mercados de trabalho globalmente robustos. De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, prevê-se que o PIB real da área do euro registre, em média, um crescimento de 2,8% em 2022 (estando 2,0 pontos percentuais relacionados com efeitos de repercussão de 2021) e 2,1% em 2023 e 2024. Em comparação com as projeções de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, as perspectivas de crescimento foram revistas em baixa em 0,9 pontos percentuais para 2022 e em 0,7 pontos percentuais para 2023, devido sobretudo ao impacto económico da guerra na Ucrânia, enquanto o crescimento em 2024 foi revisto em alta em 0,5 pontos percentuais, espelhando uma retoma da atividade à medida que os fatores adversos se desvanecem.

Inflação

A inflação subiu novamente, situando-se em 8,1% em maio. Apesar de os governos terem intervindo e ajudado a abrandar a inflação dos preços dos produtos energéticos, estes situam-se 39,2% acima dos níveis observados há um ano. Os indicadores baseados no mercado sugerem que os preços mundiais dos produtos energéticos permanecerão elevados no curto prazo, mas registarão posteriormente alguma moderação. Os preços dos produtos alimentares subiram 7,5% em maio, refletindo, em parte, a importância da Ucrânia e da Rússia entre os principais produtores mundiais de produtos agrícolas. A subida mais forte dos preços também se deveu à intensificação dos estrangulamentos no abastecimento e à recuperação da procura interna, especialmente no setor dos serviços, em virtude da reabertura da economia da área do euro. As subidas de preços estão a tornar-se mais generalizadas nos vários setores. Por conseguinte, as medidas da inflação subjacente têm vindo a aumentar. O mercado de trabalho continua a melhorar, tendo o desemprego permanecido no seu mínimo histórico de 6,8% em abril. As ofertas de emprego em muitos setores indicam que existe uma procura robusta de mão de obra. O crescimento salarial, incluindo a nível dos indicadores prospetivos, começou a aumentar. Com o tempo, o fortalecimento da economia e alguns efeitos de recuperação deverão apoiar um crescimento mais rápido dos salários. Embora a maior parte das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo, determinadas com base nos mercados financeiros e em inquéritos a especialistas, se situe em torno de 2%, sinais iniciais de revisões acima do objetivo dessas medidas justificam um acompanhamento atento.

Na sequência do aumento acentuado da inflação no início de 2022, as perspectivas apontam para uma inflação mais elevada e persistente. Espera-se que a inflação global medida pelo IHPC permaneça muito alta durante a maior parte de 2022, situando-se, em média, em 6,8%, antes de diminuir gradualmente a partir de 2023 e convergir para o objetivo de inflação do BCE no segundo semestre de 2024. As pressões sobre os preços manter-se-ão excecionalmente altas no curto prazo, devido aos preços elevados do petróleo e do gás e aos aumentos dos preços das matérias-primas alimentares (que foram fortemente afetados pela guerra

na Ucrânia), bem como aos efeitos da reabertura da economia e à escassez de oferta a nível mundial. A esperada descida da inflação para 3,5% em 2023 e 2,1% em 2024 espelha sobretudo a pressuposta moderação dos preços dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares, na ausência de choques adicionais, tal como implícito nos preços dos futuros. Além disso, a normalização em curso da política monetária, na medida em que se reflete em pressupostos de taxas de juro mais altas (em consonância com as expectativas do mercado), contribuirá para a moderação da inflação, com os habituais desfasamentos na transmissão. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares permanecerá muito elevada até ao final de 2022, mas, posteriormente, deverá descer com a diminuição das pressões em sentido ascendente decorrentes da reabertura da economia e o abrandamento dos estrangulamentos no abastecimento e das pressões sobre os custos dos fatores de produção energéticos. A recuperação económica em curso, a maior restritividade dos mercados de trabalho e alguns efeitos sobre os salários da compensação pela inflação mais elevada – sendo que os salários deverão registar taxas de crescimento muito acima das médias históricas – implicam uma inflação subjacente elevada até ao final do horizonte de projeção, embora as projeções de referência pressuponham que as expectativas de inflação a mais longo prazo permanecerão bem ancoradas. Em comparação com as projeções de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, a inflação foi revista substancialmente em alta. Tal reflete as recentes surpresas em termos de dados, os preços mais elevados dos produtos energéticos e das matérias-primas alimentares, as pressões em sentido ascendente mais persistentes resultantes de perturbações da oferta, o crescimento mais forte dos salários e a depreciação da taxa de câmbio do euro. Estes efeitos mais do que compensam o impacto em sentido descendente do aumento dos pressupostos relativos às taxas de juro e as perspetivas de crescimento mais fracas.

Análise dos riscos

O Conselho do BCE considera que os riscos relacionados com a pandemia diminuíram, mas a guerra na Ucrânia ainda constitui um risco significativo em sentido descendente para o crescimento. Um grande risco seria, em particular, uma intensificação das perturbações do abastecimento energético da área do euro, como refletido no cenário pessimista incluído nas projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema. Além disso, no caso de um recrudescimento da guerra, o sentimento económico poderia deteriorar-se, as restrições do lado da oferta poderiam aumentar e os custos dos produtos energéticos e alimentares poderiam manter-se persistentemente mais elevados do que o esperado. Os riscos em torno da inflação são sobretudo em sentido ascendente. Os riscos para as perspetivas de inflação a médio prazo incluem um agravamento duradouro da capacidade produtiva da economia da área do euro, preços continuamente elevados dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, uma subida das expectativas de inflação para níveis acima do objetivo do BCE e aumentos salariais superiores ao previsto. No entanto, um enfraquecimento da procura no médio prazo reduziria as pressões sobre os preços.

Condições monetárias e financeiras

As taxas de juro do mercado subiram em resposta à alteração das perspetivas em termos de inflação e política monetária. Com a subida das taxas de juro de referência, os custos de financiamento dos bancos aumentaram, o que se traduziu em taxas ativas mais elevadas, em particular nos empréstimos às famílias. Não obstante, os empréstimos a empresas aumentaram em março. Tal deveu-se à necessidade continuada de financiar investimentos e fundos de maneo, face a um aumento dos custos de produção, a persistentes estrangulamentos no abastecimento e a um menor recurso a financiamento no mercado. Os empréstimos às famílias também aumentaram, refletindo a continuação de uma procura robusta de crédito à habitação.

Em conformidade com a sua estratégia de política monetária, o Conselho do BCE procedeu à sua análise aprofundada semestral da inter-relação entre a política monetária e a estabilidade financeira. O enquadramento para a estabilidade financeira deteriorou-se desde a última análise, efetuada em dezembro de 2021, especialmente no curto prazo. Mais especificamente, o menor crescimento e as crescentes pressões sobre os custos, bem como o aumento das taxas isentas de risco e das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas podem levar a uma nova deterioração das condições de financiamento enfrentadas pelos mutuários. Ao mesmo tempo, condições de financiamento mais restritivas podem reduzir algumas vulnerabilidades existentes em termos de estabilidade financeira no médio prazo. Os bancos, que iniciaram o ano com posições de capital sólidas e uma melhoria da qualidade dos ativos, enfrentam agora um maior risco de crédito. O Conselho do BCE acompanhará de perto estes fatores. De qualquer forma, a política macroprudencial permanece a primeira linha de defesa na preservação da estabilidade financeira e na resposta a vulnerabilidades de médio prazo.

Decisões de política monetária

Com base na sua avaliação atualizada, o Conselho do BCE decidiu cessar as aquisições líquidas ao abrigo do APP em 1 de julho de 2022. 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 diretores do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez amplas e uma orientação de política monetária adequada.

No que respeita ao programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP), o Conselho do BCE tenciona reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no contexto do programa até, pelo menos, ao final de 2024. De qualquer forma, a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada.

Em caso de nova fragmentação do mercado relacionada com a pandemia, os reinvestimentos no âmbito do PEPP podem, em qualquer momento, ser ajustados de forma flexível ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições. Tal poderá incluir aquisições de obrigações emitidas pela República Helénica num montante acima e para além das renovações de reembolsos, a fim de evitar uma interrupção das aquisições nessa jurisdição, o que poderia dificultar a transmissão da política monetária à economia grega enquanto esta ainda se encontra a recuperar das consequências da pandemia. As aquisições líquidas ao abrigo do PEPP podem também ser retomadas, se necessário, para enfrentar os choques negativos relacionados com a pandemia.

O Conselho do BCE procedeu a uma análise aprofundada das condições que, de acordo com as suas indicações sobre a trajetória futura das taxas de juro, deverão estar reunidas antes de começar a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE. Em resultado desta avaliação, o Conselho do BCE concluiu que se verificam essas condições.

Nessa conformidade, e de acordo com a sequência da sua política monetária, o Conselho do BCE tenciona aumentar as taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base na sua reunião de política monetária de julho. Entretanto, o Conselho do BCE decidiu manter a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito inalteradas em 0,00%, 0,25% e -0,50%, respetivamente.

Numa análise prospetiva, o Conselho do BCE espera aumentar as taxas de juro diretoras do BCE novamente em setembro. A calibração deste aumento das taxas dependerá das perspetivas atualizadas para a inflação a médio prazo. Se as perspetivas para a inflação a médio prazo persistirem ou se deteriorarem, será apropriado proceder a um incremento maior na reunião de setembro.

Após setembro, de acordo com a sua avaliação atual, o Conselho do BCE prevê que uma trajetória gradual, mas sustentada, de novos aumentos das taxas de juro seja adequada. Em consonância com o compromisso do Conselho do BCE relativamente ao seu objetivo de inflação de 2% a médio prazo, o ritmo a que ajustará a política monetária dependerá dos dados disponibilizados e da sua avaliação da inflação no médio prazo.

O Conselho do BCE continuará a acompanhar as condições de financiamento bancário e a assegurar que o vencimento dos fundos cedidos no âmbito da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) não dificulta a transmissão regular da política monetária. Avaliará também com regularidade o modo como as operações de refinanciamento direcionadas estão a contribuir para a orientação da política monetária. Como anunciado anteriormente, as condições especiais aplicáveis no contexto das ORPA direcionadas III cessarão em 23 de junho de 2022.

O Conselho do BCE mantém-se preparado para ajustar todos os seus instrumentos, adicionando flexibilidade, se justificado, a fim de assegurar que a inflação estabiliza no objetivo de 2% no médio prazo. A pandemia mostrou que, em condições de tensão, a flexibilidade na conceção e realização de aquisições de ativos ajudou a resolver as dificuldades na transmissão da política monetária e tornou mais eficazes os esforços do Conselho do BCE no sentido de atingir o seu objetivo. No âmbito do mandato do BCE, em condições de tensão, a flexibilidade permanecerá um elemento da política monetária sempre que ameaças à transmissão da política monetária comprometam a consecução da estabilidade de preços.

No seguimento de uma reunião *ad hoc* em 15 de junho, o Conselho do BCE comunicou ainda que aplicará flexibilidade no reinvestimento dos reembolsos previstos no âmbito da carteira do PEPP, com vista a preservar o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, uma condição prévia para que o BCE possa cumprir o seu mandato de manutenção da estabilidade de preços. Além disso, o Conselho do BCE decidiu mandar os comités do Eurosistema pertinentes, bem como os serviços do BCE, para acelerar a conclusão da conceção de um novo instrumento contra a fragmentação para apreciação pelo Conselho do BCE.

1 Conjuntura externa

As repercussões económicas da invasão da Ucrânia pela Rússia e os novos confinamentos na China representam fatores adversos para o crescimento mundial no curto prazo. Neste contexto, as projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam que o PIB real mundial – excluindo a área do euro – crescerá 3,0% em 2022, 3,4% em 2023 e 3,6% em 2024, uma trajetória de crescimento mais fraca em comparação com as projeções de março. Projeta-se que as implicações da invasão russa e as medidas pandémicas na China afetem consideravelmente o comércio no curto prazo, mas que o seu impacto se dissipe posteriormente. O crescimento projetado para a procura externa da área do euro é mais moderado e tem sido objeto de revisões em baixa mais significativas do que as importações mundiais, refletindo perspectivas piores para a Rússia e os países europeus não pertencentes à área do euro com ligações económicas mais estreitas com a Rússia e a Ucrânia. Num contexto de incerteza elevada, o balanço dos riscos em torno das projeções de referência encontra-se firmemente enviesado em sentido descendente para o crescimento e em sentido ascendente para a inflação.

As repercussões económicas da guerra e os novos confinamentos na China representam fatores adversos para o crescimento mundial no curto prazo.

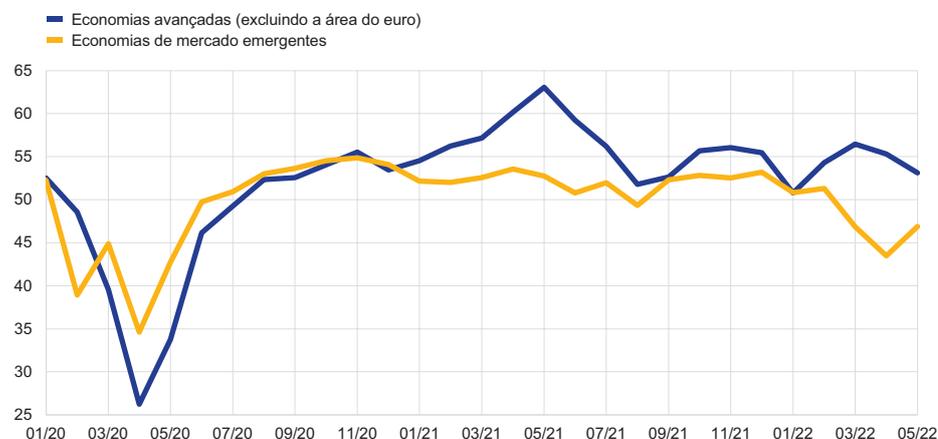
Através dos preços das matérias-primas, das cadeias de abastecimento e da incerteza, a guerra na Ucrânia tem consequências muito para além dos países e das regiões estreitamente associados à Rússia e à Ucrânia através de ligações comerciais e financeiras. Embora a guerra afete o crescimento, está também a acrescentar a pressões inflacionistas já elevadas, em especial nas economias de mercado emergentes, nas quais as despesas com produtos energéticos e produtos alimentares constituem uma percentagem particularmente grande do consumo privado. Além disso, o ressurgimento da pandemia de coronavírus (COVID-19) na Ásia e a maior restritividade das medidas de contenção a ele associada, em particular em províncias chinesas importantes do ponto de vista económico, intensificam a pressão sobre as cadeias de abastecimento mundiais após um breve período de abrandamento no início deste ano. As implicações da invasão russa e as medidas pandémicas na China ocorrem num contexto de pressões inflacionistas elevadas, o que levou vários bancos centrais em todo o mundo a ajustar as respetivas políticas monetárias, contribuindo assim para condições financeiras mais restritivas.

Os indicadores baseados em inquéritos assinalam uma moderação da atividade mundial. Os inquéritos do Índice de Gestores de Compras (IGC) relativos a maio sugerem que a atividade económica se manteve resiliente nas economias avançadas, apesar da invasão em curso, e que o setor dos serviços continuou a ultrapassar a indústria transformadora. Em contraste, a atividade económica mais moderada nas economias de mercado emergentes reflete a evolução na China e na Rússia (gráfico 1). O índice de acompanhamento da atividade mundial, baseado num leque mais alargado de indicadores, confirma as tendências apresentadas nos inquéritos. Em termos globais, o crescimento estimado do PIB real mundial – excluindo a área do euro – abrandou significativamente para 0,5% no primeiro trimestre de 2022, em linha com as projeções macroeconómicas de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE.

Gráfico 1

IGC compósito do produto por região

(índices de difusão)



Fontes: Markit e cálculos de especialistas do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2022.

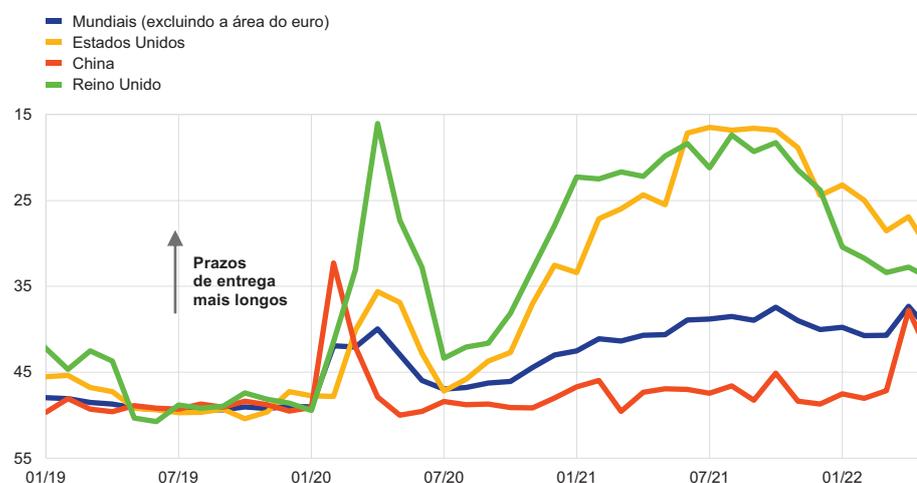
As perturbações na atividade económica na Ásia e a guerra na Ucrânia estão a exercer pressão sobre as cadeias de abastecimento mundiais, após um breve período de abrandamento no início deste ano.

Os prazos de entrega dos fornecedores no IGC tinham melhorado ao longo de março, especialmente nos Estados Unidos e no Reino Unido (embora o indicador ainda apontasse para prazos de entrega longos, permanecendo abaixo do limiar neutro de 50). Esta tendência positiva foi interrompida em abril, quando os fornecedores reportaram um prolongamento dos prazos de entrega. Contudo, no caso dos Estados Unidos, uma análise baseada em modelos sugere que esta evolução resultou de uma procura mais forte e não de fatores do lado da oferta. Ao mesmo tempo, um prolongamento acentuado dos prazos de entrega dos fornecedores na China – em grande parte devido a fatores do lado da oferta relacionados com o confinamento – fez regressar a medida compósita global aos níveis registados no final de 2021, altura em que os estrangulamentos no abastecimento foram mais graves. Mais recentemente, os prazos de entrega dos fornecedores reduziram-se novamente, dado que a melhoria da situação na China levou à flexibilização das medidas rigorosas em maio. Os prazos de entrega nos Estados Unidos e no Reino Unido melhoraram, embora ainda estejam longe da normalização (gráfico 2).

Gráfico 2

Prazos de entrega dos fornecedores no IGC

(índices de difusão, escala invertida)



Fontes: Markit e cálculos de especialistas do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2022.

As perturbações nas cadeias de abastecimento e nos mercados de matérias-primas estão a contribuir para a inflação, num contexto de evidência crescente de que as pressões sobre os preços estão a intensificar-se e a generalizar-se. A inflação global homóloga medida pelo IPC nos países da OCDE – excluindo a Turquia – aumentou para 7,2% em abril, atingindo a taxa mais elevada em mais de três décadas. A inflação homóloga excluindo produtos energéticos e produtos alimentares aumentou para 4,7%. Além disso, o dinamismo da inflação global e da inflação subjacente nos países da OCDE voltou a aumentar e aproximou-se dos níveis observados em meados de 2021, quando a procura registou uma recuperação à medida que as economias reabriam (gráfico 3).

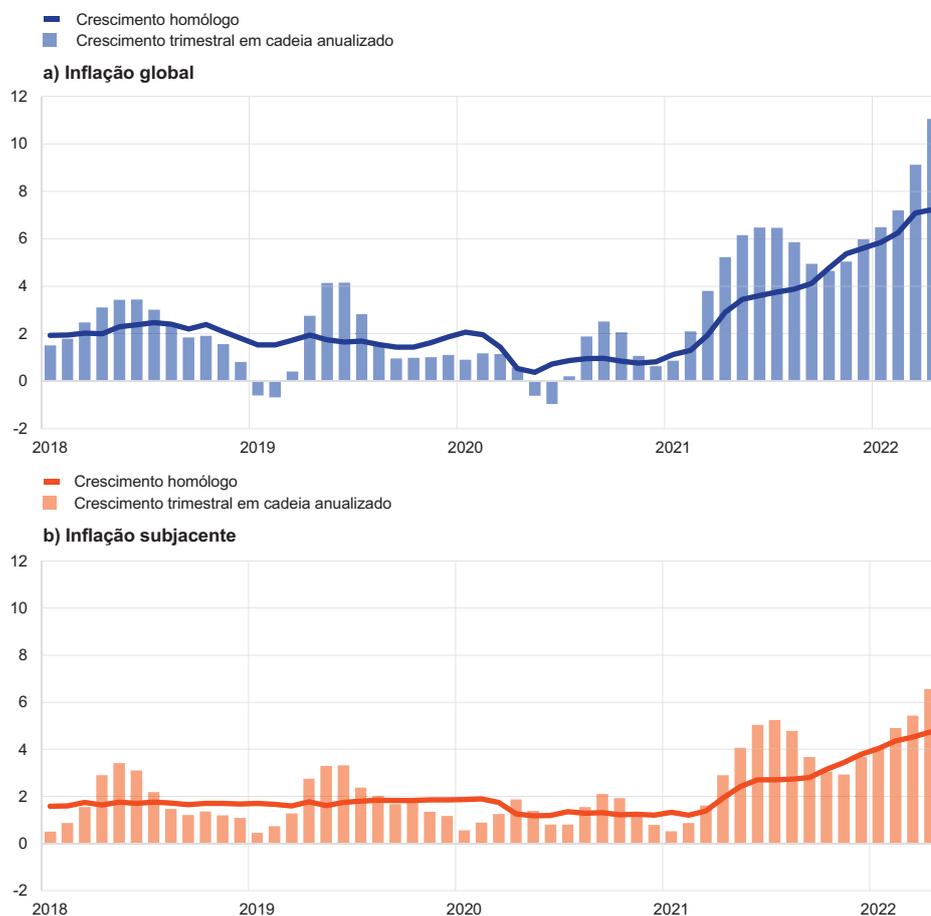
Dados para os preços dos fatores de produção e do produto no setor da indústria transformadora com base em inquéritos confirmam as pressões inflacionistas elevadas sobre os produtores e os consumidores, sendo que os preços no setor dos serviços estão a aumentar de forma gradual. A subida geral dos preços mundiais das matérias-primas observada este ano deverá aumentar as pressões inflacionistas já elevadas no curto prazo, em especial nas economias de mercado emergentes, onde os produtos energéticos e os produtos alimentares representam uma percentagem maior das despesas de consumo do que nas economias avançadas. De acordo com os pressupostos condicionantes mais recentes, projeta-se que a inflação mundial dos preços no consumidor atinja um pico em meados do ano e diminua gradualmente ao longo do resto do horizonte de projeção.

O aumento das pressões inflacionistas é também evidente nos preços crescentes das exportações dos concorrentes da área do euro. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos significativamente em alta para este ano e o próximo, à medida que os preços mais elevados das matérias-primas petrolíferas e não petrolíferas interagem com o aumento das pressões acumuladas a nível interno e mundial.

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

(taxas de variação homogêneas (%) e taxas de variação trimestrais em cadeia anualizadas (%))



Fontes: OCDE e cálculos do BCE.

Notas: Os agregados da OCDE são calculados excluindo a Turquia. Na Turquia, a inflação global homogênea e a inflação homogênea subjacente situaram-se em 70% e 54,6%, respetivamente. A inflação global homogênea e a inflação homogênea subjacente nos países da OCDE incluindo a Turquia (que não são apresentadas nos gráficos) situaram-se em 9,2% e 6,3%, respetivamente. A inflação subjacente exclui produtos energéticos e alimentares. As últimas observações referem-se a abril de 2022.

Os preços das matérias-primas permanecem voláteis e sujeitos a riscos do lado da oferta.

Embora a volatilidade nos mercados de matérias-primas tenha diminuído ligeiramente em comparação com as semanas imediatamente após a invasão da Ucrânia pela Rússia, persistem riscos substanciais do lado da oferta, afetando, em particular, as matérias-primas energéticas. Os preços mundiais do petróleo aumentaram desde a reunião do Conselho do BCE de abril de 2022, em resultado do embargo da UE à importação de petróleo e da materialização de riscos do lado da oferta. Tal surge na sequência de um curto período de descida dos preços, uma vez que o mercado petrolífero mundial acalmou com a libertação de reservas estratégicas de petróleo pelos Estados Unidos e outros países e com a queda da procura devido aos confinamentos na China. No entanto, os preços do gás na Europa desceram, dado que os mercados se tranquilizaram devido ao aumento das existências, o que compensou a intensificação das preocupações do lado da oferta e a habitual sazonalidade de verão na Europa. Entretanto, a Rússia interrompeu o abastecimento de gás à Bulgária, Finlândia e Polónia e, após a data de fecho da informação para as projeções elaboradas por especialistas

do Eurosistema, também à Dinamarca e aos Países Baixos, uma vez que estes se recusaram a ceder às suas exigências de liquidação de pagamentos de gás em rublos. De um modo geral, o risco de perturbações mais generalizadas no abastecimento de gás na Europa continua a ser elevado. Os preços compósitos dos produtos alimentares permaneceram globalmente estáveis em níveis elevados, enquanto os preços dos metais diminuíram acentuadamente num contexto de menor procura por parte da China.

As condições financeiras mundiais tornaram-se mais restritivas, refletindo a normalização da política monetária, a queda dos preços dos ativos de risco e o aumento das taxas de rendibilidade. Nos Estados Unidos, a restritividade das condições financeiras registou um aumento mais significativo do que noutras economias avançadas. As condições financeiras nas economias de mercado emergentes tornaram-se consideravelmente mais restritivas desde a invasão da Ucrânia pela Rússia, contribuindo para tendências anteriores que refletem sobretudo a maior restritividade da política monetária interna. As saídas de capital das economias de mercado emergentes aumentaram desde a invasão, o que sinaliza a existência de novos riscos e incertezas no futuro.

Nos Estados Unidos, a atividade económica registou uma contração no primeiro trimestre de 2022. O PIB real diminuiu 0,4%; no entanto, apesar de este resultado fraco ter surpreendido, em geral, os observadores, mostrou que a procura interna se manteve relativamente sólida, enquanto a atividade foi reduzida por contributos negativos das exportações líquidas e da variação de existências. Numa análise prospetiva, espera-se um regresso a taxas de crescimento positivas, embora moderadas, no curto a médio prazo, num contexto de inflação elevada, aumento substancial da restritividade da política monetária e menor impulso orçamental. A inflação global homóloga medida pelos preços no consumidor diminuiu para 8,3% em abril, à medida que os preços dos produtos energéticos se moderaram, enquanto a inflação subjacente caiu para 6,2%. Porém, a inflação subjacente em termos mensais em cadeia subiu para 0,6%, uma vez que as pressões subjacentes permanecem elevadas. Em particular, os preços dos serviços continuam a aumentar a um ritmo elevado no contexto da subida em curso das rendas e dos custos de transporte.

Na China, o crescimento do PIB real resistiu no primeiro trimestre de 2022, apesar de se ter registado o maior ressurgimento de casos de coronavírus desde o início da pandemia. No entanto, espera-se que as restrições abrangentes à mobilidade implementadas no contexto da estratégia de zero infeções com a COVID-19 e as alterações associadas no comportamento dos consumidores afetem a atividade no segundo trimestre de 2022. Está a ser aplicada uma política mais acomodatória para mitigar o impacto negativo das medidas de confinamento no crescimento económico.

No Japão, a recuperação económica foi interrompida no início de 2022, num contexto de propagação da variante Ómicron e de perturbações persistentes da oferta. Espera-se uma retoma mais sólida, apoiada pela procura latente e pelo apoio em termos de políticas, bem como pela recuperação da procura mundial e diminuição gradual das pressões sobre as cadeias de abastecimento. Espera-se que o crescimento económico registe uma moderação a mais longo prazo

e regresse gradualmente à taxa tendencial. Projeta-se que a inflação homóloga medida pelo IPC aumente no curto prazo, apoiada pelos preços mais elevados dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, bem como pelos efeitos decrescentes de fatores especiais, como a redução dos custos de chamadas de telemóvel.

No Reino Unido, a atividade económica recuperou da vaga da variante Ómicron de forma mais acentuada do que o anteriormente previsto. Contudo, espera-se que as perspetivas permaneçam bastante moderadas, à medida que a guerra na Ucrânia exacerba as pressões sobre os preços e os estrangulamentos no abastecimento já elevados. A confiança dos consumidores caiu acentuadamente em resposta à redução do rendimento disponível real das famílias. Continuou a verificar-se uma maior restritividade no mercado de trabalho, tendo a taxa de desemprego continuado a descer, embora o regime de *lay-off* tenha terminado em setembro de 2021. Projeta-se que estrangulamentos no abastecimento e a subida dos preços das matérias-primas conduzam a um aumento da inflação dos preços no consumidor para níveis substancialmente mais elevados do que os apresentados nas projeções de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE pelo menos até ao segundo trimestre de 2022.

A economia russa deverá entrar numa recessão profunda este ano. Estas perspetivas refletem as sanções económicas mais rigorosas impostas desde as projeções de março, incluindo um embargo à importação de matérias-primas energéticas da Rússia pelo Reino Unido e pelos Estados Unidos, bem como o compromisso dos países do G7 de deixar de utilizar ou proibir o petróleo russo o mais rapidamente possível. Na sequência do embargo à importação de carvão da Rússia, a UE acordou também uma proibição da importação de petróleo. Embora este embargo ainda não tenha sido acordado até à data de fecho da informação para as projeções de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a projeção de referência parte do pressuposto de que será gradualmente implementado o embargo inicialmente proposto ou uma versão modificada excluindo determinados países ao longo do horizonte de projeção. O impacto das sanções na atividade na Rússia está a ser ampliado por boicotes mais generalizados do setor privado que perturbam a produção e a logística, enquanto a subida da inflação e as condições de financiamento restritivas estão a pesar sobre a procura interna. O padrão esperado de uma recessão profunda seguida de uma recuperação moderada reflete o pressuposto de que as sanções económicas impostas até à data permanecerão em vigor durante o resto do horizonte de projeção.

2 Atividade económica

A economia da área do euro cresceu 0,6% no primeiro trimestre de 2022, situando-se, assim, 0,8% acima do nível anterior à pandemia. Este resultado mais forte do que o previsto foi impulsionado por um aumento trimestral do PIB de dois dígitos na Irlanda. Em média, o resto da economia da área do euro cresceu 0,3%. Espera-se um crescimento positivo modesto no segundo trimestre, uma vez que o impacto favorável na atividade da área do euro, decorrente do levantamento das restrições relacionadas com a pandemia, é contrabalançado por fatores adversos causados ou amplificados pela guerra na Ucrânia, bem como por novas medidas relacionadas com a pandemia na China. Apesar da recuperação do consumo de serviços com uma grande componente de contacto, os preços mais elevados dos produtos energéticos e dos produtos alimentares atenuaram o sentimento dos consumidores e a despesa das famílias. As perturbações persistentes ou mesmo intensificadas na cadeia de abastecimento, incluindo no rescaldo dos confinamentos na China e da guerra na Ucrânia, estão a restringir a atividade da indústria transformadora e o comércio. Prevê-se também que a incerteza elevada, o aumento dos custos e a maior restritividade das condições de financiamento afetem o investimento empresarial e em habitação nos próximos trimestres. No entanto, numa análise para lá destas perspetivas de crescimento mais fracas no curto prazo, existem as condições para que a atividade económica na área do euro ganhe dinamismo no segundo semestre do ano.

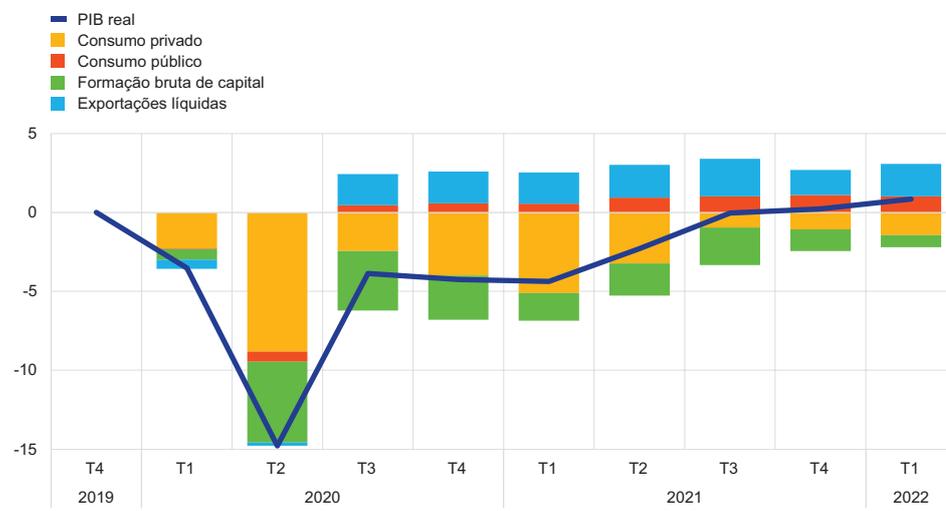
Esta avaliação encontra-se globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, que preveem que o crescimento do PIB real se situará em 2,8% em 2022 e 2,1% em 2023 e 2024. Em comparação com as projeções de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, estas perspetivas foram revistas significativamente em baixa para 2022 e 2023, mas revistas em alta para 2024. Avalia-se que os riscos para as perspetivas económicas estão enviesados no sentido descendente, particularmente em resultado da possibilidade de uma perturbação grave do aprovisionamento energético na Europa, conduzindo a novos aumentos dos preços dos produtos energéticos e a cortes da produção.

A procura interna da área do euro registou uma contração no primeiro trimestre de 2022. Enquanto o PIB aumentou 0,6% em termos trimestrais em cadeia no primeiro trimestre do ano, o contributo da procura interna situou-se em -0,4 pontos percentuais, indicando um enfraquecimento global das fontes de crescimento internas. Em contraste, o comércio líquido e a variação de existências deram um contributo positivo para o crescimento. O crescimento do PIB foi 0,3 pontos percentuais mais elevado do que a estimativa provisória do Eurostat, refletindo a inclusão de dados voláteis da Irlanda, que apresentou um crescimento de dois dígitos no primeiro trimestre devido à evolução do seu setor multinacional, impulsionando assim o contributo do comércio líquido para o crescimento. O nível do PIB na área do euro situa-se 0,8% acima do nível anterior à pandemia observado no último trimestre de 2019 (gráfico 4). Do lado da produção, o valor acrescentado total apresentou um aumento generalizado nos principais setores da economia.

Gráfico 4

PIB real da área do euro e componentes

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2022.

A atividade económica deverá ser um pouco mais fraca no segundo trimestre de 2022, afetada negativamente pelas consequências da guerra na Ucrânia, mas ainda apoiada pela recuperação nos serviços com uma grande componente de contacto.

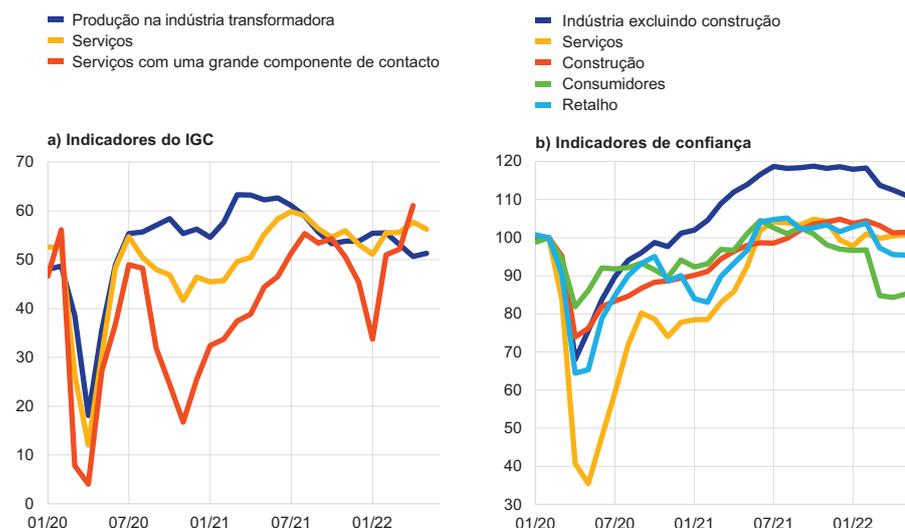
Os dados de inquéritos que têm vindo a ser disponibilizados apontam para a continuação de um crescimento positivo, embora lento, no segundo trimestre de 2022. O indicador compósito do produto do Índice de Gestores de Compras (IGC) diminuiu em maio, mas mantém-se em terreno expansionista e muito acima da sua média de longo prazo. Contudo, existem sinais de enfraquecimento da atividade no setor da indústria transformadora, particularmente afetada pela intensificação das perturbações na cadeia de abastecimento e pelo aumento dos preços das matérias-primas devido à invasão da Ucrânia pela Rússia, bem como o aumento da incerteza global (caixa 2). Em maio de 2022, as novas encomendas na indústria transformadora diminuíram pela primeira vez desde junho de 2020 e as expectativas das empresas com uma antecedência de 12 meses situaram-se entre as mais fracas nos últimos dois anos, o que contrasta com o crescimento sólido de novas empresas a entrar no setor dos serviços, refletindo uma atividade mais forte nos serviços com uma grande componente de contacto após o levantamento das restrições relacionadas com a pandemia (gráfico 5, painel a). A diferente evolução dos indicadores de confiança entre setores corrobora este cenário contrastante (gráfico 5, painel b). A melhoria da confiança das empresas em maio ficou a dever-se sobretudo ao setor dos serviços, ao passo que se registou uma nova deterioração do sentimento nos setores industrial e retalhista. A confiança dos consumidores aumentou em maio, mas permanece muito abaixo da sua média de longo prazo, apontando para riscos para a procura futura num contexto de custos mais elevados da energia e dos produtos alimentares (caixa 1; caixa 6) Em termos gerais, embora seja provável que esta combinação de fatores atenuem o crescimento no curto prazo, mantêm-se as perspetivas de fortalecimento da recuperação, tendo em conta a reabertura da economia, um forte mercado de trabalho, medidas de apoio orçamental e a

continuação do elevado nível de poupança. Por conseguinte, estas perspetivas não apontam claramente para um cenário de estagflação, entendido como sendo um período prolongado de crescimento baixo ou até negativo, com uma inflação persistentemente elevada ou até em aceleração, tal como testemunhado nas principais economias avançadas na década de 1970 (caixa 5).

Gráfico 5

Indicadores baseados em inquéritos entre setores da economia

(painel da esquerda: saldos em percentagem; painel da direita: saldos em percentagem, fevereiro 2020 = 100)



Fontes: Notações mundiais da Standard & Poor's (painel da esquerda), Comissão Europeia e cálculos do BCE (painel da direita).
 Notas: Por "serviços com uma grande componente de contacto" entende-se as atividades de alojamento e restauração. As últimas observações referem-se a maio de 2022, à exceção dos serviços com uma grande componente de contacto, para os quais os dados mais recentes dizem respeito a abril de 2022.

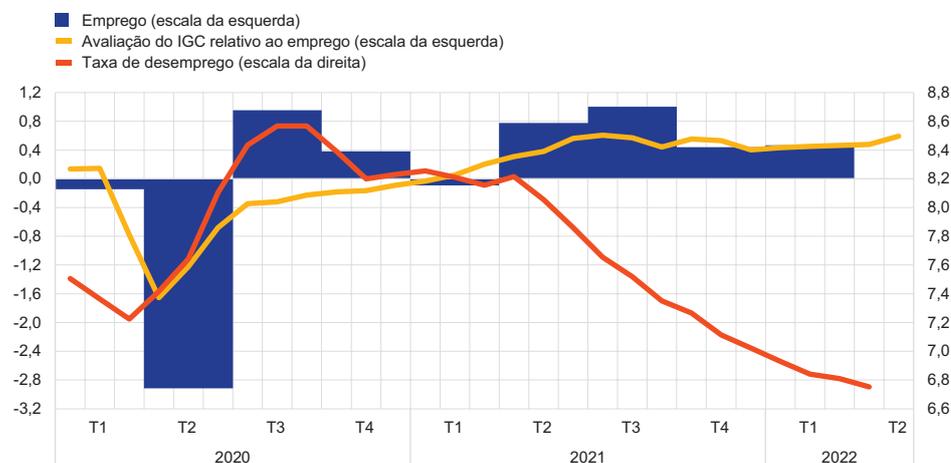
O mercado de trabalho na área do euro continua a melhorar, não obstante o impacto económico da guerra na Ucrânia.

A taxa de desemprego situou-se em 6,8% em abril de 2022, mantendo-se globalmente inalterada desde março e cerca de 0,6 pontos percentuais abaixo do nível observado antes da pandemia em fevereiro de 2020 (gráfico 6), sendo também o nível mais baixo registado desde o início da área do euro, embora se continue (no entanto, cada vez menos) a recorrer a regimes de manutenção de postos de trabalho em alguns países. O emprego total aumentou 0,6%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2022, face a 0,4% no quarto trimestre de 2021. Em resultado da recuperação económica após a flexibilização das medidas de contenção relacionadas com a pandemia, os trabalhadores abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho representavam 1,1% da população ativa em março de 2022, face a cerca de 1,6% em dezembro de 2021. De igual modo, os dados disponíveis das contas nacionais indicam que, no primeiro trimestre de 2022, o total de horas trabalhadas permaneceu abaixo dos níveis anteriores à pandemia, em particular no setor industrial e no setor dos serviços mercantis.

Gráfico 6

Emprego, indicador 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, notações mundiais da Standard & Poor's e cálculos do BCE.

Notas: As duas linhas indicam a evolução mensal; as barras representam os dados trimestrais. O IGC é expresso num desvio face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2022 para o emprego, a maio de 2022 para o IGC e a abril de 2022 para a taxa de desemprego.

Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho continuam a evoluir favoravelmente, indicando um mercado de trabalho, de um modo geral, resiliente na área do euro até ao momento.

O indicador mensal do IGC composto do emprego atingiu 55,9 em maio, 1,2 pontos acima do nível de abril, mantendo-se assim acima do limiar de 50 que indica uma expansão do emprego. O indicador do IGC relativo ao emprego recuperou fortemente após ter atingido um mínimo histórico em abril de 2020 e encontra-se agora em terreno expansionista desde fevereiro de 2021. Analisando a evolução nos diferentes setores, o indicador do IGC relativo ao emprego aponta para um crescimento sólido do emprego nos três principais setores, ou seja, serviços, indústria transformadora e construção.

Após uma contração durante dois trimestres consecutivos, o consumo privado deverá ser apoiado pela despesa em serviços, à medida que existe uma flexibilização das restrições à pandemia, não obstante fatores adversos significativos.

Após um início fraco do ano devido à pandemia, o consumo de bens pelas famílias sinaliza os efeitos em curso decorrentes da guerra na Ucrânia e estrangulamentos persistentes na produção e distribuição de bens. Tal é sugerido pela evolução recente das vendas a retalho, que se situaram em -1,3% em termos mensais em cadeia em abril, face a -0,5% em termos trimestrais em cadeia no primeiro trimestre de 2022, e dos registos de automóveis novos, que em abril permaneceram cerca de 7% abaixo da média registada no primeiro trimestre, apesar de um pequeno aumento mensal em cadeia face aos mínimos observados em março de 2022. A confiança dos consumidores manteve-se muito abaixo da sua média de longo prazo em maio, refletindo as preocupações atuais das famílias quanto ao impacto da guerra na Ucrânia. As famílias e as empresas de retalho também se tornaram menos otimistas quanto à futura despesa em compras importantes (de bens), tal como assinalado pelo último inquérito aos consumidores realizado em maio pela Comissão Europeia. As suas expectativas pessimistas quanto

à situação financeira e económica no futuro, apesar de uma ligeira melhoria em maio, indicam que a inflação mais elevada e a maior incerteza deverão pesar nas suas decisões de despesa (caixa 2). Ainda assim, espera-se que as despesas de consumo em serviços recuperem fortemente num contexto de flexibilização das restrições associadas à pandemia. Esta avaliação é confirmada pelo mais recente inquérito aos consumidores da Comissão Europeia, que sugere que, antevendo um verão sem restrições, existiu um reforço da procura esperada de serviços de alojamento, restauração e viagens, apesar da guerra em curso e da queda do rendimento disponível real. As poupanças acumuladas durante a pandemia poderão apenas atenuar de forma limitada o impacto do choque sobre os preços dos produtos energéticos, uma vez que estão concentradas nas famílias com rendimentos mais elevados com uma menor exposição global a custos elevados dos produtos energéticos. Por seu lado, as famílias com rendimentos mais baixos – que gastam uma maior percentagem do seu rendimento em produtos energéticos – deverão poder beneficiar de medidas de apoio ao rendimento orçamental.

O investimento das empresas registou uma contração no primeiro trimestre de 2022, impulsionado pela evolução na Irlanda.

O investimento em outros setores exceto a construção diminuiu 2,9% em termos trimestrais em cadeia no primeiro trimestre, refletindo uma forte contração do investimento em propriedade intelectual na Irlanda, que compensou o forte aumento observado no último trimestre de 2021. Excluindo a Irlanda, o investimento da área do euro cresceu 0,8% em termos trimestrais em cadeia, num contexto de uma escassez de equipamento de nível histórico reportada pelos inquiridos aos inquéritos trimestrais às empresas do ECOFIN. Os quatro maiores países da área do euro registaram um crescimento em curso do investimento noutros setores exceto construção, em particular a Espanha e, em menor grau, a Itália, refletindo potencialmente efeitos de reabertura e desembolsos antecipados de fundos ao abrigo do “NextGenerationEU” (NGEU). Em termos prospetivos, espera-se que o investimento das empresas seja negativamente afetado pela elevada incerteza relacionada com a guerra na Ucrânia, preços elevados dos produtos energéticos, estrangulamentos em curso no abastecimento e condições financeiras mais restritivas. Os dados dos inquéritos disponibilizados no início do segundo trimestre sugerem uma menor confiança das empresas, refletindo a redução da classificação do produto e das avaliações da carteira de encomendas entre os produtores de bens de investimento, enquanto o menor volume de negócios esperado na indústria transformadora aponta para uma contração em termos trimestrais em cadeia do investimento das empresas no segundo trimestre de 2022. Ao mesmo tempo, a melhoria das perspetivas para a atividade no setor dos serviços, refletindo o levantamento das restrições relacionadas com a pandemia, e um maior apoio dos fundos do NGEU deverão apoiar o regresso ao crescimento no final do ano¹.

¹ Ver o inquérito bianual da Comissão Europeia às intenções de investimento, realizado em março/abril de 2022, que revela uma diminuição dos planos de investimento dos fabricantes para 2022, em comparação com os planos realizados no final do ano passado, mas melhorias no setor dos serviços.

O investimento em habitação aumentou significativamente no primeiro trimestre de 2022, mas é provável que enfraqueça no curto prazo.

O investimento em construção para habitação aumentou 4,5% no primeiro trimestre de 2022 face ao trimestre anterior. No que respeita ao segundo trimestre, o indicador da Comissão Europeia das tendências recentes na atividade de construção desceu significativamente em abril e maio, em média, em comparação com o primeiro trimestre. O IGC para a construção residencial também diminuiu significativamente, passando para níveis de crescimento negativo em maio. Do lado da procura, de acordo com os dados dos inquéritos mais recentes da Comissão Europeia, as intenções a curto prazo das famílias de renovar e comprar ou construir uma habitação caíram significativamente no segundo trimestre. Do lado da oferta, as carteiras de encomendas das empresas enfraqueceram e a procura insuficiente como limite à produção aumentou em abril e maio, apesar de permanecer muito abaixo da sua média de longo prazo. Além disso, a produção das empresas continuou a ser restringida por estrangulamentos significativos na oferta de mão de obra e matérias-primas (por exemplo, aço e madeira), o que piorou após o início da guerra na Ucrânia e conduziu a um aumento acentuado dos preços da construção. Este aumento dos custos de construção, em conjunto com condições de financiamento menos favoráveis, deverá pesar sobre a procura de habitação e, em conjunto com as atuais restrições do lado da oferta, atenuará o crescimento do investimento em habitação.

O comércio da área do euro perdeu dinamismo à medida que as exportações extra-área do euro enfraqueceram e as perspetivas apontam para um comércio moderado, em particular na indústria transformadora.

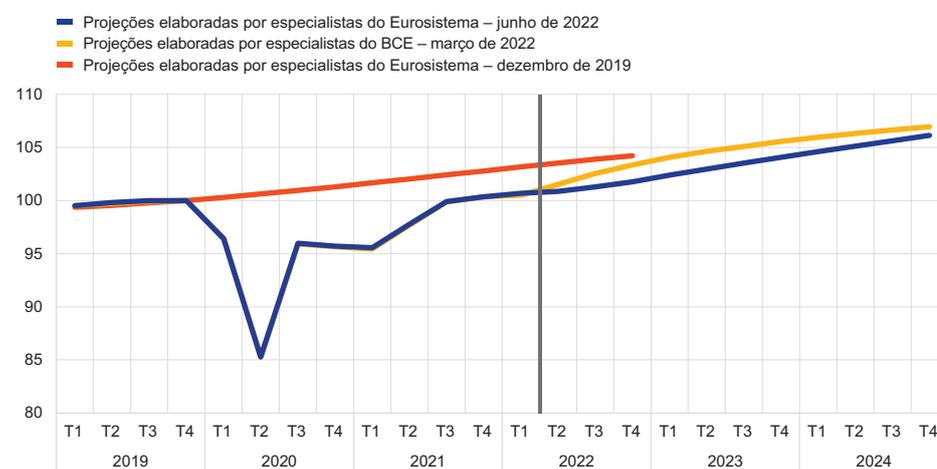
Em fevereiro e março de 2022, as exportações de bens extra-área do euro nominais enfraqueceram, enquanto as importações de bens extra-área do euro continuaram a aumentar. A balança comercial de bens voltou a registar um défice, devido ao custo mais elevado das importações de produtos energéticos e ao fraco desempenho das exportações. As exportações para a China diminuiram devido às restrições relacionadas com a pandemia, ao passo que as exportações para a Rússia se reduziram para metade devido a sanções e ao comportamento não sancionado dos participantes no mercado. Os indicadores de curto prazo do transporte marítimo e dos inquéritos sugerem que os estrangulamentos na oferta podem ter voltado a intensificar-se, tal como ilustrado, por exemplo, por um aumento da quantidade de bens bloqueados em portos fundamentais em maio de 2022, devido aos confinamentos relacionados com a pandemia na China e à guerra na Ucrânia. O enfraquecimento da procura externa relacionado com estes acontecimentos reflete-se no IGC prospetivo relativo às encomendas de exportações da indústria transformadora, que voltaram a cair ligeiramente para níveis contracionistas em maio. Em contraste, o IGC relativo às encomendas de exportações no setor dos serviços passou para terreno expansionista devido à flexibilização das restrições relacionadas com a pandemia na Europa. Em particular, os indicadores de inquéritos e as reservas de viagens apontam para uma forte recuperação do comércio no setor do turismo este verão.

Não obstante as fracas perspetivas no curto prazo, espera-se que a atividade económica na área do euro volte a ganhar dinamismo no final do ano e se expanda a um ritmo relativamente sólido. Estas perspetivas estão, contudo, rodeadas de considerável incerteza. As projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema indicam que o crescimento real anual do PIB se situará em 2,8% em 2022 e 2,1% tanto em 2023 como em 2024 (gráfico 7). Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas foram revistas em baixa significativamente para 2022 e 2023, devido sobretudo ao impacto económico da guerra na Ucrânia, ao passo que, para 2024, foram revistas em alta, espelhando uma retoma da atividade à medida que os fatores adversos se desvanecem.

Gráfico 7

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

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



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2022](#).

Nota: A linha vertical indica o início das projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, seguindo a última observação para o PIB real da área do euro, relativa ao primeiro trimestre de 2022.

Os riscos para as perspetivas económicas continuam a estar enviesados em sentido descendente.

Um dos principais riscos é a possibilidade de uma perturbação grave do aprovisionamento energético na Europa a partir da Rússia, após a aplicação das sanções da UE, conduzindo a novos aumentos acentuados dos preços dos produtos energéticos e a cortes da produção.

3 Preços e custos

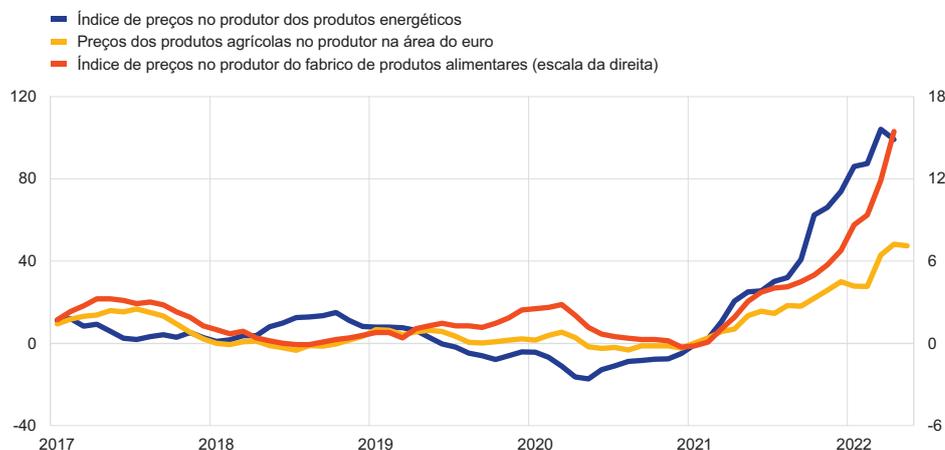
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação subiu novamente, para 8,1%, em maio, devido sobretudo ao aumento acentuado dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, incluindo devido ao impacto da guerra. A subida mais forte dos preços também se deveu à intensificação dos estrangulamentos no abastecimento e à recuperação da procura interna à medida que a economia reabre, especialmente no setor dos serviços. No geral, as pressões inflacionistas generalizaram-se e intensificaram-se e o crescimento dos salários começou a aumentar. Embora a maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo, determinadas com base nos mercados financeiros e em inquéritos a especialistas, se situe em torno de 2%, sinais iniciais de revisões acima do objetivo nessas medidas justificam um acompanhamento atento. Os especialistas do Eurosistema reviram significativamente em alta a sua inflação de referência nas projeções de junho de 2022, em comparação com as projeções de março elaboradas por especialistas do BCE. As novas projeções elaboradas por especialistas preveem que a inflação anual se situará em 6,8% em 2022, 3,5% em 2023 e 2,1% em 2024.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat para maio, a inflação medida pelo IHPC aumentou para um máximo sem precedentes na história do euro. O aumento de 7,4% em abril para 8,1% em maio reflete taxas de inflação mais elevadas para todas as principais componentes, nomeadamente os produtos energéticos e os produtos alimentares. Os preços no consumidor dos produtos energéticos, que continuam a dar o principal contributo para a inflação global, voltaram a subir após uma ligeira moderação em abril. Os elevados preços por grosso do gás, petróleo e eletricidade, bem como as elevadas margens de refinação e distribuição dos combustíveis para transporte (em particular, o gasóleo) compensaram um efeito descendente das medidas compensatórias adotadas pelos países da área do euro. A inflação dos preços dos produtos alimentares também aumentou substancialmente, impulsionada pelos preços mundiais das matérias-primas alimentares e pelos preços internos no produtor, o que refletiu fatores de custo, como os relacionados com os produtos energéticos e os fertilizantes (gráfico 8).

Gráfico 8

Pressões sobre os custos dos fatores de produção dos produtos energéticos e dos produtos alimentares

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Eurostat.

Nota: As últimas observações para os preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro referem-se a maio e para os outros dados referem-se a abril.

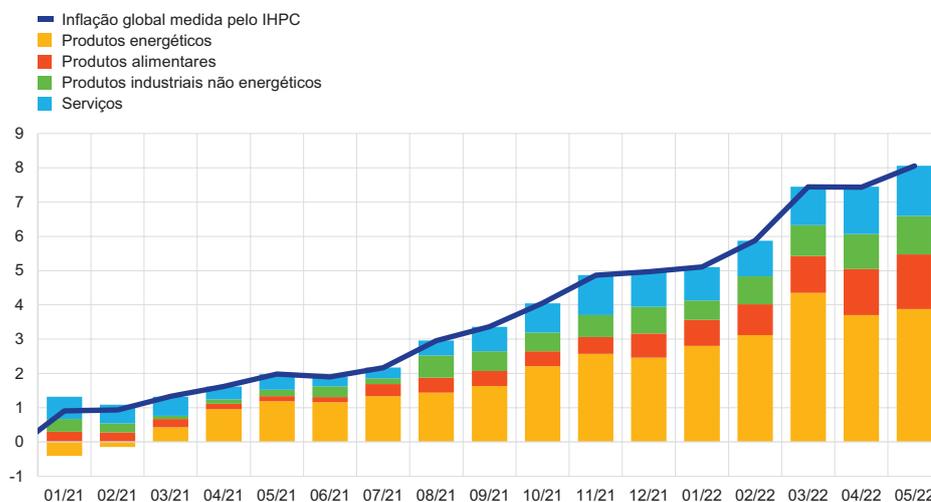
O IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) aumentou para 3,8%, refletindo uma nova subida da inflação dos produtos industriais não energéticos e dos serviços (gráfico 9).

Também neste caso, os custos mais elevados dos fatores de produção, em resultado da subida pronunciada dos preços dos produtos energéticos, continuam a ser um importante fator impulsionador. A inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos ainda é afetada por perturbações no abastecimento mundial, que se intensificaram em resultado da guerra na Ucrânia e no rescaldo de desenvolvimentos relacionados com a pandemia na China. A inflação dos serviços reflete alguns dos efeitos decorrentes da reabertura da economia após o levantamento das restrições relacionadas com a pandemia, como evidenciado pelos contributos relativamente dinâmicos dos serviços de alojamento e das atividades recreativas em abril de 2022.

Gráfico 9

Inflação global e respetivas componentes principais

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2022 (estimativa provisória).

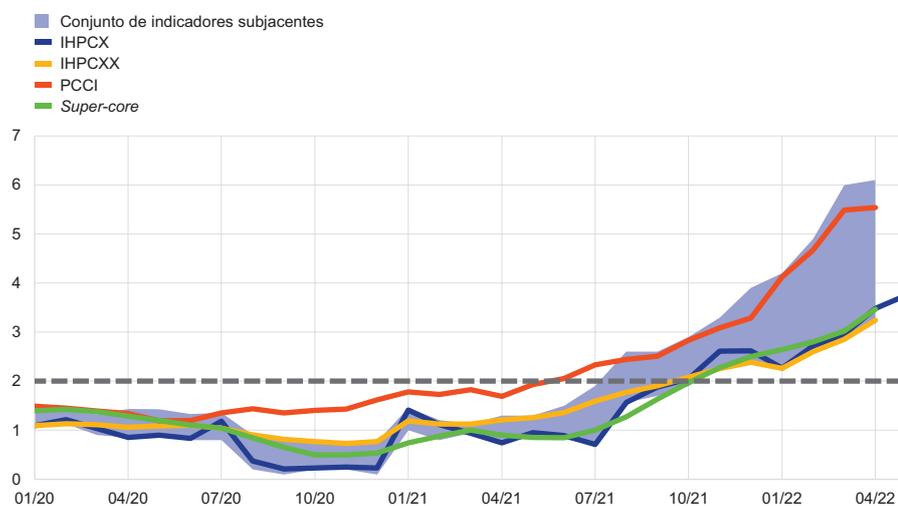
Um amplo conjunto de medidas da inflação subjacente ultrapassou os 3% (gráfico 10).

Os indicadores da inflação subjacente baseados na exclusão voltaram a aumentar nos últimos meses, à medida que as taxas de inflação elevadas registam uma maior prevalência num conjunto mais alargado de rubricas do IHPC. A inflação medida pelo IHPCX aumentou para 3,8% em maio de 2022, face a 3,5% em abril. Outros indicadores da inflação subjacente apenas se encontram disponíveis até abril, altura em que a inflação medida pelo IHPCXX (que exclui rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado, bem como produtos energéticos e produtos alimentares) aumentou para 3,2%. O movimento ascendente dos indicadores baseados na exclusão é ilustrado pela distribuição das subcomponentes que compõem o cabaz do IHPC. Em abril, quase 80% destas subcomponentes registaram taxas de crescimento homólogas superiores a 2%. Entretanto, a componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) situou-se em 5,5% em abril e o indicador *super-core*, que compreende rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo, aumentou para 3,5%, face a 3,0% em março. Ao mesmo tempo, continua a não haver certeza quanto à persistência destes aumentos. Grande parte do impulso ascendente da dinâmica da inflação subjacente pode ser imputada a efeitos indiretos do aumento súbito dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares e da evolução excecional do equilíbrio entre a oferta e a procura relacionada com a pandemia e a invasão da Ucrânia pela Rússia. Numa análise prospetiva, a evolução dos salários será um fator decisivo para a dinâmica futura da inflação subjacente.

Gráfico 10

Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

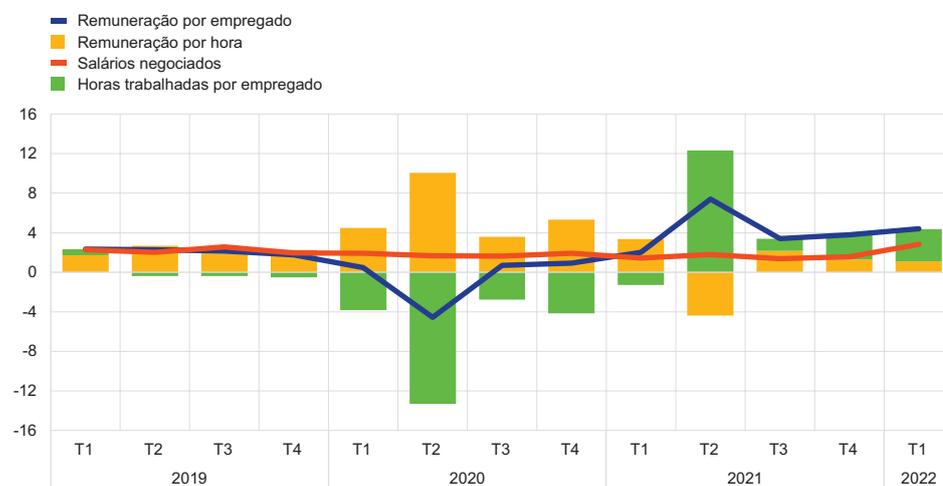
Notas: O conjunto de indicadores da inflação subjacente inclui IHPC excluindo produtos energéticos, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados, IHPCX (IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares), IHPCXX (IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares,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

Os dados mais recentes relativos aos salários negociados sinalizam um fortalecimento da dinâmica salarial, mas que permanece moderado quando se tem em conta os pagamentos pontuais (gráfico 11). O crescimento dos salários negociados aumentou para 2,8% no primeiro trimestre de 2022, o que compara com 1,6% no trimestre anterior. O movimento em sentido ascendente não é totalmente indicativo do crescimento dos salários de base, uma vez que os acordos salariais subjacentes incluem geralmente pagamentos pontuais para compensar os trabalhadores pelos desenvolvimentos excecionais ocorridos durante a pandemia. Informações mais recentes sobre os acordos salariais celebrados desde o início de 2022 confirmam algum fortalecimento da dinâmica salarial, embora o crescimento dos salários permaneça contido em comparação com as atuais taxas de inflação. A evolução salarial medida em termos de remuneração por empregado também voltou a fortalecer-se no primeiro trimestre de 2022, aumentando para 4,4% face a 3,8% no trimestre anterior. Contudo, este aumento refletiu principalmente um aumento da média de horas trabalhadas, enquanto o aumento da remuneração por hora se manteve muito mais contido a uma taxa de crescimento homóloga de 1,1%. As distorções associadas a estes indicadores relacionadas com a pandemia estão a diminuir, uma vez que os impactos das medidas estatais relacionadas com regimes de manutenção de postos de trabalho continuaram a diminuir.

Gráfico 11

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2022.

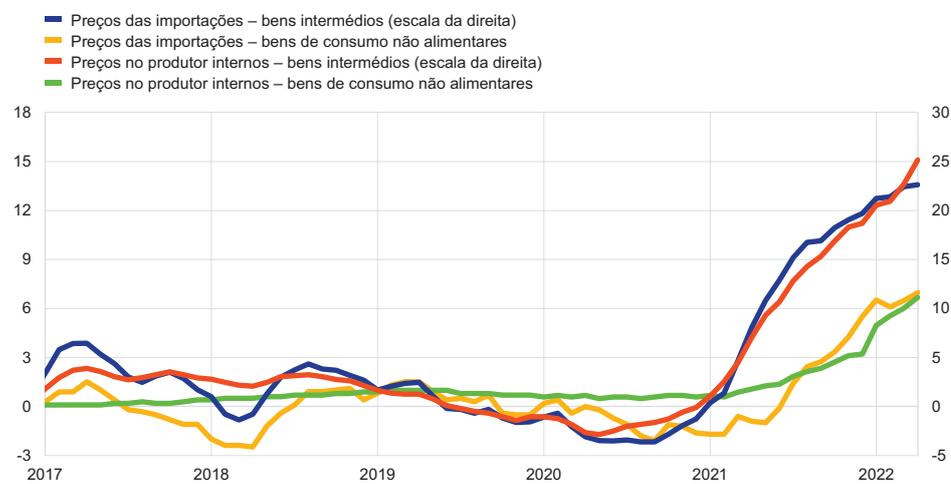
A acumulação de pressões sobre os preços no consumidor dos produtos industriais não energéticos continuou a aumentar em todas as fases da cadeia de preços (gráfico 12).

As pressões sobre os custos voltaram a aumentar para novos máximos históricos num contexto de perturbações na cadeia de abastecimento e dos preços das matérias-primas a nível mundial, em particular dos produtos energéticos, mas também de alguns metais. Nas fases iniciais da cadeia de preços para a inflação medida pelo IHPC dos produtos industriais não energéticos, a taxa de crescimento homóloga dos preços no produtor das vendas internas de bens intermédios subiu para 25,1% em abril de 2022, face a 22,7% no mês anterior. Os preços das importações de bens intermédios também continuaram a crescer a um ritmo forte (22,6% em abril, face a 22,4% no mês anterior). As pressões sobre os custos dos fatores de produção também se destacam mais nas fases mais avançadas da cadeia de preços, com a inflação dos preços no produtor das vendas internas de bens de consumo não alimentares a aumentar de 6,0% em março para 6,7% em abril, o que é excepcionalmente elevado em comparação com a taxa média homóloga de 0,6% no período 2001-2019. A inflação dos preços das importações de bens de consumo não alimentares subiu também para 7,0% em abril, após uma pequena descida entre fevereiro e março. Em termos gerais, esta evolução dos preços das importações e dos preços no produtor de bens de consumo não alimentares implica que a pressão sobre a inflação dos produtos industriais não energéticos no IHPC deverá permanecer elevada no curto prazo. Tal reflete-se também nos dados sobre as expectativas dos preços de venda no setor da indústria transformadora.

Gráfico 12

Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

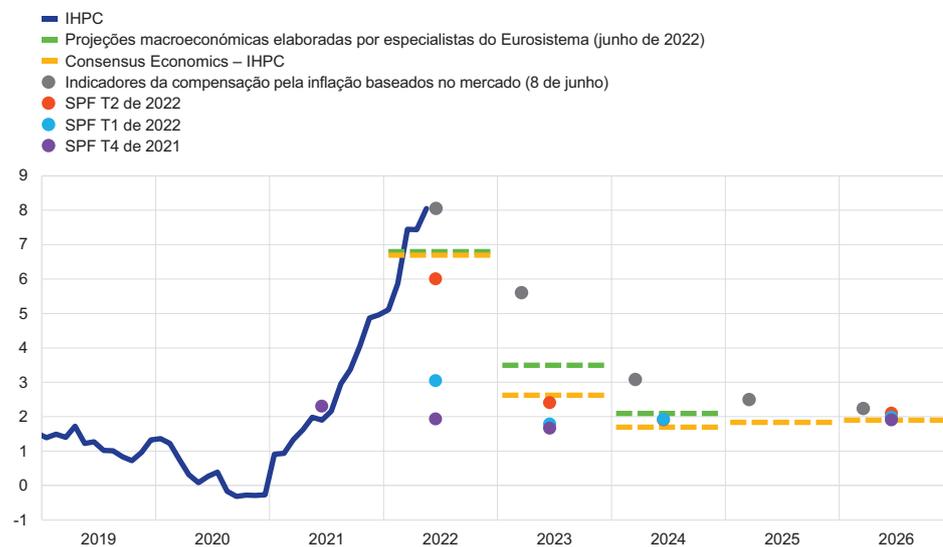
As medidas baseadas no mercado da compensação pela inflação da área do euro aumentaram acentuadamente no muito curto prazo, mas diminuiram ligeiramente para horizontes mais longos, num contexto de intensificação das restrições do lado da oferta e de deterioração das perspetivas económicas (gráfico 13).

As medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação (com base no IHPC excluindo o tabaco) sugerem agora que a inflação na área do euro atingirá um pico de quase 9% no terceiro trimestre de 2022. Estas medidas de compensação pela inflação mantêm-se próximo de 8% até ao final de 2022, cerca de 3 pontos percentuais acima do valor registado por ocasião da reunião de março do Conselho do BCE, antes de descer para níveis ligeiramente acima de 2,5% em meados de 2024. Ao mesmo tempo, as medidas de mais longo prazo de compensação pela inflação registaram recentemente uma ligeira descida após terem subido fortemente na primeira metade do período em análise. A taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos atingiu temporariamente 2,49% no início de maio, antes de cair para 2,28% no final do período em análise. Acima de tudo, as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação não constituem uma medida direta das expectativas de inflação observadas dos participantes no mercado, uma vez que contêm prémios de risco de inflação para compensar a incerteza quanto à inflação. Atualmente, estes prémios são avaliados como positivos, implicando que se estima que as expectativas de inflação observadas sejam mais baixas do que as leituras simples das medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação a mais longo prazo e, por conseguinte, mais próximas do objetivo simétrico de 2% para a inflação do BCE. De acordo com o inquérito do BCE a analistas profissionais (*Survey of Professional Forecasters* – SPF) relativo ao segundo trimestre de 2022, as expectativas de inflação a mais longo prazo (para 2026) aumentaram de novo para 2,1%, enquanto as da Consensus Economics se situaram em 1,9%.

Gráfico 13

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, inquérito a analistas profissionais, projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema e cálculos do BCE.

Notas: Os indicadores baseados no mercado das séries da compensação pela inflação têm por base a taxa de inflação à vista a 1 ano, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 2 anos, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 3 anos e a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 4 anos. As últimas observações sobre os indicadores da compensação pela inflação baseados no mercado referem-se a 8 de junho de 2022. O inquérito a analistas profissionais (*Survey of Professional Forecasters – SPF*) para o segundo trimestre de 2022 foi realizado entre 1 e 4 de abril de 2022. Nas previsões da Consensus Economics, a data de fecho dos dados relativos a 2024, 2025 e 2026 foi realizado em abril de 2022 e a data de fecho dos dados relativos a 2022 e 2023 foi maio de 2022. A data de fecho dos dados incluídos nas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema foi 24 de maio de 2022.

As projeções macroeconómicas de junho de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação global permaneça elevada no curto prazo, antes de descer para 3,5% em 2023 e 2,1% em 2024.

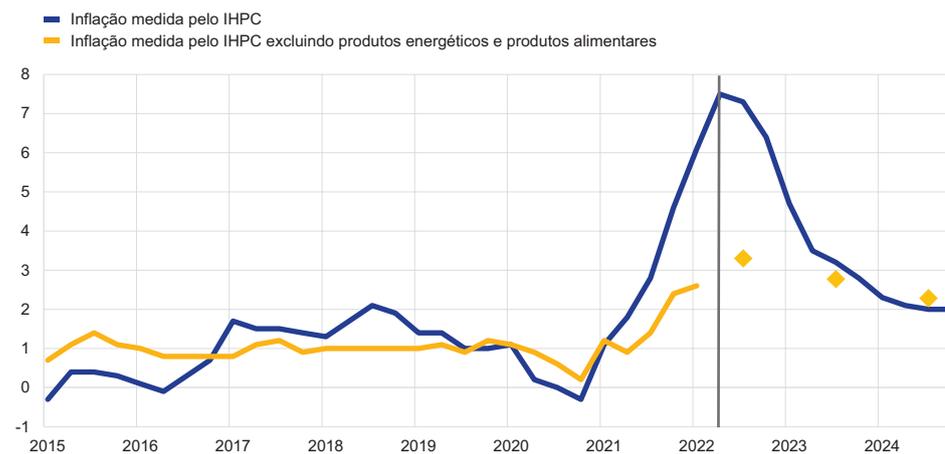
Na sequência do aumento súbito da inflação, as perspetivas apontam para uma inflação mais elevada e mais persistente, esperando-se que a inflação global permaneça muito elevada em 2022, situando-se, em média, em 6,8%. Esta evolução reflete os preços elevados do petróleo e do gás, os aumentos dos preços das matérias-primas alimentares (que foram fortemente afetados pela guerra na Ucrânia), os efeitos relacionados com a reabertura da economia e a escassez de oferta a nível mundial. Em termos prospetivos, espera-se que a evolução excecional dos preços das matérias-primas dos produtos alimentares e dos produtos energéticos registre uma moderação, a qual, a par da normalização em curso da política monetária implícita nos pressupostos das taxas de juro, deverá reduzir a inflação global para 3,5% em 2023 e 2,1% em 2024. Espera-se também que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares permaneça elevada no curto prazo, em resultado de estrangulamentos no abastecimento, custos dos fatores de produção energéticos e efeitos da reabertura. Perto do final do horizonte de projeção, a inflação medida pelo IHPCX diminui à medida que estas pressões abrandam, mas permanece elevada devido ao crescimento dos salários muito acima da média histórica, num contexto de mercados de trabalho restritivos, à recuperação económica e a alguns efeitos da compensação pela inflação mais elevada. Em comparação

com as projeções de março de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação foram revistas em alta, 1,7 pontos percentuais para 2022, 1,4 pontos percentuais para 2023 e 0,2 pontos percentuais para 2024.

Gráfico 14

Inflação medida pelo IHPC e inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares 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 2022](#).

Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2022 (dados) e ao quarto trimestre de 2024 (projeções). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 24 de maio de 2022. Os dados históricos para a inflação medida pelo IHPC e para a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares são de periodicidade trimestral. Os dados das previsões são de periodicidade trimestral para a inflação medida pelo IHPC e de periodicidade anual para a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares.

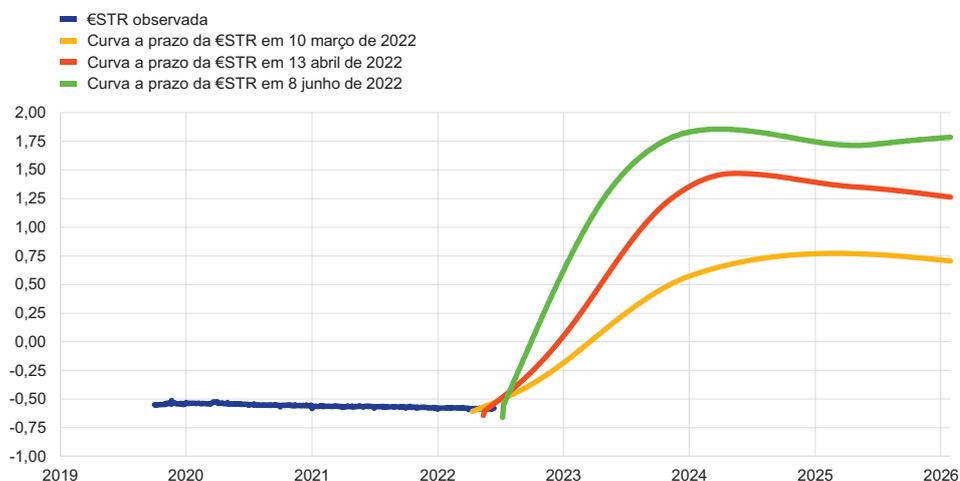
Ao longo do período em análise (10 de março a 8 de junho de 2022), as taxas isentas de risco da área do euro aumentaram significativamente, à medida que os participantes no mercado reviam as suas expectativas no sentido de um aumento iminente da restritividade da política monetária. Consequentemente, a curva a prazo da taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) tornou-se muito mais acentuada, com os mercados a ter em conta o primeiro aumento de 25 pontos base das taxas diretoras previsto para a reunião de julho do Conselho do BCE. As taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo aumentaram a nível mundial, à medida que as pressões inflacionistas alimentavam expectativas de uma normalização mais rápida da política monetária. Ao mesmo tempo, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro aumentaram de um modo geral, em paralelo com as taxas isentas de risco, ainda que os diferenciais se tenham alargado ligeiramente entre países. Os mercados acionistas e de obrigações empresariais europeus atravessaram duas fases distintas: primeiro, uma recuperação de perdas provocadas pela guerra e, depois, um enfraquecimento num contexto de expectativas de lucros a longo prazo mais baixas e de taxas isentas de risco mais elevadas. Na sua generalidade, o euro continuou a registar uma depreciação em termos ponderados pelo comércio, num contexto de evolução díspar das taxas de câmbio bilaterais.

Desde a reunião de março do Conselho do BCE, as taxas isentas de risco da área do euro têm aumentado significativamente, à medida que os participantes no mercado reveem as suas expectativas no sentido de um aumento mais iminente da restritividade da política monetária, tendo em conta o primeiro aumento de 25 pontos base das taxas diretoras previsto para a reunião de julho do Conselho do BCE. No período em análise, a €STR registou uma média de -58 pontos base e a liquidez excedentária aumentou aproximadamente 136 mil milhões de euros, para 4613 mil milhões de euros. Simultaneamente, a curva a prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR acentuou-se após a reunião de abril do Conselho do BCE (gráfico 15). Esta evolução sugere que os participantes no mercado reviram as suas expectativas de política monetária tendo em conta um cenário de pressões inflacionistas crescentes e o anúncio do Conselho do BCE de cessar as aquisições líquidas no âmbito do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) no terceiro trimestre. Em resultado, a data implícita no mercado para o primeiro aumento de 25 pontos base das taxas diretoras foi antecipada para julho de 2022, contando-se com três subidas adicionais de 25 pontos base das taxas diretoras em 2022.

Gráfico 15

Taxas implícitas nos contratos a prazo da €STR

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Nota: A curva a prazo é calculada utilizando as taxas dos swaps indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR.

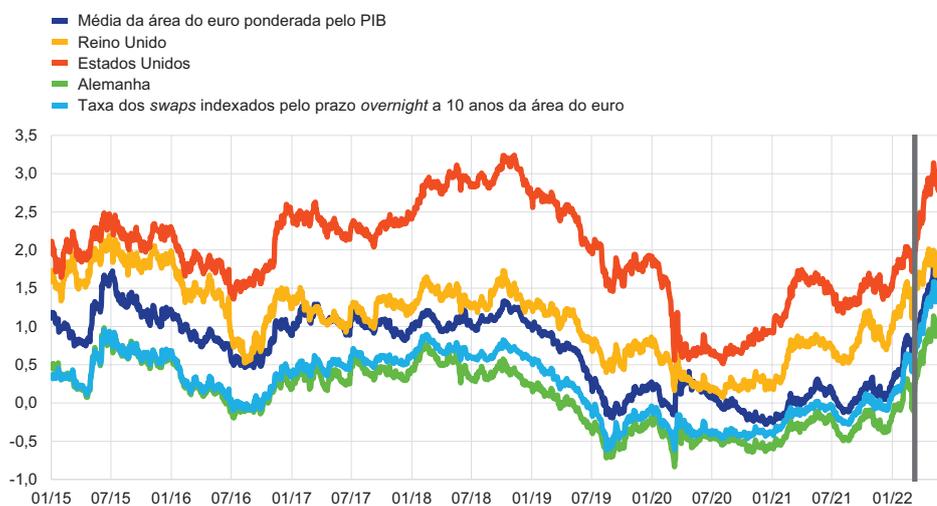
As taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo têm aumentado a nível mundial à medida que as pressões inflacionistas alimentam expectativas de uma normalização mais rápida da política monetária (gráfico 16). Ao longo

do período em análise, as taxas de rendibilidade das obrigações registaram um aumento súbito a nível mundial perante a expectativa de subidas das taxas diretoras do banco central, apesar do aumento dos riscos em sentido descendente para as perspetivas económicas. Na área do euro, a taxa de rendibilidade média das obrigações soberanas a 10 anos ponderada pelo PIB aumentou 118 pontos base, situando-se em 2,05%, um valor registado pela última vez em meados de 2015. Não obstante a sua ligeira diminuição no início de maio, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos dos Estados Unidos aumentaram 102 pontos base no período em análise, atingindo 3,03%, em consonância, de um modo geral, com os movimentos das taxas na área do euro. De igual modo, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos do Reino Unido e da Alemanha subiram 72 e 108 pontos base para 2,25% e 1,36%, respetivamente.

Gráfico 16

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

(percentagens por ano)

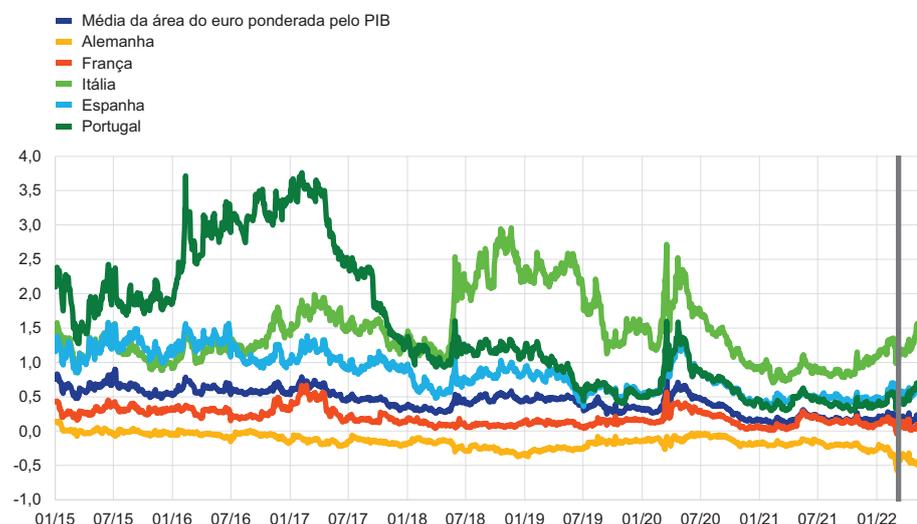


De um modo geral, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro aumentaram em paralelo com as taxas isentas de risco, ainda que os diferenciais se tenham alargado ligeiramente entre países (gráfico 17). O diferencial das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderado pelo PIB em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* manteve-se estável durante o período em análise, com um aumento modesto de 9 pontos base. Verificou-se uma reavaliação ligeiramente mais forte para os países com elevados níveis de endividamento, com, por exemplo, os diferenciais das obrigações soberanas a 10 anos de Itália e Portugal a subir, respetivamente, 44 e 27 pontos base durante o período em análise, enquanto o diferencial das obrigações de dívida pública a 10 anos da Alemanha se tornou 2 pontos base mais negativo.

Gráfico 17

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

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 10 de março de 2022. As últimas observações referem-se a 8 de junho de 2022.

Na primeira metade do período em análise, os diferenciais das obrigações das empresas diminuíram em resultado de melhorias no sentimento de risco, mas aumentaram daí em diante num contexto de riscos em sentido descendente para as perspetivas económicas crescentes e taxas isentas de risco mais elevadas. Após uma descida inicial pronunciada em resultado de um melhor sentimento de risco, os diferenciais das obrigações das empresas da área do euro aumentaram acentuadamente após a reunião de abril do Conselho do BCE, com sinais de uma diferenciação cada vez maior entre obrigações de categoria de investimento e de elevada rentabilidade. Ao longo do período em análise, os diferenciais das obrigações das sociedades não financeiras (SNF) de categoria de investimento desceram 2 pontos base, para 67 pontos base, enquanto os diferenciais das obrigações das sociedades financeiras desceram 5 pontos base. Consequentemente, os diferenciais registam valores próximos das suas médias pré-pandemia e, neste momento, aparentam ser resilientes face às expectativas de normalização da política monetária.

Os mercados acionistas europeus, impulsionados por uma melhoria do sentimento, recuperaram, num primeiro momento, de perdas provocadas pela guerra, diminuindo depois, na segunda metade do período em análise, num contexto de riscos em sentido descendente para as perspetivas económicas, de expectativas de lucros mais baixas e de taxas isentas de risco mais elevadas (gráfico 18). Após um declínio decorrente da invasão da Ucrânia pela Rússia, os mercados acionistas europeus começaram por registar uma recuperação resultante de um sentimento de risco mais forte, que se deveu a sinais que sugeriam que o impacto do conflito poderia ser contido e a uma temporada de lucros surpreendentemente forte no primeiro trimestre do ano. No entanto, na segunda parte do período de reporte, os preços das ações diminuíram ligeiramente

devido a perspetivas económicas mais pessimistas, à medida que novas medidas de confinamento na China faziam aumentar a incerteza. Deste modo, as expetativas de crescimento dos lucros a mais longo prazo começaram a diminuir, ainda que a partir de níveis elevados. Ao longo do período em análise, os preços das ações das SNF e dos bancos da área do euro subiram, respetivamente, 4,1% e 7,1%, apesar de as taxas isentas de risco se encontrarem significativamente mais elevadas. Nos Estados Unidos, a venda generalizada de ativos de maior risco, decorrente de receios crescentes da ocorrência de uma recessão, levou a quedas globais de 3,7% e 7,5% nos preços das ações das SNF e dos bancos, respetivamente.

Gráfico 18

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

(índice: 1 de janeiro de 2018 = 100)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 10 de março de 2022. As últimas observações referem-se a 8 de junho de 2022.

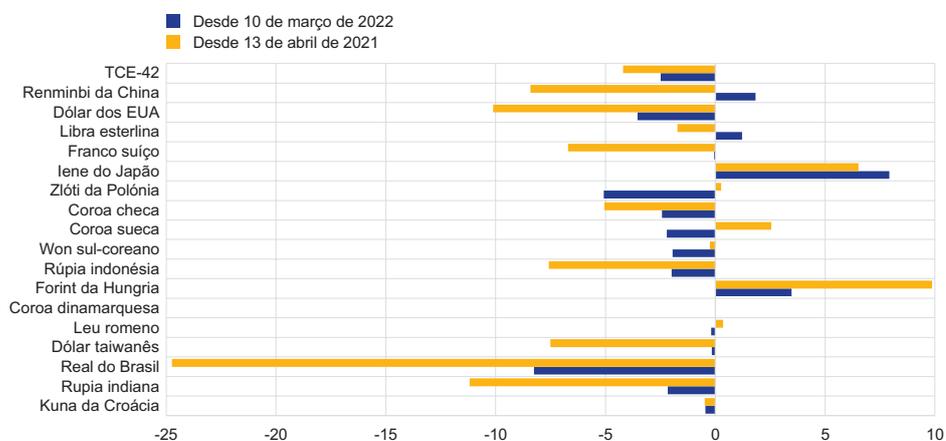
Nos mercados cambiais, o euro continuou a registar uma depreciação face ao dólar dos Estados Unidos em termos ponderados pelo comércio, num contexto de evolução que, de outro modo, seria díspar entre as taxas de câmbio bilaterais (gráfico 19). No período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro, enfraqueceu 2,5%. Tal refletiu uma depreciação do euro face ao dólar dos Estados Unidos (de 3,5%), num contexto de expetativas de um maior ritmo no aumento da restritividade monetária pelo Sistema de Reserva Federal.

O euro também registou uma depreciação face às moedas de algumas economias de mercado emergentes, mas registou, simultaneamente, uma apreciação face ao iene do Japão (7,9%), à libra esterlina (1,2%) e ao renminbi da China (1,8%).

Gráfico 19

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas seleccionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-42 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevaletentes em 8 de junho de 2022.

5 Condições de financiamento e evolução do crédito

A restritividade das condições de financiamento dos bancos e de concessão de crédito continuou a aumentar em abril e maio, no contexto de uma maior incerteza quanto às perspetivas económicas e de consolidação das expectativas de normalização da política monetária. As taxas ativas bancárias aplicadas às empresas e às famílias começaram a refletir os aumentos globais das taxas de mercado isentas de risco. Ao longo do período em análise, o custo da dívida baseada em financiamento do mercado para as empresas subiu substancialmente, enquanto o custo das ações diminuiu. Os empréstimos às empresas e às famílias permanecem robustos. Porém, os dados baseados em inquéritos mostram que as empresas, independentemente da sua dimensão, consideram que as condições de financiamento se deterioraram. A criação de moeda continuou a normalizar-se, dado que o ritmo de acumulação de depósitos pelas empresas e pelas famílias continuou a diminuir face aos níveis elevados registados durante a pandemia.

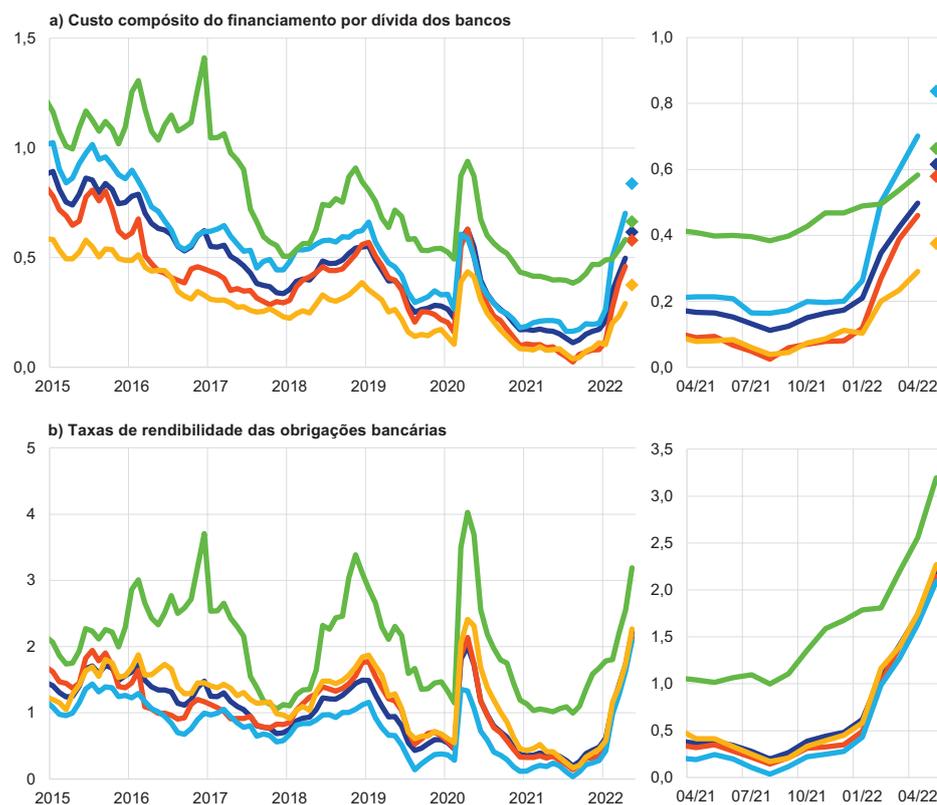
Os custos de financiamento dos bancos da área do euro continuaram a aumentar num contexto de consolidação das expectativas de normalização da política monetária. Em maio, como evidenciado pela previsão do momento, o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro manteve a tendência em sentido ascendente que teve início em agosto de 2021 (gráfico 20, painel a). Tal deveu-se sobretudo ao aumento das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias (gráfico 20, painel b), que, por sua vez, refletiu o aumento das taxas isentas de risco. Estas pressões ascendentes sobre os custos globais de financiamento dos bancos têm sido, até à data, contidas por dois fatores. Primeiro, as taxas dos depósitos, que representam uma grande percentagem do financiamento dos bancos da área do euro, mantiveram-se estáveis e próximo dos seus mínimos históricos. Segundo, as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas) proporcionaram liquidez aos bancos em condições favoráveis. No entanto, é provável que este efeito atenuante se desvaneça nos próximos trimestres, visto que se espera que as taxas passivas reflitam cada vez mais o aumento das taxas de mercado e que as ORPA direcionadas sejam reembolsadas.

Gráfico 20

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

(percentagens homólogas)

■ Área do euro
■ Alemanha
■ França
■ Itália
■ Espanha



Fontes: BCE, Índices iBoxx da IHS Markit e cálculos do BCE.

Notas: As taxas de financiamento bancário compósitas são uma média ponderada do custo compósito dos depósitos e do financiamento por dívida baseada no mercado sem garantia. O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As taxas de rentabilidade das obrigações bancárias são médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. Os diamantes indicam a previsão do momento do custo compósito do financiamento por dívida dos bancos em maio de 2022, pressupondo que o custo compósito dos depósitos e os respetivos saldos utilizados como ponderadores se mantiveram inalterados no nível de abril de 2022. As últimas observações referem-se a 31 de maio de 2022 para as taxas de rentabilidade das obrigações bancárias e a abril de 2022 para o custo compósito dos depósitos.

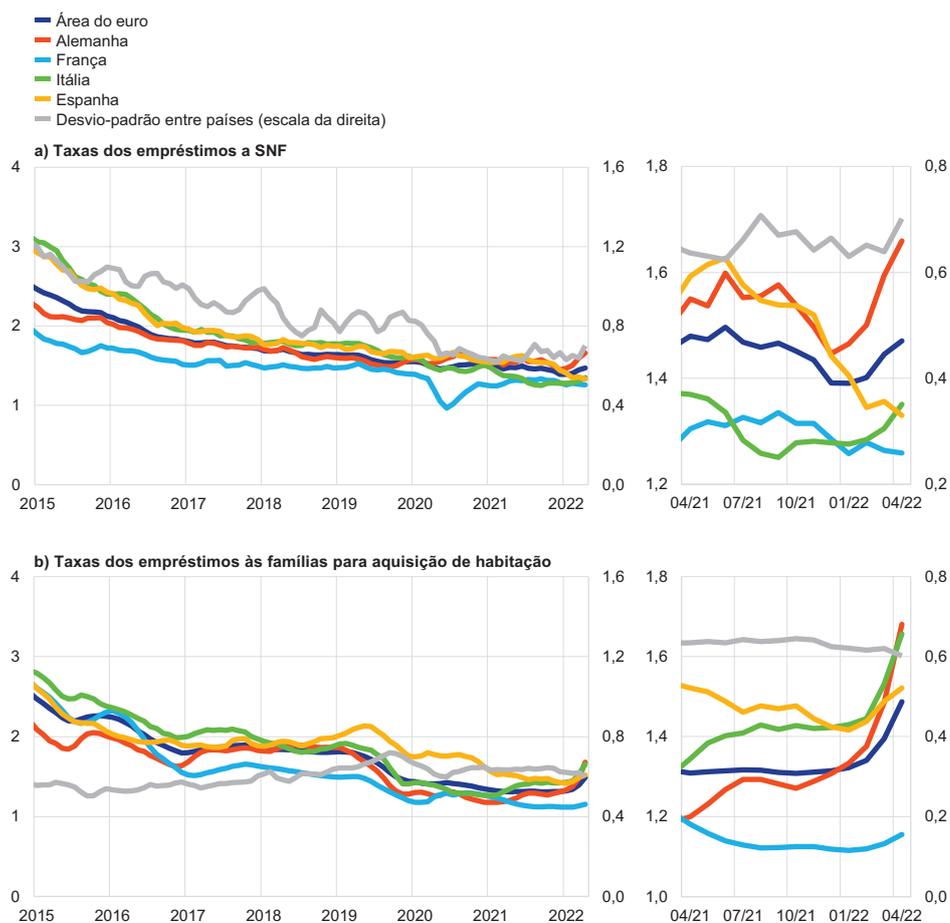
As taxas ativas bancárias aplicadas às empresas e às famílias começaram a refletir os aumentos das taxas de mercado isentas de risco, mas mantêm-se em níveis baixos (gráfico 21). A recente subida acentuada das taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública da área do euro começou a repercutir-se nas taxas ativas, embora as condições de financiamento das empresas e das famílias permaneçam favoráveis e a dispersão das taxas ativas esteja contida, medida pelo desvio-padrão entre países (gráfico 21). Em abril, a taxa ativa bancária compósita dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação aumentou acentuadamente, em 14 pontos base, situando-se em 1,61%, enquanto a taxa equivalente dos empréstimos às sociedades não financeiras (SNF) subiu ligeiramente para 1,51%. O diferencial entre as taxas bancárias ativas aplicadas a empréstimos de reduzido montante e empréstimos de grande montante alargou-se consideravelmente, atingindo níveis anteriores à pandemia. O aumento das taxas hipotecárias foi generalizado nos

países da área do euro de maior dimensão. Os bancos também estão a tornar mais restritivos os seus critérios de concessão de crédito às empresas e às famílias, o que assinala uma futura contração da oferta de crédito que poderá coincidir com taxas ativas mais elevadas nos próximos meses. Após um longo período de compressão, as margens entre empréstimos e depósitos relativas a novas operações (definidas como a diferença entre as taxas de juro médias dos empréstimos e as taxas de juro médias dos depósitos) aumentaram significativamente. Embora as margens dos saldos tenham continuado a diminuir, uma vez que os empréstimos tendem a ter prazos mais longos do que os depósitos e, por conseguinte, levam mais tempo a ser reavaliados, é de prever que, com o tempo, a conjuntura de taxas de juro mais elevadas e um nível mais baixo de créditos não produtivos apoiem a rentabilidade dos bancos, desde que as perspetivas económicas permaneçam suficientemente robustas para evitar um maior risco de crédito².

Gráfico 21

Taxas ativas bancárias compostas dos empréstimos às SNF e às famílias em países selecionados

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



Fonte: BCE.

Notas: As taxas ativas bancárias compostas são calculadas através da agregação das taxas de curto e de longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a abril de 2022.

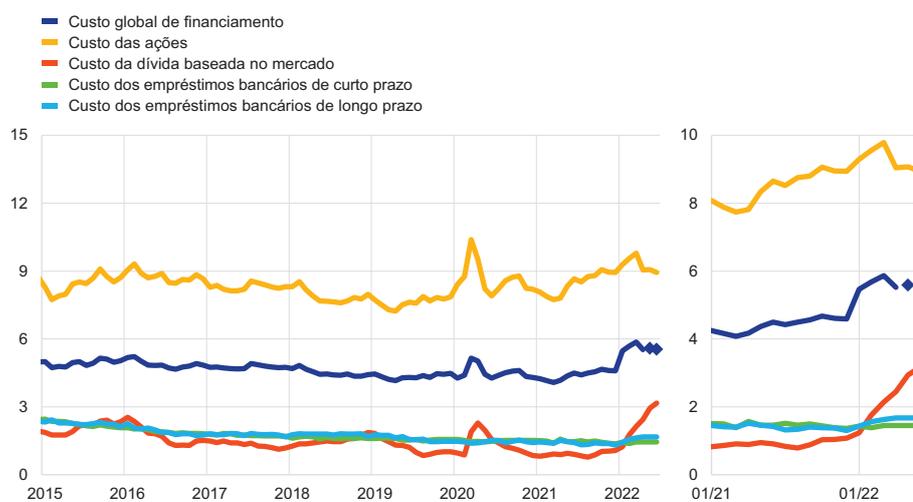
² Ver [Financial Stability Review](#), BCE, maio de 2022.

No período de 10 de março a 8 de junho de 2022, o custo da emissão de dívida baseada no mercado para as empresas aumentou substancialmente, enquanto o custo do financiamento por ações das SNF diminuiu. O aumento do custo da dívida baseada no mercado ficou a dever-se a uma subida significativa das taxas isentas de risco, enquanto os diferenciais das obrigações de empresas diminuíram ligeiramente. A descida do custo das ações pode ser imputada a uma redução do prémio de risco das ações, uma vez que a incerteza subjacente nos mercados acionistas diminuiu, não obstante a deterioração das expetativas de crescimento dos lucros a longo prazo (ver secção 4). O aumento da taxa de desconto fez subir o custo das ações, mas não foi suficiente para compensar o impacto atenuante da descida do prémio de risco das ações. Partindo do pressuposto de que o custo dos empréstimos bancários se manteve inalterado no nível registado em abril, estima-se que o custo global do financiamento externo tenha diminuído para 5,6% em 8 de junho de 2022, face a 5,9% em 10 de março (gráfico 22). Desde o início de 2022, o custo global do financiamento tem, porém, registado valores significativamente mais elevados em comparação com os níveis observados em 2020 e 2021.

Gráfico 22

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

(percentagens homólogas)



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

Notas: O custo global do financiamento das SNF é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações, com base nos respetivos saldos. Os diamantes a azul-escuro indicam a previsão do momento do custo global do financiamento em maio e junho de 2022 (incluindo dados até 8 de junho de 2022 março), pressupondo que o custo do financiamento bancário permanece inalterado nos níveis de abril de 2022. As últimas observações dizem respeito a 8 de junho de 2022 para o custo da dívida baseada no mercado (média mensal de dados diários), 3 de junho de 2022 para o custo das ações (dados semanais) e abril de 2022 para o custo do financiamento bancário (dados mensais).

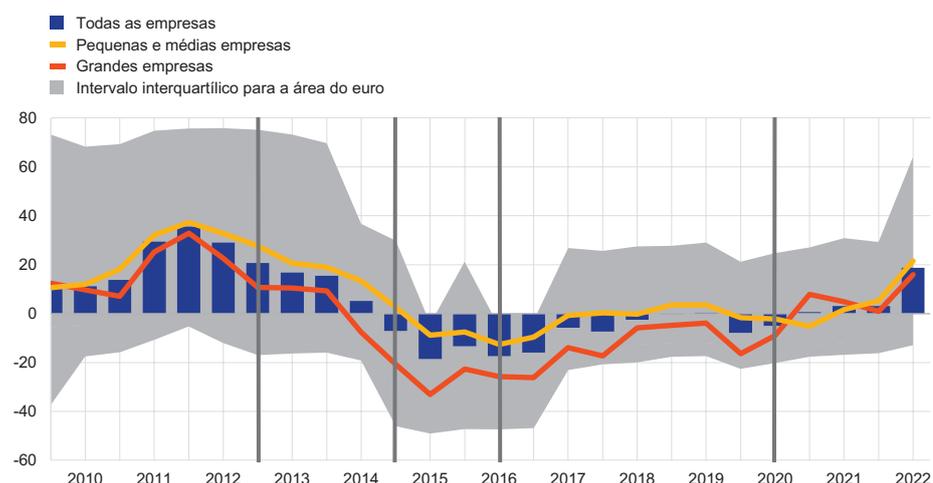
As empresas também assinalaram uma maior restritividade das condições de financiamento no inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) de abril de 2022. Uma percentagem significativamente mais elevada de empresas reportou aumentos das taxas de juro bancárias (34% das empresas, o que compara com 5% na anterior ronda do inquérito), com uma evolução semelhante nas diferentes dimensões e países das empresas. Ao mesmo tempo, a percentagem líquida de empresas que assinalaram subidas de outros custos de financiamento (ou seja, encargos, taxas

e comissões) continuou a aumentar (atingindo 37%, o que compara com 29%) e foram também reportados requisitos de garantia mais rigorosos. As empresas da área do euro consideraram que a conjuntura macroeconómica afetou negativamente a disponibilidade de financiamento externo (-29% em termos líquidos, face a 8%) e consideraram que a vontade dos bancos de conceder crédito ainda tinha melhorado, mas em menor escala do que na anterior ronda do inquérito. Um indicador sintético do modo como as empresas consideram as condições de financiamento que enfrentam corrobora uma deterioração em todas as classes de dimensão das empresas: cerca de 20% das grandes empresas e das pequenas e médias empresas (PME) sinalizaram uma deterioração do indicador, tendo em conta as características das empresas e a vontade dos bancos de conceder crédito (gráfico 23)³. Estas percentagens elevadas não eram observadas desde meados de 2014 e são consistentes com a informação disponibilizada pelo setor bancário.

Gráfico 23

Condições de financiamento segundo a perceção das empresas da área do euro

(classificações ponderadas)



Fonte: Inquérito do BCE sobre o acesso a financiamento das empresas.

Notas: O indicador é obtido através de uma análise fatorial. Os valores positivos indicam uma deterioração das condições de financiamento das empresas. Para mais pormenores, ver a caixa intitulada [Condições de financiamento na ótica das empresas da área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2021. As classificações individuais são ponderadas por classe de dimensão, atividade económica e país das empresas, a fim de refletir a estrutura económica da população de empresas subjacente. As classificações individuais são normalizadas, com um intervalo entre -1 e 1 e multiplicadas por 100 para obter saldos ponderados em percentagem. A primeira linha vertical a cinzento corresponde ao anúncio das transações monetárias definitivas; a segunda linha vertical a cinzento corresponde ao início da primeira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas I) e da política de taxas de juro negativas do BCE; a terceira linha vertical a cinzento corresponde ao início das ORPA direcionadas II e do programa de compra de ativos do setor empresarial; e a última linha vertical a cinzento denota o início do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica e das ORPA direcionadas III, coincidindo com o início da pandemia de COVID-19. As últimas observações referem-se ao período entre outubro de 2021 e março de 2022.

³ O indicador é uma das três componentes principais calculadas a partir de uma análise fatorial utilizando respostas aos inquéritos a nível das empresas desde 2009 e é interpretado como estando associado aos termos e condições relacionados com os preços dos empréstimos. As outras duas componentes dizem respeito às posições financeiras das empresas (em termos de lucros e volume de negócios) e aos termos e condições não relacionados com preços (requisitos de garantias e outras garantias). Para uma descrição pormenorizada do indicador, ver a caixa intitulada [Condições de financiamento na ótica das empresas da área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2021.

Paralelamente, as empresas da área do euro preveem uma diminuição do seu acesso a financiamento externo, particularmente ao financiamento bancário.

Em particular, as empresas preveem uma deterioração do respetivo acesso a empréstimos bancários e linhas de crédito (-15% e -10%, respetivamente) no período entre abril e setembro de 2022. A expectativa de uma deterioração era comum à maioria dos países e classes de dimensão das empresas. Nesta ronda do inquérito, uma percentagem líquida significativa de empresas da área do euro declarou que as alterações nas perspetivas económicas gerais tinham tido um impacto negativo no respetivo acesso a financiamento (em termos líquidos, -29%, o que compara com 8%), com um impacto negativo semelhante nas PME e nas grandes empresas, embora a disponibilidade de fundos externos tenha continuado a melhorar, ainda que a um ritmo mais lento. Em geral, ligeiras melhorias no acesso das empresas a fundos externos tinham compensado amplamente os aumentos moderados das suas necessidades de financiamento, pelo que o desvio de financiamento externo – a diferença entre a variação da procura de financiamento externo e a variação da oferta – atingiu 1% (face a -4% na ronda anterior).

O crescimento homólogo dos empréstimos às SNF e às famílias

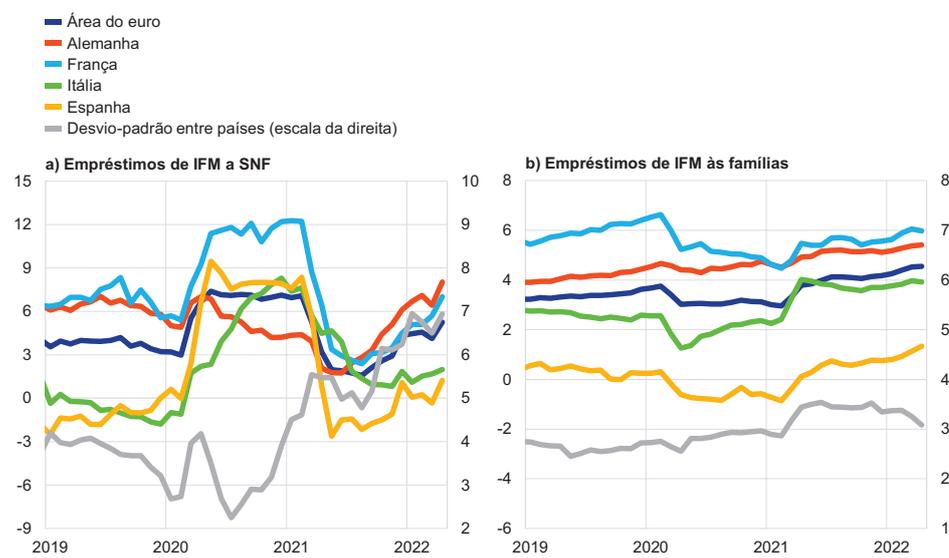
manteve-se robusto em abril de 2022. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF acelerou para 5,2% em abril, depois de se situar em 4,1% em março e 4,6% em fevereiro (gráfico 24, painel a). O recente aumento dos empréstimos às empresas reflete, em larga medida, um efeito de base. Os empréstimos de mais curto prazo deram um forte contributo, dada a persistência de estrangulamentos na cadeia de abastecimento e os custos mais elevados dos fatores de produção, contribuindo ambos para maiores necessidades de fundos de manuseio das empresas. Em contrapartida, os empréstimos de mais longo prazo deram um menor contributo, dado que a incerteza prevalecente está a pesar sobre a necessidade de financiamento do investimento fixo por parte das empresas. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias manteve-se inalterada em 4,5% em abril (gráfico 24, painel b), sustentada pela robustez do crédito à habitação, enquanto o crédito ao consumo se manteve inalterado, apesar da diminuição da confiança dos consumidores. Como indicado pelo [inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores](#), tal poderá estar relacionado com as expectativas das famílias quanto a condições mais restritivas do acesso ao crédito e a custos nominais do financiamento mais elevados no próximo ano. A evolução agregada a nível da área do euro oculta diferenças crescentes entre países, refletindo, entre outros aspetos, o impacto desigual da pandemia e o facto de os países terem alcançado diferentes progressos em termos de recuperação económica⁴.

⁴ Ver a caixa intitulada [The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021.

Gráfico 24

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

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



Fonte: BCE.

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

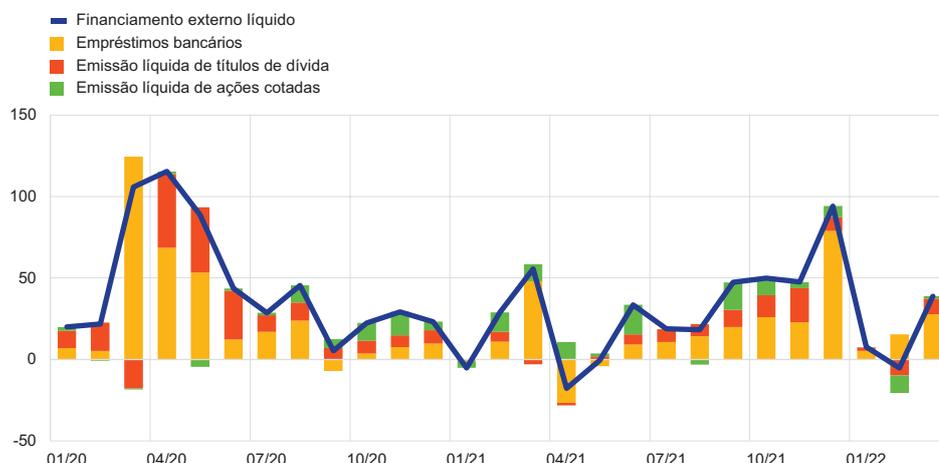
O volume total de financiamento externo das empresas registou uma moderação no primeiro trimestre de 2022.

A taxa de crescimento homóloga do financiamento externo diminuiu de 2,9% em janeiro para 2,5% em março, apesar do aumento das necessidades de financiamento das empresas e do custo ainda baixo do financiamento por dívida. A moderação foi mais notória nos dois primeiros meses do ano, após os fluxos elevados no final de 2021 (gráfico 25). Em março, os fluxos de financiamento externo foram sustentados pelo aumento dos volumes de empréstimos bancários às empresas (num contexto de custos mais elevados dos fatores de produção) e por despesas com fundos de maneo, o que esteve relacionado com estrangulamentos persistentes no abastecimento. Além disso, enquanto a emissão líquida de títulos de dívida recuperou perto do final do trimestre, o aumento do custo relativo do financiamento por dívida baseado no mercado levou as empresas a substituir a emissão de títulos de dívida por empréstimos bancários. A emissão de ações cotadas foi moderada no primeiro trimestre, atenuada por recompras de ações invulgarmente avultadas e pelo maior custo do financiamento por ações em comparação com outros instrumentos de financiamento.

Gráfico 25

Fluxos de financiamento externo líquido às SNF na área do euro

(fluxos mensais em mil milhões de euros)



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

Notas: O financiamento externo líquido equivale à soma do financiamento bancário (empréstimos de IFM), emissão líquida de títulos de dívida e emissão líquida de ações cotadas. Os empréstimos de IFM são corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (*cash pooling*). As últimas observações referem-se a março de 2022.

O ritmo de acumulação de depósitos pelas empresas e famílias continuou a diminuir face aos níveis elevados observados durante a pandemia (gráfico 26).

Em abril, a taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* continuou a moderar-se, situando-se em 8,2%, o que compara com 8,7% em março.

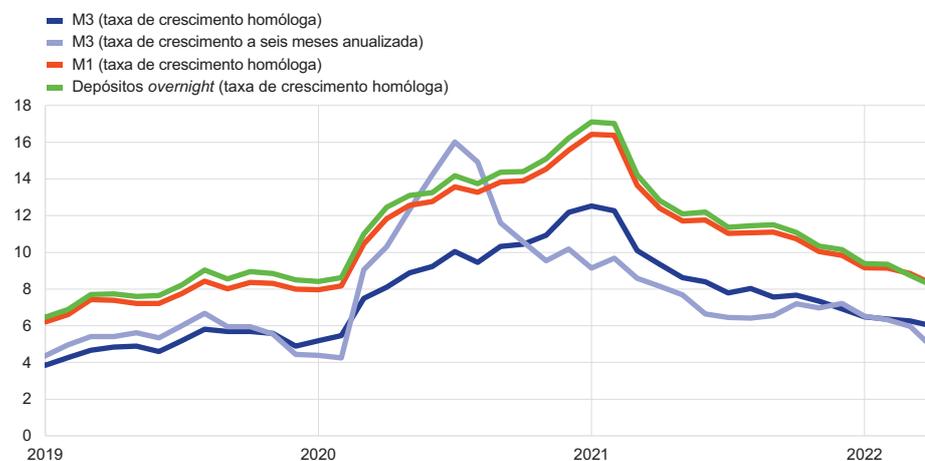
O abrandamento registou-se nos depósitos *overnight* quer das empresas quer das famílias, dado que os custos mais elevados dos produtos alimentares e energéticos reduziram as reservas em numerário das empresas e limitaram a capacidade das famílias para acumular poupanças. Ao mesmo tempo, a maior incerteza relacionada com o impacto económico da guerra na Ucrânia continua a afetar a dinâmica dos depósitos. Como evidenciado pelo início da pandemia, as empresas e as famílias respondem a uma maior incerteza alterando as suas preferências de liquidez, o que implica entradas consideráveis de depósitos *overnight*⁵. O crescimento das detenções de depósitos pelas empresas e pelas famílias continuou a variar entre países, refletindo diferenças tanto nas suas necessidades de liquidez como nas medidas de apoio orçamental nacionais.

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

Gráfico 26

M3, M1 e depósitos *overnight*

(taxa de crescimento homóloga; taxa de crescimento a seis meses anualizada; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

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

O crescimento do agregado monetário largo (M3) continuou a retornar à sua média de longo prazo. Em abril, a taxa de crescimento homóloga do M3 reduziu-se para 6,0%, face a 6,3% em março, reduzindo assim a taxa de crescimento (a seis meses anualizada) para um nível inferior à sua média de longo prazo pela primeira vez desde o início da pandemia (gráfico 26). Do lado das componentes, o principal fator impulsionador do crescimento do M3 continuou a ser o agregado monetário estreito M1, refletindo o forte crescimento dos depósitos *overnight*. Do lado das contrapartidas, o crédito ao setor privado continuou a dar o maior contributo para o crescimento homólogo do M3, à medida que os contributos de outras componentes se atenuavam. O contributo das compras líquidas de títulos de dívida pública pelo Eurosistema ao abrigo do programa de compra de ativos e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica tem vindo a diminuir, à medida que as compras ao abrigo destes programas são gradualmente eliminadas. Paralelamente, a criação de moeda está a ser enfraquecida por saídas monetárias líquidas mais elevadas para o resto do mundo, refletindo, em grande medida, o impacto negativo dos preços mais elevados dos produtos energéticos na balança comercial da área do euro.

6 Evolução orçamental

Projeta-se que o saldo orçamental da área do euro registe uma melhoria constante no período até 2024, embora significativamente menos do que o indicado nas projeções macroeconómicas de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE e apesar de um resultado em 2021 melhor do que o esperado. As perspetivas mais adversas estão relacionadas com uma deterioração do ciclo económico, pagamentos de juros ligeiramente superiores ao esperado e despesa pública discricionária adicional. As medidas de apoio orçamental destinaram-se, em particular, a combater o aumento do custo de vida para os consumidores, mas também a financiar capacidades de defesa e a apoiar os refugiados da guerra da Rússia com a Ucrânia. No entanto, de acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro deverá continuar a diminuir – passando de 5,1% do PIB em 2021 para 3,8% em 2022 e para 2,4% no final do horizonte de previsão. Após o forte abrandamento da restritividade durante a crise do coronavírus (COVID-19) em 2020, a orientação orçamental tornou-se mais restritiva no ano passado e projeta-se que continue a tornar-se gradualmente mais restritiva em 2022 e 2023. O ligeiro aumento da restritividade projetado para 2022 deve-se sobretudo à inversão de uma parte significativa do apoio relacionado com a emergência pandémica, que será apenas parcialmente compensado por medidas de estímulo adicionais em resposta ao choque sobre os preços dos produtos energéticos e a outras despesas relacionadas com a guerra entre a Rússia e a Ucrânia. Projeta-se que a restritividade orçamental seja um pouco mais forte em 2023, altura em que se projeta que cessem muitas das recentes medidas destinadas a compensar o impacto dos altos preços dos produtos energéticos. Em 2024, espera-se uma orientação mais neutra, embora se projete que permaneça um apoio orçamental significativo à economia em comparação com o período anterior à pandemia. Num contexto de incerteza acrescida e riscos em sentido descendente para as perspetivas económicas tendo em conta a guerra na Ucrânia, bem como os aumentos dos preços dos produtos energéticos e a continuação das perturbações nas cadeias de abastecimentos, a Comissão Europeia recomendou, em 23 de maio de 2022, o prolongamento da aplicabilidade da cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) até ao final de 2023. Tal permitiria que, se necessário, as políticas orçamentais se fossem ajustando às circunstâncias. Ao mesmo tempo, com os desequilíbrios orçamentais ainda a excederem os níveis pré-pandemia e a inflação excecionalmente elevada, a política orçamental deve ser cada vez mais seletiva e direcionada, a fim de não contribuir para as pressões inflacionistas a médio prazo, assegurando simultaneamente a sustentabilidade orçamental no médio prazo.

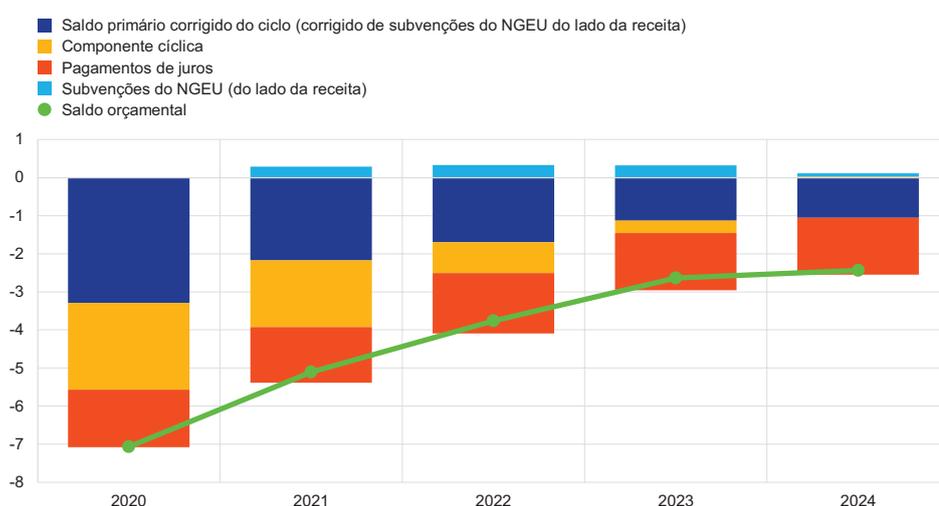
De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro deverá continuar a apresentar uma melhoria ao longo do horizonte de projeção⁶. O rácio do défice das administrações públicas em

⁶ Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2022](#).

relação ao PIB na área do euro desceu para 5,1% do PIB em 2021, após ter atingido um nível sem precedentes de 7,1% em 2020. Projeta-se que continue a descer para 3,8% do PIB em 2022 e, em seguida, para 2,6% e 2,4%, respetivamente, em 2023 e 2024 (gráfico 27). Na sequência de medidas de apoio económico em torno de 3,9% do PIB em 2020 em resposta à pandemia de COVID-19, estima-se que o apoio à crise e à recuperação na área do euro tenha aumentado para cerca de 4,2% do PIB em 2021. Tal reflete o facto de os governos terem prolongado e gradualmente alargado a dimensão das medidas de emergência pandémica e/ou adotado novas medidas para apoiar a recuperação, incluindo as medidas estabelecidas nos seus planos nacionais de recuperação e resiliência ao abrigo do pacote do “NextGenerationEU” (NGEU)⁷. A componente cíclica negativa elevada, que contribuiu para um grande aumento do défice das administrações públicas em 2020, foi ligeiramente menor em 2021. A partir de 2022, projeta-se que a melhoria continuada do saldo orçamental seja impulsionada sobretudo pelo ciclo económico, mas também por um saldo primário corrigido do ciclo mais elevado, dado que uma grande parte das medidas de emergência começou a cessar e as novas medidas são de menor montante. Ao longo de todo o horizonte de previsão, espera-se agora que os pagamentos de juros contribuam significativamente mais para o saldo orçamental do que o anteriormente esperado. Contudo, os pagamentos de juros em percentagem do PIB manter-se-ão globalmente em linha com o observado entre 2019 e 2021. Tal reflete o facto de se situarem próximo da taxa de juro média paga sobre o volume de dívida existente, apesar do aumento significativo das taxas de juro das novas emissões de dívida soberana.

Gráfico 27
Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



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

⁷ As subvenções do NGEU correspondem a cerca de 0,5% do PIB, em média, ao longo do horizonte de projeção, diminuindo gradualmente após 2023. Juntamente com um montante limitado de empréstimos, pressupõe-se que financiem as despesas do orçamento em 2,7% do PIB. A evolução orçamental descrita na presente secção não inclui o défice e a dívida supranacionais europeus associados às transferências do NGEU.

A orientação orçamental da área do euro tornou-se significativamente mais restritiva em 2021, mas projeta-se que o faça em menor grau em 2022, à medida que os governos adotarem medidas em resposta aos efeitos da guerra entre a Rússia e a Ucrânia⁸.

A maior restritividade da orientação orçamental corrigida de subvenções do NGEU em 2021 reflete, em grande medida, fatores não discricionários, enquanto as medidas orçamentais discricionárias continuaram a apoiar a economia. Em 2022, projeta-se um ligeiro aumento da restritividade da orientação orçamental, sobretudo devido à remoção continuada de uma parte significativa do apoio de emergência pandémica, que será apenas parcialmente compensado por medidas expansionistas adicionais. Estas medidas de apoio orçamental destinaram-se a combater o aumento do custo de vida para os consumidores, mas também a financiar capacidades de defesa e a apoiar os refugiados da guerra na Ucrânia. Projeta-se que a maior restritividade orçamental prossiga em 2023, altura em que se espera que a maioria destas medidas tenha cessado. No final do horizonte de previsão, espera-se uma orientação globalmente neutra, embora se mantenha um apoio significativo à economia⁹.

Não obstante os resultados melhores do que o esperado em 2021, o saldo orçamental da área do euro foi revisto em baixa ao longo de todo o horizonte de projeção.

Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE, o rácio do saldo orçamental em relação ao PIB da área do euro em 2021 situou-se 0,4 pontos percentuais acima do esperado, sobretudo devido a um desempenho das receitas melhor do que o projetado. Apesar deste efeito de base positivo, o saldo orçamental foi revisto em baixa em 0,7, 0,5 e 0,4 pontos percentuais por ano, respetivamente para 2022, 2023 e 2024. Em termos acumulados ao longo do horizonte de projeção, estas revisões em baixa devem-se sobretudo a uma deterioração da componente cíclica e a pagamentos de juros significativamente mais elevados, no entanto medidas de estímulo discricionárias adicionais também contribuem para uma revisão em baixa do saldo primário em 0,3 pontos percentuais em 2022¹⁰.

No seguimento de um grande aumento em 2020, o rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro desceu ligeiramente em 2021 e projeta-se uma redução lenta para um valor ligeiramente abaixo de 90% em 2024, muito acima do nível anterior à crise.

Após um aumento próximo de 13 pontos percentuais,

⁸ 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. Para mais pormenores sobre o conceito de “orientação orçamental da área do euro”, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), na versão em inglês do *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

⁹ A orientação orçamental agregada para a área do euro foi -4,0 pontos percentuais do PIB em 2020 e estima-se que se tenha situado em +1,0 pontos percentuais do PIB em 2021. Projeta-se que seja de +0,2, +0,6 e +0,1 pontos percentuais do PIB em 2022, 2023 e 2024, respetivamente, após a correção das receitas relacionadas com as subvenções do NGEU. Em comparação com as projeções de março de 2022, foi objeto de uma revisão em baixa de 0,8 pontos percentuais para 2022 e de 0,3 pontos percentuais para 2023.

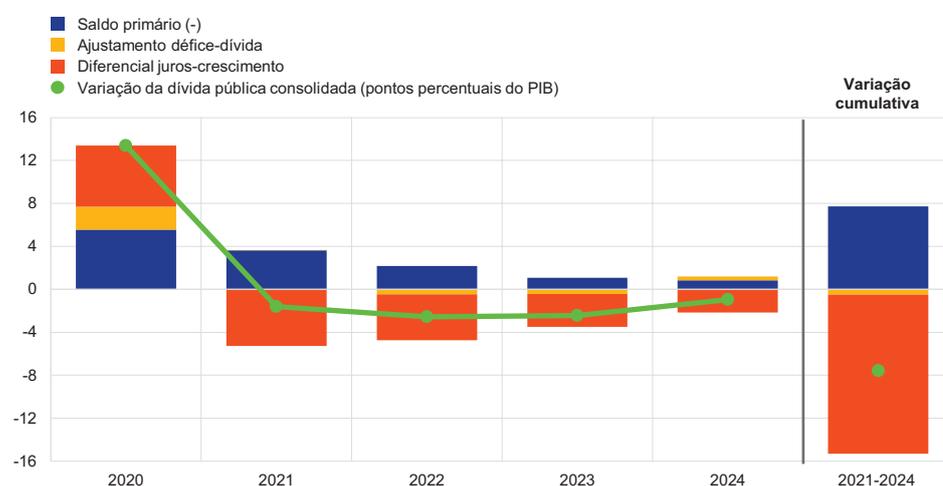
¹⁰ Estima-se que o apoio governamental adicional para compensar os preços mais elevados dos produtos energéticos e outras despesas em resposta à guerra na Ucrânia ascenda a 0,9% do PIB em 2022.

para 97%, no rácio da dívida em 2020, estima-se que o défice primário em trajetória descendente, mas ainda elevado, em 2021 tenha sido mais do que compensado por um contributo significativo para a redução da dívida de um diferencial favorável entre a taxa de juro e o crescimento. Projeta-se que, entre 2022 e 2024, o rácio da dívida diminua lentamente mas de forma constante, dado que os défices primários que contribuem para o aumento da dívida serão compensados por contributos ainda favoráveis dos diferenciais entre taxa de juro e crescimento e, em menor grau nos primeiros dois anos, por ajustamentos défice-dívida (gráfico 28). No final do horizonte de projeção em 2024, o rácio da dívida em relação ao PIB deverá estabilizar num valor ligeiramente inferior a 90%, ou seja, 12 pontos percentuais acima do nível registado antes da crise, em 2019.

Gráfico 28

Fatores impulsionadores da variação da dívida pública da área do euro

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



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

Os pressupostos e projeções orçamentais de referência continuam rodeados de elevada incerteza, sobretudo relacionada com a guerra na Ucrânia.

Em termos de pressupostos orçamentais, os riscos para a atual projeção de referência estão enviesados no sentido de estímulos orçamentais adicionais no curto prazo. Estes riscos são avaliados como estando concentrados em 2022 e estão relacionados com novas medidas para compensar os preços elevados dos produtos energéticos e outras despesas relacionadas com os efeitos da guerra. Os riscos para a evolução orçamental ao longo do resto do horizonte de previsão são avaliados como globalmente equilibrados.

Medidas orçamentais direcionadas e temporárias protegem os indivíduos mais afetados pelos preços mais elevados dos produtos energéticos, limitando ao mesmo tempo o risco de intensificar as pressões inflacionistas.

Num contexto de incerteza acrescida e riscos em sentido descendente para as perspetivas económicas tendo em conta a guerra entre a Rússia e a Ucrânia, os aumentos dos preços dos produtos energéticos e a continuação das perturbações nas cadeias de abastecimentos, a Comissão Europeia recomendou, em 23 de maio de 2022, o

prolongamento da aplicabilidade da cláusula de derrogação de âmbito geral do PEC até ao final de 2023¹¹. Tal permitiria que, se necessário, as políticas orçamentais se fossem ajustando às circunstâncias. Uma mudança decisiva no sentido de uma composição das finanças públicas mais favorável ao crescimento e de reformas estruturais que aumentem o potencial de crescimento das economias da área do euro criaria uma margem de manobra orçamental adicional, se necessário, contribuindo simultaneamente para reduzir os desequilíbrios orçamentais a médio prazo.

¹¹ Ver o pacote da primavera de 2022 do Semestre Europeu: [Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank: 2022 European Semester – Spring Package](#), COM(2022) 600 final, Comissão Europeia, 23 de maio de 2022.

Caixas

1 O impacto da guerra na Ucrânia nos mercados energéticos da área do euro

Por Jakob Feveile Adolfsen, Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis e Tobias Schuler

A guerra na Ucrânia gerou um aumento acentuado dos preços dos produtos energéticos e uma volatilidade significativa nos mercados energéticos. Perante receios de perturbações no aprovisionamento energético e sanções cada vez mais pesadas ao setor energético russo, os preços oscilaram, em particular à medida que os mercados procuravam avaliar as potenciais implicações para o aprovisionamento energético mundial. Dada a sua forte dependência do aprovisionamento proveniente da Rússia antes da invasão, os mercados energéticos da área do euro têm sido particularmente afetados. A presente caixa apresenta uma visão geral do impacto que a guerra na Ucrânia tem tido até à data nos mercados energéticos da área do euro. Descreve o papel da Rússia no aprovisionamento energético da área do euro e analisa as medidas que têm influenciado os preços. Neste contexto, discute também as implicações para os preços das matérias-primas energéticas e dos produtos no consumidor na área do euro.

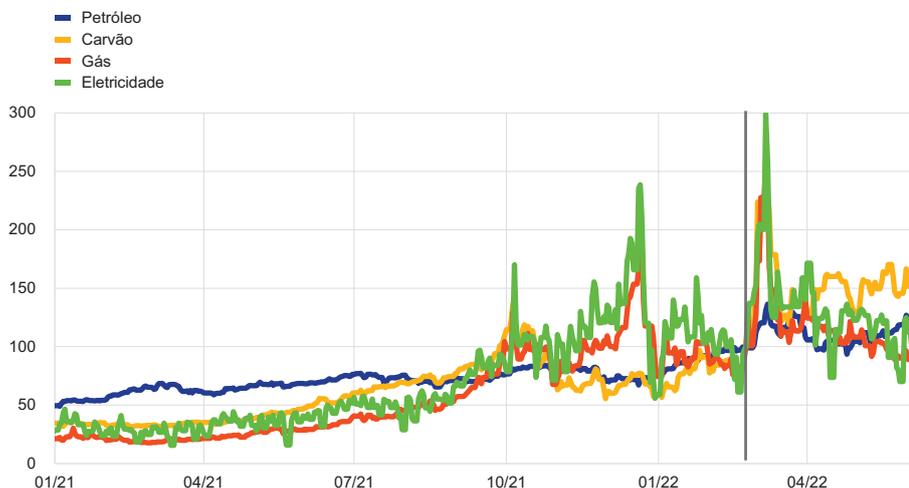
Os preços do petróleo, do carvão e do gás aumentaram acentuadamente imediatamente após a invasão da Ucrânia pela Rússia e têm registado alguma volatilidade desde então. A volatilidade dos preços das matérias-primas energéticas começou a subir em dezembro de 2021, altura em que aumentaram os relatos de uma possível invasão da Ucrânia pela Rússia. Nas primeiras duas semanas após a invasão, os preços do petróleo, do carvão e do gás subiram cerca de 40%, 130% e 180%, respetivamente (gráfico A). Os preços do gás também impulsionaram os preços por grosso da eletricidade na área do euro. Desde então, os preços das matérias-primas energéticas registaram uma moderação, situando-se os preços do petróleo e do carvão 27% e 50%, respetivamente, acima dos níveis registados antes da invasão, enquanto os preços do gás se situam 11% abaixo do valor registado antes da invasão. Recentemente, os preços do petróleo começaram a aumentar novamente, refletindo o acordo na UE no sentido de aplicar um embargo à maior parte das importações de petróleo russo e o aumento da procura mundial de petróleo devido à flexibilização das restrições relacionadas com a COVID-19 por parte da China. Os preços por grosso da eletricidade registaram um aumento de 8% face ao período anterior à invasão, mas têm permanecido muito voláteis, afetados, em particular, por medidas de política tomadas em resposta aos aumentos dos preços.

Gráfico A

Preços dos produtos energéticos antes e após a invasão da Ucrânia

Preços dos produtos energéticos

(índice: 23 de fevereiro de 2022 = 100)



Fontes: Refinitiv, Bloomberg e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Os preços do petróleo são preços do petróleo bruto Brent, os preços do gás são preços com um dia de antecedência do mercado de transferência de títulos (*Title Transfer Facility*) dos Países Baixos e os preços do carvão são preços aproximados dos futuros do carvão do porto de Roterdão (*Rotterdam Coal Futures*). Os preços por grosso da eletricidade para a área do euro foram calculados como uma média ponderada (utilizando a produção líquida de eletricidade como ponderação) dos preços observados nos cinco maiores mercados. A linha vertical marca o início da invasão da Ucrânia pela Rússia. As últimas observações referem-se a 7 de junho de 2022.

As tensões no aprovisionamento energético proveniente da Rússia podem afetar a área do euro através quer dos preços nos mercados mundiais quer do aprovisionamento direto. Em 2019, a produção de energia na Rússia representava 12% da oferta de petróleo, 5% do carvão e 16% do gás a nível mundial. Em 2021, este país foi o maior fornecedor de matérias-primas energéticas da área do euro, constituindo 23% do total das importações de produtos energéticos (gráfico B, painel a). A Rússia representou 23% e 43% das importações de petróleo bruto e carvão da área do euro, respetivamente, em 2020, ou seja, 9% e 2% do consumo de energia primária da área do euro. No entanto, a área do euro está particularmente dependente das importações de gás natural da Rússia, que, em 2020, corresponderam a 35% das importações de gás da área do euro e a 11% do consumo de energia primária da área do euro (gráfico B, painel b)¹². A Alemanha e a Itália são os países mais dependentes do gás da Rússia entre os países de grande dimensão da área do euro. O grau de substituíbilidade destas fontes de energia é relevante para qualquer análise das implicações económicas da guerra para os preços dos produtos energéticos e o aprovisionamento da área do euro.

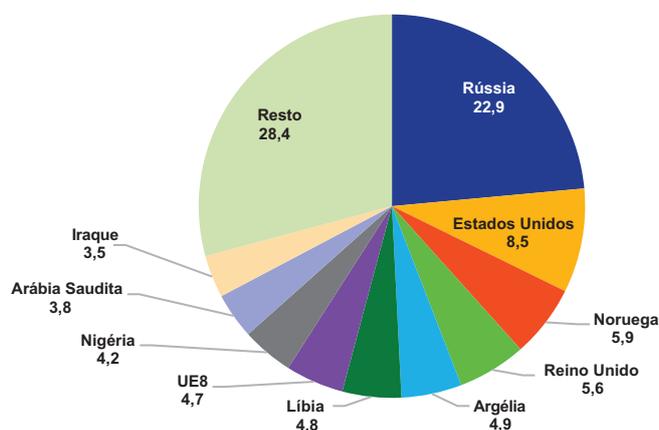
¹² O gás natural é a segunda fonte de energia primária mais importante na área do euro, a seguir aos produtos petrolíferos (ver a caixa intitulada [Natural gas dependence and risks to euro area activity](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2022).

Gráfico B

Percentagem da Rússia nas importações de produtos energéticos e gás da área do euro

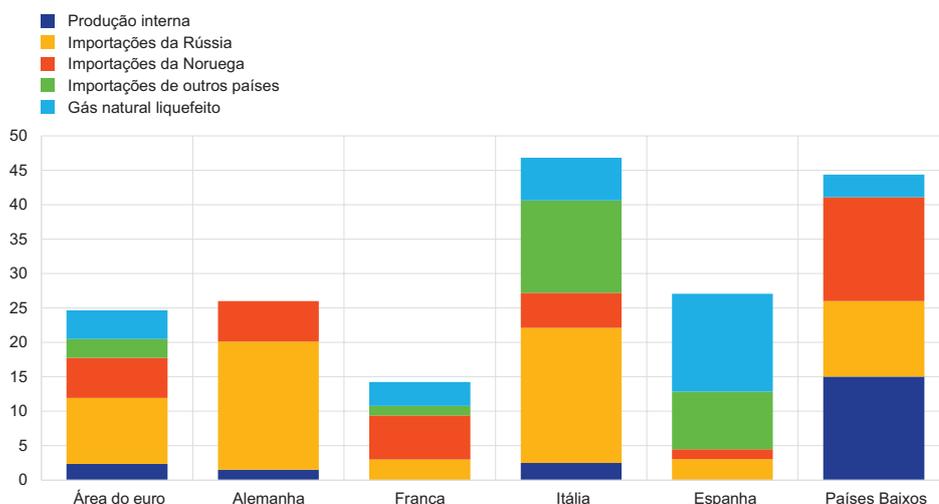
a) Importações de produtos energéticos por país de origem

(percentagens)



b) Percentagem das importações de gás no consumo de energia primária*

(percentagens)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As importações de outros países incluem importações da Argélia, da Líbia e do Azerbaijão. UE8 refere-se à República Checa, Estónia, Letónia, Lituânia, Hungria, Polónia, Eslovénia e Eslováquia. O gás natural liquefeito exclui importações da Rússia, Noruega e outros países. * Corrigidas de reexportações. As últimas observações referem-se a 2021 para o painel a) e a 2020 para o painel b).

A UE adotou sanções económicas contra o setor energético da Rússia,

nomeadamente os setores do carvão e do petróleo. As sanções incluem também a proibição da exportação de bens e de tecnologia de ponta da UE utilizados no desenvolvimento dos setores do petróleo e do gás da Rússia. Além disso, a UE proibiu a importação de carvão da Rússia a partir de agosto de 2022. Na reunião extraordinária do Conselho Europeu que ocorreu no final de maio, decidiu-se interromper a maior parte das importações de petróleo russo. Os acordos preveem uma proibição de todas as remessas de petróleo da Rússia por via marítima até ao final do ano, com uma isenção temporária para o petróleo bruto transportado via

oleoduto. Embora o petróleo transportado por via marítima represente cerca de dois terços do total das importações de petróleo da Rússia, espera-se que o embargo abranja efetivamente cerca de 90% das importações de petróleo da Rússia, uma vez que existem relatos de que a Alemanha e a Polónia se comprometeram a deixar de importar petróleo via oleoduto¹³. Imediatamente após a invasão da Ucrânia pela Rússia, as empresas europeias começaram a “sancionar-se”; os setores da energia, do transporte e dos seguros cortaram relações com o setor energético da Rússia, o que conduziu a uma queda de 23% nas remessas de petróleo da Rússia para a Europa em março. A Rússia tem conseguido redirecionar as exportações de petróleo para outros destinos, como a Índia, mas têm surgido sinais de reduções significativas e persistentes da produção petrolífera russa, projetando-se que a oferta de petróleo da Rússia diminua 25% no segundo semestre de 2022 face ao início do ano (gráfico C, painel a)¹⁴. A continuação de níveis de produção reduzidos na Rússia aponta para uma maior restritividade no mercado petrolífero mundial salvo se outros produtores principais acelerarem a produção¹⁵. Tal resultaria em revisões em baixa das previsões de oferta mundial de petróleo para o resto do ano de cerca de 3% desde o início da invasão (gráfico C, painel b).

¹³ Após a invasão da Ucrânia, os Estados Unidos, o Reino Unido e o Canadá proibiram todas as importações de petróleo e gás da Rússia. No entanto, a UE é um importador significativamente maior de energia da Rússia e as respetivas sanções terão um maior efeito sobre o setor energético do país.

¹⁴ A produção de petróleo bruto caiu aproximadamente 1 milhão de barris/dia para 10 milhões de barris/dia em abril.

¹⁵ Em 2 de junho, o grupo de países produtores de petróleo da OPEP+ decidiu acelerar a produção de petróleo em julho e agosto em quase 0,65 milhões de barris/dia, face a aumentos programados de cerca de 0,4 milhões de barris/dia. Este aumento da produção não é suficiente para compensar totalmente as quebras na oferta russa.

Gráfico C

Revisões em baixa das previsões de oferta de petróleo

a) Oferta de petróleo da Rússia

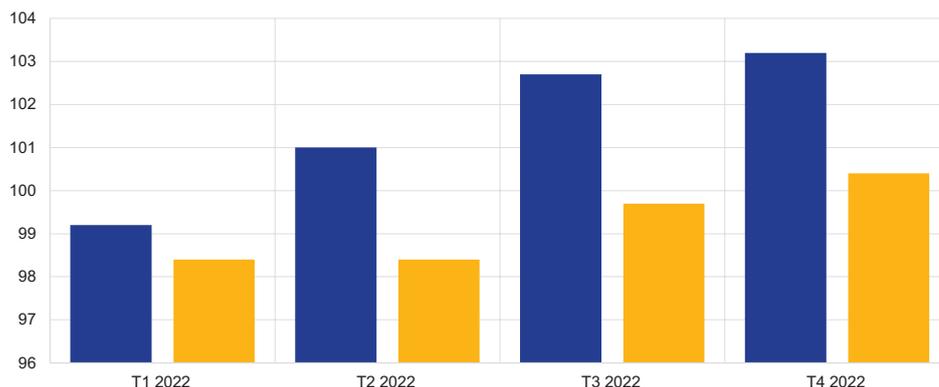
(milhões de barris/dia)



b) Oferta mundial de petróleo

(milhões de barris/dia)

■ Previsões em fevereiro de 2022
■ Previsões em maio de 2022



Fonte: Agência Internacional de Energia (AIE).

Nota: Estimativas obtidas a partir dos relatórios mensais sobre o mercado petrolífero (Oil Market Reports) da AIE.

A UE tem tomado medidas para se tornar independente do gás da Rússia.

Embora as sanções da UE impostas às exportações de gás da Rússia tenham sido restritas, foi adiado o lançamento do gasoduto Nord Stream 2, recentemente construído, ligando a Rússia e a Alemanha. Por enquanto, a guerra na Ucrânia parece ter tido um impacto relativamente reduzido sobre os fluxos de gás da Rússia para a área do euro, embora existam sinais de riscos mais elevados para o abastecimento de gás na área do euro. A UE pretende assim reduzir a dependência do gás da Rússia em quase dois terços até ao final de 2022 (plano “REPowerEU”¹⁶). A União pretende substituir cerca de um terço do gás da Rússia, intensificando as importações de gás natural liquefeito de outros fornecedores, como os Estados Unidos e o Catar. Outros 6% deverão provir de países como a Noruega através de gasodutos. Em comparação com o petróleo e o carvão, o gás é a fonte de energia mais difícil de substituir para alguns países da área do euro, uma vez que a infraestrutura

¹⁶ Pretende-se que a UE se torne totalmente independente dos combustíveis fósseis da Rússia muito antes de 2030 através de um conjunto de iniciativas como a diversificação do abastecimento de combustíveis fósseis, a poupança de energia, a aceleração da implantação de energias renováveis e a substituição de combustíveis fósseis na produção de energia e no aquecimento.

necessária para ter acesso a outros fornecedores ainda não existe. Por conseguinte, países como a Alemanha e a Itália têm trabalhado no sentido de estabelecer através da expansão da capacidade de regaseificação, tendo também firmado acordos de aquisição de gás com outros fornecedores substitutos¹⁷. Os esforços dos países da UE para substituir o gás russo em conjunto com uma procura reduzida devido a condições meteorológicas amenas, conduziram a um aumento acentuado das existências de gás na Europa, o que ajudou a reduzir os preços. Em retaliação, no decurso de abril e maio de 2022, a Rússia deixou de entregar gás à Polónia, Bulgária, Finlândia, Dinamarca e aos Países Baixos, uma vez que se recusaram a ceder às suas exigências de pagamento do abastecimento de gás em rublos. Em maio de 2022, a Rússia impôs sanções à parte polaca do gasoduto Yamal-Europa, que transporta gás para a Alemanha, bem como a uma unidade alemã da Gazprom, que se encontra sob controlo da autoridade de regulamentação da rede energética deste país desde abril.

Outros fatores também contribuíram para conter um pouco os preços das matérias-primas energéticas. A fim de mitigar os elevados riscos que a guerra na Ucrânia coloca à oferta mundial de energia, a Agência Internacional de Energia (AIE) anunciou planos para a maior libertação de reservas estratégicas de petróleo da sua história¹⁸. Além disso, a reintrodução pela China de confinamentos devido à pandemia de COVID-19 no início de 2022 exerceu inicialmente pressão em sentido descendente sobre a procura de produtos energéticos. Contudo, mais recentemente, as taxas de infeção por COVID-19 no país diminuíram significativamente e existem sinais de que a atividade económica melhorou em maio, com a procura mundial de petróleo a registar novo aumento.

Os preços mais elevados das matérias-primas energéticas intensificaram a pressão sobre os preços dos produtos energéticos no consumidor em fevereiro e março de 2022. A inflação dos preços dos produtos energéticos medida pelo IHPC aumentou para 32% em fevereiro e 44% em março, antes de descer ligeiramente para 38% em abril e 39% em maio (gráfico D, painel a)¹⁹. Os aumentos até março refletiram a forte subida mensal em cadeia das principais componentes dos produtos energéticos (combustíveis líquidos, eletricidade e gás), em resultado do aumento nos mercados mundiais de matérias-primas e da subida das margens de refinação²⁰.

¹⁷ Desde a invasão da Ucrânia pela Rússia, uma pequena percentagem das importações de gás foi substituída por um aumento das importações de outros fornecedores, como a Noruega. A Alemanha reduziu as suas importações de gás da Rússia de 55% para 45% e pretende tornar-se praticamente independente até 2024. A Itália anunciou que irá eliminar completamente as importações russas até ao final de 2024, adquirindo gás de outros fornecedores, como a Argélia. A Estónia, Letónia e Lituânia também deixaram de importar gás da Rússia no contexto dos esforços europeus para limitar a dependência da energia russa.

¹⁸ Em março, a AIE anunciou uma libertação estratégica de 60 milhões de barris, no total, das suas reservas, tendo os Estados Unidos fornecido 50%. Seguiu-se um segundo anúncio em abril, comunicando a libertação de 1,3 milhões de barris/dia num período de seis meses, com um milhão de barris/dia recebidos dos Estados Unidos.

¹⁹ O contributo dos combustíveis líquidos, eletricidade e gás foi de 22, 12 e 10 pontos percentuais, respetivamente, em março e de 17, 9 e 10 pontos percentuais em abril.

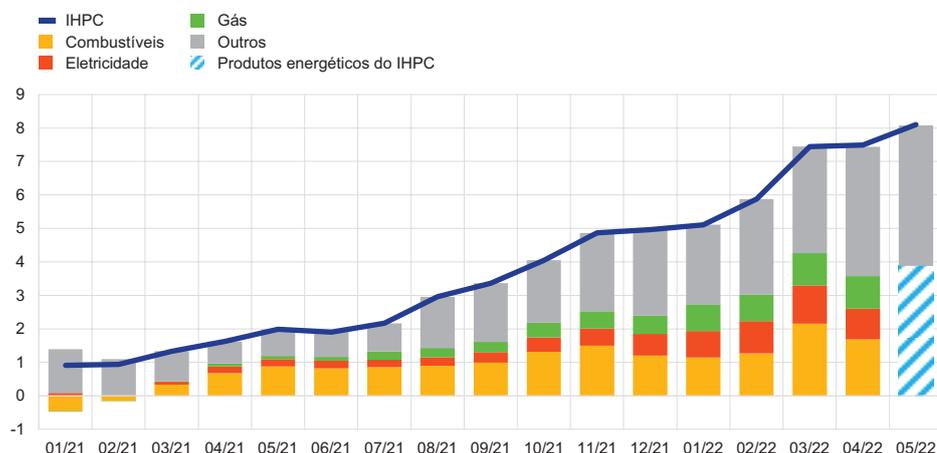
²⁰ Os preços por grosso da eletricidade na Europa são fortemente influenciados pelo preço do gás natural, sendo que a produção de eletricidade alimentada a gás é frequentemente a tecnologia marginal que fixa os preços por grosso da eletricidade. Ver também o artigo intitulado “Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices”, na versão em inglês da presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico D

Aumento da inflação dos preços dos produtos energéticos medida pelo IHPC limitado por medidas fiscais governamentais

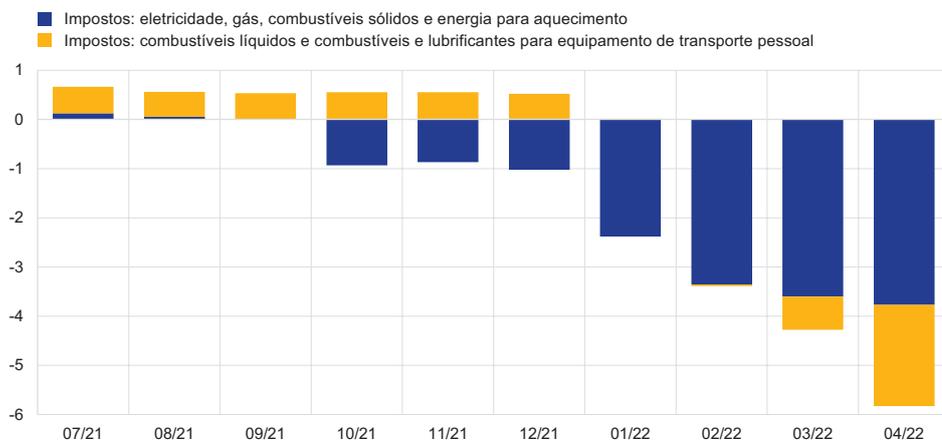
a) Contributo das componentes dos produtos energéticos no IHPC para a evolução global do IHPC

(percentagens; contributos em pontos percentuais)



b) Contributo das medidas fiscais para a redução da inflação dos preços dos produtos energéticos medida pelo IHPC

(em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O impacto das alterações dos impostos indiretos é calculado como a diferença entre a inflação dos preços dos produtos energéticos medida pelo IHPC e a inflação dos preços dos produtos energéticos medida pelo IHPC a taxas de imposto constantes, pressupondo uma transmissão plena e imediata dos impostos indiretos. As últimas observações referem-se a maio de 2022 para a inflação dos preços dos produtos energéticos medida pelo IHPC e os combustíveis e a abril de 2022 no que respeita a todas as outras rubricas.

A inflação dos preços dos produtos energéticos medida pelo IHPC manteve-se elevada em abril e maio de 2022, embora as pressões tenham registado um abrandamento não só devido à referida evolução dos preços das matérias-primas energéticas, mas também às medidas de mitigação aplicadas pelos governos. Muitos governos da área do euro proporcionaram apoio às famílias para compensar os preços elevados dos produtos energéticos. A maioria também reduziu os impostos sobre o consumo e as taxas do imposto sobre o valor acrescentado (IVA), o que teve um impacto direto em sentido descendente sobre os preços

no consumidor²¹. Em resultado das alterações registadas nos impostos indiretos em vários países somente a partir do outono de 2021, a inflação dos preços dos produtos energéticos foi atenuada em cerca de 4,3 pontos percentuais em março e 5,8 pontos percentuais em abril de 2022 (gráfico D, painel b)²².

²¹ Outras medidas implementadas incluem transferências (por exemplo, para famílias com baixos rendimentos) ou limites máximos aplicados aos preços no mercado por grosso. Estes não se refletem diretamente no IHPC.

²² Para um exemplo do modo como os impostos e as taxas contribuem para os níveis gerais dos preços dos produtos energéticos, ver o artigo intitulado “Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices”, na versão em inglês da presente edição do *Boletim Económico*.

O impacto da invasão da Ucrânia pela Rússia na atividade da área do euro através do canal de incerteza

Por Alina Bobasu e Roberto A. De Santis

A invasão da Ucrânia pela Rússia aumentou significativamente a incerteza na área do euro. Embora os preços muito elevados dos produtos energéticos e a nova escassez de oferta resultante da guerra sejam fatores observáveis que afetam a atividade económica, um terceiro fator não observável – o aumento associado da incerteza – desempenha também um papel importante. A literatura económica define um choque de incerteza como o resultado de um evento aleatório (como uma guerra) que diminui a previsibilidade das perspetivas económicas²³. Em resultado deste aumento da incerteza, a confiança económica diminui, conduzindo a cortes nas despesas esperadas das famílias e das empresas. A presente caixa tem por objetivo analisar as implicações macroeconómicas da maior incerteza na área do euro desencadeada pela invasão da Ucrânia, centrando-se no PIB, na procura interna (como o investimento das empresas e o consumo) e na evolução dos principais setores individuais (como a indústria transformadora e os serviços, assim como os bens duradouros e não duradouros).

A incerteza afeta a economia através de vários canais diferentes. Um dos canais frequentemente citados na literatura está relacionado com a “irreversibilidade do investimento”²⁴. O investimento é muitas vezes muito difícil de inverter, tendo em conta os custos fixos associados. Por conseguinte, a crescente incerteza pode levar as empresas a adiar e/ou a abdicar do investimento, a fim de tomar decisões de investimento mais bem informadas, assim que as perspetivas económicas sejam mais claras. Um segundo canal está associado às “poupanças por precaução”²⁵. Em resposta a um choque de incerteza (que pode afetar negativamente o rendimento futuro), as famílias procuram poupar mais e consumir menos. Um terceiro canal está relacionado com a interação entre a maior incerteza e as “fricções” financeiras (tais como restrições ao endividamento), que podem ter efeitos determinantes na atividade económica, com as condições financeiras para as empresas e as famílias normalmente a apresentarem uma tendência de deterioração após um choque de incerteza²⁶.

Para identificar choques de incerteza, utiliza-se um modelo de vetores autorregressivos estruturais (*Structural Vector Autoregression – SVAR*) com restrições de sinal e narrativa (gráfico A). Têm sido utilizadas várias abordagens para identificar esses choques na literatura. Pressupõe-se tipicamente que alterações

²³ Ver Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., [Measuring Uncertainty](#), *American Economic Review*, Vol. 105, n.º 3, 2015, pp. 1177-1216; e Scotti, C., [Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises](#), *Journal of Monetary Economics*, Vol. 82, 2016, pp. 1-19.

²⁴ Ver Bloom, N., [The impact of uncertainty shocks](#), *Econometrica*, Vol. 77, n.º 3, 2009.

²⁵ Ver Basu, S. e Bundick, B., [Uncertainty shocks in a model of effective demand](#), *Econometrica*, Vol. 85, n.º 3, 2017.

²⁶ Ver Christiano, L.J., Motto, R. e Rostagno, M., [Risk shocks](#), *American Economic Review*, Vol. 104, n.º 1, 2014; e Gilchrist, S., Sim, J.W. e Zakrajšek, E., [Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics](#), *NBER Working Papers*, n.º 20038, 2014.

súbitas em variáveis que não sejam a incerteza não afetam contemporaneamente a incerteza²⁷. No entanto, a causalidade pode funcionar em ambas as direções: por exemplo, os choques de incerteza afetam a atividade económica, mas os choques adversos no produto (ou seja, choques negativos sobre a procura) deverão também aumentar a incerteza. A presente caixa identifica choques de incerteza utilizando um modelo SVAR com restrições de sinal e narrativa, que considera esta relação contemporânea entre variáveis. Mais especificamente, o modelo incorpora o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), o PIB mensal interpolado, a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos, os diferenciais das obrigações de empresas e o Indicador Compósito de Stress Sistémico (*Composite Indicator of Systemic Stress – CISS*)²⁸. Este último é utilizado para identificar choques de incerteza através de restrições de narrativa, partindo do pressuposto que o choque de incerteza explica a maior parte da dinâmica do CISS em setembro de 2001 (o ataque terrorista ao World Trade Center em Nova Iorque) e em agosto de 2007 (a crise do crédito interbancário)²⁹.

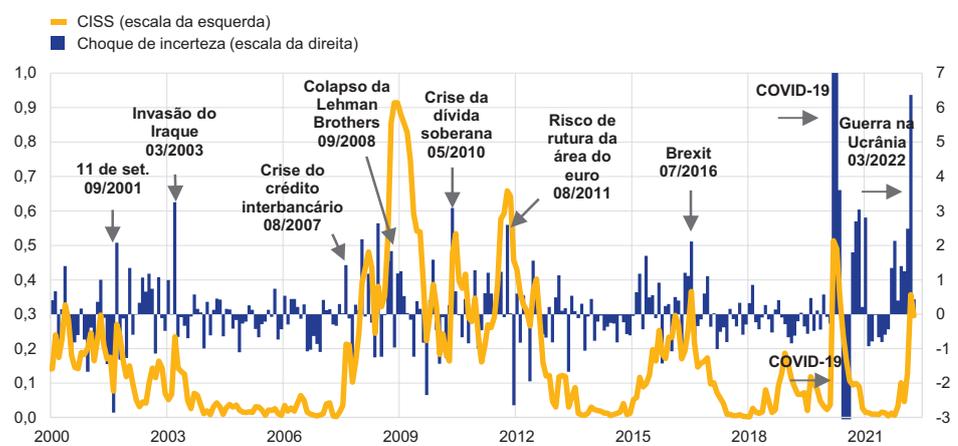
²⁷ Relativamente aos Estados Unidos, ver Bloom (2009, op. cit.), Jurado et al. (2015, op. cit.) e Scotti (2016, op. cit.). Relativamente à área do euro, é utilizada uma abordagem de Choleski na caixa intitulada [Impacto do recente aumento da incerteza sobre a atividade económica na área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2020. Para uma comparação pormenorizada do quadro-padrão de Choleski e de uma abordagem que utiliza vetores autorregressivos estruturais (SVAR) com uma variável aproximada (*proxy*), ver Bobasu, A., Geis, A., Quaglietti, L. e Ricci, M., [Tracking global economic uncertainty: implications for the euro area](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2541, BCE, 2021.

²⁸ Para mais informações sobre este índice, ver Holló, D., Kremer, M. e Lo Duca, M., [CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1426, BCE, 2012.

²⁹ Bloom (2009, op. cit.) refere-se ao ataque terrorista de 11 de setembro de 2001 como um acontecimento crucial de incerteza. Na crise do crédito interbancário de agosto de 2007, problemas de liquidez graves afetaram os mercados financeiros, na sequência da decisão do BNP Paribas, em 9 de agosto de 2007, de congelar três fundos expostos ao mercado hipotecário de alto risco (*subprime*) dos Estados Unidos. Nessa altura, os investidores reconheceram a necessidade – e a sua incapacidade – de avaliar quais os intermediários detentores de instrumentos de crédito hipotecário se encontravam presos a componentes tóxicas. O mesmo desafio foi aplicado ao mercado para os acordos de recompra (*repos*), em que os agentes económicos utilizavam estes instrumentos como garantia de empréstimos de curto prazo. O mercado interbancário, que proporciona liquidez aos bancos em todo o mundo, “secou”, em grande medida, devido ao receio do desconhecido.

Gráfico A O CISS e os choques de incerteza

(escala da esquerda: índice CISS (0 = nível mais baixo de tensão financeira; 1 = nível mais elevado); escala da direita: desvio-padrão)



Fontes: BCE e cálculos do BCE.

Notas: O modelo SVAR foi estimado para o período de janeiro de 1999 a dezembro de 2019, identificando os choques de pressão dos custos, da procura, da taxa de juro, financeiros e de incerteza. As variáveis incorporadas no modelo são o IHPC, o PIB interpolado mensal, a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos, os diferenciais das obrigações de empresas e o CISS. As restrições de sinal e narrativa estão em consonância com a abordagem adotada em Antolin-Díaz, J. e Rubio-Ramírez, J.F., *Narrative Sign Restrictions for SVARs*, *American Economic Review*, Vol. 108, n.º 10, 2018, pp. 2802-2829. As últimas observações referem-se a abril de 2022.

O modelo é estimado para o período de janeiro de 1999 a dezembro de 2019 (ou seja, com exclusão da crise do coronavírus, dado que as séries temporais macroeconómicas registaram grandes quebras estruturais após o início da pandemia). As elasticidades estimadas são então utilizadas para quantificar os choques de incerteza no período até abril de 2022. O modelo consegue captar os principais acontecimentos que conduziram a um aumento da incerteza, tais como a invasão do Iraque em março de 2003 e o colapso da Lehman Brothers em setembro de 2008, bem como episódios da crise da dívida soberana na área do euro. Os choques de incerteza estimados estão bem alinhados com acontecimentos políticos, geopolíticos e económicos do passado que estariam normalmente associados a elevados níveis de incerteza e, de forma similar, a recente intensificação da incerteza coincide com a guerra em curso na Ucrânia. O choque de incerteza em março de 2022, na sequência da invasão da Ucrânia pela Rússia, tem uma dimensão estimada de cerca de seis desvios-padrão, tornando-o o segundo maior choque na história (após o episódio de março e abril de 2020 provocado pela pandemia).

Os choques de incerteza afetam negativamente o PIB e a procura interna, com maior impacto no investimento das empresas do que no consumo. Uma vez identificados choques de incerteza utilizando o modelo SVAR, é possível utilizar um quadro de projeção “local” para estimar o impacto que esses choques têm no PIB da área do euro e nas respetivas componentes da procura, na taxa de poupança das famílias e no valor acrescentado nos setores da indústria transformadora e dos serviços³⁰. A abordagem de projeção local é tipicamente utilizada quando os choques são avaliados como exógenos às variáveis de interesse. O choque de

³⁰ A técnica envolve a regressão de informação contemporânea sobre variáveis de interesse em períodos sucessivos no futuro, ver Jordà, O., “Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections”, *American Economic Review*, Vol. 95, n.º 1, 2005, pp. 161-182.

incerteza estimado no período de fevereiro a abril de 2022 deverá reduzir o PIB da área do euro face ao nível projetado pelo modelo na ausência de choques (o nível de “tendência”), atingindo um valor mínimo de cerca de 0,7% no quarto trimestre de 2022 (gráfico B, painel a). O aumento da incerteza deverá pesar sobre as decisões de despesa das famílias e das empresas, com a taxa de poupança das famílias a aumentar cerca de 0,4 pontos percentuais no terceiro trimestre de 2022. Espera-se que a incerteza elevada tenha um impacto mais forte no investimento das empresas do que no consumo, com as duas componentes da procura a diminuir 1,1% e 0,5%, respetivamente, no quarto trimestre de 2022 face aos seus níveis de tendência.

A nível setorial, o choque de incerteza deverá afetar mais a indústria transformadora do que os serviços e ter um impacto mais forte nos setores produtores de bens com períodos de vida mais longos (gráfico B, painel b).

O maior impacto na indústria transformadora poderá dever-se ao facto de, em termos históricos, a produção na indústria transformadora ter sido mais suscetível a oscilações cíclicas e estar mais dependente de fatores de produção energéticos (que também apresentam uma volatilidade significativa nos vários ciclos). Analisando a composição do consumo, os bens duradouros são mais afetados por choques de incerteza do que os bens não duradouros, o que está em consonância com o facto de as despesas em bens duradouros poderem ser adiadas em resposta a choques adversos, uma vez que os *stocks* de bens duradouros podem ainda ser úteis tendo em conta os seus períodos de vida mais longos³¹. De facto, o efeito nos bens duradouros é três vezes superior à dimensão do impacto em bens não duradouros³². Em termos gerais, a guerra e o aumento dos preços dos produtos energéticos tornaram as perspetivas económicas mais incertas, em especial nos setores dependentes dos produtos energéticos e nos setores produtores de bens com períodos de vida mais longos.

³¹ Ver Browning, M. e Crossley, T.F., [Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss](#), *Journal of the European Economic Association*, Vol. 7, n.º 6, 2009, que mostra que, no curto prazo, as famílias podem reduzir a despesa total, sem uma queda significativa do bem-estar, se se concentrarem em diminuir a compra de bens duradouros.

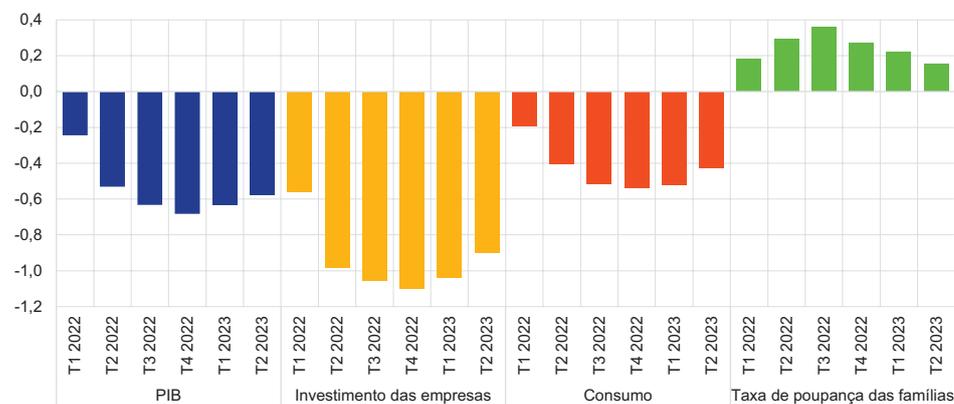
³² O inquérito da Comissão Europeia sobre a incerteza corrobora, em termos qualitativos, os resultados econométricos. O inquérito pede aos gestores e consumidores que indiquem a dificuldade que existe para fazer previsões sobre a sua situação empresarial e as finanças das famílias. Desde o início da guerra em fevereiro de 2022, a incerteza tem aumentado mais na indústria do que nos serviços. Os setores mais afetados têm sido a construção e a indústria transformadora. Em linha com as conclusões do modelo empírico, a incerteza no subsector dos bens duradouros tem sido mais afetada do que a incerteza no subsector dos bens não duradouros.

Gráfico B

Impacto macroeconómico do choque de incerteza associado à invasão da Ucrânia pela Rússia

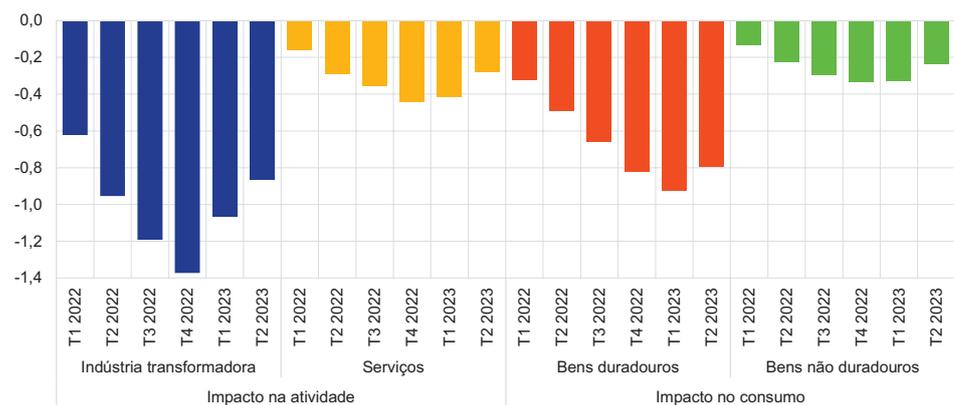
a) Impacto no PIB, no investimento das empresas, no consumo e na taxa de poupança das famílias

(percentagens e pontos percentuais; desvio face aos níveis de tendência)



b) Impacto na indústria transformadora, nos serviços e nos bens duradouros e não duradouros

(percentagens; desvio face aos níveis de tendência)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O impacto foi estimado através de um quadro de projeção local, utilizando o choque de incerteza identificado pelo modelo SVAR e controlando todas as variáveis incluídas nesse modelo. As elasticidades estimadas ao longo do período entre o primeiro trimestre de 2000 e o quarto trimestre de 2019 e a dimensão do choque de incerteza estimado entre fevereiro e abril de 2022 foram utilizadas para calcular o impacto global na atividade económica. O produto e os preços foram expressos utilizando taxas de crescimento trimestrais em cadeia, enquanto as variáveis financeiras foram expressas utilizando as primeiras diferenças trimestrais.

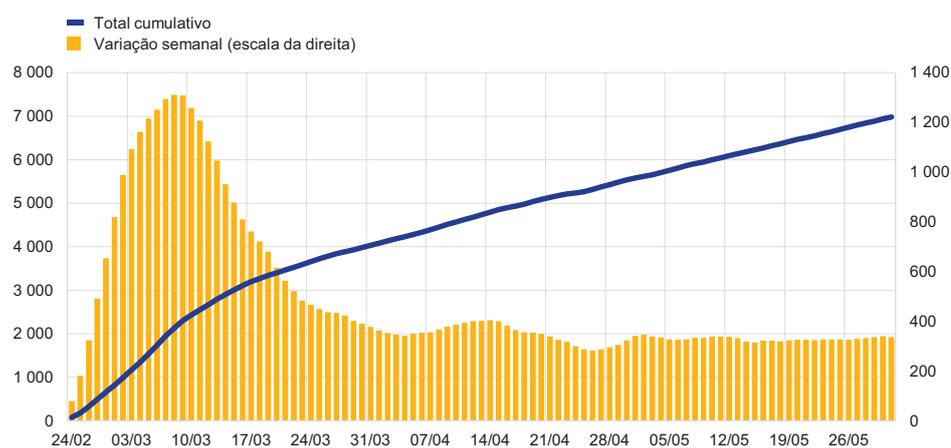
3 O impacto do afluxo de refugiados ucranianos na população ativa da área do euro

Por Vasco Botelho

A guerra na Ucrânia provocou a maior deslocação de cidadãos europeus desde a Segunda Guerra Mundial, com as mulheres e as crianças a constituírem a grande maioria dos refugiados³³. De acordo com o Alto Comissariado das Nações Unidas para os Refugiados (ACNUR), cerca de sete milhões de pessoas já atravessaram as fronteiras da Ucrânia (gráfico A)³⁴. Como mostra o gráfico A, em média, por semana, cerca de 330 000 refugiados estão atualmente a sair da Ucrânia para os países vizinhos. O ACNUR estima que, até ao final do ano, poderão ter fugido da Ucrânia um total de 8,3 milhões de refugiados e que até 25 milhões de pessoas poderão ficar deslocadas e necessitar de ajuda humanitária em resultado da guerra³⁵. Com base nesta estimativa, prevê-se que o número total de refugiados ucranianos continue a aumentar nas próximas semanas, dependendo em grande medida da duração e da gravidade da guerra. Embora o número total de refugiados ucranianos esteja a aumentar, um número significativo de pessoas – cerca de 2,1 milhões – reentrou temporariamente na Ucrânia. O ACNUR indica que estes movimentos transfronteiras podem ser pendulares e não devem ser considerados regressos permanentes, não tendo por isso sido deduzidos do valor bruto.

Gráfico A
Número de refugiados ucranianos que saem do país

(milhares)



Fontes: ACNUR e cálculos do BCE.

Notas: O número de refugiados ucranianos corresponde ao afluxo bruto de refugiados e não tem em conta os movimentos transfronteiras temporários. Também não tenta assimilar os cidadãos ucranianos deslocados internamente. As últimas observações referem-se a 31 de maio de 2022.

³³ Para uma comparação internacional nos últimos 60 anos, ver <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2022/03/25/after-a-month-of-war-ukrainian-refugee-crisis-ranks-among-the-worlds-worst-in-recent-history>.

³⁴ Total em 1 de junho de 2022; para atualizações diárias, ver <https://data2.unhcr.org/en/situations/ukraine>. O valor bruto de sete milhões representa 15,9% da população ucraniana de 44 milhões antes da guerra.

³⁵ Para mais informações e atualizações, ver <https://www.unhcr.org/refugeebrief/latest-issues>.

Prevê-se que uma percentagem significativa do número total de refugiados ucranianos chegue à área do euro (quadro A). Durante a crise dos refugiados da Síria em 2015, cerca de 75% de todos os refugiados que chegaram à Europa acabaram em países da área do euro. No entanto, é provável que os fluxos de refugiados sejam diferentes em 2022, uma vez que a Ucrânia é um país da Europa Oriental com fortes laços com os países vizinhos. Prevê-se que muitos refugiados permaneçam, em primeiro lugar, em países limítrofes da Ucrânia, dada a sua proximidade geográfica, antes de se deslocarem gradualmente para outros locais. O seu destino final será influenciado pela capacidade geral dos países para receber e acolher refugiados, bem como pelas comunidades ucranianas existentes, que poderão facilitar o processo de integração. Nos anos que antecederam a guerra, os migrantes ucranianos tenderam a instalar-se na Polónia (53%), na República Checa (9%), na Alemanha (8%) e na Hungria (8%), com 24% a instalarem-se na área do euro. No entanto, 75% do volume global de migrantes ucranianos vivem atualmente na área do euro, com números particularmente elevados em Itália (30%), Alemanha (18%) e Espanha (13%). Além disso, os países da área do euro demonstraram capacidade para acolher um número significativo de refugiados no último ano, representando 86% de todos os pedidos de asilo de primeira instância apresentados por cidadãos de países terceiros³⁶. Assim, existe uma comunidade ucraniana significativa que já vive na área do euro e as experiências recentes de outros refugiados, associadas ao facto de os países da área do euro disporem de meios económicos para receber refugiados, podem incentivar ainda mais refugiados ucranianos a instalarem-se na área do euro ao longo do tempo.

Quadro A

Anteriores padrões de migração de ucranianos e pedidos de asilo apresentados por cidadãos de países não pertencentes à UE-27

Área	Fluxos migratórios de ucranianos para a:	Número total de migrantes ucranianos na:	Pedidos de asilo apresentados por cidadãos de países não pertencentes à UE-27	Média normalizada
União Europeia (UE-25)	96%	95%	92%	92%
Área do euro (AE19)	24%	75%	86%	55%

Fontes: Eurostat, OCDE e cálculos do BCE.

Notas: Os valores apresentados no quadro são calculados em percentagem do total de fluxos, do número total de migrantes e dos pedidos recebidos pela UE-25 (sendo os dois países em falta a Bulgária e a Croácia, relativamente aos quais não existem dados disponíveis), pela Islândia, pela Noruega, pelo Reino Unido, pela Suíça e pela Turquia. Os valores relativos aos fluxos migratórios de ucranianos correspondem a médias para o período de 2017 a 2019; os valores relativos ao número total de migrantes ucranianos correspondem a médias para o período de 2017 a 2020; e os valores relativos às percentagens de pedidos de asilo apresentados por cidadãos de países não pertencentes à UE-27 correspondem a médias para o período de 2017 a 2020. As médias normalizadas têm em conta as diferenças na disponibilidade de dados a nível nacional, normalizando os pesos das várias regiões para os tornar comparáveis entre as medidas.

A percentagem de refugiados ucranianos que permanecem na área do euro a médio prazo dependerá da duração e da gravidade da guerra. Se os combates se tornarem mais prolongados ou mais intensos, o número de refugiados aumentará. Com base nos números atuais e na estimativa pontual efetuada pelo

³⁶ Trata-se de uma percentagem de todos os pedidos de asilo de primeira instância apresentados por cidadãos não pertencentes à UE-27 a países da UE-25 (sendo os dois países em falta a Bulgária e a Croácia por razões de disponibilidade de dados), à Islândia, à Noruega, ao Reino Unido, à Suíça e à Turquia. O destinatário da maior parte dos pedidos de asilo é a Alemanha (cerca de 38%), seguida da França (15%) e da Itália (11%). Em resultado do afluxo de refugiados em 2015, os pedidos de asilo de primeira instância aumentaram drasticamente em 2016 e 2017. Mais de metade desses refugiados (55%) instalaram-se na Alemanha, embora um grande número de refugiados tenha igualmente ocupado a Suécia, a Itália e a França (8% cada).

ACNUR, os cálculos efetuados na presente caixa pressupõem um valor entre cinco e dez milhões. Uma guerra mais longa e mais grave também reduzirá provavelmente a percentagem de refugiados que regressam à Ucrânia a médio prazo. Por conseguinte, o cenário de dez milhões de refugiados corresponde a uma guerra mais longa e mais grave, que faz subir o número total de refugiados e aumenta a probabilidade de estes permanecerem nos países de acolhimento a médio prazo.

A percentagem de refugiados em idade ativa será crucial para determinar o impacto na população ativa da área do euro. A Ucrânia impôs a lei marcial em todo o país quando a Rússia lançou a sua ofensiva em 24 de fevereiro, impedindo os homens entre os 18 e os 60 anos de abandonarem o país. Por conseguinte, as primeiras vagas de refugiados incluíram idosos, crianças e mulheres em idade ativa. No entanto, espera-se que as futuras vagas incluam também homens em idade ativa, assim que a lei marcial deixar de vigorar, aumentando gradualmente a percentagem de refugiados em idade ativa. Na presente caixa pressupõe-se que, a médio prazo, entre 50% e 75% dos refugiados que chegam à área do euro estarão em idade ativa. Este pressuposto baseia-se no facto de as mulheres representarem atualmente cerca de 80% de todos os refugiados entrevistados e de 80% das mulheres refugiadas viajarem com, pelo menos, um filho³⁷. Prevê-se que a percentagem de refugiados em idade ativa seja mais elevada se a guerra for mais prolongada e mais grave, com alguns homens em idade ativa a deslocarem-se para se juntarem às respetivas famílias no estrangeiro e a mudarem-se posteriormente para a área do euro³⁸. Por conseguinte, os cálculos sem uma análise aprofundada pressupõem uma correlação positiva entre a percentagem de refugiados em idade ativa e a duração e gravidade da guerra.

Apesar da rápida ação política das autoridades europeias, os obstáculos ao mercado de trabalho e outras fricções continuam a ser obstáculos significativos aos refugiados, dificultando a sua integração nos mercados de trabalho dos países de acolhimento, especialmente a curto prazo. Para os refugiados, o processo de acesso ao mercado de trabalho do país de acolhimento é geralmente moroso. Pode ser necessário conceder asilo aos refugiados (e, em alguns casos, uma autorização de trabalho), adquirir competências linguísticas e obter o reconhecimento das suas qualificações profissionais. A fim de atenuar os obstáculos à integração que os refugiados ucranianos enfrentam, a UE concordou em conceder proteção temporária às pessoas que fogem da guerra na Ucrânia, prestando assistência imediata e conferindo-lhes o direito de acesso ao mercado de

³⁷ Estes valores baseiam-se em dois inquéritos resultantes de uma parceria entre a ONU Mulheres e a Organização Internacional para as Migrações. Os resultados do primeiro inquérito podem ser consultados [aqui](#) e as principais mensagens do inquérito de acompanhamento podem ser consultadas [aqui](#). Estas conclusões foram corroboradas por um inquérito realizado na Alemanha entre 24 e 29 de março em nome do Ministério Federal do Interior, que concluiu que 84% dos refugiados ucranianos eram mulheres e que 58% das mulheres refugiadas tinham saído da Ucrânia acompanhadas de crianças. Os principais resultados desse inquérito podem ser consultados [aqui](#). O rácio de dependência da população ucraniana era de 49% em 2020, o que também foi utilizado para ajustar os valores, uma vez que implica que as pessoas com idades compreendidas entre os 15 e os 64 anos representam mais de 67% da população total.

³⁸ Uma guerra mais longa e mais grave implicaria também que os homens em idade ativa permanecessem na Ucrânia durante mais tempo, reduzindo o número de pessoas que se podem deslocar para o estrangeiro. Este efeito é tido em conta na parametrização. Dito isto, considera-se que, neste caso, as famílias teriam mais tempo para a deslocalização e integração noutra país de forma mais permanente.

trabalho. No início de maio, mais de 3,5 milhões de refugiados ucranianos tinham entrado na Polónia, enquanto mais de 400 000 se tinham registado na Alemanha, 200 000 na República Checa e 100 000 em Itália³⁹. No entanto, a inadequação das competências, competências linguísticas insuficientes, a falta de estruturas de acolhimento de crianças e problemas com o reconhecimento das qualificações podem constituir obstáculos à integração dos refugiados. Por exemplo, os dados alemães sobre o grande afluxo de refugiados observado entre 2014 e 2016 mostram uma integração muito gradual no mercado de trabalho ao longo do tempo, com apenas 17% dos refugiados em idade ativa a trabalhar após dois anos no país e menos de 50% após cinco anos. Estas taxas de emprego eram consideravelmente mais baixas para as mulheres (refletindo, em certa medida, as barreiras culturais nos países de origem dos refugiados)⁴⁰. A combinação da proximidade geográfica e cultural da Ucrânia com a proteção temporária que a UE concedeu aos cidadãos ucranianos deverá contribuir para reduzir a gravidade das inadequações institucionais e de competências, aumentando a participação dos refugiados ucranianos na população ativa a curto prazo⁴¹.

Assim, com base em dados sobre a integração de anteriores vagas de refugiados e adaptando-a à situação atual, prevê-se uma taxa de participação da população ativa a médio prazo entre 25% e 55% para os refugiados em idade ativa. O limite inferior deste intervalo (25%) baseia-se no nível de

integração observado em refugiados anteriores após estarem dois anos no país de acolhimento, com um ajustamento ascendente para refletir a proximidade cultural da Ucrânia e o impacto da rápida ação política da UE. O limite superior do intervalo (55%) reflete estimativas recentes para a taxa de participação das mulheres em idade ativa que migraram para a área do euro a partir de países não pertencentes à UE-27⁴².

De um modo geral, espera-se que o afluxo de refugiados ucranianos conduza a um aumento gradual da dimensão da população ativa da área do euro. De acordo com todos os pressupostos apresentados até ao momento, os cálculos sem uma análise aprofundada apontam para um aumento mediano entre 0,2% e 0,8% da

³⁹ Os dados relativos à Polónia refletem apenas as entradas no país e não os registos, tal como noutros países da UE. O registo implica a elegibilidade para o apoio ao rendimento e o eventual acesso ao mercado de trabalho da área do euro. Para mais informações e atualizações, ver <https://cream-migration.org/ukraine-detail.htm?article=3573>. Alguns artigos de notícias comunicaram números mais elevados, estimando que já entraram na Alemanha cerca de 610 000 refugiados. Além disso, tanto o Eurostat como o ACNUR começaram recentemente a comunicar o número de refugiados que entram nos países europeus e que efetuam o registo temporário de proteção. Até ao início de junho, havia o registo de mais de 4,7 milhões de refugiados da Ucrânia em toda a Europa e mais de 2,9 milhões de refugiados da Ucrânia efetuaram o registo de proteção temporária.

⁴⁰ Para mais informações, ver <https://doku.iab.de/kurzber/2020/kb0420.pdf> (em alemão). Os oito países de origem mais comuns para os requerentes de asilo que entraram na Alemanha entre 2014 e 2016 foram o Afeganistão, a Eritreia, o Irão, o Iraque, a Nigéria, o Paquistão, a Somália e a Síria.

⁴¹ Cerca de 18% da população ucraniana fala inglês a um certo nível, encontrando-se o país em 40.º lugar, em 2021, em termos do índice de proficiência inglesa da EF, com um nível moderado de proficiência inglesa. Para mais pormenores, ver o relatório EF EPI 2021. No que respeita às qualificações, os dados do Banco Mundial relativos a 2014 mostram que mais de 80% da população ucraniana estava inscrita no ensino superior, mais do que na Alemanha (74% em 2019), em França (68% em 2019) ou em Itália (66% em 2019).

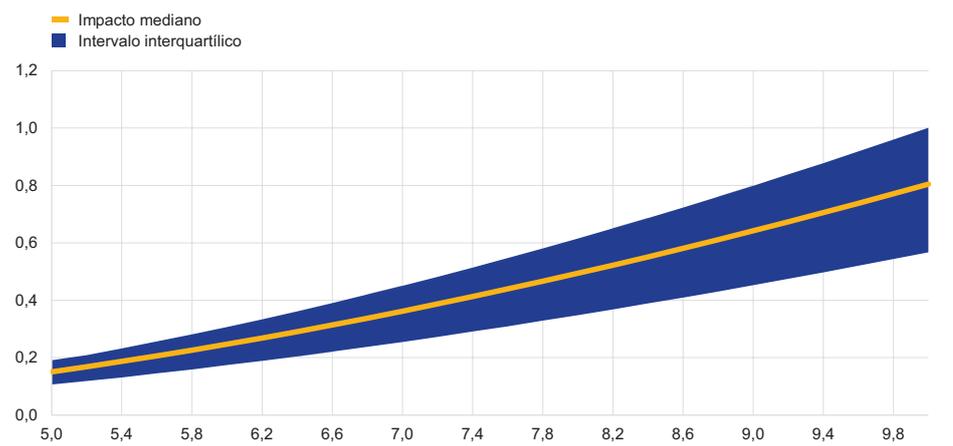
⁴² Este intervalo de parametrização está dentro do intervalo de taxas de emprego observadas para os refugiados ao longo do tempo, tendo em conta a probabilidade de uma integração mais rápida do que em vagas anteriores de refugiados, devido à maior proximidade geográfica e cultural da Ucrânia à área do euro e à rápida ação política da UE, mas continua a refletir os elevados níveis de incerteza quanto à integração dos refugiados ucranianos no mercado de trabalho da área do euro a médio prazo. Por conseguinte, aplica-se a todos os cenários, independentemente da gravidade da guerra.

população ativa da área do euro no médio prazo (gráfico B). Tal corresponde a um aumento de 0,3 a 1,3 milhões da dimensão da população ativa da área do euro em resultado da crise dos refugiados ucranianos⁴³.

Gráfico B

Potencial impacto a médio prazo dos refugiados ucranianos na população ativa da área do euro

(eixo dos x: número de refugiados ucranianos em milhões; eixo dos y: refugiados ucranianos em percentagem da população ativa)



Fontes: Nações Unidas, Eurostat, OCDE, Banco Mundial e cálculos do BCE.

Notas: A percentagem de refugiados ucranianos na população ativa baseia-se na população ativa da área do euro entre os 15 e os 74 anos em 2019. O intervalo interquartilico representa diferentes parâmetros do cálculo sem uma análise aprofundada, com base em intervalos viáveis para a percentagem de refugiados ucranianos que se instalam na área do euro (tal como identificados no quadro A) e a participação no mercado de trabalho dos refugiados em idade ativa (que se situa entre 25% e 55% e tem em conta as diferenças entre as taxas de integração dos refugiados no mercado de trabalho da área do euro). Estas estimativas têm igualmente em conta as diferenças em termos de percentagem de refugiados em idade ativa no total de refugiados e refletem o facto de a percentagem de refugiados que regressam à Ucrânia a médio prazo estar negativamente correlacionada com a duração e a gravidade da guerra.

O aumento da oferta de trabalho resultante do afluxo de refugiados ucranianos poderá diminuir ligeiramente a restritividade observada no mercado de trabalho da área do euro. Se conseguirem encontrar emprego sem um longo processo de integração, os refugiados ucranianos poderão ajudar o mercado a responder à atual procura dinâmica de mão de obra e a fazer face ao agravamento da escassez de competências. No entanto, os elevados níveis de incerteza em torno da trajetória futura da guerra tornam mais difícil avaliar e quantificar com rigor o impacto final. Fora do âmbito restrito da presente caixa, existem também outras implicações importantes do afluxo de refugiados ucranianos para os recursos orçamentais, a habitação e a prestação de serviços públicos nos países da área do euro.

⁴³ Estes valores medianos pressupõem que 55% do número total de refugiados se instalam na área do euro. O gráfico B mostra a forma como o intervalo estimado é afetado por variações na percentagem de refugiados que se instalam na área do euro, indicando tanto o intervalo mediano como o intervalo interquartilico para as 936 parametrizações utilizadas nos cálculos.

4 Impacto das alterações climáticas na atividade e nos preços – informações obtidas num inquérito a empresas líderes

Por Friderike Kuik, Richard Morris e Yiqiao Sun

A presente caixa resume as informações obtidas num recente inquérito do BCE a empresas líderes sobre o impacto das alterações climáticas na atividade económica e nos preços. O inquérito foi estruturado em três partes e abrangeu questões relacionadas com o impacto das alterações climáticas nas empresas e das medidas e políticas conexas. Na primeira parte, convidou-se as empresas a identificarem, por palavras próprias, i) o principal impacto nas suas atividades das alterações climáticas e das medidas de adaptação e mitigação conexas, ii) os principais desafios que enfrentam na transição para uma economia com zero emissões líquidas e iii) as políticas relacionadas com o clima que preveem ter o maior impacto – e quais as que poderiam ajudar a sua empresa a enfrentar a transição⁴⁴. Na segunda parte do inquérito, pediu-se às empresas que indicassem se concordavam ou discordavam de várias afirmações sobre a forma como as alterações climáticas e as medidas de adaptação e mitigação conexas afetariam a sua atividade. Na terceira parte, foi-lhes solicitado que avaliassem, em termos qualitativos, o impacto das alterações climáticas no seu investimento, emprego, produtividade, custos e preços, distinguindo entre o impacto “até agora” e o impacto “durante” e “após” a transição para uma economia com zero emissões líquidas. O inquérito foi realizado no início de 2022, tendo sido recebidas respostas de 90 grandes empresas, na sua maioria multinacionais, com as quais o BCE mantém contactos no âmbito da recolha regular de informações empresariais⁴⁵. O quadro A apresenta uma repartição da amostra do inquérito por setor de atividade.

Quando questionados sobre o principal impacto das alterações climáticas na sua atividade, cerca de dois terços dos inquiridos descreveram os riscos associados à transição para zero emissões líquidas, ao passo que metade deles apontou igualmente para riscos decorrentes de um clima em mutação.

As empresas que operam em setores com emissões elevadas de carbono destacaram em especial os riscos de transição, quer devido à produção própria quer à dos seus fornecedores ou utilizadores dos respetivos produtos⁴⁶. Esses riscos estão relacionados, em particular, com os custos e os desafios tecnológicos inerentes à transição para modos de produção mais limpos. No entanto, cerca de 40% dos inquiridos também descreveram oportunidades que poderiam surgir para

⁴⁴ As medidas de adaptação referem-se a medidas tomadas pelas empresas para se adaptarem às alterações climáticas e aos seus efeitos. As medidas de mitigação referem-se a medidas tomadas para reduzir as emissões com o objetivo de conter as alterações climáticas.

⁴⁵ O inquérito a empresas líderes teve lugar no contexto do diálogo do BCE com as empresas não financeiras, sendo um inquérito especial, em acréscimo às rondas regulares de inquéritos. O inquérito regular encontra-se descrito em [The ECB's dialogue with non-financial companies](#), *Boletim Económico*, n.º 1, BCE, Frankfurt am Main, 2021.

⁴⁶ Os riscos de transição referem-se aos riscos associados à mitigação das alterações climáticas, por exemplo através de políticas climáticas, mudanças tecnológicas ou alterações de preferências e comportamentos.

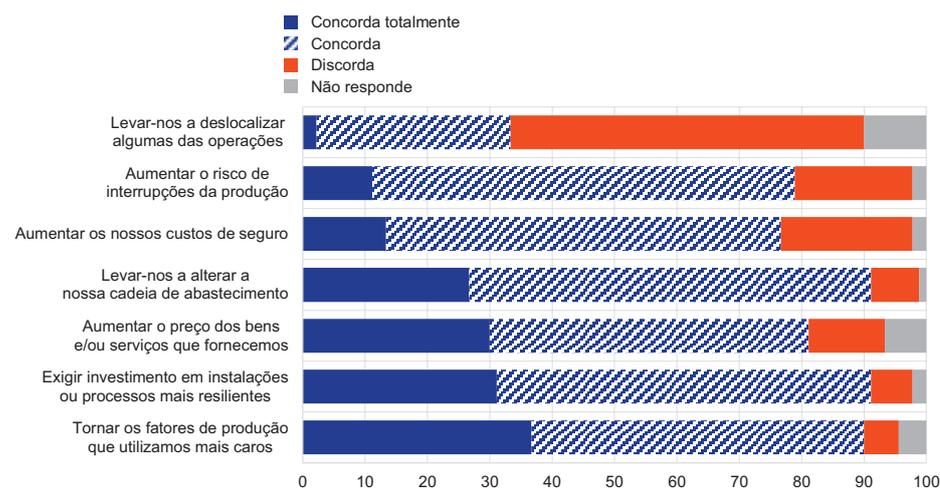
as suas empresas, quer porque as empresas já investiram em produtos alternativos e hipocarbónicos, quer porque os bens e serviços que fornecem contribuem para a redução das emissões de outras empresas. Os riscos físicos mencionados vão desde os riscos relacionados com o aprovisionamento de matérias-primas até à integridade das instalações de produção, das infraestruturas, das cadeias de abastecimento, da logística e do bem-estar dos trabalhadores⁴⁷. Tendo em conta o potencial de danos em ativos físicos e infraestruturas, esses riscos físicos assumem particular importância para as empresas que dependem do setor agrícola ou que nele operam, para as empresas do setor da indústria transformadora com cadeias de abastecimento (a nível mundial) potencialmente vulneráveis, para as empresas do setor da construção e para as empresas do setor dos transportes.

Os inquiridos esperam que as alterações climáticas e a adaptação da sua empresa às mesmas aumentem os diferentes tipos de pressão sobre os custos (gráfico A). O inquérito testou esta situação recorrendo a um conjunto de afirmações com as quais as empresas poderiam concordar ou discordar. Mais de 90% dos inquiridos concordaram que as alterações climáticas e a adaptação da respetiva empresa a essas alterações exigiriam investimentos em novas instalações ou processos e mudanças na cadeia de abastecimento, além de tornar os fatores de produção mais caros. Mais de três quartos das empresas concordaram que os seus custos de seguro aumentariam devido às alterações climáticas e que existia um risco acrescido de interrupções da produção. Um terço das empresas incluídas na amostra manifestou concordância, quando questionadas se as alterações climáticas levariam a uma deslocalização de algumas operações da empresa.

Gráfico A

Impactos selecionados nas empresas das alterações climáticas e das medidas de adaptação conexas

(percentagens de respostas)



Fonte: BCE.

Notas: Perguntou-se às empresas se concordavam totalmente, concordavam ou discordavam de que "as alterações climáticas e/ou a nossa adaptação às mesmas irá [+ afirmação]". Por instalações ou processos "mais resilientes" entende-se instalações ou processos menos expostos a riscos relacionados com as alterações climáticas, como os fenómenos meteorológicos extremos.

⁴⁷ Os riscos físicos referem-se aos riscos associados a um clima em mutação, tanto através de alterações climáticas graduais como de uma crescente frequência e intensidade de fenómenos extremos.

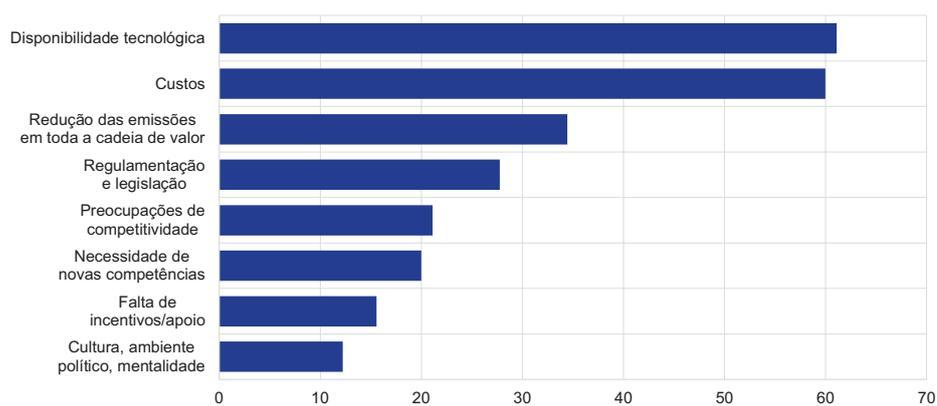
Os principais desafios decorrentes da transição para uma economia com zero emissões líquidas mencionados pelos inquiridos incluem a disponibilidade de novas tecnologias e de novos fatores de produção e, em seguida, os custos.

O gráfico B classifica as questões e os desafios mencionados pelos inquiridos em relação à transição. Cerca de 60% citaram desafios relacionados com a disponibilidade, salientando, em especial, a necessidade de uma implantação em larga escala da produção de eletricidade renovável, das linhas de transporte e da infraestrutura de carregamento de veículos elétricos. Mencionaram igualmente as necessidades de desenvolvimento e inovação, relacionadas, por exemplo, com o hidrogénio verde, as tecnologias de captura e armazenamento de carbono. Além disso, muitas empresas consideraram que o aprovisionamento e a reciclagem de matérias-primas e de materiais transformados hipocarbónicos constituíam um desafio, tendo em conta a procura crescente e as alternativas hipocarbónicas ainda subdesenvolvidas. Um número semelhante citou desafios relacionados com os custos. A este respeito, as empresas salientaram frequentemente que as alternativas hipocarbónicas implicam custos mais elevados ou são menos rendíveis do que as suas alternativas convencionais. A segunda maior preocupação prendia-se com as pressões sobre os custos causadas pelo aumento dos preços das matérias-primas, pelo investimento necessário e pela aquisição de energia limpa. Muitos inquiridos referiram também desafios relacionados com a ecologização da cadeia de valor ou a medição das emissões em toda a cadeia de valor, os desafios regulamentares e de comunicação de informações, as preocupações em matéria de competitividade mundial, a aquisição das competências necessárias da mão de obra, a falta de incentivos suficientes, a mentalidade e vontade para a transição por parte dos clientes ou dos trabalhadores.

Gráfico B

Categorização dos principais desafios citados pelas empresas na transição para zero emissões líquidas

(percentagens do total de respostas em que foi mencionado um desafio abrangido por cada categoria)



Fonte: BCE.

Notas: A categorização baseia-se na interpretação que os autores fazem das respostas escritas. As percentagens do total de respostas são indicadas para todos os tipos de desafios mencionados por 10% ou mais empresas inquiridas.

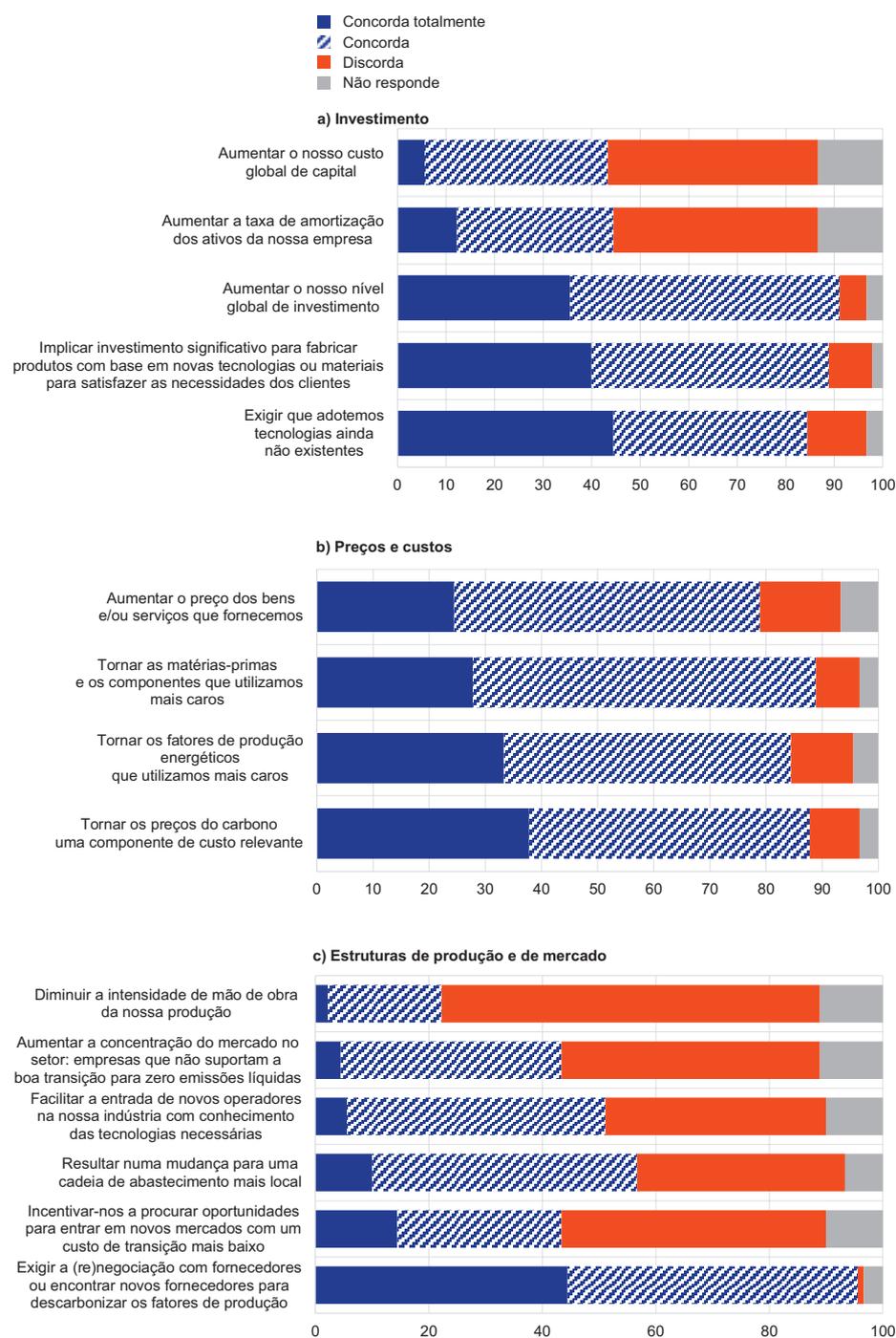
A maioria dos inquiridos concordou que a transição para uma economia com zero emissões líquidas exigiria um maior investimento, aumentaria os custos e faria subir os preços de venda das respetivas empresas (gráfico C). 80% ou mais concordaram que a mitigação das alterações climáticas exigiria que as suas empresas adotassem tecnologias ainda não existentes, que era necessário um investimento significativo para fabricar produtos com base em novas tecnologias ou materiais para satisfazer as necessidades dos clientes e que o nível global de investimento aumentaria devido aos esforços para atenuar as alterações climáticas. No entanto, uma percentagem ligeiramente inferior considerou que as alterações climáticas aumentariam o custo do capital ou aumentariam a taxa de amortização dos ativos da sua empresa. 80% ou mais dos inquiridos concordaram que a mitigação das alterações climáticas tornaria as matérias-primas e os componentes que utilizam mais caros, transformando os preços do carbono numa componente de custo relevante e tornando a energia que utilizam mais cara. Praticamente tantos outros concordaram que tal aumentaria o preço dos bens e/ou serviços que a sua empresa fornece.

Os pontos de vista foram mais divergentes quanto à medida em que as alterações climáticas seriam um catalisador de mudanças nas estruturas de produção e de mercado (gráfico C). Quase todas as empresas afirmaram que a mitigação das alterações climáticas exigia uma renegociação com os fornecedores ou que encontrassem novos fornecedores para descarbonizar os fatores de produção. Pouco mais de metade dos inquiridos considerou que a mitigação das alterações climáticas resultaria numa mudança para uma cadeia de abastecimento mais local. Cerca de metade afirmou que a transição para zero emissões líquidas incentivaria a sua empresa a entrar em novos mercados, fomentaria a entrada de novos operadores e/ou aumentaria a concentração do mercado no seu setor.

Gráfico C

Impactos selecionados nas empresas da transição para zero emissões líquidas

(percentagens de respostas)



Fonte: BCE.

Nota: Perguntou-se às empresas se concordavam totalmente, concordavam ou discordavam que "A mitigação das alterações climáticas (transição para zero emissões líquidas) irá [+ afirmação]".

Os inquiridos reconheceram amplamente a importância das políticas da União Europeia em matéria de clima (incluindo o Pacto Ecológico Europeu e o pacote Objetivo 55), suscitando muitas vezes questões específicas relacionadas com a conceção e a execução a nível setorial. Muitos salientaram a importância de um quadro regulamentar estável e a necessidade de coerência entre setores e regiões geográficas. Alguns manifestaram-se preocupados com o facto de a forma de interação entre os diferentes regulamentos poder ter efeitos negativos indesejados. A importância da proposta da UE de um Mecanismo de Ajustamento Carbónico Fronteiriço foi salientada por vários inquiridos, embora os pontos de vista se tenham dividido quanto à questão de saber se seria suficiente para assegurar condições de concorrência equitativas e conter o risco de fuga de carbono⁴⁸. Muitos inquiridos suscitaram a questão da tarifação do carbono: alguns entenderam que o preço do carbono mais elevado constituía uma pressão sobre os custos, ao passo que outros salientaram a importância de gerar incentivos adequados através de preços mais elevados do carbono.

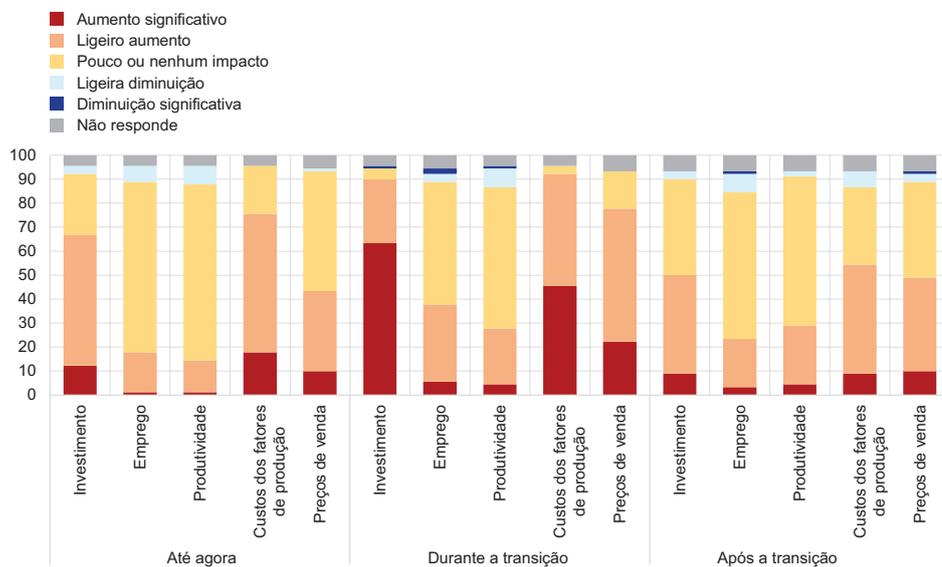
As respostas indicam que o impacto global das alterações climáticas e das políticas conexas será aumentar o investimento, os custos e os preços, especialmente durante a fase de transição (gráfico D). 70% dos inquiridos afirmaram que o investimento da sua empresa já era superior ao que teria sido por causa das alterações climáticas, embora apenas 10% tenham declarado ter sido significativamente mais elevado. Mais de 90% previram um investimento mais elevado durante a fase de transição e mais de dois terços esperavam que o aumento fosse significativo. Observa-se um padrão similar de respostas para os custos e preços dos fatores de produção. Quase 80% dos inquiridos afirmaram que os seus custos dos fatores de produção já tinham aumentado. Quase metade respondeu que os seus preços de venda já tinham aumentado em resultado das alterações climáticas ou das políticas climáticas, mas apenas uma pequena parte afirmou que estes aumentos já eram significativos. Esperava-se que o efeito sobre os custos dos fatores de produção e os preços de venda se intensificasse durante a transição.

⁴⁸ A fuga de carbono ocorre quando uma política climática rigorosa, destinada a reduzir as emissões num país, leva as empresas a deslocalizar a produção para outros países com políticas climáticas menos rigorosas, conduzindo a um aumento correspondente das emissões.

Gráfico D

Impacto global das alterações climáticas no investimento, no emprego, na produtividade, nos custos e nos preços até agora, durante e após a transição para zero emissões líquidas

(percentagens de respostas)



Fonte: BCE.

Nota: Solicitou-se aos inquiridos que avaliassem o impacto global das alterações climáticas em diferentes aspetos face a um cenário de base hipotético, sem quaisquer alterações climáticas ou políticas relacionadas com o clima.

Apenas uma pequena percentagem dos inquiridos esperava um aumento significativo do investimento, dos custos e dos preços devido às alterações climáticas após a transição (gráfico D). Tal sugere que as empresas preveem que grande parte, mas não a totalidade, do impacto no investimento, nos custos e nos preços se limitará ao próprio período de transição. Especificamente, mais de metade dos inquiridos considerou que o investimento, os custos e os preços seriam estruturalmente mais elevados após a transição, mas apenas uma pequena percentagem (cerca de 10%) esperava que fossem significativamente mais elevados. Além disso, os resultados sugerem que o impacto global ascendente no investimento e nos custos após a transição deverá, em média, ser ligeiramente inferior ao registado até agora. Em contraste, espera-se que o impacto ascendente nos preços de venda seja ligeiramente mais elevado.

Quadro A

Composição da amostra do inquérito por atividade principal das empresas

Atividades baseadas nas definições da NACE Rev. 2

Setor de atividade	Divisões da NACE Rev. 2	Número de empresas
Indústrias extrativas	5-9	2
Fabricação para as indústrias de produtos alimentares, bebidas e tabaco	10-12	6
Fabricação para as indústrias têxtil, do vestuário e do couro	14-16	2
Fabricação de pasta, de papel, de cartão, e indústria gráfica	16-18	3
Fabricação de produtos químicos e farmacêuticos	20-21	7
Fabricação de artigos de borracha, matérias plásticas e de outros produtos minerais não metálicos	22-23	7
Indústrias metalúrgicas de base e fabricação de produtos metálicos	24-25	7
Fabricação de equipamentos informáticos, equipamentos para comunicação, equipamentos e produtos eletrónicos e óticos	26-27	7
Fabricação de máquinas e equipamentos	28	6
Fabricação de equipamento de transporte	29-30	5
Outras indústrias transformadoras	32	1
Produção e distribuição de eletricidade, gás, vapor e ar frio	35	3
Construção	41-43	4
Comércio por grosso e a retalho	45-47	11
Transportes e armazenagem	49-53	8
Informação e comunicação	58-61	6
Serviços profissionais e administrativos	69-82	5

Fonte: BCE.

5 O setor privado prevê um episódio de estagflação?

Por Malin Andersson, Niccolò Battistini, Roberto De Santis e Aidan Meyler

O setor privado prevê atualmente um período de estagflação na área do euro?

Antes da guerra na Ucrânia, a reabertura da economia em 2021 enfrentava fatores adversos relacionados com perturbações persistentes nas cadeias de oferta e a inflação dos preços dos produtos tinha já aumentado⁴⁹. A guerra que eclodiu em fevereiro de 2022 tem exacerbado a dinâmica da inflação devido ao seu impacto nos preços dos produtos energéticos e aumentado a preocupação com as perspetivas para a atividade económica, o que está inevitavelmente associado a forças de estagflação no curto prazo. A sua ocorrência suscitou o debate entre comentadores económicos sobre a plausibilidade de um período prolongado de estagflação⁵⁰. A “estagflação” não tem uma definição única, mas está associada a uma ocorrência simultânea de estagnação do produto e de inflação persistentemente elevada. Para efeitos da presente caixa, um episódio de estagflação previsto cumpre três condições: 1) expetativas de inflação altas ou a aproximar-se de níveis incompatíveis com o objetivo do BCE de manutenção da estabilidade de preços de dois por cento, 2) as expetativas para a economia são de estagnação ou recessão e 3) prevê-se que ambas as condições se prolonguem por, pelo menos, dois anos (neste caso, até ao fim de 2023). Observa-se assim que as expetativas de estagflação estão relacionadas com a evolução a médio prazo do crescimento do PIB real e da inflação e não com a dinâmica de curto prazo da atividade económica e da inflação nos trimestres que se seguiram à invasão da Ucrânia pela Rússia.

Atualmente, a área do euro enfrenta um choque da oferta, semelhante ao choque de oferta de petróleo da década de 1970, que tem afetado as expetativas das famílias para o crescimento económico e a inflação.

Confrontados com o choque adverso adicional sobre a oferta causado pela guerra, os consumidores reviram acentuadamente as suas expetativas no tocante às perspetivas económicas gerais para o próximo ano. Tal encontra-se evidenciado nas opiniões das famílias que participaram no inquérito da Comissão Europeia aos consumidores entre fevereiro e maio de 2022. O inquérito revela que os consumidores da área do euro ajustaram as suas expetativas para a inflação no sentido ascendente e para a situação económica no sentido descendente (gráfico A). Como se compara com os inquéritos nacionais realizados aquando do episódio bem conhecido de estagflação na década de 1970? Este episódio foi desencadeado pela declaração de embargo petrolífero dos países da OPEP em outubro de 1973. As revisões recentes às expetativas das famílias em alguns países da área do euro são comparáveis às revisões que se verificaram em França

⁴⁹ Ver a caixa 7 intitulada [Fontes de perturbações nas cadeias de oferta e respetivo impacto na indústria transformadora da área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2021, e a caixa 1 intitulada [Estrangulamentos nas cadeias de abastecimento na área do euro e nos Estados Unidos: qual o ponto da situação?](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2022.

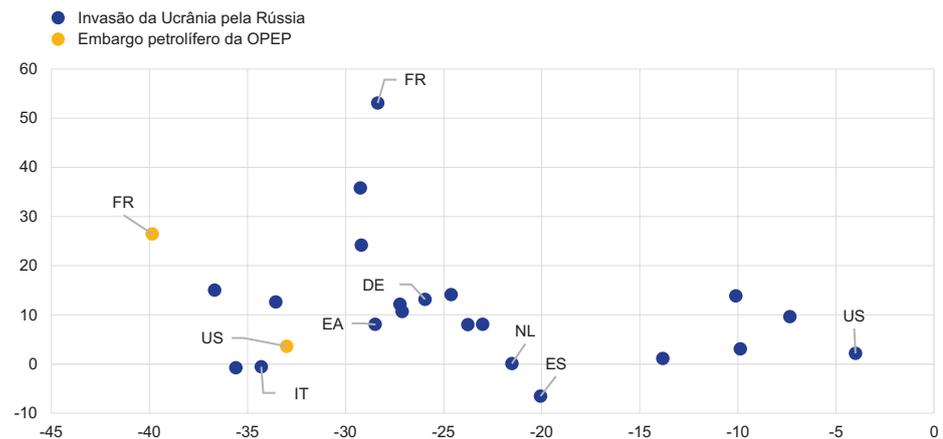
⁵⁰ Ver, por exemplo, Blanchard, O., [Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment](#), *Real Time Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, março de 2022, e Kilian, L., e Plante, M., [The Russian Oil Supply Shock of 2022](#), *Dallas Fed Economic*, Federal Reserve Bank of Dallas, março de 2022.

e nos Estados Unidos pouco tempo depois do embargo petrolífero. No entanto, é necessária alguma precaução na análise das implicações quantitativas do impacto do choque nos vários países e ao longo do tempo, visto que os inquéritos às famílias apenas fornecem informação qualitativa.

Gráfico A

Revisões às expetativas dos consumidores quanto aos preços no consumidor e à situação económica

(revisões às expetativas com 12 meses de antecedência; diferenças nos saldos em percentagem; eixo dos x: situação económica; eixo dos y: preços no consumidor)



Fontes: Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros da Comissão Europeia, Universidade do Michigan, Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE) e cálculos do BCE.

Notas: As revisões para a invasão da Ucrânia pela Rússia são de fevereiro a maio de 2022 (a abril de 2022 para os Estados Unidos) e para o embargo petrolífero da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) são de outubro de 1973 (novembro de 1973 para os Estados Unidos) a fevereiro de 1974. Os dados dos inquéritos a partir da década de 1970 estão disponíveis apenas para a França e os Estados Unidos.

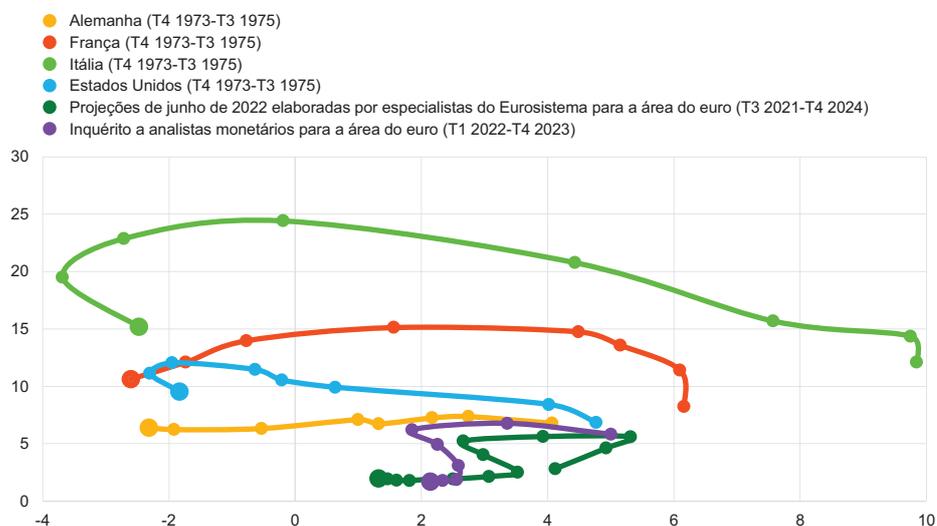
Ao contrário do que se verifica atualmente, os primeiros anos da década de 1970 caracterizaram-se por uma inflação persistentemente elevada dos preços e dos custos, num contexto de diminuição do crescimento e de subida do desemprego. Após o embargo petrolífero em outubro de 1973, a maioria dos países da área do euro de maior dimensão e os Estados Unidos observaram uma subida significativa da inflação, seguida de uma descida do produto real (gráfico B). Na Alemanha, a trajetória da inflação foi mais moderada, com a introdução, pelo Deutsche Bundesbank, de um objetivo quantitativo de crescimento monetário para ajudar a controlar a inflação após o colapso do sistema de Bretton Woods⁵¹. Ao contrário das expetativas no período atual, o choque do lado da oferta na década de 1970 também levou ao aumento do desemprego e dos custos unitários do trabalho em alguns dos países da área do euro de maior dimensão, ainda que, na Alemanha e nos Estados Unidos, o aumento dos custos unitários do trabalho tenha permanecido mais contido (gráfico C).

⁵¹ Ver, por exemplo, Issing, O., [Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany](#), *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, março/abril de 2005, 87 (2, Parte 2), pp. 329-35, e [The 'great inflation': lessons for monetary policy](#), *Boletim Mensal*, BCE, Frankfurt am Main, 2010.

Gráfico B

Inflação e crescimento do PIB real em 1973 e no presente

(taxas de variação homogêneas (%); por trimestre; eixo dos x: crescimento do PIB; eixo dos y: inflação)



Fontes: Deutsche Bundesbank, Institut national de la statistique et des études économiques, Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT), US Bureau of Labor Statistics, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico, BCE, base de dados das projeções do BCE e cálculos dos especialistas do BCE.

Nota: A última observação para cada região aparece representada por um marcador de maior dimensão, de modo a distingui-la das precedentes.

Gráfico C

Desemprego e custos unitários do trabalho após o choque dos preços do petróleo em 1973 e no presente

(eixo dos x: desemprego em percentagem da população ativa; eixo dos y: custo unitário do trabalho; taxa de variação homogênea (%), por trimestre)



Fontes: Haver, projeções de março de 2022 elaboradas por especialistas do BCE e cálculos do BCE.

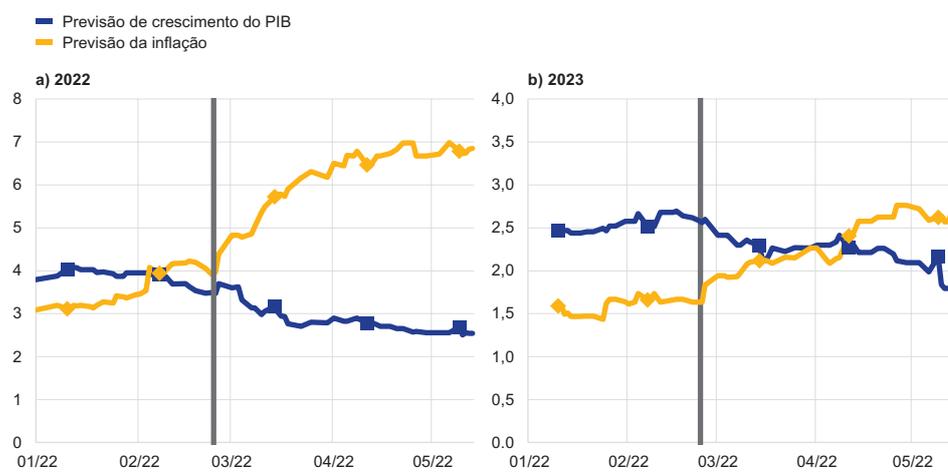
Nota: A última observação para cada região aparece representada por um marcador de maior dimensão, de modo a distingui-la das precedentes.

As previsões atuais dos especialistas mantêm-se longe de um cenário de estagflação. Tal acontece apesar de os inquiridos a analistas profissionais mais recentes, de abril e maio de 2022, por exemplo, da Consensus Economics, o Barómetro da Zona Euro, o inquérito do BCE a analistas monetários e o inquérito do BCE a analistas profissionais, apresentarem previsões mais altas para a inflação e mais baixas para o crescimento real, tanto para 2022, como para 2023, em comparação com o início do ano. As revisões das previsões são mais acentuadas para 2022 do que para 2023 (gráfico D). No entanto, para 2023, a previsão para o crescimento do PIB real da Consensus Economics mantém-se acima dos 2% e apenas três analistas esperam um crescimento abaixo de 1%⁵². Ainda que as previsões de inflação desde o eclodir da guerra apontem para valores acima dos 2%, em média, em 2023, a maioria dos analistas espera uma diminuição da inflação para valores inferiores a 2% no segundo semestre de 2023. Porém, a incerteza aumentou, assim como a dispersão das previsões. Os coeficientes de variação para as previsões da inflação e do crescimento aumentaram, respetivamente, mais de 30% e 50% desde o início da guerra.

Gráfico D

Expetativas de inflação e do crescimento do PIB de analistas do setor privado para 2022 e 2023

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Consensus Economics.

Notas: As linhas representam as "Replacement Basis Continuous Consensus Forecasts", calculadas todos os dias úteis entre as datas dos inquéritos mensais em regime de substituição (painel de inquiridos do mês anterior, com as previsões novas subsequentes ou revistas a substituir as antigas). Os quadrados e losangos indicam a "Consensus Forecast" média nos inquéritos mensais regulares da Consensus Economics. A linha vertical presente em cada gráfico refere-se à data da invasão da Ucrânia pela Rússia em 24 de fevereiro de 2022. As últimas observações referem-se a 6 de junho de 2022.

As várias diferenças entre a situação económica atual e a que se verificou na década de 1970 tornam menos provável o desenvolvimento de estagflação no presente. Primeiro, a dependência em relação ao petróleo diminuiu substancialmente, reduzindo o potencial impacto económico de choques sobre os preços do petróleo. Ao mesmo tempo, a dependência em relação ao gás aumentou substancialmente, de modo que os choques externos sobre os preços do gás têm agora um papel mais proeminente. Segundo, o risco de efeitos de segunda ordem na inflação diminuiu, apesar da grande restritividade do mercado de trabalho,

⁵² Importa sublinhar que nenhum analista prevê a denominada recessão técnica (ou seja, dois trimestres consecutivos de crescimento negativo do PIB em termos trimestrais em cadeia) ao longo de 2022 e 2023.

dado que os regimes formais de indexação salarial são menos prevalentes e os trabalhadores se tornaram menos sindicalizados⁵³. Terceiro, as atuais projeções para o crescimento do PIB real ainda refletem parcialmente a recuperação da procura após a pandemia, que está a ser impulsionada não apenas pela flexibilização das restrições e a reabertura da economia, mas também pelo apoio em termos de políticas (por exemplo, o “NextGenerationEU” e os planos nacionais de execução). Com estas condições favoráveis, existe uma menor probabilidade de estagnação da atividade no médio prazo. Por último, quando comparada com as estratégias implementadas pelas diversas autoridades monetárias nacionais na década de 1970, a atual estratégia de política monetária da área do euro visa de forma mais clara ancorar as expectativas de inflação e reconduzir a inflação aos 2% no médio prazo⁵⁴.

⁵³ Ver a caixa intitulada [The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021.

⁵⁴ Para mais informações sobre a ancoragem das expectativas de inflação na área do euro, ver, por exemplo, Ehrmann, M., Fratzscher, M., Gürkaynak, R. S. e Swanson, E. T., [Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area](#), *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, Vol. 93(1), fevereiro de 2011, pp. 350-364. Para uma comparação com os Estados Unidos, ver Beechey, M. J., Johannsen, B. K., e Levin, A. T., [Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?](#), *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, Vol. 3, n.º 2, abril de 2011, pp. 104-129. Para uma comparação mais ampla com outras economias avançadas, ver Gürkaynak, R. S., Levin, A. T., Marder, A. N., e Swanson, E. T., [Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the western hemisphere](#), *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2007, pp. 25-47. Para mais informações sobre a relação entre política monetária e indexação salarial, ver Hofmann, B., Peersman, G., e Straub, R., [Time variation in U.S. wage dynamics](#), *Journal of Monetary Economics*, Vol. 59, n.º 8, 2012, pp. 769-783.

6 A subida acentuada da inflação dos preços dos produtos alimentares na área do euro e o impacto da guerra entre a Rússia e a Ucrânia

Por Katalin Bodnár e Tobias Schuler

A inflação dos preços dos produtos alimentares medida pelo IHPC da área do euro atingiu um novo máximo histórico em maio de 2022, à medida que as pressões já existentes sobre os preços no setor dos produtos alimentares se intensificavam na sequência da invasão da Ucrânia pela Rússia. A guerra e as respetivas repercussões estão a prejudicar as importações de produtos energéticos e alimentares na área do euro e a contribuir para preços mais elevados a nível mundial. A situação está a exacerbar as pressões já existentes nos mercados de produtos alimentares mundiais e da área do euro. A presente caixa analisa a evolução recente da inflação dos preços dos produtos alimentares na área do euro e os canais através dos quais esta é afetada pela guerra entre a Rússia e a Ucrânia.

A inflação dos preços dos produtos alimentares medida pelo IHPC estava já a aumentar antes da invasão da Ucrânia pela Rússia (gráfico A). Os preços dos produtos alimentares podem ser um importante fator impulsor da inflação global medida pelo IHPC na área do euro, dado o peso elevado dos produtos alimentares no cabaz de consumo (ligeiramente acima de 20%) e a forte volatilidade da inflação dos preços dos produtos alimentares⁵⁵. A inflação homóloga dos preços dos produtos alimentares aumentou durante a primeira vaga da pandemia de coronavírus (COVID-19), devido a constrangimentos no abastecimento, mas diminuiu subsequentemente. Posteriormente, a inflação dos preços dos produtos alimentares acelerou a partir do quarto trimestre de 2021, atingindo 3,5% em janeiro de 2022 e 7,5% em maio de 2022, o nível mais elevado desde o início da união monetária. Foram observados anteriores picos da inflação homóloga dos preços dos produtos alimentares no início de 2002 (5,6%), quando preocupações de saúde associadas a doenças animais exerceram pressões em sentido ascendente sobre os preços dos produtos alimentares não transformados⁵⁶, e em 2008 (6,1%), que refletiu uma subida dos preços mundiais das matérias-primas alimentares e dos fertilizantes⁵⁷. Em abril de 2022, a inflação dos produtos alimentares situou-se em 9,4% nos Estados Unidos e 6,7% no Reino Unido, o que significa que em ambos os países ultrapassou a da área do euro. Contudo, nos últimos três meses, a inflação homóloga dos produtos alimentares acelerou mais na área do euro (em 2,8 pontos percentuais desde janeiro de 2022) do que nas outras duas economias (2,4 pontos percentuais quer nos Estados Unidos quer no Reino Unido ao longo do mesmo período).

⁵⁵ Ver a caixa intitulada [Recent developments in euro area food prices](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2020.

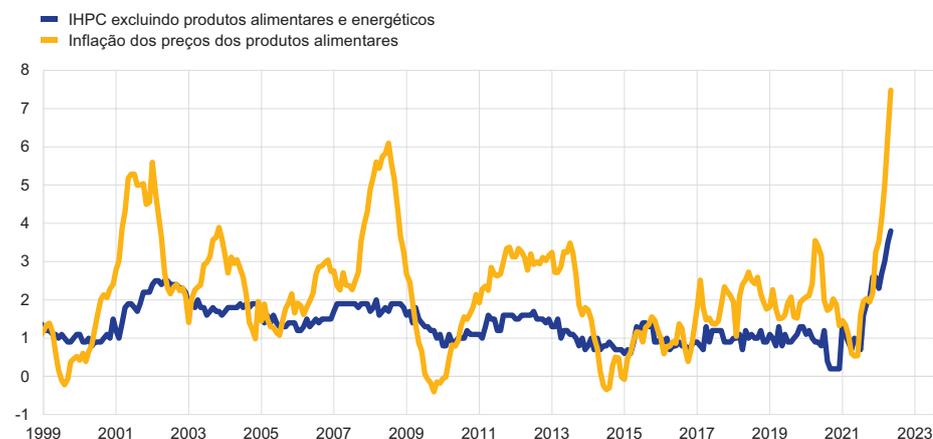
⁵⁶ Ver a caixa intitulada [Evolução recente dos preços dos produtos alimentares não transformados](#), *Boletim Mensal*, BCE, setembro de 2013.

⁵⁷ Ver a caixa intitulada [Matérias-primas agrícolas e preços dos produtos alimentares no IHPC da área do euro](#), *Boletim Mensal*, BCE, junho de 2010.

Gráfico A

IHPC e inflação dos preços dos produtos alimentares na área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

O grande aumento da inflação dos produtos alimentares na área do euro observado desde meados de 2021 foi impulsionado sobretudo pela subida dos preços internacionais das matérias-primas alimentares e dos produtos energéticos, que aceleraram na sequência da invasão da Ucrânia pela Rússia (gráfico B). Os preços internacionais das matérias-primas alimentares subiram consideravelmente no segundo semestre de 2021, impulsionados primordialmente pelos preços mais elevados dos produtos energéticos, especialmente do gás natural⁵⁸. Os preços elevados dos produtos energéticos afetam a inflação dos produtos alimentares através de três canais. Primeiro, a produção agrícola e a transformação de alimentos têm uma alta intensidade energética. Por exemplo, a produção agrícola depende fortemente dos combustíveis para máquinas agrícolas, pelo que os preços mais elevados dos produtos energéticos tendem a ser transmitidos rapidamente a custos de produção mais elevados. Segundo, o gás natural é um fator de produção na produção de fertilizantes; deste modo, os preços mais elevados do gás aumentam os preços dos fertilizantes, acrescentando aos custos dos fatores de produção agrícolas. Terceiro, os crescentes custos de transporte afetam os preços dos produtos alimentares, tornando também mais dispendiosa a substituição de matérias-primas por outras oriundas de mais longe⁵⁹.

Os preços internacionais das matérias-primas alimentares também subiram em resultado de condições meteorológicas adversas nalgumas áreas. Além disso, um aumento dos custos de expedição relacionado com estrangulamentos nas cadeias de abastecimento mundiais acresceu às pressões sobre os preços.

⁵⁸ Ver a caixa intitulada [Evolução dos preços das matérias-primas energéticas e implicações para as projeções relativas à componente de preços dos produtos energéticos do IHPC](#), *Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema*, BCE, dezembro de 2021.

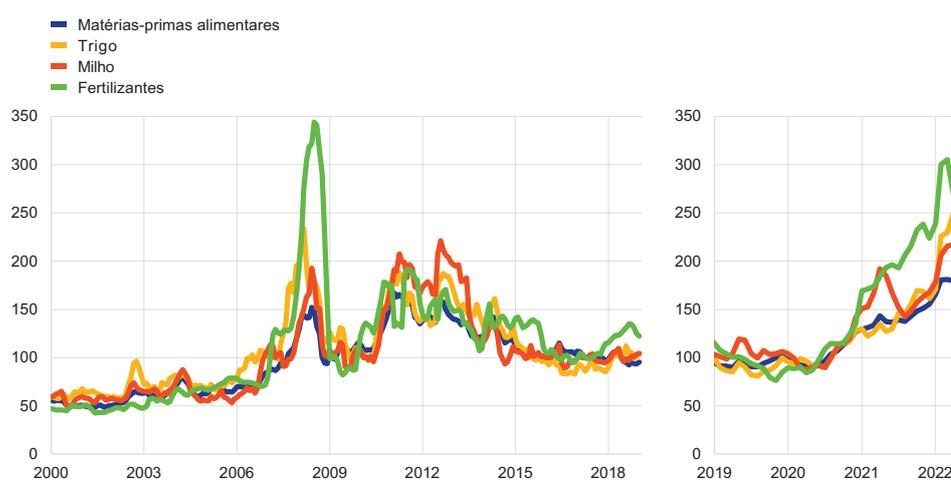
⁵⁹ Ver Monforti-Ferrario, F., Dallemand, J., Pinedo Pascua, I., Motola, V., Banja, M., Scarlat, N., Medarac, H., Castellazzi, L., Labanca, N., Bertoldi, P., Pennington, D., Goralczyk, M., Schau, E., Saouter, E., Sala, S., Notarnicola, B., Tassielli, G. e Renzulli, P., [Energy use in the EU food sector: State of play and opportunities for improvement](#), *JRC Science and Policy Report*, Serviço das Publicações da União Europeia, Luxemburgo, 2015.

Com a invasão da Ucrânia pela Rússia, os preços de algumas matérias-primas alimentares e energéticas subiram consideravelmente, refletindo o papel mundial dos países afetados enquanto importantes fornecedores de matérias-primas alimentares específicas⁶⁰. Os preços do trigo e do milho, em particular, aumentaram acentuadamente. Os preços mundiais dos fertilizantes também subiram face a níveis já elevados, resultando em preços quase 200% mais elevados do que há dois anos⁶¹.

Gráfico B

Preços mundiais das matérias-primas alimentares e dos fertilizantes

(índice: 2020 = 100)



Fontes: Hamburg Institute of International Economics (HWWI), Refinitiv e Banco Mundial.

Notas: As últimas observações referem-se a maio de 2022. As matérias-primas alimentares incluem cacau, café, milho, soja e trigo. Os preços dos fertilizantes referem-se ao fertilizante fosfato diamônico.

As fortes repercussões da guerra no setor dos produtos alimentares da área do euro são explicadas pelo seu impacto direto na produção e na capacidade de exportação da Ucrânia e pelas restrições ao comércio e pela maior incerteza na Ucrânia, Rússia e Bielorrússia. Primeiro, a Ucrânia introduziu uma proibição das exportações de determinados produtos alimentares⁶². A capacidade de produção do país será também afetada negativamente a mais longo prazo, uma vez que as culturas não podem ser plantadas ou colhidas em zonas diretamente afetadas pela guerra, os trabalhadores não estão disponíveis para a produção e as infraestruturas de produção e de transporte estão a ser danificadas. Segundo, o transporte de matérias-primas alimentares da Rússia tornou-se mais dispendioso devido ao aumento dos custos dos seguros⁶³. A oferta de petróleo e gás natural da Rússia também se tornou incerta, acrescentando à pressão em sentido ascendente sobre os custos dos fatores de produção dos setores de transformação de produtos

⁶⁰ No que se refere a matérias-primas energéticas, ver a caixa intitulada “O impacto da guerra na Ucrânia nos mercados energéticos da área do euro”, na presente edição do *Boletim Económico*.

⁶¹ As restrições às exportações de fertilizantes pela China podem acrescentar a estas pressões sobre os preços. Ver Bown, C.P. e Wang, Y., [China's recent trade moves create outside problems for everyone else](#), *RealTime Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, 25 de abril de 2022.

⁶² Incluindo centeio, cevada, trigo sarraceno, painço, açúcar, sal e carne.

⁶³ Ver [The importance of Ukraine and the Russian Federation for global agricultural markets and the risks associated with the current conflict](#), *Information Note*, Organização das Nações Unidas para a Alimentação e a Agricultura, 25 de março de 2022.

agrícolas e alimentares na UE. A Rússia, que é o maior exportador mundial de fertilizantes, também proibiu as exportações deste produto até agosto de 2022⁶⁴. Terceiro, a UE adotou novas sanções contra a Bielorrússia, proibindo totalmente a importação de potassa e combustíveis, entre outros produtos⁶⁵. Estas restrições ao comércio internacional de fertilizantes resultarão em novos aumentos de preços a nível mundial e na área do euro, enquanto a oferta reduzida poderá também afetar a produção mundial de culturas no futuro.

Embora a exposição global da área do euro à Rússia, Ucrânia e Bielorrússia seja limitada, existem exposições diretas significativas à região envolvida na guerra no que respeita a determinadas matérias-primas alimentares.

A UE é, em grande medida, autossuficiente em termos de produtos agrícolas, produzindo mais do que aquilo que consome⁶⁶. No que respeita ao comércio de produtos agrícolas e fertilizantes da área do euro, a maior percentagem é transacionada dentro da área do euro (57%), ao passo que a Rússia, a Ucrânia e a Bielorrússia representam, em conjunto, apenas 2% do total das importações da área do euro (gráfico C, painel a)⁶⁷. Desagregando as importações por produto, a área do euro importa uma grande percentagem de milho da região afetada (principalmente da Ucrânia), utilizado sobretudo em rações para animais (gráfico C, painel b). As importações de sementes oleaginosas, trigo e açúcar, principalmente da Ucrânia, são também significativas⁶⁸. Estas importações influenciam a inflação medida pelo IHPC dos produtos alimentares por via da cadeia de valor e, dado que a oferta destes bens específicos nos mercados mundiais é restrita, restrições adicionais na distribuição poderão fazer subir consideravelmente os preços. Por exemplo, as famílias podem substituir o óleo de girassol por outros óleos e gorduras de vegetais ou animais, mas é também utilizado em vários produtos alimentares transformados, pelo que a redução da oferta tem um grande impacto. A oferta reduzida de rações para animais pode também afetar o fornecimento e os preços da carne. Além disso, a área do euro importa mais de um quarto dos fertilizantes que utiliza da região afetada, que é difícil de substituir recorrendo a outras fontes.

⁶⁴ Ver Weil, P. e Zachmann, G., [The impact of the war in Ukraine on food security](#), publicação em blogue, Bruegel, 21 de março de 2022.

⁶⁵ Ver Guarascio, F., [EU bans 70% of Belarus exports to bloc with new sanctions over Ukraine invasion](#), Reuters, 2 de março de 2022.

⁶⁶ Ver [Short-term outlook for EU agricultural markets in 2022](#), n.º 32, Comissão Europeia, primavera de 2022.

⁶⁷ No que se refere às importações extra-área do euro de produtos agrícolas, a Rússia representa 1,7%, a Ucrânia 2,6% e a Bielorrússia 0,1%.

⁶⁸ Chipre, Portugal e Países Baixos são os países da área do euro mais expostos às importações de trigo da Ucrânia.

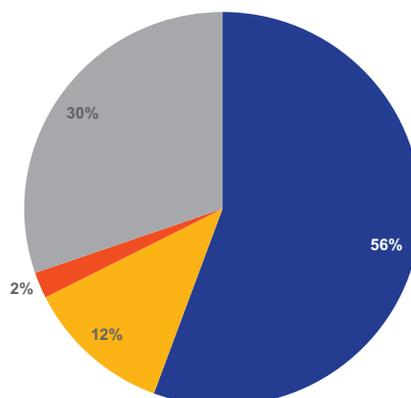
Gráfico C

Exposição da área do euro às importações de produtos agrícolas e fertilizantes provenientes da Rússia, Ucrânia e Bielorrússia

a) Composição das importações de produtos alimentares e fertilizantes da área do euro

(percentagens do total de importações)

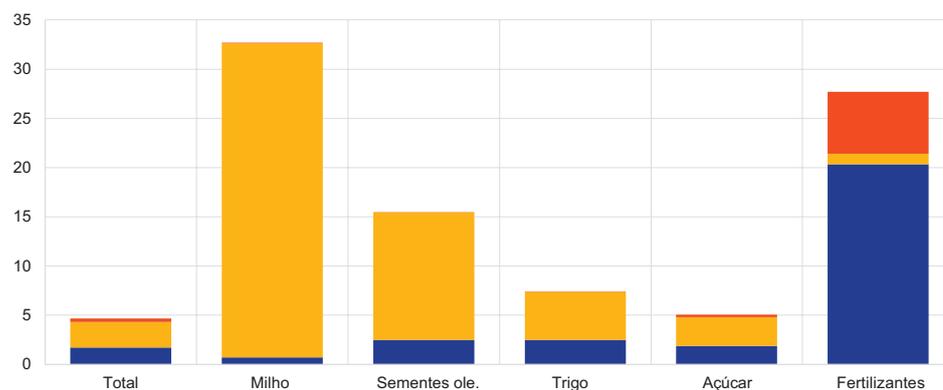
- Intra-área do euro
- Outros países da UE
- Rússia, Ucrânia, Bielorrússia
- Extra-área do euro excl. Rússia, Ucrânia, Bielorrússia e outros países da UE



b) Exposição da área do euro às importações de produtos agrícolas e fertilizantes em percentagem do total das importações extra-área do euro

(percentagens de importações extra-área do euro)

- Rússia
- Ucrânia
- Bielorrússia



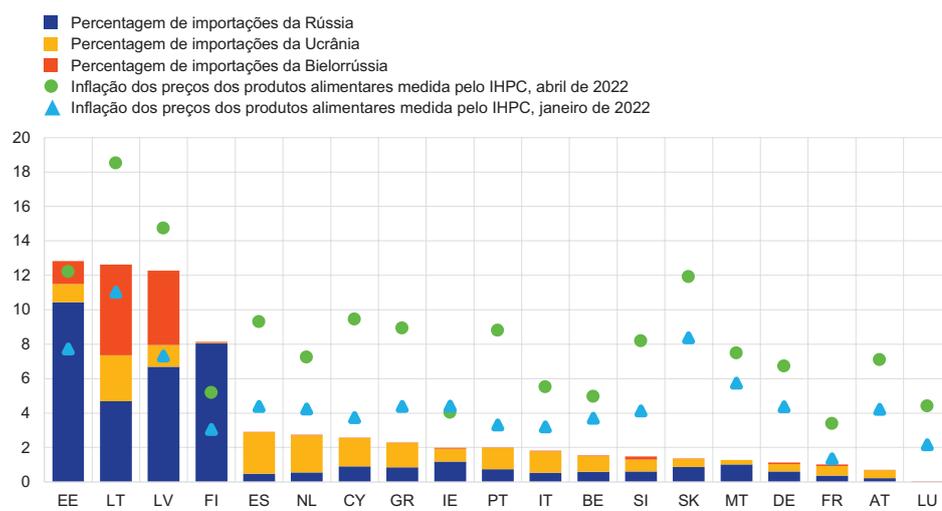
Fontes: Comissão Europeia e cálculos do BCE.
Nota: Os dados referem-se a 2020.

A inflação dos preços dos produtos alimentares aumentou de forma mais acentuada nos países da área do euro mais expostos às importações de produtos agrícolas da Rússia, Ucrânia e Bielorrússia. Os Estados bálticos e a Finlândia são os países da área do euro mais dependentes das importações de produtos agrícolas e fertilizantes provenientes da Rússia, Ucrânia e Bielorrússia (gráfico D), que representam entre 8% (Finlândia) e 13% (Estónia) do total de importações destes produtos⁶⁹. Nos Estados bálticos, a inflação dos produtos alimentares tem sido geralmente mais elevada e mais volátil do que noutros países da área do euro, refletindo o facto de estas serem pequenas economias abertas e, por conseguinte, estarem mais expostas a flutuações nos mercados internacionais de matérias-primas. As recentes taxas de inflação dos produtos alimentares nestes países foram as mais elevadas da área do euro, variando entre 12% e 19% em termos homólogos. As diferenças na inflação dos preços dos produtos alimentares medida pelo IHPC entre os países da área do euro poderão agravar-se no futuro.

Gráfico D

Exposição dos países da área do euro às importações de produtos agrícolas e fertilizantes da Rússia, Ucrânia e Bielorrússia e inflação dos preços dos produtos alimentares medida pelo IHPC

(percentagens do total das importações; taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Comissão Europeia, Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: Os dados relativos às importações referem-se a 2020, enquanto os dados relativos à inflação dos preços dos produtos alimentares medida pelo IHPC se referem a abril de 2022.

As pressões sobre os preços no setor dos produtos alimentares da área do euro continuaram a acumular-se desde a invasão da Ucrânia pela Rússia, o que sugere que a inflação dos preços dos produtos alimentares poderá permanecer elevada (gráfico E). Os preços das importações de produtos alimentares já registavam um forte crescimento na área do euro, mas voltaram a acelerar após a invasão, com a taxa de crescimento homóloga a subir para 21,4% em abril, face a 16,4% em fevereiro. Os preços dos produtos agrícolas no produtor

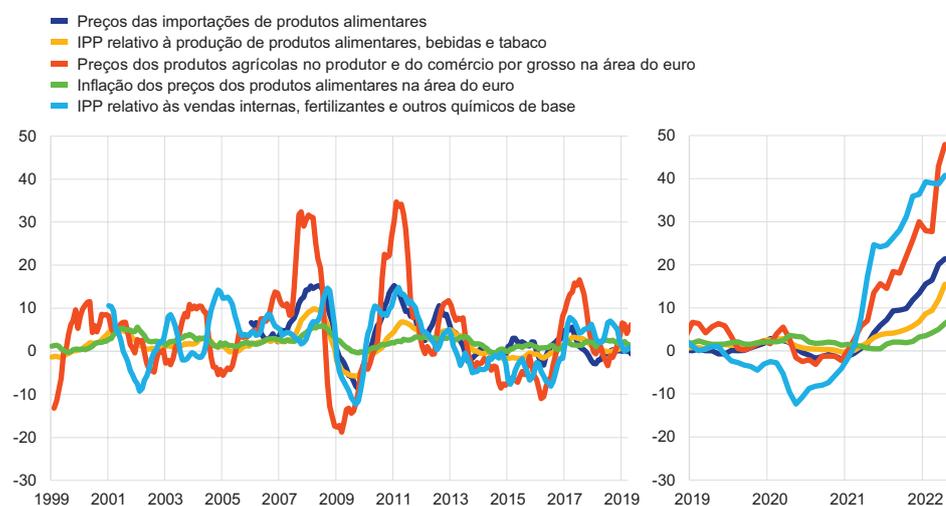
⁶⁹ Os Estados bálticos são importantes países de passagem de produtos provenientes da Rússia e da Bielorrússia. No que diz respeito aos fertilizantes, os valores foram corrigidos de reexportações.

e do comércio por grosso⁷⁰ na área do euro também subiram consideravelmente, ou seja, 47,9% em abril, face a 27,7% em fevereiro, impulsionados sobretudo pelos preços dos cereais. Num ponto mais avançado da cadeia de produção, os preços no produtor de produtos alimentares também aceleraram após a invasão face a níveis já elevados. Em particular, os preços no produtor de óleos e gorduras animais e vegetais e de rações para animais aumentaram consideravelmente em abril (39,7% e 32,2%, respetivamente), em termos homólogos, face a 27,4% e 19,3%, respetivamente, em fevereiro. Estas pressões sobre os preços afetarão os preços no consumidor dos produtos alimentares na área do euro ao longo da cadeia de preços nos próximos meses.

Gráfico E

Acumulação de pressões sobre os preços dos produtos alimentares e fertilizantes

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e Comissão Europeia.

Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2022 para a inflação dos produtos alimentares da área do euro e a abril de 2022 para o resto.

Em termos gerais, a dependência direta da área do euro da região envolvida na guerra é limitada, à exceção de matérias-primas específicas, mas os preços dos produtos alimentares são fortemente afetados dada a evolução dos preços mundiais das matérias-primas. Devido à guerra, as importações da área do euro de cereais, sementes oleaginosas e fertilizantes estão a sofrer entraves. A inflação dos preços dos produtos alimentares também é fortemente afetada por via de preços mais elevados no mercado mundial destes fatores de produção para a produção agrícola, a par do forte aumento dos preços dos produtos energéticos. Anteriores episódios de subida dos preços dos produtos alimentares foram seguidos de ajustamentos económicos e a inflação dos preços dos produtos alimentares tendeu a moderar-se no médio prazo. Desta vez, é de esperar que a inflação se mantenha elevada nos próximos meses, apesar de alguns fatores compensatórios.

⁷⁰ Os preços dos produtos agrícolas no produtor e do comércio por grosso da área do euro são compilados pela Comissão Europeia (Direção-Geral de Agricultura e Desenvolvimento Rural). Os preços dos produtos agrícolas no produtor referem-se aos preços dos produtos na exploração agrícola em que são produzidos e excluem quaisquer encargos com transporte ou entrega faturados separadamente.

Alguns dos fornecimentos afetados pela guerra poderiam ser substituídos por fornecimentos do resto do mundo, mas a preços elevados. Existe também a possibilidade de aumentar a produção agrícola na área do euro (cultivando as “superfícies de interesse ecológico” e redefinindo as prioridades do milho produzido), o que ajudaria a moderar o impacto da guerra nos mercados de cereais, pelo menos em termos de quantidade⁷¹. A redução da oferta de rações para animais por parte da Rússia e da Ucrânia pode ser parcialmente compensada por uma maior oferta de outras regiões (por exemplo, América Latina), mas muito provavelmente a preços mais elevados. Não é provável que estas medidas compensatórias limitem muito os aumentos dos preços dos produtos alimentares no curto prazo, uma vez que vários fatores de produção são difíceis de substituir no curto prazo e se espera que sejam os principais impulsionadores da evolução futura da inflação dos produtos alimentares⁷². A título de exemplo, devido à redução da oferta e ao preço elevado dos fertilizantes, é de prever que persista alguma acumulação de pressões em 2023.

⁷¹ [Supply shock caused by Russian invasion of Ukraine puts strain on various EU agri-food sectors](#), Comissão Europeia, 5 de abril de 2022.

⁷² Alguns fatores adicionais podem afetar a oferta e os preços de produtos alimentares na área do euro, tais como os fornecimentos mundiais de matérias-primas alimentares, as restrições às exportações introduzidas em alguns países após a invasão da Ucrânia pela Rússia e a acumulação de existências pelas famílias da área do euro.

Um novo indicador da inflação interna para a área do euro

Por Annette Fröhling⁷³, Derry O'Brien e Stefan Schaefer⁷⁴

Na presente caixa, apresentamos uma nova medida da inflação interna para a área do euro que tem em conta a intensidade de importação das rubricas do IHPC. Para este novo indicador, as intensidades de importação das rubricas do IHPC são calculadas a partir de informação das contas nacionais e quadros de entradas e saídas. As rubricas do IHPC com uma intensidade de importação relativamente baixa são posteriormente agregadas ao chamado indicador de inflação de baixa intensidade de importação (*Low Import Intensity – LIMI*)⁷⁵. O limiar para as intensidades de importação, abaixo do qual uma rubrica do IHPC é incluída no indicador, é determinado com base em critérios empíricos. Embora o objetivo do BCE para a inflação seja formulado em termos de inflação global, o conceito de inflação interna é de relevância analítica para a política monetária, dado que ocupa um lugar de destaque no mecanismo de transmissão da política monetária⁷⁶. O deflator do PIB é um indicador da inflação interna utilizado frequentemente, mas, embora não tenha em conta a inflação importada, capta a evolução dos preços para além dos preços no consumidor, como os preços dos bens de investimento ou das exportações, que podem não estar estreitamente ligados à inflação dos preços no consumidor impulsionada internamente. Além disso, os indicadores padrão da inflação subjacente baseados na exclusão podem ainda incluir rubricas com uma elevada intensidade de importação. O indicador de inflação LIMI recentemente desenvolvido pode complementar alguns destes outros indicadores. Sugere que, embora a subida acentuada da inflação global seja principalmente explicada pela inflação importada, as pressões inflacionistas internas também aumentaram ao longo do último ano⁷⁷.

A intensidade de importação de cada rubrica do IHPC é calculada como o conteúdo importado direto ou indireto do consumo privado após impostos. Quanto maior for o conteúdo importado de uma rubrica de consumo privado, mais

⁷³ Deutsche Bundesbank.

⁷⁴ Deutsche Bundesbank.

⁷⁵ Em geral, os IHPC são concebidos de acordo com o conceito interno, ou seja, o IHPC refere-se a produtos adquiridos num determinado país. Em contraste, na ideia subjacente ao indicador de inflação “interna”, algumas partes das componentes do IHPC são produzidas num país estrangeiro, de tal forma que a evolução dos preços nessas partes “não internas” deveria ser principalmente impulsionada por condições do mercado externo.

⁷⁶ O conceito de inflação interna, utilizado na presente caixa, está estreitamente relacionado com o conceito de inflação não transacionável. A diferença reside no facto de o conceito de inflação não transacionável tomar em consideração a intensidade de exportação e a intensidade de importação dos diferentes bens e serviços para todas as utilizações, enquanto a inflação interna se refere a bens e serviços produzidos para consumo interno com uma intensidade de importação baixa.

⁷⁷ Ver F. Panetta, [Small steps in a dark room: guiding policy on the path out of the pandemic](#), discurso proferido no Instituto Universitário Europeu, 28 de fevereiro de 2022, e F. Panetta [Patient monetary policy amid a rocky recovery](#), discurso proferido na Sciences Po, 24 de novembro de 2021. Refira-se que o indicador de inflação LIMI referido nestes discursos tem subjacente a base de dados mundial de entradas e saídas ([World Input-Output Database – WIOD](#)), que foi subsequentemente revista utilizando um sistema de correspondência assente na base de dados FIGARO (*Full International and Global Accounts for Research in Input-Output analysis*) do Eurostat.

expetável será o seu preço reagir a fatores internacionais, dado que o conteúdo importado do consumo após impostos é aproximadamente igual à elasticidade de longo prazo da inflação dos preços no consumidor em relação às variações dos preços das importações⁷⁸. O conteúdo importado total inclui o conteúdo importado direto do consumo privado (ou seja, as importações extra-área do euro de bens diretamente consumidos pelas famílias) e o conteúdo importado indireto do consumo privado (ou seja, importações extra-área do euro de bens intermédios utilizados na produção de bens de consumo final na área do euro). O conteúdo importado total de uma rubrica do IHPC é calculado, em primeiro lugar, utilizando informação de quadros de entradas e saídas para estimar o conteúdo importado de produtos de consumo classificados por atividade e, em segundo lugar, estabelecendo a correspondência destes produtos com as 94 rubricas do IHPC⁷⁹. De acordo com esta abordagem, em 2017, a intensidade de importação oscilou entre 19% e 32% no caso das rubricas de produtos energéticos do IHPC, situou-se próximo de 22% no caso das rubricas dos produtos alimentares do IHPC, oscilando entre 3% e 68% no caso das rubricas de serviços do IHPC e entre 11% e 44% no caso das rubricas dos bens industriais não energéticos do IHPC (gráfico A)⁸⁰.

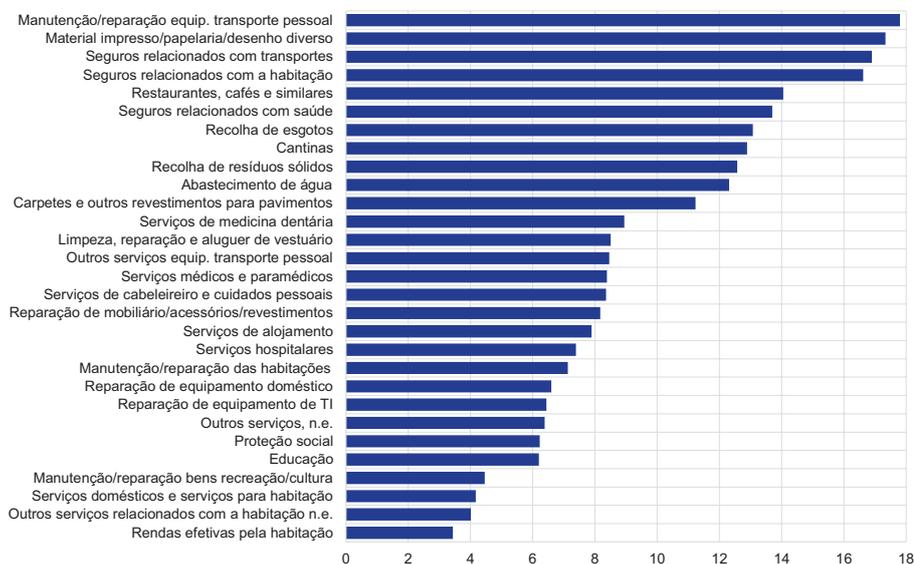
⁷⁸ Uma ressalva neste caso é que o grau de substituíbilidade por importações também pode afetar os preços, o que não é totalmente tido em consideração. Por exemplo, mesmo para uma rubrica com intensidade de importação zero, as empresas nacionais podem manter o preço igual ao preço internacional, a fim de evitar perder quota de mercado para alternativas importadas. Além disso, aprofundando além da nossa abordagem maioritariamente estatística, a inflação interna poderia também ser definida de acordo com a origem dos choques económicos. Por exemplo, se o preço de um bem – mesmo com uma elevada intensidade de importação – fosse fortemente influenciado pela procura na área do euro, então essa inflação importada poderia ainda ser descrita como “interna”, no sentido em que poderia ficar sob o controlo da política monetária interna.

⁷⁹ As principais fontes utilizadas para calcular a intensidade de importação de rubricas individuais do IHPC são a base de dados FIGARO, bem como os correspondentes quadros de recursos e utilizações. Os dados da base de dados FIGARO são fornecidos anualmente e para setores suficientes; abrangem o período de 2010 a 2017 (os cálculos para 2000-2009 baseiam-se por sua vez em dados da WIOD). O cálculo dos quadros de correspondência entre as 64 rubricas finais da Classificação Estatística dos Produtos por Atividade (CPA) na base de dados FIGARO e as 94 rubricas do IHPC ao nível de agregação de 4 dígitos da COICOP assenta numa [lista de correspondência do Eurostat](#) (COICOP significa classificação do consumo individual por objetivo, do inglês *classification of individual consumption according to purpose*). Além disso, os dados do Eurostat sobre o comércio por grosso e a retalho, a despesa de consumo final a preços de aquisição, bem como as ponderações da COICOP de cada rubrica do IHPC são utilizados como dados auxiliares para orientar a correspondência. As intensidades de importação variam todos os anos entre 2000 e 2017 e são fixadas em valores de 2017 a partir de então e até à próxima divulgação dos dados da FIGARO. A correspondência baseia-se em informação do domínio público e constitui apenas uma aproximação da intensidade de importação.

⁸⁰ As duas rubricas de serviços do IHPC intituladas transportes aéreos de passageiros e transportes de passageiros por mar e vias interiores navegáveis mostram intensidades de importação muito elevadas. A razão é que não é possível calcular separadamente a intensidade de importação para os serviços de transporte de passageiros e de bens, uma vez que as rubricas correspondentes da CPA, transporte aéreo e por vias navegáveis, não discriminam entre os dois. A rubrica com a terceira maior intensidade de importação é a de férias organizadas, situando-se em 35%.

Gráfico A

Rubricas do IHPC com intensidade de importação inferior a 18% em 2017



Fontes: Eurostat e cálculos dos autores.

Nota: Por limitações de espaço, as barras mostram apenas as rubricas do IHPC (ao nível de agregação de 4 dígitos da COICOP) com uma intensidade de importação inferior a 18%, o limiar determinado com base na avaliação empírica.

A capacidade de acompanhar a inflação global no médio prazo é o principal critério utilizado para determinar um limiar ótimo para a intensidade de importação, sendo as rubricas do IHPC inferiores a esse limiar atribuídas ao indicador de inflação LIM1. O limiar para o nosso indicador de inflação LIM1 é determinado de acordo com critérios empíricos. Estes incluem o enviesamento histórico e a precisão global, medida pelo erro quadrático médio (*mean squared error* – MSE), no acompanhamento da evolução da inflação global no médio prazo⁸¹. Para o período pós-crise financeira mundial, o enviesamento tende a ser maior para os valores próximos do limiar de baixa intensidade de importação (gráfico B)⁸². Tal pode refletir o facto de serem, em larga medida, as rubricas dos serviços que tendem a ter uma intensidade de importação baixa e, em simultâneo, uma taxa de inflação média relativamente elevada. À medida que o limiar aumenta, o enviesamento tende a diminuir, uma vez que mais rubricas dos bens industriais não energéticos – que tendem a ter, em média, taxas de inflação mais baixas – são abrangidas pelo indicador de inflação LIM1. O indicador, com um limiar de 18%, parece apresentar a maior precisão preditiva, bem como um enviesamento

⁸¹ É necessária uma estimativa da componente persistente da inflação, que não é observável, para servir de valor referência. O principal valor de referência no mês t é definido como a taxa de crescimento anualizada do IHPC ao longo dos dois anos seguintes, ou seja, $1200 * (p_{t+h} - p_t) / h$, em que p_t é o nível de preços no momento t e h corresponde a 24 meses. Os resultados são robustos face à utilização de aproximações alternativas para a componente persistente da inflação, tais como um valor de referência correspondente com base na inflação com três anos de antecedência. O período da amostra pós-crise financeira mundial situa-se entre setembro de 2008 e dezembro de 2017. Os dados de janeiro de 2018 a dezembro de 2019 são necessários para calcular o valor de referência com uma antecedência de dois anos. Não são utilizados dados do período da pandemia.

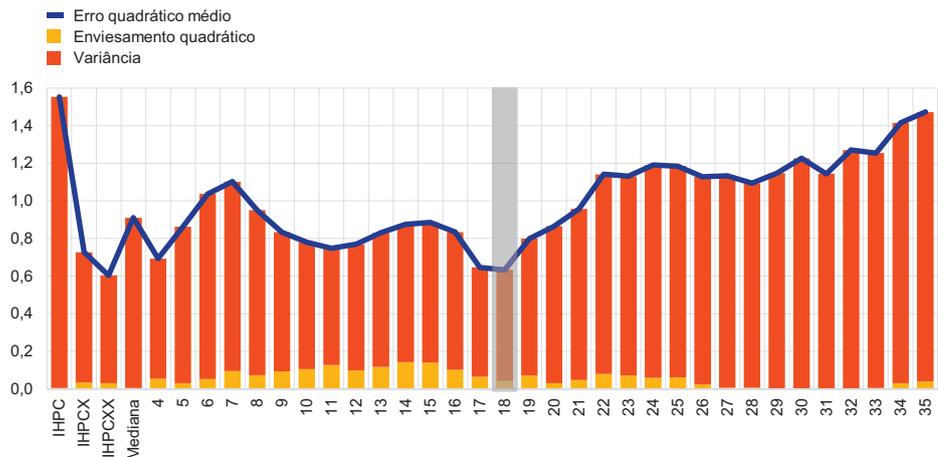
⁸² No período da amostra anterior à crise financeira mundial, não existe um limiar ótimo claro para a intensidade de importação. Grande parte do forte enviesamento positivo da inflação global medida pelo IHPC durante o período da amostra anterior à crise financeira mundial é explicado por taxas de inflação médias elevadas de rubricas muito intensivas em petróleo, como os combustíveis líquidos. Estas rubricas têm uma intensidade de importação elevada e tendem a ser excluídas do intervalo de limiares considerados.

relativamente modesto⁸³. Entre os indicadores padrão da inflação subjacente baseados na exclusão, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado (IHPCXX) tem o erro quadrático médio mais baixo e é globalmente comparável ao do indicador de inflação LIMI com um limiar definido de 18%.

Gráfico B

Precisão dos indicadores de inflação LIMI candidatos e indicadores comuns de inflação subjacente durante o período pós-crise financeira mundial/pré-pandemia

(eixo dos x: intensidade máxima de importação em percentagem)



Fontes: Eurostat e cálculos dos autores.

Notas: As métricas, ou seja, o enviesamento, a variância e o erro quadrático médio, são calculadas para os indicadores de inflação LIMI candidatos com limiares de intensidade de importação entre 4% e 35% no período de setembro de 2008 a dezembro de 2019, com o limiar preferencial de 18% a sombreado. O valor de referência é definido como a taxa de crescimento anualizada do IHPC nos dois anos seguintes. IHPCX refere-se à inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, enquanto o IHPCXX se refere à inflação medida pelo IHPCX excluindo rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado.

Os indicadores de inflação LIMI mostram na generalidade uma forte ligação às condições do ciclo económico. O indicador de inflação LIMI deverá, em princípio, ter uma sensibilidade relativamente elevada à margem disponível na economia interna. Numa regressão da curva de Phillips de forma reduzida baseada no hiato do produto, a inclinação de curto prazo é muito significativa em todas as regressões, exceto no caso de indicadores de inflação LIMI com limiares de importação iguais ou inferiores a 8%⁸⁴. As inclinações de longo prazo que são significativas situam-se num intervalo entre 0,24 e 0,48. Quando se utiliza o hiato do desemprego como medida da margem disponível, as inclinações são geralmente significativas para um limiar de importação entre 17% e 23%. No seu conjunto, um erro quadrático médio relativamente baixo aponta para um limiar de 18% para o indicador de inflação LIMI. Esta escolha é apoiada por uma inclinação da curva de Phillips fortemente

⁸³ O período anterior à crise financeira mundial caracterizou-se por uma inflação persistentemente elevada dos preços das matérias-primas. Se ocorresse novamente um ciclo de crescimento sustentado (*supercycle*) das matérias-primas, os indicadores de inflação LIMI com um limiar de intensidade de importação baixo, que exclui muitos produtos energéticos e alimentares, voltariam provavelmente a apresentar um enviesamento significativo. Por esta razão, o indicador de inflação LIMI com um limiar de 18% deve ser utilizado apenas como indicador complementar numa avaliação mais alargada da evolução da inflação subjacente.

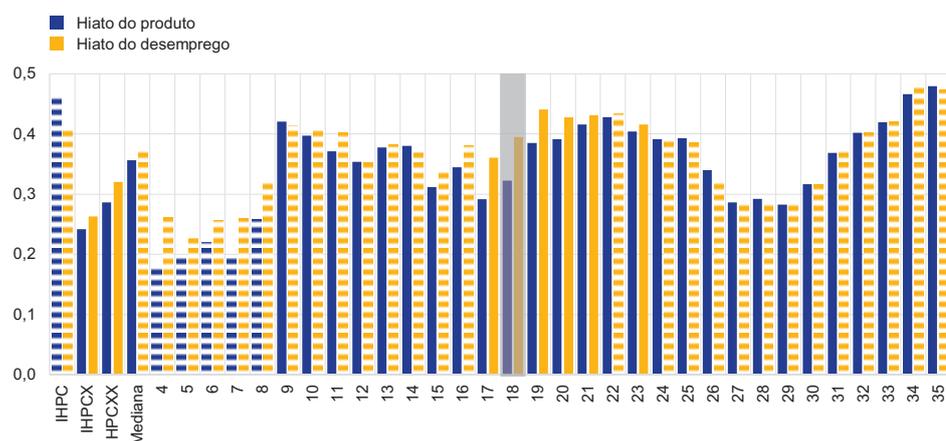
⁸⁴ A especificação da curva de Phillips é a seguinte: $y_t(t) = \alpha + \rho * y_t(t-1) + \beta_i * \text{margem}(t-1) + \varepsilon(t)$ em que $y_t(t)$ é a taxa de crescimento trimestral em cadeia anualizada com correção de variações sazonais do indicador da inflação interna i (associada a um determinado limiar de intensidade de importação) no momento t e a margem disponível é ou o hiato do produto ou o hiato do desemprego.

significativa quer para o hiato do produto quer para o hiato do desemprego para este indicador⁸⁵.

Gráfico C

Inclinação de longo prazo na regressão da curva de Phillips dos indicadores de inflação LIMI e indicadores comuns da inflação subjacente

(eixo dos x: intensidade máxima de importação em percentagem)



Fontes: Eurostat e cálculos dos autores.

Notas: IHPCX refere-se à inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, enquanto o IHPCXX se refere à inflação medida pelo IHPCX excluindo rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado. A mediana foi ponderada. O sinal da inclinação para o hiato do desemprego foi invertido. As inclinações de curto prazo correspondentes que não são significativas a um nível de 1% são apresentadas num padrão de riscas horizontais. O período da amostra abrange o período entre o segundo trimestre de 2003 e o quarto trimestre de 2019.

O indicador de inflação LIMI, baseado num limiar de intensidade da importação de 18%, inclui predominantemente rubricas de serviços do IHPC.

De um total de 94 rubricas do IHPC ao nível de agregação de 4 dígitos da COICOP, o indicador de inflação LIMI continha 29 rubricas em 2017, face a 34 em 2010, representando 35% e 40% do total por ponderação, respetivamente. Esta descida pode refletir, em parte, uma maior prevalência das cadeias de abastecimento mundiais ao longo desse período. Dado que as rubricas dos produtos alimentares e energéticos têm tipicamente uma intensidade de importação superior ao limiar de 18%, tendem a não ser incluídas no indicador de inflação LIMI. São também excluídas a maior parte das rubricas dos bens industriais não energéticos⁸⁶. São incluídas rubricas de serviços, com algumas exceções, tais como serviços relacionados com transportes, férias organizadas, serviços postais e serviços culturais. Dado que este indicador inclui predominantemente rubricas de serviços, tende também a apresentar um nível médio de inflação mais elevado do que o da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares⁸⁷.

⁸⁵ Adicionalmente, entre o período pós-crise financeira mundial e o período pré-pandemia, o único indicador de inflação LIMI que apresenta uma inclinação significativa para o hiato do desemprego é o que tem o limiar de 18%.

⁸⁶ A partir de 2017, foram incluídas as seguintes rubricas de bens industriais não energéticos: carpetes e outros revestimentos para pavimentos; abastecimento de água; e material impresso, de papelaria e de desenho diverso.

⁸⁷ Ver a caixa intitulada [What is behind the change in the gap between services price inflation and goods price inflation?](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2019.

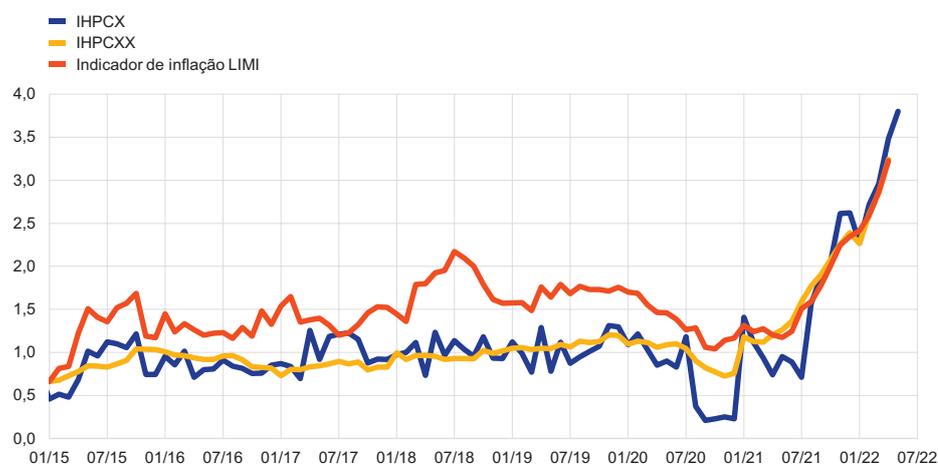
O indicador de inflação LIMI sugere que, embora a subida acentuada da inflação global seja principalmente explicada pela inflação importada, as pressões inflacionistas internas também aumentaram ao longo do último ano.

O indicador de inflação LIMI aponta para algum aumento das pressões inflacionistas subjacentes nos anos imediatamente anteriores à pandemia de coronavírus (COVID-19) (gráfico D). Subsequentemente, após uma descida acentuada depois do início da pandemia, o indicador de inflação LIMI iniciou uma trajetória ascendente em meados de 2021⁸⁸. Este sinal é corroborado de forma generalizada pelo IHPCXX. O indicador de inflação LIMI, bem como o IHPCXX, foi menos afetado do que o IHPCX pela forte volatilidade dos serviços relacionados com viagens durante a pandemia, uma vez que algumas destas rubricas têm conteúdos importados superiores ao limiar de 18%. O indicador de inflação LIMI sugere igualmente que os níveis elevados de inflação verificados recentemente são sobretudo importados, refletindo choques mundiais sobre a oferta e a procura que se estão a repercutir cada vez mais na economia da área do euro através dos preços das importações (gráfico E).

Gráfico D

Indicador de inflação LIMI em comparação com indicadores comuns de inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos dos autores.

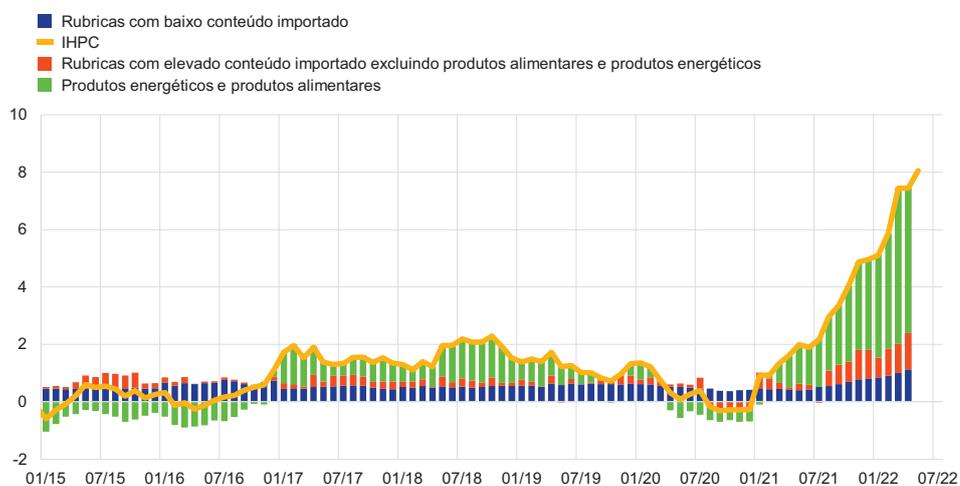
Notas: O indicador de inflação LIMI tem por base um limiar de 18% para os conteúdos importados. IHPCX refere-se à inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, enquanto o IHPCXX se refere à inflação medida pelo IHPC excluindo rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado. As últimas observações referem-se a maio de 2022 (estimativas provisórias) para o IHPCX e a abril de 2022 no que respeita às restantes rubricas do IHPC.

⁸⁸ Esta trajetória ascendente poderá dever-se, em parte, aos efeitos indiretos dos preços internacionais das matérias-primas mais elevados sobre as rubricas do IHPC no indicador de inflação LIMI. No entanto, a magnitude destes efeitos é difícil de quantificar.

Gráfico E

Decomposição da inflação medida pelo IHPC

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



Fontes: Eurostat e cálculos dos autores.

Notas: As rubricas com menor conteúdo importado estão correlacionadas com as do indicador de inflação interna com base num limiar de 18% para os conteúdos importados. As últimas observações referem-se a maio de 2022 (estimativas provisórias) para o IHPC e a abril de 2022 no que respeita às restantes rubricas do IHPC.

O indicador de inflação LIMI pode fornecer informações suplementares para uma avaliação das pressões inflacionistas subjacentes. Particularmente em alturas de grandes oscilações dos preços internacionais de matérias-primas ou de movimentos nas taxas de câmbio do euro, este indicador de inflação interna pode ajudar a aferir a persistência da evolução da inflação subjacente⁸⁹. Ainda assim, tal como acontece com outros indicadores de inflação subjacente, a precisão do indicador de inflação LIMI pode apresentar um cariz episódico⁹⁰. Além disso, dado que as intensidades de importação podem variar ao longo do tempo, a composição das rubricas do IHPC no indicador da inflação interna também pode mudar⁹¹. Em geral, seria útil dispor de informação mais pormenorizada sobre a intensidade de importação das componentes do IHPC a um nível mais elevado de desagregação. De um modo geral, o indicador de inflação LIMI deverá ser utilizado como um indicador suplementar num conjunto mais alargado de indicadores de inflação subjacente. Além disso, uma avaliação baseada nestes indicadores deverá ser complementada por uma análise mais estrutural das forças impulsionadoras para uma melhor compreensão do processo de inflação.

⁸⁹ Assumindo que estes movimentos dos preços das matérias-primas e das taxas de câmbio têm efeitos pontuais sobre os níveis.

⁹⁰ Ver o capítulo 6 da vertente de trabalho sobre a medição da inflação, [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 265, BCE, setembro de 2021.

⁹¹ Embora estas variações na composição tendam a ser pouco frequentes, tal poderá ser um fator que influencia a trajetória do indicador de inflação LIMI, o que deverá ser acompanhado.

8 Condições de liquidez e operações de política monetária de 9 de fevereiro a 19 de abril de 2022

Por Joonas Koukkunen e Anne van der Graaf

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE e a evolução da liquidez durante o primeiro e segundo períodos de manutenção de reservas de 2022. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 9 de fevereiro de 2022 a 19 de abril de 2022 (o “período em análise”).

A liquidez excedentária média no sistema bancário da área do euro aumentou 77,1 mil milhões de euros durante o período em análise, atingindo um máximo histórico de 4490,6 mil milhões de euros. Tal deveu-se às aquisições de ativos realizadas ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) e do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP). O efeito das aquisições de ativos sobre a liquidez excedentária foi parcialmente compensado por um aumento sazonal dos fatores autónomos líquidos e por uma ligeira diminuição – de cerca de 4,5 mil milhões de euros – das operações de crédito por liquidar.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas, aumentaram 81,1 mil milhões de euros para 2575,9 mil milhões de euros. Em comparação com o período analisado anterior, a subida deveu-se quase na totalidade a um aumento dos fatores autónomos líquidos de 81,2 mil milhões de euros para 2422,1 mil milhões de euros (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”), enquanto as reservas mínimas obrigatórias aumentaram apenas marginalmente em 0,6 mil milhões de euros, situando-se em 155,4 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de absorção de liquidez subiram 149,9 mil milhões de euros para 3321,9 mil milhões de euros no período em análise, devido sobretudo a aumentos em outros fatores autónomos e nos depósitos das administrações públicas. Outros fatores autónomos (ver o quadro A, abaixo, para mais informações) subiram 67,7 mil milhões de euros para 1103,5 mil milhões de euros no período em análise. As notas em circulação registaram um aumento forte de 32,2 mil milhões de euros, situando-se em 1563,2 mil milhões de euros. Tal terá ficado a dever-se, em parte, a uma procura por motivos de precaução elevada, mas temporária, em algumas jurisdições, em consequência da invasão da Ucrânia pela Rússia e também ao facto de as famílias em alguns países da área do euro terem efetuado levantamentos em numerário de pagamentos pontuais de apoio estatal. Os depósitos das administrações públicas seguiram o padrão sazonal típico, subindo 50,0 mil milhões de euros para 655,2 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de cedência de liquidez aumentaram 68,7 mil milhões de euros, passando para 900,1 mil milhões de euros. Tal deveu-se a uma subida de 26,9 mil milhões de euros em ativos líquidos denominados em euros e de 41,8 mil milhões de euros em disponibilidades líquidas sobre o exterior.

O quadro A apresenta uma panorâmica dos fatores autónomos⁹² referidos acima e respetivas variações.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo (médias; mil milhões de euros)	Período em análise atual: 9 de fevereiro de 2022 a 19 de abril de 2022						Período analisado anterior: 3 de novembro de 2021 a 8 de fevereiro de 2022	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 9 de fevereiro a 15 de março		Segundo período de manutenção: 16 de março a 19 de abril		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	3 321,9	(+149,9)	3 288,2	(+90,7)	3 355,5	(+67,3)	3 172,0	(+55,3)
Notas em circulação	1 563,2	(+32,2)	1 550,6	(+10,0)	1 575,9	(+25,3)	1 531,0	(+27,3)
Depósitos das administrações públicas	655,2	(+50,0)	642,6	(+60,5)	667,8	(+25,2)	605,2	(-48,3)
Outros fatores autónomos (líquidos) ¹⁾	1 103,5	(+67,7)	1 095,1	(+20,2)	1 111,8	(+16,7)	1 035,8	(+76,4)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	3 758,7	(+85,7)	3 746,8	(+89,9)	3 770,5	(+23,7)	3 673,0	(+58,5)
dos quais reservas excedentárias isentas ao abrigo do sistema de dois níveis	923,0	(+0,4)	915,7	(-10,2)	930,4	(+14,8)	922,7	(+18,5)
dos quais reservas excedentárias não isentas ao abrigo do sistema de dois níveis	2 835,6	(+85,3)	2 831,2	(+100,1)	2 840,1	(+8,9)	2 750,3	(+40,8)
Reservas mínimas obrigatórias²⁾	155,4	(+0,6)	154,0	(-1,4)	156,8	(+2,8)	154,8	(+2,9)
Volume isento³⁾	932,3	(+3,3)	923,8	(-8,7)	940,8	(+17,0)	928,9	(+17,7)
Facilidade permanente de depósito	730,4	(-9,2)	746,0	(+11,8)	714,9	(-31,1)	739,6	(-12,9)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

⁹² Para mais pormenores sobre os fatores autónomos, ver o artigo intitulado [A gestão de liquidez do BCE](#), *Boletim Mensal*, BCE, maio de 2002.

Ativo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 9 de fevereiro de 2022 a 19 de abril de 2022						Período analisado anterior: 3 de novembro de 2021 a 8 de fevereiro de 2022	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 9 de fevereiro a 15 de março		Segundo período de manutenção: 16 de março a 19 de abril		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	900,1	(+68,7)	891,5	(+99,2)	908,6	(+17,1)	831,4	(-147,2)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	900,2	(+41,8)	887,2	(+9,6)	913,2	(+25,9)	858,4	(+27,5)
Ativos líquidos denominados em euros	-0,1	(+26,9)	4,3	(+89,7)	-4,5	(-8,8)	-27,0	(-174,7)
Instrumentos de política monetária	7 066,4	(+158,1)	7 043,6	(+91,6)	7 089,3	(+45,7)	6 908,3	(+251,0)
Operações de mercado aberto	7 066,4	(+158,1)	7 043,6	(+91,6)	7 089,3	(+45,7)	6 908,3	(+251,0)
Operações de crédito	2 200,8	(-4,5)	2 201,6	(-0,2)	2 200,1	(-1,5)	2 205,4	(-6,3)
OPR	0,3	(+0,1)	0,3	(-0,0)	0,3	(+0,0)	0,2	(+0,1)
ORPA com prazo de 3 meses	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,0)
Operações das ORPA direcionadas III	2 197,2	(-5,0)	2 197,9	(-0,2)	2 196,5	(-1,3)	2 202,2	(+7,2)
PELTRO	3,2	(+0,4)	3,4	(+0,0)	3,1	(-0,2)	2,9	(-13,5)
Carteiras definitivas	4 865,6	(+162,7)	4 842,0	(+91,9)	4 889,2	(+47,2)	4 702,9	(+257,3)
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	0,0	(-0,4)	0,0	(-0,3)	0,0	(-0,0)	0,4	(-0,0)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	1,0	(-1,2)	1,1	(-0,7)	0,9	(-0,2)	2,1	(-0,3)
Terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	296,3	(-1,4)	296,0	(-1,4)	296,6	(+0,6)	297,7	(+1,8)
Programa dos mercados de títulos de dívida	4,2	(-2,3)	5,1	(-1,4)	3,3	(-1,8)	6,5	(-3,0)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	27,0	(-1,4)	26,9	(-1,1)	27,1	(+0,2)	28,3	(+1,3)
Programa de compra de ativos do setor público	2 525,6	(+37,9)	2 517,7	(+21,5)	2 533,5	(+15,8)	2 487,7	(+39,8)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	326,5	(+16,4)	322,5	(+9,3)	330,6	(+8,1)	310,2	(+15,4)
Programa de compra de ativos devido a emergência pandémica	1 685,1	(+115,1)	1 672,8	(+66,0)	1 697,3	(+24,5)	1 570,0	(+202,4)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

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

Outras informações com base na liquidez

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 9 de fevereiro de 2022 a 19 de abril de 2022						Período analisado anterior: 3 de novembro de 2021 a 8 de fevereiro de 2022	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 9 de fevereiro a 15 de março		Segundo período de manutenção: 16 de março a 19 de abril		Sétimo e oitavo períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	2 575,9	(+81,1)	2 551,1	(-8,2)	2 600,7	(+49,7)	2 494,8	(+202,5)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	2 422,1	(+81,2)	2 396,9	(-8,5)	2 447,2	(+50,2)	2 340,8	(+202,5)
Liquidez excedentária ³⁾	4 490,6	(+77,1)	4 492,6	(+99,9)	4 488,6	(-4,0)	4 413,5	(+48,5)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

	Período em análise atual: 9 de fevereiro de 2022 a 19 de abril de 2022						Período analisado anterior: 3 de novembro de 2021 a 8 de fevereiro de 2022	
	Primeiro e segundo períodos de manutenção		Primeiro período de manutenção: 9 de fevereiro a 15 de março		Segundo período de manutenção: 16 de março a 19 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)
€STR	-0,580	(-0,003)	-0,577	(+0,002)	-0,582	(-0,005)	-0,576	(-0,007)
Índice da RepoFunds rate do euro	-0,638	(+0,108)	-0,633	(+0,245)	-0,644	(-0,011)	-0,746	(-0,156)

Fonte: BCE.

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

Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

O montante médio de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária aumentou 158,1 mil milhões de euros, passando para 7066,4 mil milhões de euros durante o período em análise (gráfico A). Este aumento

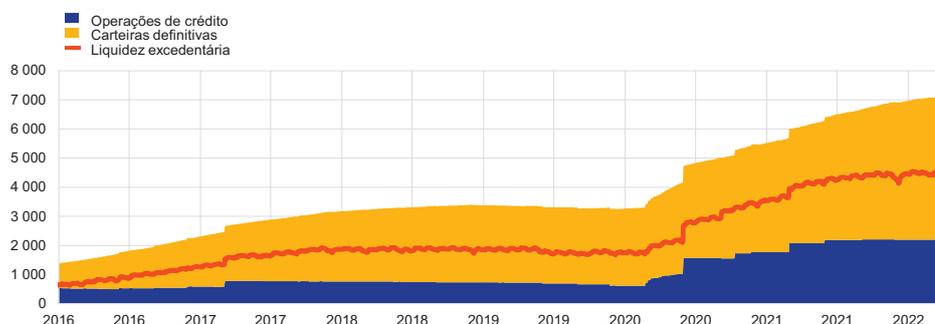
resultou das aquisições líquidas em curso ao abrigo dos programas de compra de ativos, sobretudo do PEPP, no primeiro período de manutenção de 2022.

As compras líquidas de ativos no âmbito do PEPP foram interrompidas durante o segundo período de manutenção no final do primeiro trimestre, limitando, assim, o contributo global dos programas de compra para o aumento da cedência de liquidez. O vencimento de operações de crédito e os reembolsos das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) resultaram numa perda muito moderada de liquidez no decurso do período em análise.

Gráfico A

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

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 19 de abril de 2022.

O montante médio da liquidez cedida através de operações de crédito diminuiu 4,5 mil milhões de euros durante o período em análise.

Esta diminuição deveu-se aos reembolsos das ORPA direcionadas III durante o segundo período de manutenção. As operações principais de refinanciamento (OPR) e as operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) com prazo de 3 meses continuaram a desempenhar apenas um papel reduzido, com o recurso médio às ORPA a permanecer globalmente estável e às OPR a subir ligeiramente, em 0,1 mil milhões de euros, em comparação com o período analisado anterior.

Ao mesmo tempo, as carteiras definitivas aumentaram 162,7 mil milhões de euros, passando para 4865,6 mil milhões de euros, devido a aquisições líquidas ao abrigo do PEPP e do APP.

As posições médias no contexto do PEPP aumentaram 115,1 mil milhões de euros, situando-se em 1685,1 mil milhões de euros, face à média do período analisado precedente. No conjunto dos programas de compra de ativos do BCE, as aquisições ao abrigo do PEPP representaram o maior aumento, seguindo-se as realizadas no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) e do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP), com aumentos médios de, respetivamente, 37,9 mil milhões de euros para 2525,6 mil milhões de euros e de 16,4 mil milhões de euros para 326,5 mil milhões de euros. O vencimento de títulos detidos em programas não ativos reduziu a dimensão das carteiras definitivas em 3,8 mil milhões de euros.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média registou uma subida de 77,1 mil milhões de euros, atingindo um novo máximo histórico de 4490,6 mil milhões de euros (gráfico A).

A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas dos bancos que ultrapassam as reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez. Reflete a diferença entre a liquidez total cedida ao sistema bancário e as necessidades de liquidez dos bancos. Os depósitos à ordem das instituições de crédito que ultrapassam as reservas mínimas aumentaram 85,7 mil milhões de

euros para 3758,7 mil milhões de euros, enquanto a utilização média da facilidade permanente de depósito diminuiu 9,2 mil milhões de euros, situando-se em 730,4 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 níveis⁹³ aumentaram 0,4 mil milhões de euros para 923,0 mil milhões de euros.

A liquidez excedentária não isenta, que inclui a facilidade permanente de depósito, aumentou 76,1 mil milhões de euros, atingindo 3566,1 mil milhões de euros.

A taxa de utilização agregada do montante isento máximo, ou seja, o rácio entre as reservas isentas e o valor máximo que poderia ser isento⁹⁴, tem permanecido acima de 98% desde o terceiro período de manutenção de 2020 e continuou estável em 99,0% desde o período de manutenção anterior. As reservas excedentárias isentas representaram 20,6% da liquidez excedentária total, em comparação com 20,9% no período analisado anterior.

Evolução das taxas de juro

A média da €STR manteve-se globalmente inalterada em -58,0 pontos base durante o período em análise.

Em resultado do nível elevado de liquidez excedentária, a €STR permanece relativamente sem reação, mesmo a flutuações consideráveis na liquidez. 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.

A repo rate média da área do euro, calculada pelo índice da RepoFunds rate do euro, aumentou 10,8 pontos base durante o período em análise, para -0,64%.

A subida pode ser atribuída à normalização após o mínimo histórico observado em torno do final do ano, que pesou fortemente sobre o valor médio do índice da RepoFunds rate do euro no período analisado precedente. Não obstante o aumento do nível médio, o padrão de fim de trimestre foi particularmente pronunciado no final de março, quando o índice da RepoFunds rate do euro registou um nível de -0,904%, que corresponde ao seu mínimo, excluindo os fins de ano, desde o final do trimestre de março de 2017.

⁹³ Para mais informação sobre o sistema de dois níveis para a remuneração de reservas excedentárias, consultar o [sítio](#) do BCE (disponível apenas em inglês).

⁹⁴ O montante isento máximo corresponde à soma das reservas mínimas e do valor da isenção, que equivale a seis vezes o valor das reservas mínimas.

© Banco Central Europeu, 2022

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

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

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

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

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-22-004-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep