



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 6 / 2020



Índice

Evolução económica e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	8
2 Evolução financeira	17
3 Atividade económica	23
4 Preços e custos	31
5 Moeda e crédito	37
6 Evolução orçamental	46
Caixas	50
1 O lev da Bulgária e a kuna da Croácia no mecanismo de taxas de câmbio (MTC II)	50
2 Revisão das medidas da taxa de câmbio efetiva pelo BCE	55
3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 6 de maio a 21 de julho de 2020	60
4 Impacto do recente aumento da incerteza sobre a atividade económica na área do euro	67
5 COVID-19 e o aumento da poupança das famílias: precaução ou necessidade?	71
6 O papel dos impostos indiretos na inflação da área do euro e nas perspetivas para a inflação	77
7 Garantias estatais de empréstimos e crédito bancário no período da pandemia de COVID-19	81
8 As implicações orçamentais do pacote de recuperação da UE	89

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Na sua reunião de política monetária de 10 de setembro de 2020, o Conselho do BCE decidiu manter inalterada a sua orientação acomodatória da política monetária. A informação que passou a estar disponível sugere uma forte retoma (embora incompleta) da atividade globalmente em linha com as expectativas anteriores, embora o nível de atividade continue a ser bastante inferior aos níveis prevalecentes antes da pandemia de coronavírus (COVID-19). Embora a atividade no setor da indústria transformadora tenha continuado a melhorar, o dinamismo no setor dos serviços registou recentemente um ligeiro abrandamento. A robustez da retoma continua rodeada de significativa incerteza, visto que permanece muito dependente da evolução futura da pandemia e do sucesso das políticas de contenção. A procura interna da área do euro registou uma recuperação significativa face a níveis reduzidos, embora a incerteza elevada quanto às perspetivas económicas continue a pesar sobre as despesas de consumo e o investimento empresarial. A inflação global está a ser atenuada pelos preços mais baixos dos produtos energéticos e pelas pressões fracas sobre os preços num contexto de procura modesta e de folga significativa no mercado de trabalho. Perante este enquadramento, continua a ser necessário um amplo estímulo monetário para apoiar a recuperação económica e salvaguardar a estabilidade de preços a médio prazo. Deste modo, o Conselho do BCE decidiu reconfirmar a sua orientação acomodatória da política monetária na reunião de 10 de setembro de 2020.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 10 de setembro de 2020

A pandemia de coronavírus continua a ser a principal fonte de incerteza para a economia mundial. Após uma estabilização temporária em meados de maio, que conduziu a um levantamento gradual das medidas de contenção, o número de novos casos diários começou a aumentar outra vez mais recentemente, o que alimentou receios de um forte ressurgimento de infeções por coronavírus. Estes receios têm afetado a confiança dos consumidores. Os dados disponibilizados confirmam que a atividade económica mundial atingiu o seu valor mínimo no segundo trimestre e começou a recuperar em linha com o levantamento gradual das medidas de contenção a partir de meados de maio. As projeções macroeconómicas de setembro de 2020 dos especialistas do BCE indicam que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) registará uma contração de 3,7% este ano e uma expansão de 6,2% e 3,8% em 2021 e 2022, respetivamente. A contração do comércio mundial será mais grave devido quer à sua forte pró-ciclicidade, especialmente durante recessões económicas, quer à natureza peculiar da crise do coronavírus, que implicou perturbações nas cadeias de produção mundiais e

maiores custos do comércio devido às medidas de contenção. Os riscos para as perspetivas mundiais permanecem enviesados em sentido descendente, dada a incerteza persistente quanto à evolução da pandemia, o que poderá deixar marcas duradouras na economia mundial. Outros riscos em sentido descendente dizem respeito aos resultados das negociações do Brexit, ao risco de um aumento do protecionismo comercial e a efeitos negativos de mais longo prazo sobre as cadeias de oferta mundiais.

Embora a restritividade das condições financeiras na área do euro tenha diminuído um pouco mais desde a reunião do Conselho do BCE de junho de 2020, estas ainda não regressaram aos níveis observados antes da pandemia de coronavírus. Durante o período em análise (entre 4 de junho e 9 de setembro de 2020), a curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) deslocou-se em sentido ligeiramente descendente e, embora algo invertida no curto prazo, não assinala expectativas firmes de um corte iminente nas taxas. Os diferenciais das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro diminuíram ao longo do período em análise no contexto de uma combinação de apoio monetário e orçamental. Os preços dos ativos de risco subiram ligeiramente, sobretudo num contexto de perspetivas de lucros no curto prazo geralmente mais positivas. Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação relativamente robusta em termos ponderados pelo comércio e face ao dólar dos Estados Unidos.

O PIB real da área do euro registou uma contração de 11,8% em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2020. Os dados disponibilizados e os resultados de inquéritos indicam uma retoma contínua da economia da área do euro e apontam para uma recuperação do PIB no terceiro trimestre, embora permanecendo abaixo dos níveis anteriores à crise. Em conjunto com uma recuperação significativa da produção industrial e de serviços, surgiram sinais de uma clara retoma do consumo. Recentemente, o dinamismo abrandou no setor dos serviços em comparação com o setor da indústria transformadora, o que é também visível nos resultados de inquéritos relativos a agosto. Os aumentos nas taxas de infeção por coronavírus durante os meses de verão são fatores adversos às perspetivas de curto prazo. Em termos prospetivos, a continuação de uma retoma sustentada permanece muito dependente da evolução da pandemia e do sucesso das políticas de contenção. Embora a incerteza relacionada com a evolução da pandemia deva atenuar a robustez da recuperação no mercado de trabalho e no consumo e investimento, a economia da área do euro deverá ser suportada por condições de financiamento favoráveis, uma orientação orçamental expansionista e um fortalecimento da atividade e da procura a nível mundial.

Esta avaliação encontra-se globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de setembro de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE. Estas projeções indicam que o crescimento real anual do PIB se situará em -8,0% em 2020, 5,0% em 2021 e 3,2% em 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento real do PIB foram revistas em alta relativamente a 2020 e mantêm-se amplamente inalteradas

no tocante a 2021 e 2022. Dada a atual incerteza excecional em torno das perspetivas, as projeções incluem dois cenários alternativos, um moderado e um grave, que correspondem a diferentes pressupostos relativos à evolução da pandemia¹. No conjunto, considera-se que o equilíbrio dos riscos para as perspetivas de crescimento da área do euro permanece do lado da baixa. Esta avaliação reflete, em larga medida, as implicações económicas e financeiras ainda incertas da pandemia.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro desceu para -0,2% em agosto, face a 0,4% em julho. Com base nos atuais preços do petróleo e nos preços dos futuros do petróleo e tendo em conta a redução temporária da taxa do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) na Alemanha, é provável que a inflação global permaneça negativa nos próximos meses, antes de voltar a terreno positivo no início de 2021. Além disso, no curto prazo, as pressões sobre os preços permanecerão moderadas devido à procura fraca, às menores pressões sobre os salários e à apreciação da taxa de câmbio do euro, não obstante algumas pressões em sentido ascendente sobre os preços relacionadas com restrições na oferta. No médio prazo, uma retoma da procura, sustentada por políticas monetárias e orçamentais acomodáticas, exercerá pressões em sentido ascendente sobre a inflação. Os indicadores das expectativas de inflação a mais longo prazo baseados no mercado regressaram aos seus níveis pré-pandemia, mas continuam a ser muito modestos, enquanto as medidas baseadas em inquéritos se mantêm em níveis reduzidos.

Esta avaliação está globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de setembro de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, as quais indicam que a inflação homóloga se situará em 0,3% em 2020, 1,0% em 2021 e 1,3% em 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação mantêm-se inalteradas para 2020, são revistas em alta para 2021, e permanecem inalteradas para 2022. A projeção inalterada para a inflação em 2022 oculta uma revisão em alta da inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares – refletindo, em parte, o impacto positivo das medidas de política monetária e orçamental – que foi contrabalançada, em grande medida, pela trajetória revista dos preços dos produtos energéticos. A inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá situar-se em 0,8% em 2020, 0,9% em 2021 e 1,1% em 2022.

A pandemia de coronavírus continuou a influenciar significativamente a dinâmica monetária na área do euro. O crescimento do agregado monetário largo (M3) continuou a aumentar, atingindo 10,2% em julho de 2020, o que compara com 9,2% em junho. O crescimento robusto do agregado monetário reflete a criação interna de crédito, a continuação de compras de ativos pelo Eurosistema e considerações de precaução que fomentam uma maior preferência por liquidez no setor detentor de moeda. O agregado monetário estreito M1, que inclui as componentes mais líquidas do M3, continua a dar o principal contributo para o crescimento do agregado monetário largo. A evolução dos empréstimos ao

¹ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2020](#), publicadas no sítio do BCE em 10 de setembro de 2020.

setor privado continuou a ser moldada pelo impacto do coronavírus na atividade económica. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às sociedades não financeiras manteve-se globalmente estável em julho, situando-se em 7,0%, o que compara com 7,1% em junho. Estas taxas elevadas refletem as substanciais necessidades de liquidez das empresas para financiar as respetivas despesas correntes e fundos de maneo e para reforçar as reservas de liquidez, embora a retoma da atividade económica tenha conduzido a uma ligeira recuperação das suas receitas. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias também permaneceu estável, em 3,0%, em julho. As medidas de política do Conselho do BCE, a par das medidas adotadas pelos governos nacionais e pelas instituições europeias, continuarão a apoiar o acesso a financiamento, designadamente pelos mais afetados pelas ramificações da pandemia.

A pandemia de coronavírus continua a ter um impacto extraordinariamente significativo nas finanças públicas da área do euro. O custo orçamental das medidas de contenção tem sido muito substancial para todos os países da área do euro, embora quer os encargos quer a capacidade de resposta variem entre países. Em resultado do abrandamento económico e do apoio orçamental substancial, projeta-se que o défice orçamental das administrações públicas na área do euro aumente consideravelmente, para 8,8% do PIB em 2020, face a 0,6% em 2019. Prevê-se que o rácio do défice diminua para 4,9% e 3,6% do PIB em 2021 e 2022, respetivamente. As medidas orçamentais abrangentes introduzidas em 2020 conduziram a um agravamento correspondente do saldo primário corrigido do ciclo, além de uma componente cíclica negativa, que reflete a deterioração da situação macroeconómica. Espera-se que a melhoria subsequente seja conduzida pelo desvanecimento das medidas de emergência e por uma melhor situação cíclica. Continua a ser crucial uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada, à luz da contração acentuada da economia da área do euro, embora as medidas devam ser direcionadas e temporárias. A este respeito, acolhe-se muito favoravelmente o pacote de três redes de segurança no montante de 540 mil milhões de euros, aprovado pelo Conselho Europeu, e a proposta da Comissão Europeia de um plano de recuperação (*Next Generation EU*) no montante de 750 mil milhões de euros, com o potencial de apoiar substancialmente as regiões e setores mais gravemente afetados pela pandemia.

Pacote de medidas de política monetária

Resumindo, o cruzamento dos resultados da análise económica com os sinais fornecidos pela análise monetária confirmou que é necessário um amplo grau de acomodação monetária para a convergência robusta da inflação no sentido de níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Neste contexto, em 10 de setembro de 2020, o Conselho do BCE reconfirmou o conjunto de medidas de política monetária acomodatórias em vigor.

1. O Conselho do BCE decidiu não alterar as taxas de juro diretoras do BCE. Espera-se que estas permaneçam nos níveis atuais ou em níveis inferiores até que as perspetivas de inflação convirjam de forma robusta no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no horizonte de projeção e

que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente.

2. O Conselho do BCE decidiu prosseguir as aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP), com uma dotação total de 1350 mil milhões de euros. Estas aquisições contribuem para a redução da restritividade da orientação geral da política monetária, ajudando, desse modo, a contrariar o impacto em sentido descendente da pandemia na trajetória projetada da inflação. As aquisições continuarão a ser realizadas de forma flexível ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições. Tal permite ao Conselho do BCE conter eficazmente os riscos para a transmissão regular da política monetária. As aquisições líquidas de ativos no âmbito do PEPP prosseguirão, no mínimo, até ao final de junho de 2021 e, em qualquer caso, até o Conselho do BCE considerar que o período de crise do coronavírus terminou. Além disso, os reinvestimentos dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no contexto do PEPP continuarão, pelo menos, até ao final de 2022. De qualquer forma, a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada.
3. As aquisições líquidas no âmbito do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) prosseguirão a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros, a par das aquisições ao abrigo da dotação temporária adicional de 120 mil milhões de euros até ao final do ano. O Conselho do BCE continua a esperar que as aquisições mensais líquidas de ativos no contexto do APP decorram enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas diretoras do BCE e que cessem pouco antes de o Conselho do BCE começar a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE. Além disso, o Conselho do BCE pretende continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do APP durante um período prolongado após a data em que comece a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.
4. Por último, o Conselho do BCE continuará também a proporcionar ampla liquidez através das suas operações de refinanciamento. Em concreto, a mais recente operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas registou um recurso muito elevado a fundos, apoiando o financiamento bancário a empresas e a famílias.

As medidas de política monetária que o Conselho do BCE adotou desde inícios de março estão a proporcionar um apoio crucial no sentido de auxiliar a recuperação da economia da área do euro e salvaguardar a estabilidade de preços a médio prazo. Apoiam, em particular, as condições de liquidez e financiamento da economia, ajudam a manter o fluxo de crédito às famílias e às empresas e contribuem para preservar condições de financiamento favoráveis em todos os setores e jurisdições. Paralelamente, na atual conjuntura de incerteza elevada, o

Conselho do BCE avaliará escrupulosamente os dados disponibilizados, incluindo a evolução da taxa de câmbio, no tocante às respetivas implicações para as perspetivas de inflação a médio prazo. O Conselho do BCE continua a estar preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de garantir que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.

1 Conjuntura externa

A pandemia de coronavírus (COVID-19) continua a ser a principal fonte de incerteza para a economia mundial. Em torno de meados de maio, o número de novos casos estabilizou temporariamente, o que conduziu a um levantamento gradual das medidas de contenção. No entanto, subseqüentemente, os números começaram a aumentar novamente, principalmente nos Estados Unidos, bem como no Brasil e noutras economias de mercado emergente – até as novas infeções a nível mundial começarem a estabilizar no início de agosto. Porém, a taxa de infeção é ainda alta e os números de novos casos estão a aumentar na Europa e em algumas outras regiões, alimentando os receios de um forte ressurgimento de infeções por coronavírus. Estes receios têm afetado negativamente a confiança dos consumidores. Os dados disponibilizados confirmam que a atividade económica mundial atingiu o seu valor mínimo no segundo trimestre e começou a recuperar em linha com o levantamento gradual das medidas de contenção a partir de meados de maio. As projeções macroeconómicas de setembro de 2020 dos especialistas do BCE indicam que o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) registará uma contração de 3,7% este ano e uma expansão de 6,2% e 3,8% em 2021 e 2022, respetivamente. A contração do comércio mundial será mais grave do que a queda do PIB real, devido quer à sua pró-ciclicidade mais acentuada, especialmente durante recessões económicas, quer à natureza distinta da crise de COVID-19, que implicou perturbações nas cadeias de produção mundiais e maiores custos do comércio devido às medidas de contenção. Os riscos para as perspetivas mundiais permanecem enviesados em sentido descendente, dada a incerteza persistente quanto à evolução da pandemia, o que poderá deixar marcas duradouras na economia mundial. Outros riscos em sentido descendente dizem respeito aos resultados das negociações do Brexit, ao risco de um aumento do protecionismo comercial e, de modo semelhante, a efeitos negativos de mais longo prazo sobre as cadeias de oferta mundiais.

Atividade económica e comércio mundiais

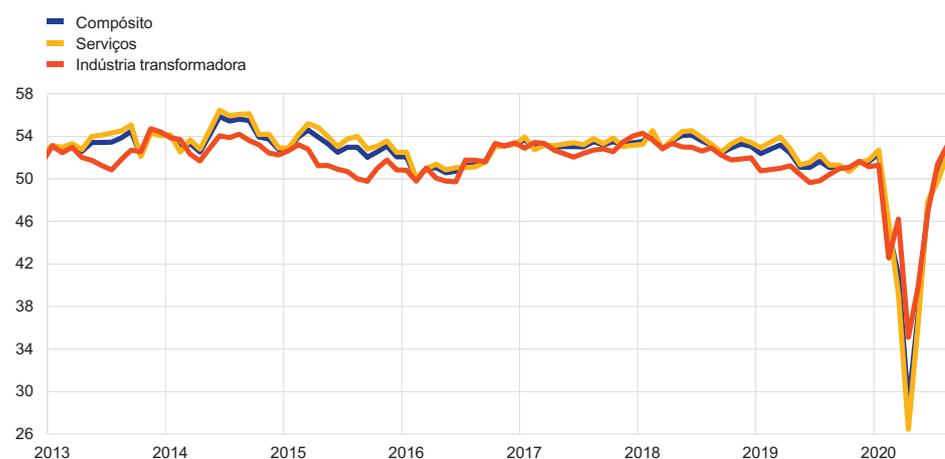
A economia mundial ingressou numa recessão profunda e sincronizada no primeiro semestre de 2020 em resultado da pandemia de COVID-19. O surto e as medidas de contenção adotadas para limitar a propagação do vírus pesaram sobre a atividade económica, causando uma queda inédita e sincronizada do produto mundial, que atingiu um nível mínimo em abril de 2020. A incerteza a nível mundial aumentou acentuadamente para níveis vistos pela última vez durante a crise financeira mundial. Os dados disponibilizados sobre as contas nacionais para o segundo trimestre confirmam uma forte contração da atividade económica. A queda do comércio mundial foi ainda mais marcada, embora menos pronunciada do que o previsto nas projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Tal sugere uma menor elasticidade do comércio mundial do que o anteriormente previsto. Ao mesmo tempo, apenas a China conseguiu levantar as medidas de contenção em torno do final de março e ver a respetiva economia regressar a taxas de crescimento positivas já no segundo trimestre.

Logo que a propagação de COVID-19 começou a atenuar-se e as medidas de contenção começaram a ser levantadas, a economia mundial começou a recuperar, como confirmado pelos dados de inquéritos. Com o afrouxamento das restrições e o início da normalização da produção, prevê-se que a atividade económica e o comércio mundiais recuperem a partir dos níveis reduzidos do segundo trimestre. Os Índices de Gestores de Compras (IGC) mundiais compósitos do produto (excluindo a área do euro) têm vindo a melhorar consistentemente desde que atingiram um nível mínimo em abril (ver o gráfico 1). Em agosto, o IGC mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) registou um aumento pelo quarto mês consecutivo, situando-se em 52,6, tendo subido de 50 em julho e de um mínimo de 28,6 em abril. A retoma é generalizada nos setores da indústria transformadora e dos serviços. Porém, a retoma parece ser desigual entre países. Entre as economias avançadas, o IGC compósito do produto continuou a crescer nos Estados Unidos e no Reino Unido, tendo permanecido em níveis contracionistas no Japão. Entre as economias de mercado emergentes, o IGC compósito do produto aumentou ainda mais na China, Rússia e Brasil, mas continuou a evidenciar uma contração na Índia.

Gráfico 1

IGC mundial compósito do produto e subíndices (excluindo a área do euro)

(Índices de difusão)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.

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

As condições financeiras mundiais tornaram-se significativamente menos restritivas em meses recentes. Durante o verão, a retoma nos mercados financeiros que tinha começado no final de março prosseguiu, com um dinamismo aparentemente inalterado nas principais economias avançadas e nalgumas economias de mercado emergentes. Os mercados acionistas subiram para novos máximos históricos nos Estados Unidos e máximos plurianuais na China, tendo continuado a recuperar rapidamente a maior parte das respetivas perdas noutros pontos do globo. Outros segmentos de mercado de risco, incluindo obrigações de empresas, também beneficiaram do sentimento de mercado altista. Com as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas isentas de risco globalmente inalteradas em níveis historicamente baixos ou próximo destes, os índices relativos às condições financeiras atingiram um máximo histórico nas economias avançadas, e não estiveram muito longe de máximos históricos nas economias de mercado emergentes. A subida em

curso dos ativos de risco foi impulsionada por uma série de surpresas positivas associadas aos dados macroeconómicos e um novo aumento da apetência pelo risco, refletindo em parte o crescente otimismo quanto à entrega antecipada de uma vacina. Porém, os mercados financeiros permanecem em modo de alerta dado que as perspetivas estão dependentes da trajetória incerta da pandemia. A volatilidade permanece bem acima das médias históricas e as perceções do mercado quanto ao risco mantêm-se enviesadas em sentido descendente.

O PIB real mundial (excluindo a área do euro) diminuirá 3,7% este ano. De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) entrará em terreno positivo no segundo semestre de 2020, à medida que as medidas de contenção continuam a ser levantadas gradualmente. No entanto, a retoma é limitada, visto que se presume que a incerteza quanto à evolução da pandemia pese sobre o sentimento das empresas e dos consumidores, que persistirão alguns tipos de distanciamento social e que uma solução médica seja disponibilizada apenas em meados de 2021. A projeção de referência, assim, compatível com a continuação de infeções em alguns países, enquanto se presume que novos surtos sejam objeto de medidas de contenção direcionadas, que se prevê perturbem menos a atividade económica do que em anteriores confinamentos.

A persistência da incerteza quanto à evolução da pandemia aponta para uma retoma económica incompleta até ao final do horizonte de projeção. A crise de COVID-19 é um choque triplo para a economia mundial². Ao contrário de anteriores crises, teve um impacto particularmente forte no consumo privado no primeiro semestre de 2020. Numa análise prospetiva, embora os efeitos negativos das medidas de contenção provavelmente se dissipem e a produção mundial recupere gradualmente, a continuação da incerteza quanto às perspetivas económicas e em termos de saúde continuarão a pesar sobre o consumo, travando assim uma retoma mais vigorosa da atividade económica. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a trajetória do nível da atividade económica permanece globalmente inalterada, mantendo-se abaixo da projeção de referência anterior à COVID-19 ao longo do horizonte de projeção. Deste modo, projeta-se que o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) cresça 6,2% em 2021 e 3,8% em 2022.

Nos Estados Unidos, a atividade económica está a recuperar no terceiro trimestre, num contexto de medidas de apoio ao rendimento. O PIB real registou uma contração de 31,7% numa base anualizada (-9,1% em termos trimestrais em cadeia) no segundo trimestre, de acordo com a segunda estimativa. Esta contração foi ligeiramente menor do que a reportada na estimativa antecipada (-9,5% em termos trimestrais em cadeia), refletindo revisões em alta do investimento privado em existências e das despesas de consumo pessoal. Divulgações de dados relativos aos Estados Unidos são, no geral, positivas.

² O choque inicial sobre a oferta, induzido pela introdução de medidas de confinamento na maior parte do mundo, foi simultaneamente agravado por um choque sobre a procura, devido sobretudo ao aumento do desemprego. Seguiu-se um choque de incerteza à medida que a economia mundial registou uma paragem súbita sem precedentes, cujas consequências são ainda amplamente desconhecidas.

Após fortes aumentos em maio e junho, as vendas de bens de retalho e serviços de restauração subiram modestamente, em 1,2%, em julho, embora ainda ultrapassassem os níveis pré-pandemia. No entanto, o total das despesas de consumo pessoal mantém-se bem abaixo do seu nível pré-pandemia, dado que as despesas em outros serviços diminuíram. As despesas das famílias tinham sido sustentadas por maiores subsídios de desemprego e apoio direto pontual ao rendimento. Estes pagamentos expiraram, em grande medida, em agosto, resultando numa queda significativa do rendimento que poderá comprometer ainda mais o consumo. À medida que as medidas de confinamento se tornavam menos rigorosas em torno de maio, os trabalhadores começaram a regressar aos seus empregos, invertendo mais de metade das suspensões temporárias do trabalho (*lay-offs*) registados em abril. Porém, o ritmo de criação de emprego abrandou em julho em comparação com maio e junho, e a taxa de desemprego permanece ainda em níveis historicamente elevados. A inflação global homóloga dos preços no consumidor (IPC) aumentou para 1,0% em julho, face a 0,6% em junho. A inflação subjacente registou uma subida considerável, de 1,2% em junho para 1,6% em julho, impulsionada pelo aumento dos preços da habitação e de serviços médicos. Vários indicadores das expectativas de inflação aumentaram recentemente, aproximando-se novamente das respetivas médias de longo prazo. No entanto, as perspetivas para a inflação mantêm-se muito fracas, visto que a economia continua a funcionar abaixo do potencial.

Na China, a economia está a recuperar robustamente, mas as vendas a retalho permanecem fracas. O PIB da China aumentou no segundo trimestre, em 11,5% (em termos trimestrais em cadeia), regressando acima do respetivo nível no final de 2019. O investimento foi o principal fator impulsionador do crescimento, em conjunto com as exportações líquidas, enquanto o consumo continuou a travar o crescimento. Os dados disponibilizados sugerem que a maior parte da economia chinesa retomou os níveis anteriores à COVID-19, mas as vendas a retalho permanecem fracas. Embora a produção industrial tenha registado uma recuperação robusta (+4,9% em termos homólogos, em julho), as vendas a retalho continuam a diminuir (-2,6% em termos homólogos, em julho), presumivelmente devido a expectativas de emprego modestas por parte das famílias. A política orçamental manteve-se favorável à atividade económica, devido à expansão do pagamento do seguro de desemprego, a maiores investimentos e às medidas de desagravamento fiscal, que têm por objetivo estabilizar o emprego e o crescimento económico. A política monetária presta também apoio, embora, tendo em conta a retoma da economia, as autoridades estejam cientes de que um maior crescimento do crédito possa originar riscos para a estabilidade financeira.

No Japão, a atividade económica está a recuperar no terceiro trimestre, mas o consumo privado permanece fraco. O PIB real diminuiu 7,9%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre, de acordo com a segunda estimativa, e foi ligeiramente revisto em baixa face à primeira estimativa (-7,8%, em termos trimestrais em cadeia). Um estado de emergência à escala nacional em abril e maio atenuou a atividade, com contrações de dois dígitos no consumo privado de serviços e nas exportações a justificar a maior parte da descida na atividade. A primeira reflete o impacto do confinamento nacional, enquanto a segunda reflete uma redução da procura externa. A recuperação da procura externa contribuiu para

uma retoma significativa da produção industrial em julho. Porém, o ritmo de retoma económica mantém-se moderado de acordo com as indicações do IGC compósito do produto que, embora aumentando pelo quarto mês consecutivo em agosto, para 45,2, permanece em níveis contracionistas (ou seja, abaixo do limiar de 50). O consumo privado de serviços mantém-se fraco. O índice da atividade de consumo publicado pelo banco central nacional do Japão indica que o consumo de bens duradouros e não duradouros aumentou em junho, o que aponta para o desempenho pela procura latente de um papel importante no primeiro mês completo após o confinamento, mas enfraquecendo novamente em julho. O consumo de serviços, que representa 51% do consumo das famílias, manteve-se, em junho, quase 20% abaixo do respetivo nível observado no primeiro trimestre. Embora a melhoria nas tendências dos padrões de mobilidade nas visitas aos restaurantes, centros comerciais e parques de diversões possa sugerir uma retoma em curso, o consumo de serviços manteve-se globalmente inalterado em julho em comparação com junho. Tal, em conjugação com sinais de que a melhoria do sentimento dos consumidores estagnou em agosto, aponta para uma recuperação muito gradual do consumo, relacionada, em parte, com o ressurgimento de novas infeções por COVID-19 durante os meses de julho e agosto.

No Reino Unido, após uma descida inédita no segundo trimestre, a retoma da atividade económica parece tímida e incompleta. O PIB real diminuiu 20,4%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre, refletindo uma contração generalizada de todas as componentes da despesa e, especialmente, da procura interna. Uma contração de dois dígitos no consumo privado refletiu-se num aumento acentuado do rácio da poupança. O investimento empresarial caiu em cerca de um terço no segundo trimestre, numa conjuntura de extrema incerteza. Embora o IGC compósito do produto aponte para uma retoma da atividade no terceiro trimestre, as perspetivas afiguram-se bastante incertas, visto que dados de inquéritos mais abrangentes sugerem um enfraquecimento contínuo da confiança das empresas, em conjugação com receios crescentes sobre o desemprego e com preocupações quanto às perspetivas económicas no futuro. O apoio estatal ao regime de *lay-off*, amplamente utilizado, foi alargado em 1 de agosto até outubro, mas o volume de apoio é menor e planeia-se uma interrupção do regime a partir dessa altura. O IPC e a inflação subjacente aumentaram 0,4 pontos percentuais, em julho, para 1,0% e 1,4%, respetivamente. A subida dos preços foi generalizada entre rubricas e esteve parcialmente relacionada com os custos adicionais das medidas de “proteção contra a COVID-19”, como reportado pelo Serviço Nacional de Estatística (ou seja, aumentos de custos generalizados para as empresas do setor privado associados ao distanciamento social).

Nos países da Europa Central e de Leste, a atividade económica deverá recuperar gradualmente, refletindo o levantamento das medidas de contenção. O PIB real nestes países registou uma contração substancial no primeiro semestre de 2020 devido às medidas adotadas para limitar a propagação de COVID-19. Com o afrouxamento gradual destas medidas e a normalização da produção, prevê-se que a atividade reaja e recupere progressivamente a partir do terceiro trimestre, sustentada por medidas orçamentais e monetárias robustas. Em termos prospetivos, prevê-se que a atividade permaneça abaixo dos seus níveis anteriores a 2019 até ao final de 2021.

Em grandes países exportadores de matérias-primas, as perspetivas para a atividade económica mantêm-se incertas dado o número ainda elevado de infeções.

Na Rússia, o PIB real no segundo trimestre foi atingido por uma combinação da pandemia de COVID-19, das restrições adotadas para controlar as infeções nacionais – que atenuaram o consumo e o investimento privados – e das variações múltiplas e rápidas nos mercados petrolíferos mundiais que enfraqueceram o setor energético. Neste contexto, o apoio da política orçamental e monetária aumentou gradualmente. Projeta-se que a atividade económica comece a recuperar no terceiro trimestre, mas as perspetivas permanecem sujeitas a uma incerteza considerável. Não só o número de novos casos de COVID-19 é ainda elevado, como as perspetivas de investimento também são modestas, devido aos cortes na produção petrolífera mantidos pela OPEP+ e à redução dos preços das matérias-primas. No Brasil, a contração do PIB real no segundo trimestre (-9,7%, em termos trimestrais em cadeia) foi generalizada a todas as rubricas, à exceção das exportações de bens e serviços, que se expandiram em cerca de 1,8% em termos trimestrais em cadeia. A crise de COVID-19 ocorreu logo quando o sentimento económico tinha começado a melhorar no seguimento de um período de crescimento moderado. Dado que o Brasil é agora um dos países mais afetados pela pandemia, a retoma no segundo semestre deverá ser ténue. Tendo em conta a margem de manobra orçamental limitada, o volume de apoio orçamental foi modesto e este apoio deverá terminar em outubro. A política monetária é também favorável e as taxas de juro atingiram o mínimo histórico de 2%.

Na Turquia, a atividade económica escapou relativamente incólume à pandemia no primeiro trimestre de 2020, embora se tenha contraído no segundo trimestre.

A atividade permaneceu robusta até ao final de março, quando o surto de COVID-19 atingiu o país. No segundo trimestre, o crescimento do PIB real registou uma contração de 11% em termos trimestrais em cadeia, devido sobretudo ao setor dos serviços e, em menor medida, à atividade industrial. Na sequência do afrouxamento gradual das medidas de contenção com início em meados de maio, a economia começou a recuperar parcialmente, impulsionada pelo setor da indústria transformadora. No entanto, como o setor dos serviços se mantém moderado, especialmente devido ao fraco desempenho do setor do turismo, continuará a travar o crescimento no terceiro trimestre. Em resposta à crise, as autoridades aumentaram os estímulos de política orçamental e monetária para estabilizar a economia, mas a procura externa fraca continua a pesar sobre as perspetivas de curto prazo. As pressões sobre a lira turca intensificaram-se recentemente, desencadeadas pela redução das reservas cambiais e da capacidade das autoridades nacionais para continuar a defender a moeda.

Prevê-se que o comércio mundial registe uma contração de dois dígitos em 2020.

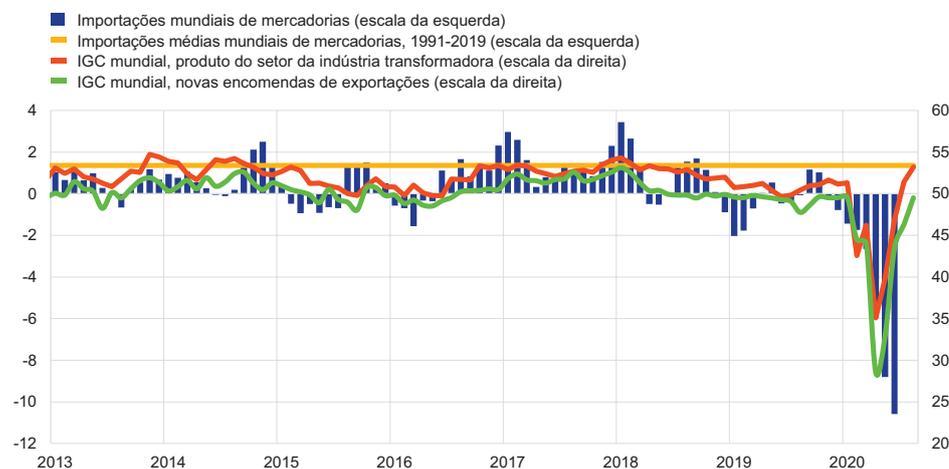
A queda acentuada das importações mundiais (excluindo a área do euro) em 2020 reflete quer a forte pró-ciclicidade do comércio, especialmente durante recessões económicas, quer a natureza distinta da crise de COVID-19. A queda da procura mundial, a par de perturbações nas cadeias de produção mundiais e o aumento dos custos do comércio em resultado das medidas de contenção relacionadas com a COVID-19 afetaram o comércio mundial. No segundo trimestre, as importações mundiais de mercadorias (excluindo a área do euro) registaram uma contração de 10,5%, em termos trimestrais em cadeia, embora o dinamismo em

sentido descendente se tenha atenuado ligeiramente em maio, tendo sido observada uma recuperação mais robusta em junho (+6,3% em termos mensais em cadeia). Os dados de inquéritos também apontam para uma recuperação do comércio, visto que o IGC na indústria transformadora para novas encomendas de exportações aumentou em agosto pelo quarto mês consecutivo, de 46,1 em junho para 49,5 em agosto, e de um mínimo de 27 em abril (ver o gráfico 2). Em termos prospetivos, embora se preveja que o comércio mundial recupere em linha com o levantamento gradual das medidas de contenção, poder-se-ão concretizar alguns efeitos de cicatrização. No curto prazo, à medida que os governos decidem manter as restrições às deslocações, pelo menos até que seja encontrada uma solução médica, tal poderá travar ainda mais o comércio através dos maiores custos do comércio. Por último, dado que a pandemia de COVID-19 expôs a dependência de muitos países de fornecedores externos, tal poderá resultar em novas políticas. Tais políticas podem ter por objetivo diversificar os fornecedores a nível mundial por forma a evitar a monodependência ou deslocalizar a produção, afetando assim negativamente cadeias de valor mundiais complexas. De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, o comércio mundial deverá registar uma contração de 11,2% em 2020, expandindo-se depois em 6,8% e 4% em 2021 e 2022, respetivamente. Projeta-se que a procura externa da área do euro diminua 12,5% em 2020 e que cresça 6,9% em 2021 e 3,7% em 2022.

Gráfico 2

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

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



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

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

A incerteza quando à futura evolução da pandemia continuará a moldar as perspetivas económicas mundiais. Os receios quanto a uma possível nova intensificação da pandemia, e à possível introdução de medidas de contenção mais restritivas, estão a pesar sobre as decisões de investimento e contratação das empresas. Tal, por sua vez, está a afetar a confiança dos consumidores e implica apenas uma retoma bastante tímida do consumo. Quanto mais esta situação se prolongar, mais profundas serão as marcas de longo prazo que a economia sofrerá.

Para ilustrar o conjunto de possíveis impactos da pandemia de COVID-19 na economia mundial, nas projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE a projeção de referência é complementada por dois cenários alternativos³ – o cenário moderado e o cenário grave. Estes cenários podem ser vistos como uma ilustração da diversidade de possibilidades em torno da projeção de referência. Os riscos relacionados com a pandemia, para além de outros riscos em sentido descendente associados às negociações do Brexit e um possível aumento do protecionismo comercial, são ainda relevantes. Porém, é provável que estes outros riscos dependam igualmente, em certa medida, da trajetória futura da pandemia de COVID-19 e das medidas de política tomadas.

Evolução dos preços a nível mundial

Os preços do petróleo recuperaram, num contexto de retoma da atividade económica e da queda da oferta de petróleo devido a cortes na produção acordados no início de maio. Depois de uma queda acentuada para menos de USD 20 por barril em abril, os preços do petróleo bruto Brent aumentaram para cerca de USD 45 por barril à data de fecho da informação para as projeções de macroeconómicas de setembro elaboradas por especialistas do BCE. Porém, a descida simultânea da taxa de câmbio efetiva nominal do dólar dos Estados Unidos implica que, em muitas economias, a subida dos preços do petróleo foi menos acentuada em termos de moeda interna. A recuperação parcial dos preços do petróleo parece ser impulsionada pela procura superior ao esperado de petróleo devido ao afrouxamento das medidas de confinamento, embora, no geral, se preveja que a procura de petróleo permaneça modesta e abaixo dos seus níveis de 2019 ao longo de 2020 e 2021. Do lado da oferta, no início de maio, a OPEP+ acordou um corte na produção de quase dez mil barris por dia, o que, em conjunto com as suspensões significativas na produção petrolífera nos Estados Unidos e no Canadá, sustentou os preços do petróleo. A recuperação dos preços do petróleo abrandou em agosto, após a expiração de cortes voluntários na produção por parte da Arábia Saudita e a estagnação da procura de petróleo mundial. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, os pressupostos relativos aos preços do petróleo bruto nas projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE foram revistos em alta em 18,8%, 27,8% e 20,8% para 2020, 2021 e 2022, respetivamente. Desde a data de fecho da informação para as projeções de setembro elaboradas por especialistas, o preço do petróleo bruto diminuiu, com o preço do petróleo bruto Brent a situar-se em cerca de USD 40 por barril em 9 de setembro. Em termos prospetivos, embora a curva dos futuros dos preços do petróleo apresente uma inclinação apenas ligeiramente ascendente, os preços do petróleo bruto deverão permanecer voláteis. Este é um reflexo do facto de que as perspetivas económicas se mantêm muito incertas e que a utilização da capacidade de armazenamento é excepcionalmente elevada.

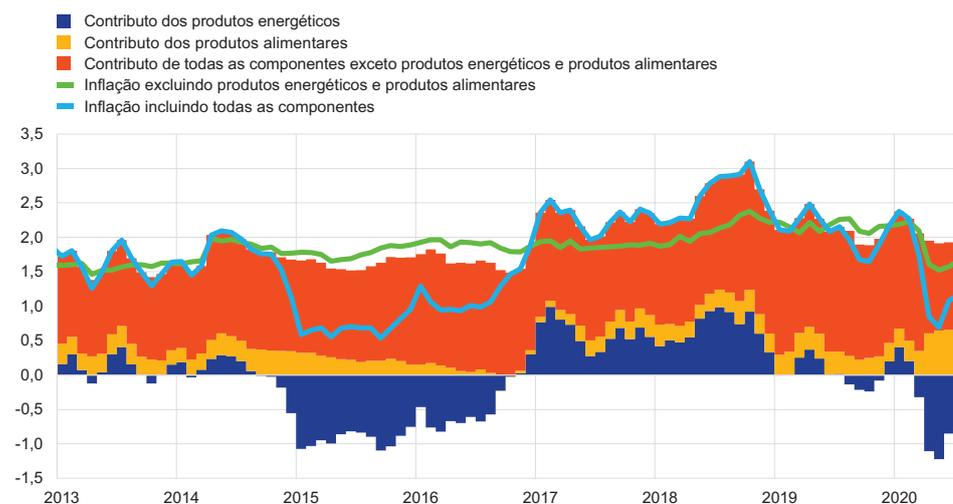
³ Para mais pormenores, ver a caixa intitulada [Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro](#), nas projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, setembro de 2020.

A inflação mundial permanece moderada, embora a pressão exercida pelos preços dos produtos energéticos tenha decrescido recentemente. A inflação homóloga dos preços no consumidor nos países da OCDE subiu gradualmente, de 0,7% em maio para 1,2% em julho (ver o gráfico 3). O entrave em sentido descendente da inflação homóloga dos preços no consumidor reduziu-se nos últimos meses. Os preços dos produtos energéticos diminuíram 8,4%, menos do que em junho (-9,5%). Paralelamente, a inflação dos preços dos produtos alimentares diminuiu para 3,8% em julho face a 4,6% em junho. A inflação homóloga medida pelo IPC nos países da OCDE, excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, subiu ligeiramente para 1,7% em julho. Nas economias avançadas, a inflação homóloga medida por preços no consumidor aumentou nos Estados Unidos, no Reino Unido e no Japão, tendo descido para 0,1% no Canadá em julho (em comparação com 0,7% em junho). A inflação global homóloga subiu moderadamente nas principais economias de mercado emergentes não pertencentes à OCDE em julho.

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

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



Fontes: OCDE e cálculos do BCE.

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

Prevê-se que a inflação mundial se mantenha relativamente fraca num contexto de preços do petróleo reduzidos e de uma procura fraca. Uma procura fraca, uma deterioração acentuada dos mercados de trabalho e a maior margem disponível deverão atenuar as pressões subjacentes sobre a inflação a nível mundial. A redução dos preços do petróleo explica grande parte da revisão em baixa dos preços de exportações dos concorrentes da área do euro (em moeda nacional) em 2020. Visto que se prevê que o preço do petróleo bruto aumente gradualmente ao longo do horizonte de projeção, este impacto dissipar-se-á, projetando-se que os preços das exportações dos concorrentes da área do euro regressem às suas médias de longo prazo na parte final de 2021.

2 Evolução financeira

Ao longo do período em análise (4 de junho de 2020 a 9 de setembro de 2020), a curva a prazo do índice overnight médio do euro (EONIA) deslocou-se em sentido descendente. Embora registando uma ligeira inversão nos prazos curtos, a curva sinaliza expectativas por parte das empresas de uma redução da taxa no muito curto prazo. Continuando a evolução observada durante o verão, os diferenciais das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro diminuíram durante o período em análise, no contexto de um conjunto de medidas de apoio monetário e orçamental. Os preços dos ativos de risco aumentaram ligeiramente, principalmente no contexto de perspectivas de lucros de curto prazo geralmente mais positivas. Nos mercados cambiais, o euro registou uma forte apreciação em termos ponderados pelo comércio.

No período em análise, a EONIA e a nova taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situaram-se, em média, em -46 pontos base e -55 pontos base, respetivamente⁴. A liquidez excedentária aumentou 807 mil milhões de euros, para aproximadamente 2982 mil milhões de euros. Esta variação reflete principalmente o recurso às operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III), bem como o programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) e o programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP)⁵.

A curva a prazo da EONIA deslocaram-se em sentido descendente no período em análise, em particular nos horizontes de médio e longo prazo, e a curva inverteu-se ligeiramente (ver o gráfico 4). Apesar da inversão, a curva não sugere expectativas do mercado firmes de uma redução iminente da taxa. No geral, as taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA permanecem abaixo de zero para horizontes anteriores a 2028, refletindo uma continuação de expectativas do mercado de um período prolongado de taxas de juro negativas.

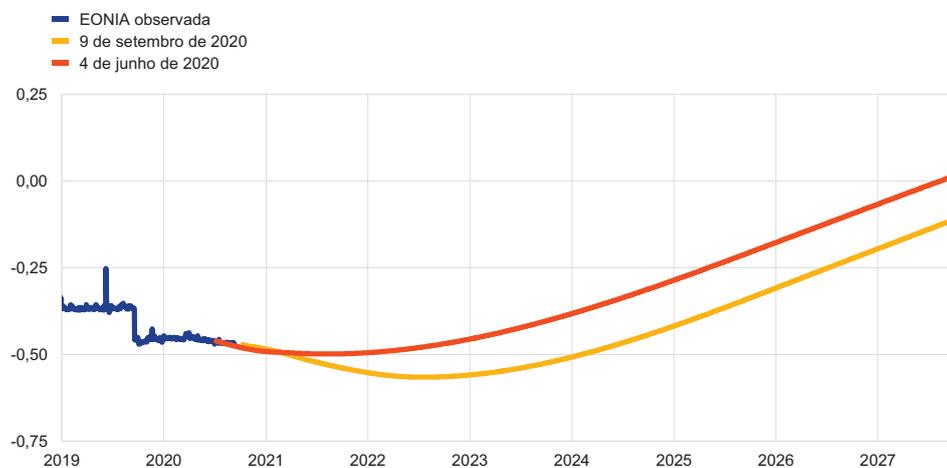
⁴ Em 2 de outubro de 2019, houve uma alteração na metodologia para o cálculo da EONIA, sendo esta agora a €STR acrescida de um diferencial fixo de 8,5 pontos base. Ver a caixa intitulada [Goodbye EONIA, welcome €STR!](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2019.

⁵ Para o período até 5 de maio de 2020, ver a caixa intitulada [Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 29 de janeiro a 5 de maio de 2020](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020.

Gráfico 4

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

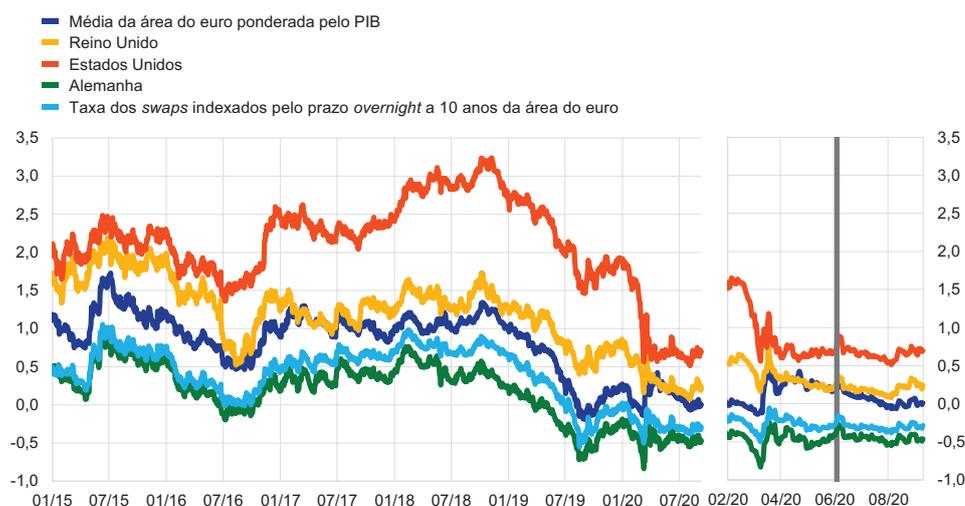
As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo diminuíram nas várias jurisdições no período em análise (ver o gráfico 5).

A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB diminuiu 23 pontos base para 0,01%, devido a uma conjunção de taxas isentas de risco ligeiramente mais baixas e de um estreitamento dos diferenciais das obrigações soberanas (ver o gráfico 6). As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos nos Estados Unidos e no Reino Unido diminuíram, em 5 e 4 pontos base, respetivamente, deslocando-se para próximo dos seus mínimos históricos.

Gráfico 5

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

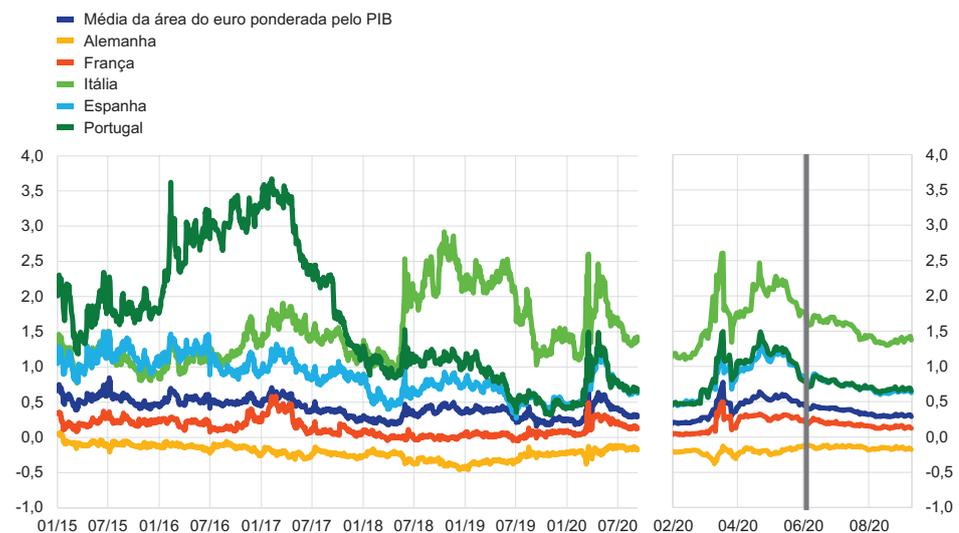
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 4 de junho de 2020. As últimas observações referem-se a 9 de setembro de 2020.

Os diferenciais das obrigações soberanas da área do euro face às taxas dos swaps indexados pelo prazo *overnight* diminuíram novamente, no contexto do apoio monetário e orçamental (ver o gráfico 6). Um conjunto de medidas de política monetária e orçamental adotadas para apoiar a economia (incluindo o instrumento *Next Generation EU*) ajudou os diferenciais das obrigações soberanas a diminuir novamente ao longo do período em análise. Os diferenciais das obrigações soberanas a 10 anos da Alemanha, França, Itália, Espanha e Portugal diminuíram 6, 12, 41, 22 e 17 pontos base para -0,18, 0,12, 1,37, 0,63 e 0,65 pontos percentuais, respetivamente. Por conseguinte, o diferencial das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderado pelo PIB diminuiu 17 pontos base para 0,29 pontos percentuais, situando-se, assim, apenas ligeiramente acima do respetivo nível no início do ano.

Gráfico 6

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

(pontos percentuais)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 4 de junho de 2020. As últimas observações referem-se a 9 de setembro de 2020.

Os índices de cotações das ações das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro e dos Estados Unidos aumentaram, uma vez que as perspetivas de lucros de curto prazo registaram uma melhoria significativa (ver o gráfico 7). Dado o otimismo crescente relativamente às perspetivas económicas, as expectativas de lucro das empresas da área do euro registaram uma melhoria significativa face a níveis extremamente baixos, pelo que se espera que os lucros aumentem durante o resto do ano. Tal teve uma influência positiva sobre as cotações das ações das SNF da área do euro no período em análise, que aumentaram cerca de 2%. Foi visível um aumento ainda mais significativo de cerca de 10% nos Estados Unidos, onde as cotações das SNF se situam próximo dos máximos históricos. Pelo contrário, as cotações das ações dos bancos na área do euro e nos Estados Unidos diminuíram 2% e 5%, respetivamente, uma

vez que as perspetivas ainda incertas e o potencial de aumento do incumprimento por parte das empresas continuaram a afetar as expetativas de lucros do setor.

Gráfico 7

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

(índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

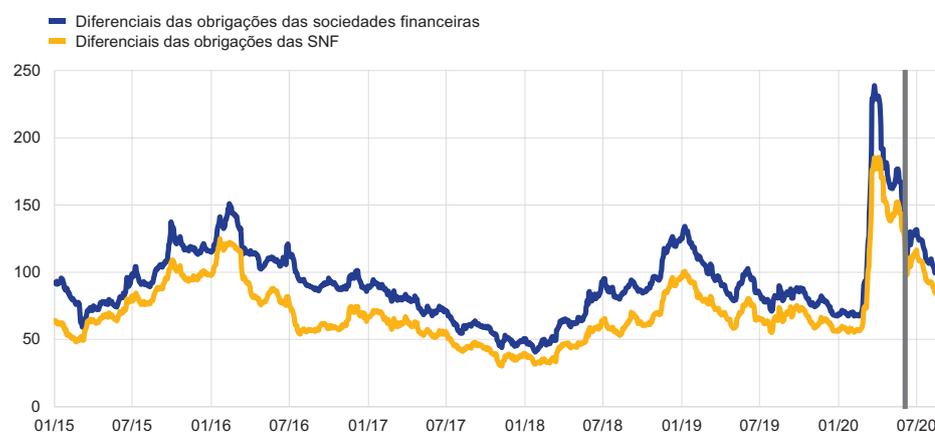
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 4 de junho de 2020. As últimas observações referem-se a 9 de setembro de 2020.

Os diferenciais das obrigações das empresas da área do euro continuaram a reduzir-se (ver o gráfico 8). Os diferenciais das obrigações das SNF com categoria de investimento e das obrigações do setor financeiro (em relação à taxa isenta de risco) diminuíram 38 e 37 pontos base, respetivamente. Em geral, a descida reflete, em grande medida, uma diminuição do prémio excedentário das obrigações, ou seja, a componente dos diferenciais das obrigações das empresas que não é explicada pelos fundamentos do crédito (medidos pelas notações e frequência de incumprimento esperada), que se mantiveram globalmente estáveis. Apesar da compressão significativa observada desde março, os diferenciais das obrigações das empresas mantêm-se ligeiramente acima dos níveis prevalecentes antes da pandemia de coronavírus (COVID-19), o que poderá refletir expetativas do mercado de um aumento do incumprimento por parte das empresas nos próximos trimestres.

Gráfico 8

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



Fontes: Índices iBoxx da Markit e cálculos do BCE.

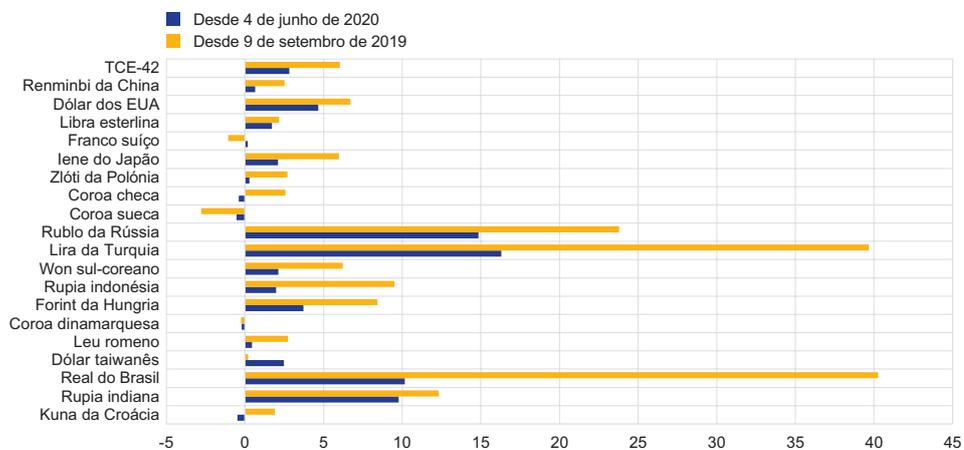
Notas: Os diferenciais são calculados como diferenciais de swap de ativos em relação à taxa isenta de risco. Os índices compreendem obrigações com diferentes prazos (mas com um prazo de vencimento residual de pelo menos um ano) com notação de investimento. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 4 de junho de 2020. As últimas observações referem-se a 9 de setembro de 2020.

Nos mercados cambiais, o euro registou uma forte apreciação em termos ponderados pelo comércio (ver o gráfico 9). A taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro, apreciou-se 2,8% no período em análise. No que respeita à evolução das taxas de câmbio bilaterais, a apreciação efetiva do euro foi generalizada às moedas de praticamente todos os principais parceiros comerciais da área do euro. Em particular, o euro registou uma forte apreciação face ao dólar dos Estados Unidos (4,6%) refletindo um enfraquecimento mais generalizado do dólar dos Estados Unidos, no contexto de uma melhoria do sentimento quanto ao risco no quadro da recuperação mundial em curso. O euro também se fortaleceu face ao iene do Japão (2,1%), a libra esterlina (1,7%) e o renminbi da China (0,6%), tendo apreciado fortemente face às moedas da maioria das economias de mercado emergentes, em particular o rublo da Rússia, a lira da Turquia e o real do Brasil. No que respeita às moedas dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, o euro registou uma apreciação face ao forint da Hungria, tendo enfraquecido face à maioria das restantes moedas, uma vez que estas últimas recuperaram alguma da depreciação registada durante a intensificação da pandemia de coronavírus em março e abril deste ano.

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-42 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevaletentes em 9 de setembro de 2020.

3 Atividade económica

O PIB real da área do euro diminuiu 11,8%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2020, devido à pandemia de coronavírus (COVID-19) que atingiu a economia mundial. Embora esta forte contração se tenha devido essencialmente ao colapso da atividade observado em março e abril, os dados disponibilizados desde maio indicam que a economia está a recuperar. Tanto os dados concretos como os inquéritos são compatíveis com uma retoma significativa do crescimento do PIB no terceiro trimestre. A par da retoma na produção industrial e de serviços, há sinais de uma retoma do consumo em conformidade com as expectativas. Recentemente, o dinamismo do setor dos serviços abrandou comparado com o setor da indústria transformadora, o que também é visível nos resultados do inquérito de agosto. Os aumentos das taxas de infeção por coronavírus durante os meses de verão são fatores adversos para as perspetivas a curto prazo. A prazo, a continuidade de uma recuperação sustentada continua a depender fortemente da evolução da pandemia e do êxito das políticas de contenção. Embora a incerteza relacionada com a evolução da pandemia venha provavelmente a atenuar a força da recuperação no mercado de trabalho e no consumo e investimento, a economia da área do euro deve ser apoiada por condições de financiamento favoráveis, uma orientação orçamental expansionista e um reforço da atividade e da procura globais. Esta avaliação encontra-se globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de setembro de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE. Estas projeções indicam que o PIB real anual diminuirá 8,0% em 2020, antes de aumentar 5,0% em 2021 e 3,2% em 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2020 dos especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB real foram revistas em alta em 0,7 pontos percentuais no que respeita a 2020 e em baixa em 0,2 e 0,1 pontos percentuais no tocante a 2021 e 2022, respetivamente.

A atividade económica na área do euro registou uma queda sem precedentes no segundo trimestre de 2020 devido à pandemia de COVID-19 e às medidas de contenção conexas. O PIB real caiu 11,8%, em termos trimestrais em cadeia no segundo trimestre de 2020, num contexto de medidas de confinamento ao nível mais rigoroso no mês de abril, antes de serem progressivamente atenuadas ao longo dos meses seguintes. Em comparação com o quarto trimestre de 2019, o PIB real diminuiu globalmente 15,1% no primeiro semestre de 2020, voltando aos níveis registados no primeiro trimestre de 2005.

A contração provocada pela pandemia foi sentida transversalmente entre países e setores. O PIB diminuiu em todos os países da área do euro no segundo trimestre de 2020, tendo a dimensão da queda refletido o impacto da pandemia e o calendário e rigor das medidas de confinamento aplicadas em cada país. Entre as maiores economias da área do euro, o PIB diminuiu 18,5% em Espanha, 13,8% em França, 12,4% em Itália, 9,7% na Alemanha e 8,5% nos Países Baixos, em termos trimestrais em cadeia.

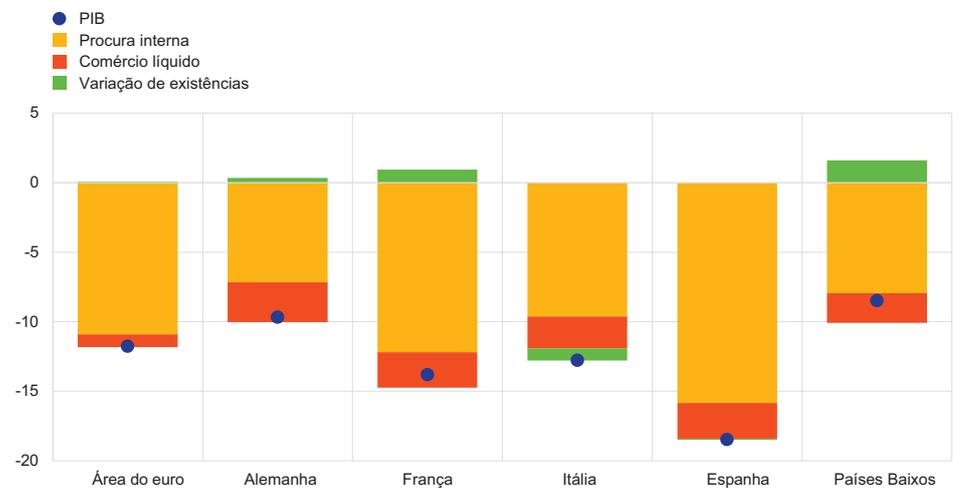
A pandemia de COVID-19 conduziu a uma redução sem precedentes da procura interna e da atividade no sector dos serviços. Conforme sugerido pela

desagregação do PIB na vertente da despesa (ver o gráfico 10), a diminuição da atividade no segundo trimestre de 2020 deveu-se à forte diminuição da procura interna (10,9%). Ao contrário das recessões anteriores (como a crise financeira mundial de 2007-2008), a atividade no setor dos serviços foi a mais duramente atingida devido à natureza das medidas de distanciamento social. As exportações líquidas também contribuíram negativamente para o crescimento, embora em muito menor medida (0,9%). Por último, a contribuição da variação de existências foi marginalmente positiva (+0,1%).

Gráfico 10

Variações no PIB real e contributo de componentes da despesa no segundo trimestre de 2020

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem)



Fonte: Eurostat.

Os mercados de trabalho da área do euro foram gravemente afetados pelas medidas de contenção da pandemia de COVID-19. O emprego desceu 2,9% no segundo trimestre de 2020, após uma descida de 0,3% no primeiro trimestre. Assim, no segundo trimestre de 2020, havia menos 5,1 milhões de pessoas empregadas do que no último trimestre de 2019. As medidas políticas de apoio, tais como os regimes de manutenção de postos de trabalho e outras medidas semelhantes destinadas a evitar despedimentos e a apoiar os trabalhadores independentes, explicam sobretudo a menor diminuição do emprego em comparação com a descida na atividade económica. Estes regimes preservam as relações de trabalho e limitam os despedimentos, ajudando simultaneamente as empresas a reduzir os seus custos salariais durante uma recessão cíclica, de modo a que os trabalhadores estejam disponíveis e as empresas prontas a retomar a sua atividade logo que as medidas de confinamento sejam levantadas⁶. Como tal, os regimes de trabalho a tempo parcial limitam o aumento do desemprego, permitindo ao mesmo tempo que o mercado de trabalho possa lidar de forma flexível com flutuações cíclicas, por exemplo, através de uma redução substancial das horas trabalhadas por indivíduo

⁶ Ver também a caixa intitulada [Regimes de tempo de trabalho a tempo parcial e os seus efeitos nos salários e no rendimento disponível](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020, e a caixa [A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2020.

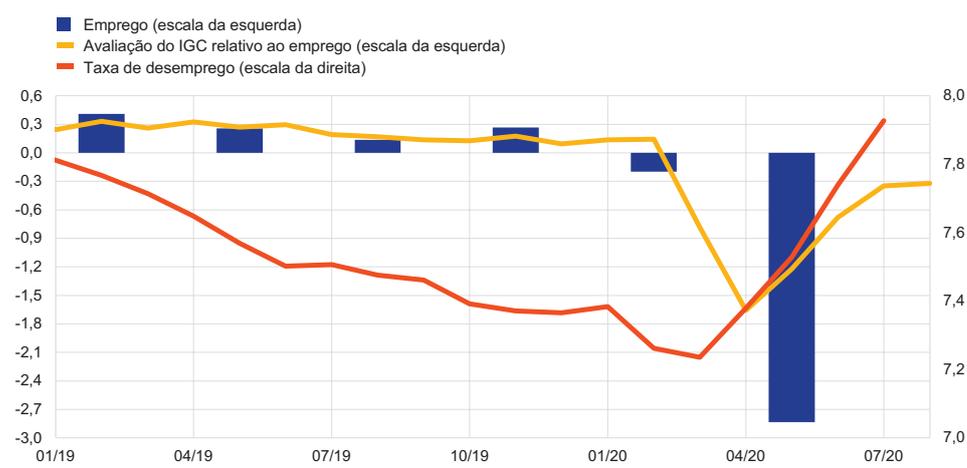
empregado durante um período de tempo predeterminado. A média de horas trabalhadas diminuiu em 10,2% no segundo trimestre de 2020, após uma descida trimestral de 3,8% no primeiro trimestre. Tal implica que a diminuição da média de horas trabalhadas representa mais de 75% do ajustamento no total de horas trabalhadas. O remanescente deve-se ao emprego. O declínio do emprego registado no segundo trimestre de 2020 é assim inferior à diminuição do PIB, o que implica uma diminuição acentuada de 12,1% da produtividade do trabalho por pessoa empregada nesse período. Em contrapartida, o total de horas trabalhadas diminuiu mais do que o PIB, com a produtividade do trabalho por hora trabalhada a aumentar, numa base trimestral, em 1,2% no segundo trimestre de 2020.

Os indicadores do mercado de trabalho apontam para a persistência de perdas de postos de trabalho no terceiro trimestre. A taxa de desemprego na área do euro aumentou para 7,9% em julho de 2020, face a 7,7% em junho. Entre fevereiro e julho de 2020, a taxa de desemprego aumentou 0,7 pontos percentuais, o que é inferior ao aumento de 1,3 pontos percentuais observado entre setembro de 2008 e fevereiro de 2009 na sequência da falência do Lehman Brothers. Este aumento não reflete plenamente o impacto da pandemia, uma vez que este é suavizado pelas políticas de mercado de trabalho adotadas para impulsionar o emprego e evitar despedimentos permanentes. Está também associado à transição de situação de emprego e desemprego para inatividade, devido aos efeitos económicos do confinamento e às dificuldades permanentes enfrentadas pelos trabalhadores à procura de emprego conforme as medidas de contenção foram sendo gradualmente eliminadas. Os indicadores baseados em inquéritos recentes continuam a apontar para a perda de postos de trabalho no terceiro trimestre, apesar do efeito das políticas de mercado de trabalho atualmente em vigor (ver o gráfico 11).

Gráfico 11

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

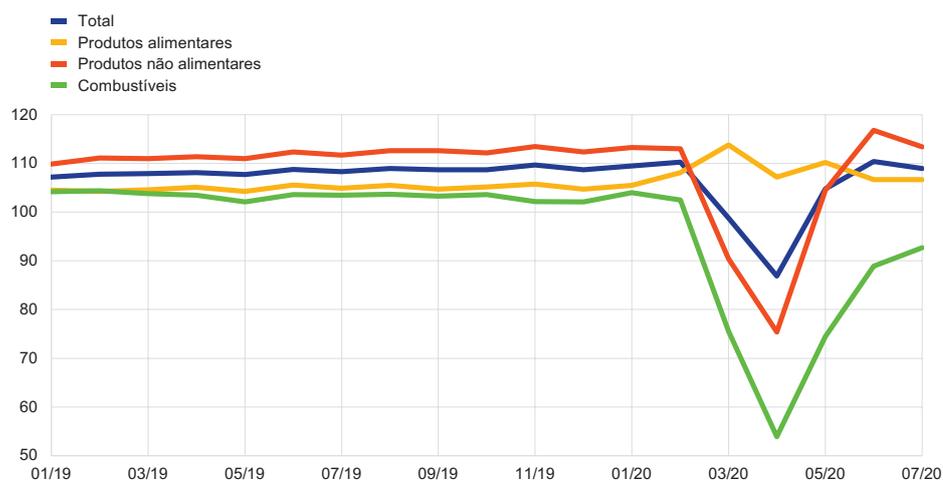
Notas: O Índice de Gestores de Compras (IGC) é expresso em desvios face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2020 para o emprego, a agosto de 2020 para o IGC e a julho de 2020 para a taxa de desemprego.

As despesas de consumo aumentaram significativamente em junho e julho, mas a sua recuperação está longe de estar concluída.

A confiança dos consumidores aumentou ligeiramente em agosto (para 14,7), mas manteve-se bastante abaixo do nível anterior à pandemia (8,8 no primeiro trimestre de 2020). O volume de vendas a retalho registou uma diminuição mensal de 1,3% em julho (ver o gráfico 12). Devido aos aumentos mensais excepcionalmente fortes de 20,6% e 5,3% em maio e junho, respetivamente, as vendas registaram em julho valores 8,2% superiores à média do segundo trimestre e próximos dos níveis anteriores à pandemia. As vendas de produtos alimentares aumentaram no início do surto (refletindo a sua natureza de bens essenciais, a substituição das despesas com restauração e o açambarcamento), enquanto as vendas de combustíveis para automóveis registaram uma queda abrupta antes de recuperarem. Simultaneamente as vendas de produtos não alimentares começaram por sofrer uma forte contração recuperando para níveis anteriores à pandemia em julho. Apesar da forte retoma do comércio a retalho, a debilidade restante das despesas de consumo reflete-se, em grande medida, nos serviços de consumo, nomeadamente alojamento, espetáculos e transportes.

Gráfico 12
Comércio a retalho da área do euro

(Índice: 2005 = 100)



Fonte: Eurostat.

Numa análise prospetiva, há poucos sinais de dinamismo na procura de bens de consumo.

Tal pode ser observado nas carteiras de encomendas dos produtores de bens de consumo, nas expectativas das empresas de venda a retalho e nas intenções dos consumidores de efetuar aquisições avultadas. Embora a diminuição do rendimento das famílias tenha sido limitada, é provável que o rácio de poupança tenha aumentado acentuadamente no segundo trimestre voltando a diminuir no trimestre seguinte. Tal reflete a poupança forçada ou involuntária, devido às restrições impostas pelas medidas de confinamento, embora haja também provas de que os canais habituais, como as poupanças por motivos de precaução (contracíclicas), desempenham igualmente um papel assinalável⁷.

⁷ Ver a caixa intitulada “COVID-19 e o aumento da poupança das famílias: precaução ou necessidade?”, na presente edição do *Boletim Económico*.

O investimento empresarial aumentou ligeiramente à medida que a economia reabriu, mas a baixa procura e os riscos financeiros continuam a pesar sobre as perspetivas para os próximos trimestres.

As perturbações graves do lado da oferta relacionadas com o surto de COVID-19 provocaram uma diminuição na produção de bens de investimento na área do euro de 21,3% em termos trimestrais em cadeia no segundo trimestre de 2020. Ao mesmo tempo, o investimento em outros sectores exceto construção caiu 20,9% em termos trimestrais em cadeia. No entanto, estas contrações trimestrais escondem uma recuperação parcial do investimento empresarial a partir de maio. Durante os meses de maio e junho, a produção de bens de investimento aumentou 29,9%, embora a um nível ainda significativamente inferior ao registado em fevereiro deste ano. Os indicadores com base em inquéritos confirmam a ideia de uma retoma parcial, tal como salientado por uma melhoria recente das expectativas de produção dos produtores de bens de investimento para os próximos meses e a avaliação das suas carteiras de encomendas. Além disso, o mais recente inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito⁸ mostra que a forte procura de empréstimos e linhas de crédito por parte das empresas da área do euro no segundo trimestre deverá diminuir no terceiro trimestre, o que revela uma melhoria das expectativas das empresas. Não obstante, prevê-se que a procura ainda fraca e a possibilidade de os bancos restringirem mais os critérios de concessão de crédito para as empresas, num contexto de risco de crédito mais elevado, possam limitar a retoma da procura de investimento nos próximos trimestres.

O investimento em habitação registou uma queda acentuada de quase 14% no primeiro semestre do ano, sendo provável que uma recuperação gradual e parcial se tenha iniciado nos últimos meses do segundo trimestre e continuado posteriormente.

No terceiro trimestre, os indicadores de curto prazo apontam para uma retoma forte – ainda que incompleta – da atividade de construção. Apesar da acentuada melhoria do Índice de Gestores de Compras (IGC) para o produto do setor da construção em julho, e do índice da Comissão Europeia relativo à confiança no setor da construção, em agosto, face aos mínimos registados em abril, ambos os índices permanecem em níveis historicamente baixos. Esta dificuldade pode estar relacionada com a imposição de restrições à produção no sector da construção, devido a serem emitidas menos licenças de construção e à imposição de medidas de contenção mais rigorosas na sequência do ressurgimento dos casos de COVID19 nos meses de verão. Simultaneamente, o IGC deu alguns sinais mais fortes de recuperação para as expectativas do setor da construção e para a avaliação das carteiras de encomendas por parte das empresas. Este efeito está associado a uma procura de habitação relativamente inalterada, tal como demonstrado pelos indicadores da Comissão Europeia sobre as intenções das famílias de despesa com construção e renovação e pelo inquérito do BCE aos bancos sobre o mercado de crédito, que mostra uma procura resiliente de empréstimos à habitação em vários países, graças, em parte, a medidas de redução da dívida para empréstimos às famílias.

Após o nível mínimo registado em abril, o comércio da área do euro recuperou no final do segundo trimestre de 2020, embora para um nível substancialmente inferior ao período anterior. Na sequência de uma forte contração no primeiro

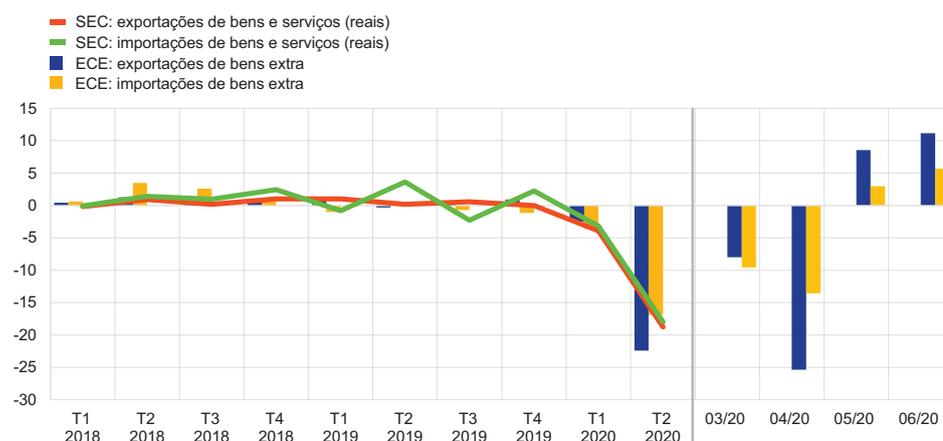
⁸ Ver [The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020](#), BCE, julho de 2020.

trimestre, o total das exportações e importações da área do euro diminuiu 18,8% e 18%, respetivamente, no segundo trimestre (ver o gráfico 13). Os dados mensais de maio e junho relativos ao comércio de bens em termos nominais mostram que as exportações e importações da área do euro recuperaram cerca de metade das perdas sofridas desde o início da pandemia, num contexto em que algumas medidas de contenção estavam a ser atenuadas. O comércio intra-área do euro, que tinha contraído mais do que o comércio externo nos meses anteriores, recuperou em maior medida, uma vez que a flexibilização das restrições relacionadas com a pandemia foi relativamente mais pronunciada na Europa. O colapso do comércio de serviços foi ainda mais acentuado, com 21,1% em exportações e 25,4% em importações. O turismo, em particular, foi duramente atingido pela proibição de viajar e por outras medidas de confinamento, como evidenciado pela forte redução da capacidade das companhias aéreas. Em termos prospetivos, espera-se uma melhoria, em certa medida, nas exportações da área do euro. O IGC sobre novas encomendas de exportações ao setor da indústria transformadora da área do euro confirma uma expansão em agosto (52). A avaliação da Comissão Europeia dos níveis da carteira de encomendas de exportações e os indicadores de novas encomendas industriais do BCE registaram melhorias durante dois meses consecutivos. Nos indicadores relativos ao transporte marítimo e aéreo, os que concernem o comércio marítimo apontam para uma recuperação gradual, enquanto os relativos ao transporte aéreo continuam em níveis bastante inferiores aos do ano passado. Em suma, os dados apontam para uma retoma nos próximos meses, ainda que não completa. Na vertente de serviços, o IGC sobre novas encomendas de exportações de serviços da área do euro ainda revela sinais de contração e os índices de capacidade das companhias aéreas assinalam uma retoma parcial das viagens no terceiro trimestre de 2020, especialmente para os destinos turísticos.

Gráfico 13

Comércio da área do euro com base em dados das contas nacionais (SEC) e estatísticas do comércio externo (ECE)

(variação em termos trimestrais em cadeia, variação em termos mensais para março, abril, maio e junho de 2020)



Fonte: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: Os dados das contas nacionais (SEC) e das estatísticas do comércio externo (ECE) são corrigidos de sazonalidade e de dias úteis. As diferenças na correção de sazonalidade e outras diferenças metodológicas podem resultar em discrepâncias entre os dados do SEC e das ECE.

A curto prazo, prevê-se uma forte recuperação do crescimento da área do euro no terceiro trimestre de 2020.

A acentuada contração no segundo trimestre reflete a forte queda da atividade observada em março e abril. No entanto, os dados disponibilizados indicam que a economia tem estado numa trajetória de recuperação a partir de maio. A melhoria nos inquéritos desde maio coincide com a redução da restritividade das medidas de confinamento. Os valores de julho e agosto do IGC mundial compósito do produto e do indicador de sentimento económico disponibilizado pela Comissão Europeia são bastante mais altos que os níveis médios do segundo trimestre. O IGC situou-se em média em 53,4 em julho e agosto, após 31,3 no segundo trimestre, enquanto o indicador da Comissão registou em média de 85,0 e 69,4, respetivamente, durante os mesmos períodos. Embora a atividade no setor da indústria transformadora tenha continuado a melhorar, a dinâmica no setor dos serviços registou um ligeiro abrandamento recentemente.

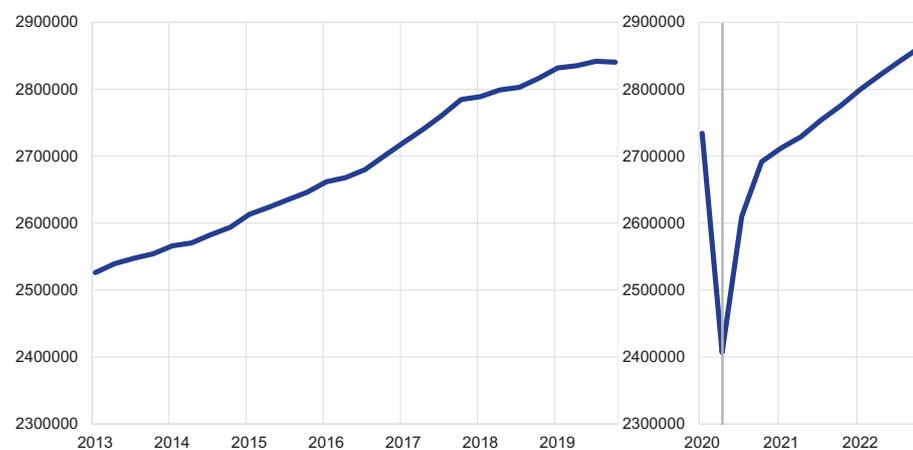
Em termos prospetivos, prevê-se que a retoma da atividade económica da área do euro continue durante o resto de 2020, desde que não se verifique um ressurgimento forte da pandemia.

A atividade da área do euro deverá recuperar em 8,4% a partir do terceiro trimestre. Subsequentemente, a projeção de referência assenta no pressuposto fundamental de um êxito parcial na contenção do vírus, com algum ressurgimento de infeções nos próximos trimestres, que levará a medidas de contenção contínuas, embora menos rigorosas do que na vaga inicial, até estar disponível uma solução médica em meados de 2021. Prevê-se que estas medidas de contenção, a par da elevada incerteza e do agravamento das condições no mercado de trabalho, continuem a pesar sobre a oferta e a procura. Contudo, o apoio substancial da política monetária e das políticas orçamentais e do mercado de trabalho, reforçadas desde as projeções de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, deverá preservar os rendimentos e limitar as marcas na economia que poderão manifestar-se após a resolução da crise sanitária. Pressupõe-se também que essas políticas são bem sucedidas na prevenção de canais de grande amplificação financeira. Com base nestes pressupostos, projeta-se que o PIB real da área do euro desça 8,0% em 2020 e recupere 5,0% em 2021 e 3,2% em 2022. No final do horizonte de projeção, o PIB real situar-se-ia 3½% abaixo do nível previsto nas projeções de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o último exercício de projeção antes da pandemia. O nível do PIB no quarto trimestre de 2019 será atingido no segundo semestre de 2022 (ver o gráfico 14). Tendo em conta a incerteza acerca da evolução da pandemia, foram preparados dois cenários alternativos. O cenário moderado considera o choque pandémico como temporário, com a rápida implementação de uma solução médica, que permite uma nova flexibilização das medidas de contenção. Neste cenário, o PIB real diminuiria 7,2% no presente ano, registando depois uma forte recuperação em 2021. No final do horizonte de projeção, o PIB real excederia ligeiramente o nível esperado nas projeções de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Em contraste, o cenário grave com um forte ressurgimento da pandemia implica um retorno a medidas de contenção rigorosas, com perdas permanentes e substanciais para a atividade. Neste cenário, o PIB real desce 10% em 2020. No final do horizonte de projeção, situa-se cerca de 9% abaixo do nível avançado nas projeções de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

Gráfico 14

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(volumes encadeados; em mil milhões de euros)



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2020](#), publicado no sítio do BCE em 10 de setembro de 2020.

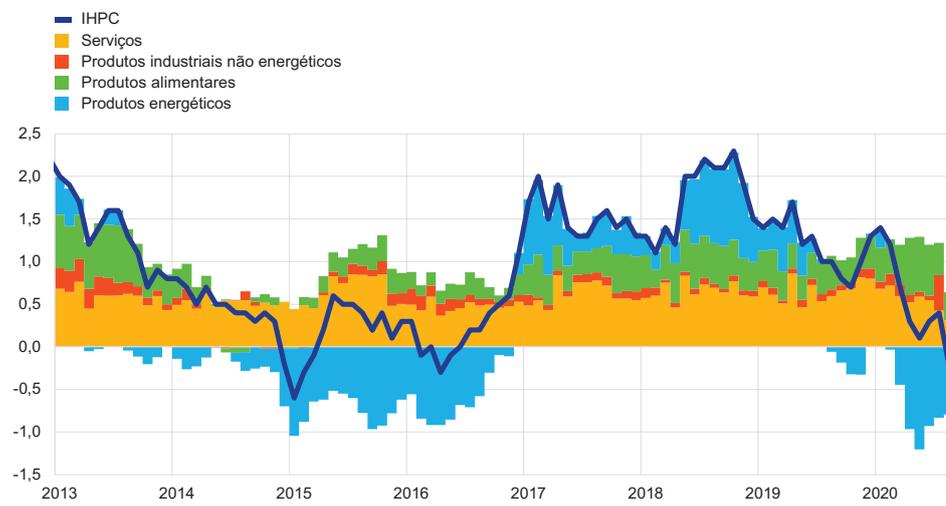
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro desceu para -0,2% em agosto, face a 0,4% em julho. Com base nos atuais preços do petróleo e nos preços dos futuros do petróleo, e tendo em conta a redução temporária das taxas do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) na Alemanha, é provável que a inflação global se mantenha negativa nos próximos meses, tornando-se depois positiva em inícios de 2021. Além disso, no curto prazo, as pressões sobre os preços manter-se-ão moderadas devido à fraca procura, menores pressões salariais e à apreciação da taxa de câmbio do euro, apesar de algumas pressões em sentido ascendente sobre os preços associadas a restrições na oferta. A médio prazo, a recuperação da procura, apoiada por políticas monetárias e orçamentais acomodaticias, exercerá pressão em sentido ascendente sobre a inflação. Esta avaliação está globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de setembro de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, as quais indicam que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 0,3% em 2020, 1,0% em 2021 e 1,3% em 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação mantêm-se inalteradas para 2020 e 2022, tendo sido revistas em alta para 2021. A projeção inalterada para a inflação em 2022 oculta uma revisão em alta da inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares – refletindo em parte o impacto positivo das medidas de política monetária e orçamental – que foi largamente compensada pela trajetória revista dos preços dos produtos energéticos. A inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá situar-se em 0,8% em 2020, 0,9% em 2021 e 1,1% em 2022.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC caiu para território negativo em agosto. A descida, de 0,4% em julho para -0,2% em agosto, refletiu uma queda na inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares e uma menor inflação da componente de produtos alimentares, parcialmente compensadas pela inflação menos negativa da componente de produtos energéticos (ver o gráfico 15). A inflação dos preços dos produtos energéticos continuou a aumentar, embora a taxa anual se mantenha firmemente negativa, em reflexo da queda acentuada dos preços do petróleo após o início da pandemia de coronavírus (COVID-19). Também apontando para uma certa normalização, a inflação da componente de produtos alimentares regressou aos níveis pré-pandemia em julho e agosto, descendo para 2,0% e novamente para 1,7% ao longo destes dois meses consecutivos. De acordo com o Eurostat, as dificuldades de recolha dos preços do IHPC devido à pandemia de COVID-19 continuaram a atenuar-se, com as taxas de imputação a voltar agora essencialmente a níveis normais.

Gráfico 15

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

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a agosto de 2020 (estimativas provisórias). As taxas de crescimento relativas a 2015 estão distorcidas em sentido ascendente, em virtude de uma alteração metodológica (ver caixa intitulada *Novo método para o índice de preços de férias organizadas na Alemanha e o seu impacto nas taxas de inflação medidas pelo IHPC do Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019).

Apesar da forte descida recente da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, em geral, as medidas da inflação subjacente apontam para um enfraquecimento moderado desde o início da pandemia.

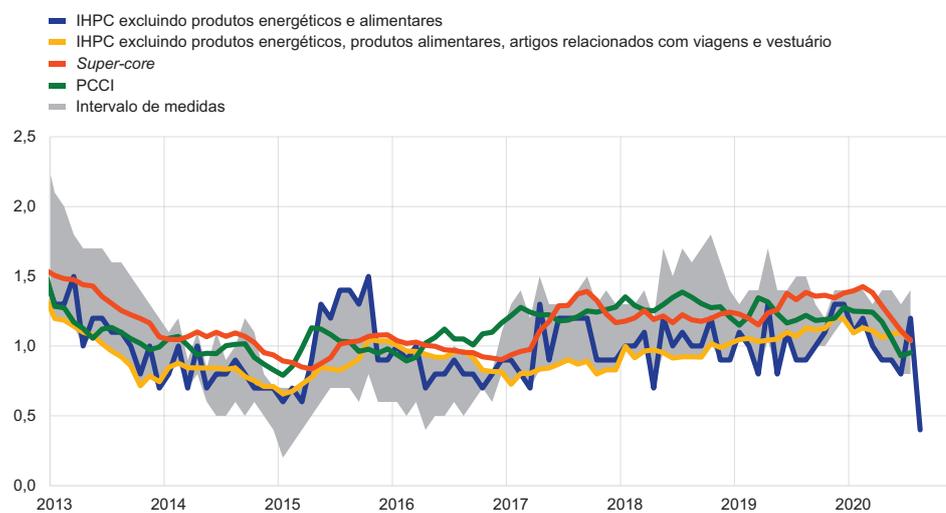
A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares desceu para 0,4% em agosto, face a 1,2% em julho, devido a reduções quer da inflação dos produtos industriais não energéticos, quer da inflação dos serviços. Os movimentos acentuados da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares durante julho e agosto são explicados sobretudo por fatores temporários. A inflação dos produtos industriais não energéticos foi de -0,1% em agosto, após 1,6% em julho e 0,2% nos meses anteriores. A recente volatilidade da inflação dos produtos industriais não energéticos reflete em larga medida o impacto do adiamento das vendas sazonais de vestuário e calçado em alguns países da área do euro, o que exerceu uma forte pressão em sentido ascendente em julho, que se dissipou em agosto. Os mais recentes movimentos na inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares refletem igualmente a redução temporária das taxas de IVA na Alemanha desde julho de 2020. Outras medidas de inflação subjacente enfraqueceram de forma mais moderada (os dados estão disponíveis sobretudo até julho; ver o gráfico 16). Tanto a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, artigos relacionados com viagens e vestuário, como o indicador da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*), excluindo produtos energéticos, e o indicador *super-core*⁹ registaram uma ligeira descida.

⁹ Para mais informações sobre estas medidas da inflação subjacente, ver as Caixas 2 e 3 do artigo intitulado *Measures of underlying inflation for the euro area*, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2018.

Gráfico 16

Medidas da inflação subjacente

(variação anual, em percentagem)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

As pressões acumuladas sobre os preços da componente dos produtos industriais não energéticos do IHPC apresentam um fortalecimento moderado.

A inflação dos preços no produtor de vendas internas de bens de consumo não alimentares, que é um indicador de pressões sobre os preços nas fases mais avançadas da cadeia de oferta, aumentou para 0,7% em julho (um aumento de 0,1 pontos percentuais), ligeiramente acima da sua média de longo prazo de 0,6%. A taxa homóloga correspondente da inflação dos preços das importações desceu, no entanto, ligeiramente para -0,7% em julho, menos 0,2 pontos percentuais face ao nível que registou em junho, o que pode refletir, em parte, alguma pressão em sentido descendente da apreciação recente da taxa de câmbio efetiva do euro. Nas fases menos avançadas da cadeia interna de preços, a inflação dos preços dos bens intermédios aumentou marginalmente, apesar de o euro se ter apresentado mais forte. A inflação dos preços no produtor de bens intermédios subiu para -2,0% em julho, face a -2,5% em junho, enquanto a inflação dos preços das importações se manteve praticamente inalterada em -2,7%.

O crescimento da remuneração por trabalhador continuou a apresentar uma descida pronunciada no segundo trimestre de 2020, em reflexo, em grande medida, da queda nas horas trabalhadas.

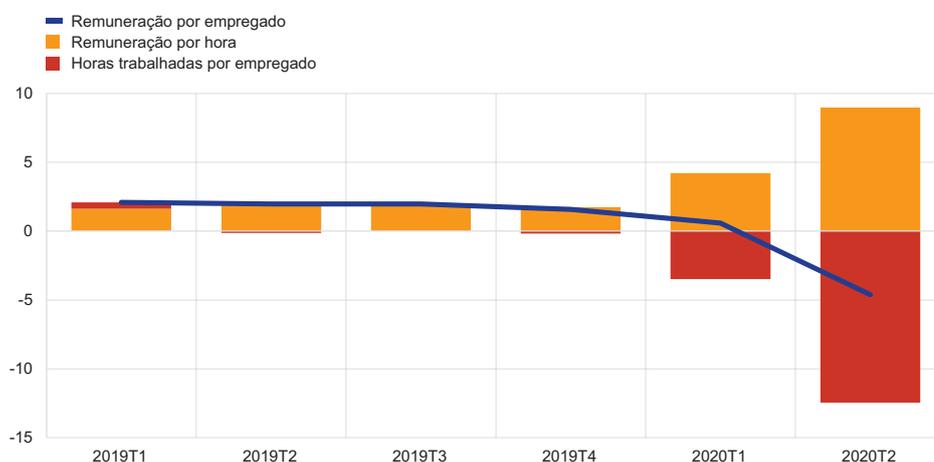
O crescimento homólogo da remuneração por trabalhador caiu para -4,6% durante o segundo trimestre, o que compara com 0,6% no primeiro trimestre (ver o gráfico 17). A descida foi generalizada nos vários setores (à exceção da agricultura e pescas) e países. A desaceleração contínua da remuneração por trabalhador reflete essencialmente a redução significativa das horas trabalhadas por empregado após o início da pandemia de COVID-19 e as medidas de confinamento e contenção relacionadas.

O crescimento anual da remuneração por hora subiu para 9,0% no segundo trimestre, face a 4,2% no trimestre anterior, devido à redução significativa das horas efetivamente trabalhadas por empregado. Estes desenvolvimentos contrários refletem o impacto dos regimes de *lay-off* e de trabalho a tempo parcial na proteção dos rendimentos do trabalho. Os salários negociados cresceram 1,7% no segundo trimestre do ano, tendo os últimos desenvolvimentos na remuneração por trabalhador implicado um forte impacto descendente no desvio salarial. Não obstante, a desaceleração da remuneração por trabalhador exagerou a perda de rendimentos do trabalho, visto que alguns países registam o apoio estatal, para efeitos estatísticos, como transferências em vez de remuneração.

Gráfico 17

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

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

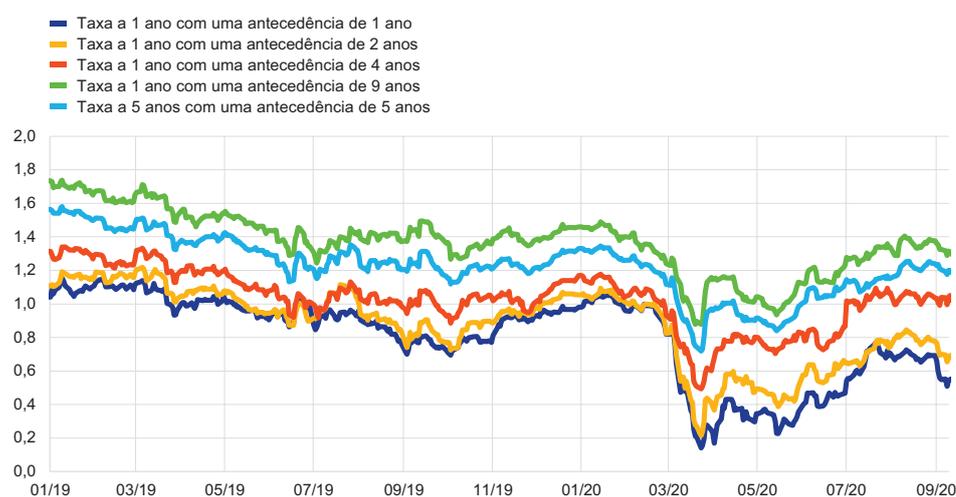
Após caírem para mínimos históricos perto de meados de março, os indicadores baseados no mercado das expectativas de inflação a mais longo prazo continuaram a recuperar, retomando os níveis pré-pandemia, embora se situem ainda em níveis baixos (ver o gráfico 18). Esta evolução reflete melhorias nas perspetivas macroeconómicas mundiais e no sentimento face ao risco a nível mundial, bem como um significativo apoio monetário e orçamental. Continuando esta tendência, a taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a cinco anos com uma antecedência de cinco anos voltou a subir cerca de 10 pontos base, situando-se em 1,20% em 4 de setembro de 2020, isto é, quase 50 pontos base acima do mínimo histórico (de meados de março) de 0,72%. Ao mesmo tempo, o perfil a prazo dos indicadores baseados no mercado das expectativas de inflação continua a indicar um período prolongado de inflação baixa. Os mercados de opções da inflação também sinalizam riscos em sentido descendente consideráveis a curto prazo, uma vez que as probabilidades de deflação subjacentes se mantêm em torno de níveis historicamente elevados. De acordo com o Inquérito do BCE a Analistas Profissionais relativo ao terceiro trimestre de 2020, realizado na primeira semana de julho de 2020, e com a mais recente informação divulgada pela Consensus Economics e pelo Barómetro da Zona Euro, as expectativas de inflação a mais longo

prazo baseadas em inquéritos situaram-se em mínimos históricos, ou em níveis próximos, em julho, em reflexo do impacto da pandemia de COVID-19, das medidas de mitigação e da continuação das incertezas.

Gráfico 18

Indicadores das expetativas de inflação baseadas no mercado

(variação anual, em percentagem)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 9 de setembro de 2020.

As projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE preveem um aumento da inflação global ao longo do horizonte de projeção. As projeções de referência apontam para que a inflação global medida pelo IHPC se situe, em média, em 0,3% em 2020, 1,0% em 2021 e 1,3% em 2022 (ver o gráfico 19). Em comparação com as projeções de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a projeção para a inflação medida pelo IHPC mantém-se inalterada para 2020 e 2022, tendo sido revista em alta em 0,2 pontos percentuais para 2021. No curto prazo, o colapso anterior dos preços do petróleo, a apreciação do euro e uma redução temporária das taxas do IVA na Alemanha implicam que a inflação global medida pelo IHPC na área do euro deverá permanecer negativa nos próximos meses. Em 2021, os efeitos de base na componente de preços dos produtos energéticos e, em menor grau, a esperada inversão da redução da taxa do IVA na Alemanha provocam, subsequentemente, uma recuperação mecânica¹⁰. Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares registre uma descida até ao final de 2020. Espera-se que os efeitos desinflacionistas sejam generalizados nos setores dos bens e dos serviços, dado que a procura permanece fraca. No entanto, a continuação das pressões em sentido ascendente sobre os custos relacionadas com limitações do lado da oferta deverá compensar parcialmente estes efeitos. A médio prazo, projeta-se um aumento da inflação: pressupõe-se que os preços do petróleo sobem e que a procura recupera, não obstante a diminuição das pressões em sentido ascendente, resultantes de efeitos adversos do lado da oferta

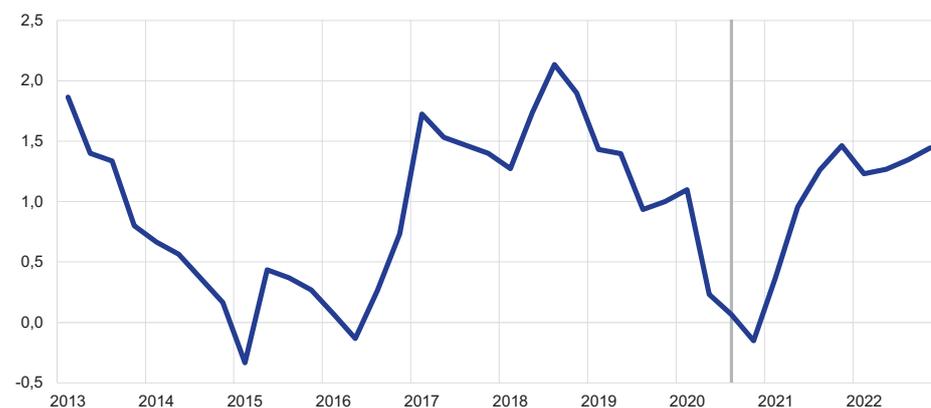
¹⁰ Para mais informações, ver a caixa intitulada “O papel dos impostos indiretos na inflação da área do euro e nas perspetivas para a inflação”, na presente edição do *Boletim Económico*.

associados à pandemia, e a apreciação do euro. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá ser de 0,8% em 2020 e de 0,9% em 2021, antes de aumentar para 1,1% em 2022.

Gráfico 19

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

(variação anual, em percentagem)



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2020](#), publicado no sítio do BCE em 10 de setembro de 2020.

Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2020 (dados) e ao quarto trimestre de 2022 (projeções). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2020 foi 27 de agosto de 2020.

5 Moeda e crédito

A pandemia de coronavírus (COVID-19) continuou a influenciar significativamente a dinâmica monetária na área do euro. O crédito interno continuou a ser a principal fonte de criação de moeda, impulsionado por empréstimos às sociedades não financeiras (SNF) e pelas compras líquidas de obrigações de dívida pública pelo Eurosistema. As medidas atempadas e consideráveis tomadas pelas autoridades monetárias, orçamentais e de supervisão sustentaram a concessão de crédito bancário em condições favoráveis à economia da área do euro. Tal também apoiou o financiamento externo total das empresas da área do euro no segundo trimestre de 2020, enquanto a emissão de títulos de dívida e os empréstimos bancários às empresas aumentaram consideravelmente. O custo global do financiamento por dívida das empresas permaneceu favorável, visto que o custo da dívida baseada no mercado continuou a moderar-se e as taxas ativas bancárias se mantiveram próximo dos seus mínimos históricos.

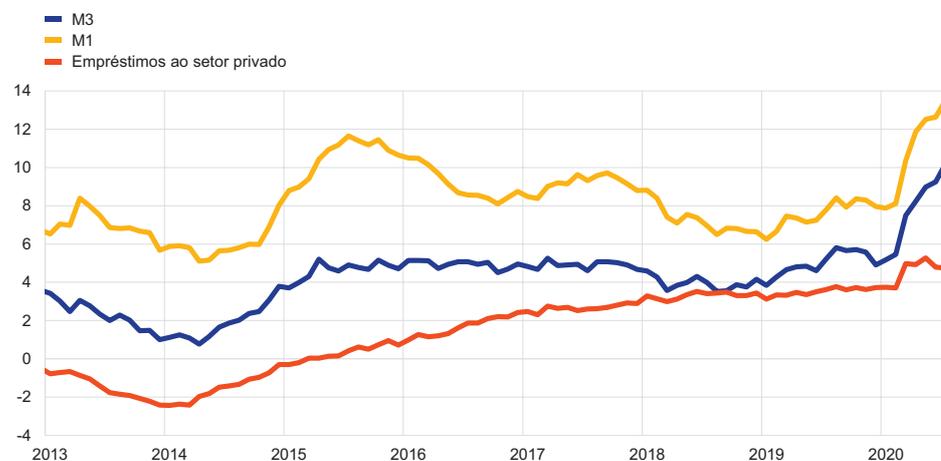
O crescimento do agregado monetário largo acelerou novamente em julho.

Devido a um fluxo mensal muito significativo, a taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo (M3) subiu novamente em julho, para 10,2%, face a 9,2% em junho. O choque da pandemia influenciou significativamente a dinâmica monetária, como ilustrado pelo facto de o crescimento do M3 estar 5 pontos percentuais acima do valor anterior ao surto de COVID-19 (ver o gráfico 20). Numa conjuntura de elevada incerteza, a procura de liquidez pelos agentes económicos foi impulsionada pelas necessidades de liquidez consideráveis das empresas e pelos motivos de precaução de todos os agentes económicos. Os modelos de procura de moeda identificam fatores especiais relacionados com as necessidades de liquidez das empresas e das famílias durante a pandemia que terão dado um contributo substancial para o crescimento do agregado monetário largo. O maior crescimento do agregado monetário foi também o resultado de medidas de apoio substanciais de responsáveis pelas políticas monetária e orçamental, bem como de medidas implementadas por autoridades de regulamentação e supervisão, de modo a assegurar liquidez suficiente na economia para lidar com as consequências económicas da pandemia. Além disso, a taxa de crescimento homóloga do agregado monetário mais líquido, o M1, o qual engloba depósitos *overnight* e a moeda em circulação, atingiu 13,5% em julho, após 12,6% em junho, dando assim um forte contributo para o crescimento do M3.

Gráfico 20

M3, M1 e empréstimos ao setor privado

(taxas de variação homólogas (%); dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). As últimas observações referem-se a julho de 2020.

Os depósitos *overnight* registaram uma nova recuperação num contexto de incerteza elevada.

A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight*, que deu o principal contributo para o crescimento do agregado monetário, aumentou para 14,1% em julho, face a 13,1% em junho. O crescimento dos depósitos foi impulsionado sobretudo pelas detenções de depósitos pelas empresas.

A preferência dos detentores de moeda por depósitos *overnight* continuou a refletir motivos de precaução e o nível muito reduzido das taxas de juro, que reduz os custos de oportunidade da detenção desses instrumentos, particularmente quando comparado com outros depósitos menos líquidos. Além disso, as detenções de depósitos pelas empresas variaram entre países. Tal esteve em parte relacionado com a propagação desigual e desfasada da pandemia entre países, o que conduziu a diferenças na forma como as necessidades de liquidez das empresas se materializaram. As diferenças na dimensão das medidas de apoio entre países também contribuíram para este ritmo desigual. A moeda em circulação aumentou a uma taxa homóloga elevada, embora globalmente estável, de 9,8% em julho, refletindo uma tendência para acumular dinheiro tendo em conta a incerteza substancial. Outros depósitos de curto prazo e instrumentos negociáveis deram um pequeno contributo, embora crescente, para o crescimento homólogo do M3 em julho, não obstante o nível reduzido das taxas de juro.

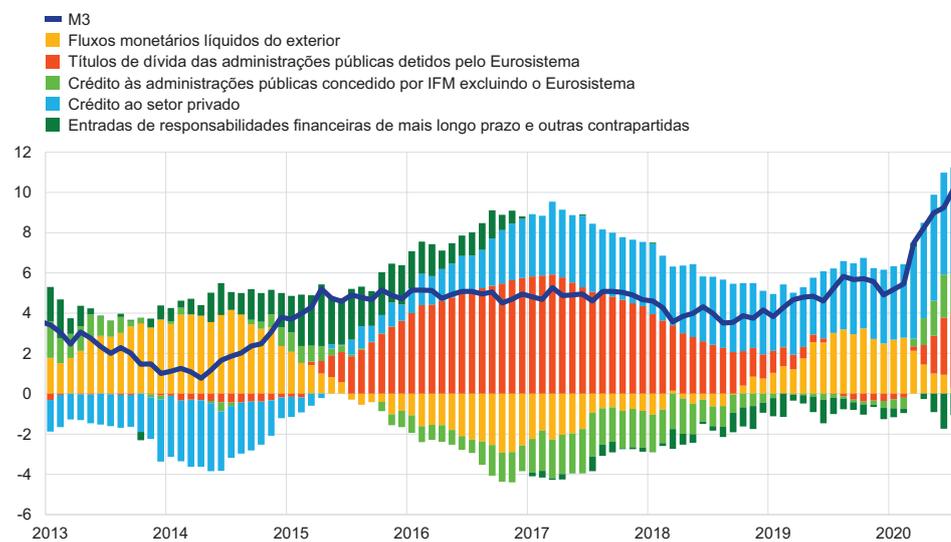
O crédito interno continuou a ser a principal fonte de criação de moeda.

No contexto da pandemia de COVID-19, o crescimento do crédito ao setor privado manteve-se num nível elevado (ver a parte a azul nas barras do gráfico 21). Desde 2018, esta componente tem sido o principal fator impulsionador do crescimento do M3 do ponto de vista das contrapartidas, com os empréstimos às sociedades não financeiras a proporcionarem a maior parte do dinamismo mais recentemente. Além disso, as compras líquidas pelo Eurosistema de títulos de dívida pública no contexto do programa de compra de ativos do BCE (*asset purchase programme* – APP) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) aumentaram o respetivo contributo

considerável para o crescimento do M3 em julho (ver a parte a vermelho nas barras do gráfico 21). As medidas de política monetária não convencionais do BCE estão a prestar apoio de política monetária alargado para estabilizar os mercados financeiros e atenuar os riscos para a transmissão da política monetária e as perspetivas macroeconómicas da área do euro durante a pandemia. Acresce que a taxa de crescimento homóloga do crédito do setor bancário (excluindo o Eurosistema) ao setor público permaneceu robusta em julho (ver a parte a verde-claro nas barras do gráfico 21). Os bancos da área do euro (excluindo o Eurosistema) adquiriram grandes volumes de obrigações de dívida pública, emitidas sobretudo na área do euro. Refletiu, em parte, o aumento considerável da emissão líquida de dívida pública para fazer face à pandemia, que prosseguiu não obstante o anúncio de medidas adicionais a nível da UE (como, por exemplo, o pacote de recuperação *Next Generation EU*). Depois de valores positivos em maio e junho, as saídas monetárias da área do euro foram moderadas em julho e refletiram vendas (líquidas) de obrigações soberanas da área do euro por não residentes (ver a parte a amarelo nas barras do gráfico 21). Além disso, as responsabilidades financeiras de mais longo prazo e outras contrapartidas tiveram um impacto ligeiramente negativo no crescimento do agregado monetário (ver a parte a verde-escuro nas barras do gráfico 21).

Gráfico 21 M3 e respetivas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

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

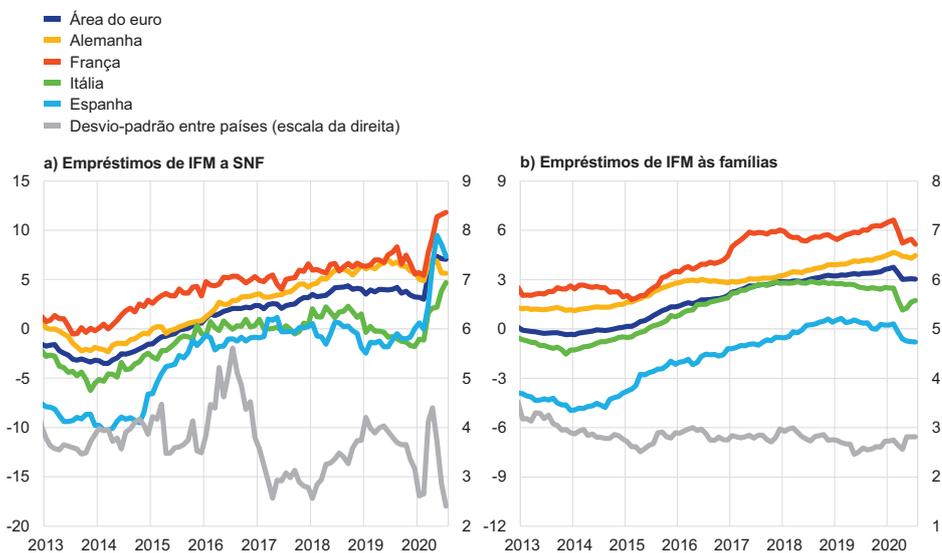
O crescimento dos empréstimos ao setor privado permaneceu globalmente estável. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de instituições financeiras monetárias (IFM) ao setor privado situou-se em 4,7% em julho, após 4,8% em junho, isto é, 1 ponto percentual acima do valor observado antes do início da pandemia (ver o gráfico 20). O crescimento do crédito continuou a ser impulsionado, em grande medida, pelos empréstimos às empresas, que

aumentaram a uma taxa de crescimento homóloga de 7,0% em julho, após 7,1% em junho e 7,3% em maio, enquanto o crescimento dos empréstimos às famílias permaneceu estável em 3,0% (ver o gráfico 22). O recurso das empresas a empréstimos de médio e longo prazo continuou a aumentar em detrimento de empréstimos de curto prazo. A evolução divergente dos empréstimos às empresas e dos empréstimos às famílias foi ilustrada pelos resultados do [inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro](#) de julho de 2020 relativo à procura e oferta de empréstimos. O crescimento dos empréstimos bancários às empresas continuou a ser impulsionado pelas necessidades de financiamento operacionais das empresas, num contexto de fluxos de caixa reduzidos, refletindo igualmente as medidas governamentais significativas introduzidas na maior parte dos países da área do euro – como, por exemplo, as garantias de crédito – para apoiar a liquidez e a solvência das empresas nos próximos meses. Além disso, as medidas de política monetária do BCE, em particular, as condições muito favoráveis da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III), têm encorajado os bancos a conceder empréstimos a todas as entidades do setor privado. Acresce que se tem observado uma variação considerável da taxa de crescimento dos empréstimos às empresas e às famílias nos países da área do euro, enquanto nos países de maior dimensão o padrão tem sido amplamente semelhante.

Gráfico 22

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

(variação anual, em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas e de titularização; relativamente às SNF, os empréstimos são igualmente corrigidos de fluxos de caixa nocionais (*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 julho de 2020.

Os custos de financiamento por dívida dos bancos estabilizaram-se em níveis reduzidos, sustentados pelas medidas de política monetária do BCE.

O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro, que tinha aumentado no seguimento do surto de COVID-19, diminuiu ligeiramente no segundo trimestre de 2020, mas manteve-se acima dos níveis pré-pandemia (ver

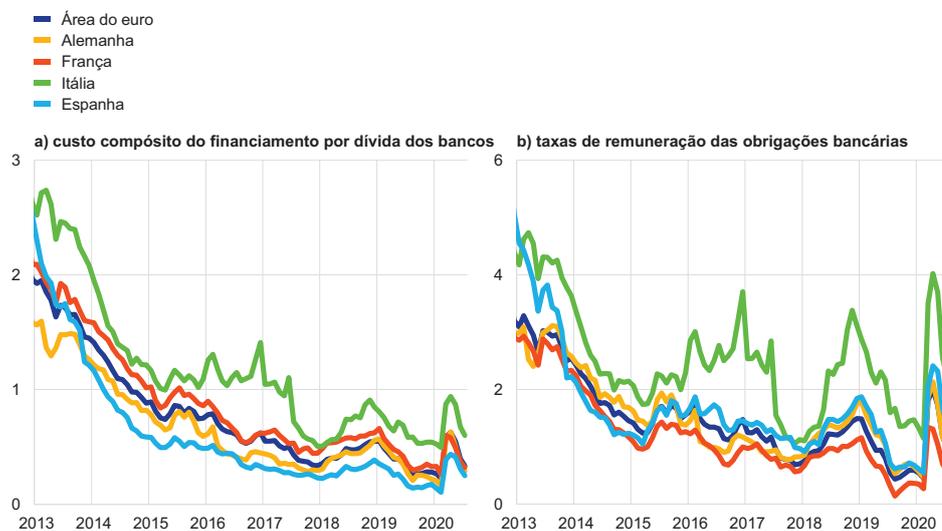
o gráfico 23). Tal ficou a dever-se sobretudo a uma queda das taxas de rendibilidade das obrigações, sustentada pelas medidas de política monetária do BCE. As condições de financiamento dos bancos estão a beneficiar da provisão de liquidez com condições muito favoráveis por via da terceira série das ORPA direcionadas III bem como do impacto benéfico dos programas APP e do PEPP do BCE sobre as taxas de rendibilidade das obrigações, que está a mitigar o risco de uma amplificação adversa entre os setores real e financeiro durante a pandemia. Tendo em conta a sua ligação estreita com as condições de financiamento dos soberanos, as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias não subordinadas sem garantia têm também beneficiado da descida das taxas de rendibilidade das obrigações. As condições no mercado de obrigações bancárias com garantia estão a ser apoiadas pelo terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes do BCE (*third covered bond purchase programme* – CBPP3). Além disso, as taxas de depósito dos bancos da área do euro, que representam a maior parte do financiamento dos bancos, mantiveram-se em mínimos históricos em julho de 2020, contribuindo assim para condições de financiamento por dívida dos bancos favoráveis. Os bancos da área do euro têm vindo, cada vez mais, a cobrar taxas de juro negativas sobre os depósitos de SNF por eles detidos desde o início da crise de COVID-19. Ao mesmo tempo, grande parte do financiamento dos bancos com base em depósitos, em particular, depósitos de retalho, tem ainda um patamar de juro zero, e as margens de juro líquidas dos bancos mantêm-se comprimidas. Embora os bancos tenham reforçado substancialmente a sua resiliência desde a crise financeira mundial, a pandemia de coronavírus tem impacto sobre as posições de capital dos bancos por via de avaliações de ativos mais reduzidas e da necessidade de provisões para perdas com empréstimos mais elevadas¹¹. Embora os bancos estejam a beneficiar de condições de financiamento favoráveis, as preocupações quanto ao impacto negativo da pandemia nas posições de capital dos bancos continuam a pesar sobre os custos de financiamento baseado no mercado dos bancos. Em termos prospetivos, a possível expiração dos programas de apoio governamental deverá contribuir para uma maior restritividade das condições de concessão de empréstimos dos bancos.

¹¹ Ver [Financial Stability Review](#), BCE, maio de 2020.

Gráfico 23

Custo composto do financiamento por dívida dos bancos

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



Fontes: BCE, Markit iBoxx e cálculos do BCE.

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

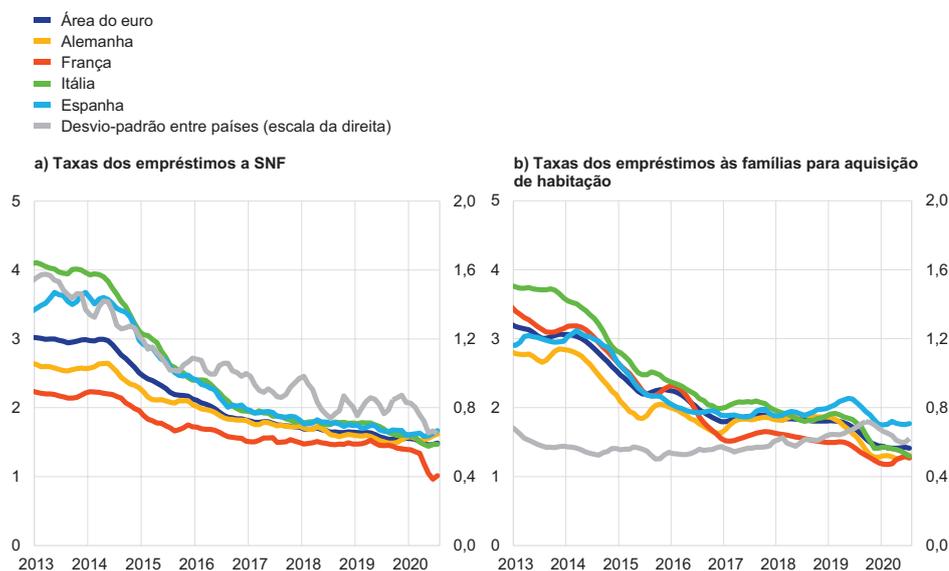
Taxas ativas muito favoráveis continuam a apoiar o crescimento económico.

As taxas ativas bancárias compostas aplicadas aos empréstimos às empresas e aos empréstimos às famílias para aquisição de habitação mantiveram-se próximo dos seus mínimos históricos, situando-se, respetivamente, em 1,51% e 1,40% em julho (ver o gráfico 24). Esta evolução é generalizada aos países da área do euro e reflete a transmissão desfasada de movimentos nas taxas de mercado às taxas ativas bancárias. Ao mesmo tempo, o impacto económico grave da pandemia sobre as receitas das empresas, as perspetivas de emprego das famílias e a capacidade de endividamento global dos mutuários continuou a exercer pressões ascendentes sobre as taxas ativas bancárias. Após a anterior descida, o diferencial entre as taxas bancárias ativas aplicadas a empréstimos de reduzido montante e a empréstimos de grande montante aumentou ligeiramente em junho e julho nos grandes países da área do euro, mas permaneceu abaixo dos níveis observados em março. Dada a eficácia das medidas tomadas pelo BCE, pelos supervisores bancários e pelos governos para apoiar a oferta de crédito, as pressões em sentido ascendente foram contidas.

Gráfico 24

Taxas ativas compósitas em países da área do euro selecionados

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



Fonte: BCE.

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

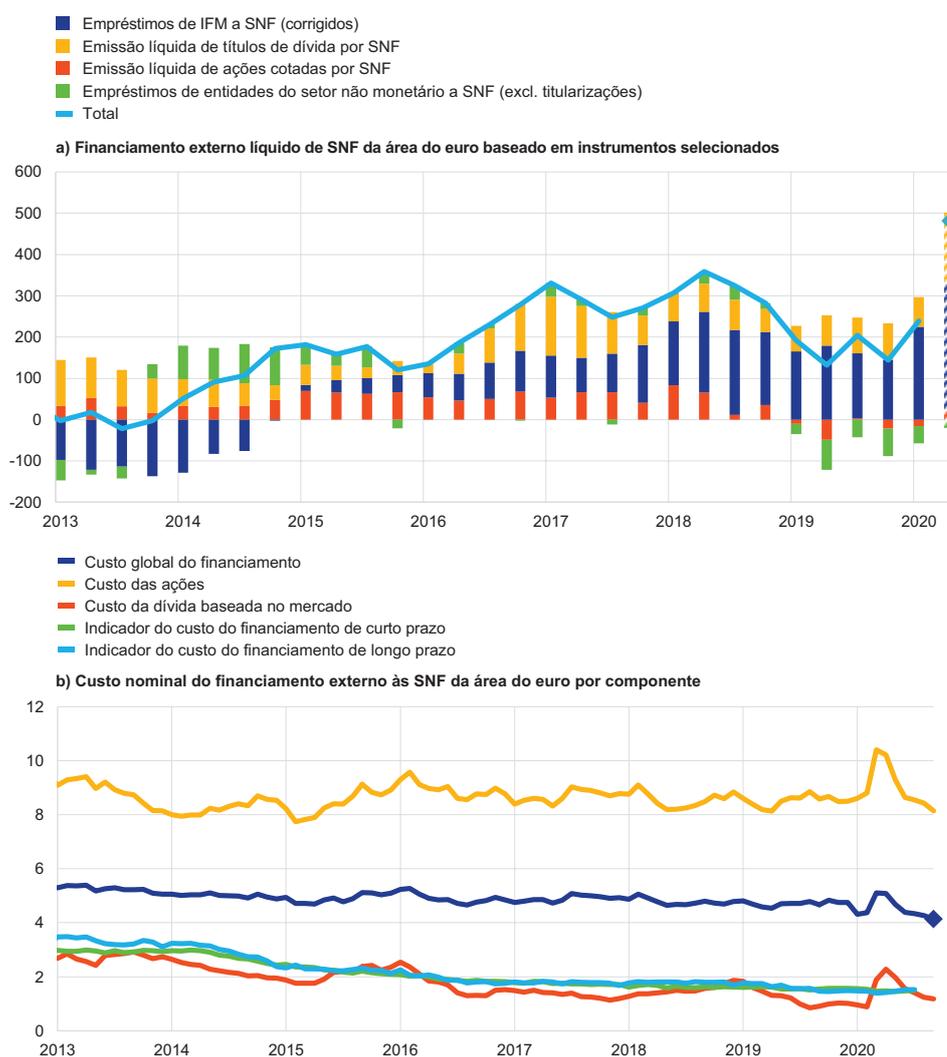
Estima-se que o fluxo homólogo do financiamento externo total das SNF da área do euro tenha aumentado consideravelmente no segundo trimestre de 2020, sustentado por uma redução do custo de financiamento das SNF (ver o painel (b) do gráfico 25). Este aumento reflete a descida contínua dos fluxos de caixa operacionais das empresas e das suas necessidades de financiamento elevadas em resultado do choque provocado pela pandemia. A emissão líquida de títulos de dívida por empresas foi robusta no segundo trimestre e beneficiou da redução dos diferenciais das obrigações de empresas facilitada pelo alargamento dos programas APP e PEPP do BCE, que incluem compras líquidas de obrigações de empresas. O forte recurso ao crédito no segundo trimestre refletiu um agravamento da contração económica e as descidas acentuadas contínuas das vendas empresariais e dos fluxos de caixa na parte inicial do trimestre. A procura de empréstimos bancários foi também suportada por taxas ativas bancárias favoráveis (ver o painel (b) do gráfico 25). A emissão líquida de ações cotadas manteve-se moderada no segundo trimestre de 2020, à medida que o número de novas empresas caía acentuadamente devido ao agravamento das perspetivas de lucros e não obstante uma queda substancial do custo das ações devido a prémios de risco mais reduzidos. Além disso, os volumes de empréstimos de não-bancos (setor não monetário) caíram novamente no segundo trimestre. Em termos globais, os fluxos totais de financiamento externo foram mais elevados no segundo trimestre de 2020 do que durante as crises financeira e da dívida soberana, sustentados por condições de financiamento favoráveis. O custo nominal global do financiamento externo das SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações, situou-se em 4,4% no final de junho. Este nível era cerca de 70 pontos base inferior ao pico de março de 2020 e apenas 7 pontos base superior ao nível de janeiro de 2020, quando a série atingiu um mínimo histórico.

Entre o final de junho e o final do período de referência (9 de setembro de 2020), estima-se que o custo de financiamento global tenha registado nova diminuição, de cerca de 24 pontos base, para 4,1%, o que corresponderia a um novo mínimo histórico. Tal é consistente com as condições de crédito bancário e nos mercados de obrigações mais favoráveis, impulsionadas por medidas atempadas e consideráveis introduzidas pelas autoridades monetárias, orçamentais e de supervisão, que ajudaram a reduzir a incerteza e a volatilidade nos mercados financeiros.

Gráfico 25

Financiamento externo das SNF da área do euro

(fluxos anuais em EUR mil milhões – painel A; percentagens por ano – painel B)



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

Notas: Painel A – O financiamento externo líquido equivale à soma de empréstimos de IFM, emissão líquida de títulos de dívida, emissão líquida de ações cotadas e empréstimos do setor não monetário. Os empréstimos de IFM são corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (*cash pooling*). Os empréstimos do setor não monetário incluem empréstimos concedidos por outras instituições financeiras e sociedades de seguros e fundos de pensões líquidos de empréstimos titularizados. A barra às riscas e o diamante a azul-claro indicam a previsão do momento para o segundo trimestre de 2020. Painel B – O custo global do financiamento das SNF é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações, com base nos respetivos saldos. O diamante a azul-escuro indica a previsão do momento do custo global do financiamento para setembro de 2020, partindo do princípio de que as taxas ativas bancárias permanecem inalteradas nos níveis de julho de 2020. As últimas observações referentes ao painel (a) dizem respeito ao primeiro trimestre de 2020 para dados das contas da área do euro; as estimativas para o segundo trimestre de 2020 têm por base as rubricas do balanço e os dados sobre títulos do BCE e a Dealogic. As últimas observações referentes ao painel (b) dizem respeito a 9 de setembro de 2020 para o custo da dívida baseada no mercado (média mensal de dados diários), 4 de setembro de 2020 para o custo das ações (dados semanais) e julho de 2020 para o custo dos empréstimos (dados mensais).

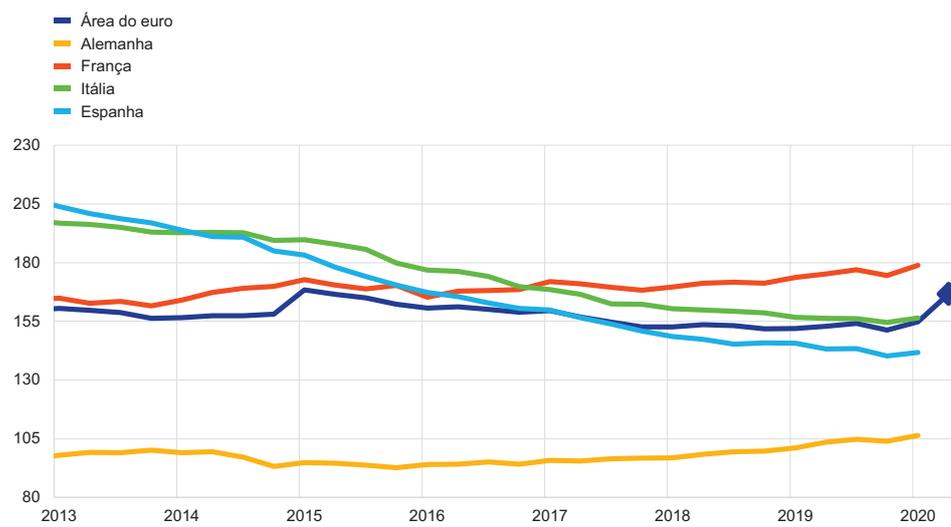
O endividamento bruto das SNF da área do euro aumentou consideravelmente, para níveis pouco abaixo do máximo histórico atingido no início de 2015.

O rácio de dívida bruta, em termos de valor acrescentado das empresas, aumentou 12 pontos percentuais no segundo trimestre de 2020, resultando num aumento cumulativo de 15 pontos percentuais desde o final de 2019 (ver o gráfico 26). A subida generalizada do endividamento bruto das SNF ficou a dever-se ao maior recurso ao financiamento por dívida e à descida acentuada do valor acrescentado bruto. As empresas colocaram uma percentagem substancial das receitas de novos empréstimos bancários e da emissão de títulos de dívida em depósitos para o pré-financiamento de necessidades em termos de fundo de maneio e investimentos necessários, bem como para se prepararem para a possível escassez de liquidez nos próximos meses. Em resultado, o rácio da dívida líquida e a alavancagem ao valor contabilístico cresceram muito menos do que o endividamento bruto. Não obstante uma subida acentuada do endividamento empresarial, a vulnerabilidade financeira do setor aumentou, assim, apenas moderadamente. Este panorama benigno está dependente da continuação do apoio da política monetária, primeiro, sob a forma da política monetária acomodatória que mantém os custos do serviço da maior carga da dívida sob controlo e, segundo, sob a forma de uma intervenção orçamental generalizada, incluindo por via de garantias estatais e regimes de moratórias que preservem a capacidade dos empréstimos bancários para compensar a redução dos fluxos de caixa das empresas. Em termos globais, esta evolução aponta para um risco de as SNF se tornarem menos favoráveis ao investimento empresarial durante a retoma em curso, particularmente caso as medidas de apoio terminem abruptamente.

Gráfico 26

Endividamento bruto de SNF em países da área do euro selecionados

(percentagens do valor acrescentado bruto de SNF)



Fontes: BCE, Eurostat e estimativas do BCE.

Notas: A dívida é definida como a soma do total de empréstimos a SNF líquido de empréstimos intrassetoriais, títulos de dívida emitidos e passivos associados a pensões. O diamante azul indica a previsão do momento para o segundo trimestre de 2020.

6 Evolução orçamental

A pandemia de coronavírus (COVID-19) continua a ter um impacto excecionalmente elevado nas finanças públicas da área do euro. Nas fases iniciais da crise, muito do impacto estava relacionado com as medidas para aliviar os encargos das empresas, dos trabalhadores e das famílias e preservar a capacidade de produção da economia. A resposta em termos de políticas mudou gradualmente para medidas destinadas a relançar rapidamente a economia e a prepará-la para um futuro após a pandemia. O custo orçamental destas medidas foi muito substancial em todos os países da área do euro, embora tanto os encargos como a capacidade de resposta possam variar entre os países. É, portanto, acolhido muito favoravelmente o facto de a Europa ter respondido com medidas orçamentais coordenadas, mais recentemente com o fundo proporcionado pelo Instrumento de Recuperação da União Europeia denominado Next Generation EU, que complementa as medidas orçamentais a nível nacional. É importante que a decisão do Conselho Europeu resulte em medidas de política práticas e que as medidas orçamentais tomadas em resposta à emergência pandémica sejam, o mais possível, direccionadas e temporárias. Em resultado do abrandamento económico e do substancial apoio orçamental, projeta-se que o défice orçamental das administrações públicas na área do euro aumente consideravelmente, situando-se em 8,8% do PIB em 2020, face a 0,6% em 2019. Espera-se uma diminuição do rácio do défice para 4,9% do PIB em 2021 e 3,6% do PIB em 2022. As medidas orçamentais abrangentes introduzidas em 2020 conduziram a um agravamento correspondente do saldo primário corrigido do ciclo, além de uma componente cíclica negativa, que reflete a deterioração da situação macroeconómica. Espera-se que a melhoria subsequente seja gerada pela descontinuação gradual das medidas de emergência e por uma melhoria da situação cíclica. A incerteza acerca dos desembolsos do fundo do Next Generation EU e novas medidas de crise em alguns países representam riscos em sentido descendente para as perspetivas relativas às finanças públicas. Os países da área do euro também disponibilizaram pacotes de garantia de empréstimos, no montante total de quase 20% do PIB, para reduzir os riscos no setor empresarial. Estas garantias constituem uma responsabilidade contingente significativa que afetará negativamente os défices, caso sejam acionadas. Refletindo as medidas orçamentais e a deterioração da situação económica, projeta-se que o rácio agregado da dívida da área do euro aumente acentuadamente em 2020 e permaneça num nível elevado no decurso do horizonte de projeção.

De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, projeta-se que o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro registe uma forte diminuição em 2020 e que recupere ligeiramente em 2021 e 2022¹². Com base nestas projeções, o rácio do défice das administrações públicas da área do euro deverá aumentar de 0,6% do PIB em 2019 para 8,8% do PIB em 2020, diminuindo depois para 4,9% em 2021 e 3,6% em 2022 (ver o gráfico 27). A diminuição do saldo orçamental em 2020

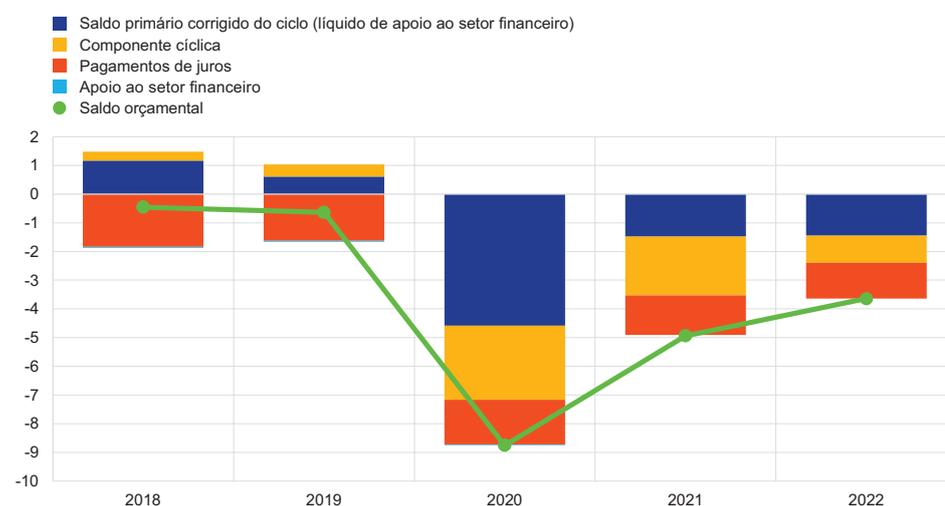
¹² Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2020](#), publicadas no sítio do BCE em 10 de setembro de 2020 (também disponíveis no sítio do Banco de Portugal).

deve-se, em larga escala, a uma deterioração do saldo primário corrigido do ciclo, devido a medidas de apoio económico que ascendem a cerca de 4,5% do PIB, sendo a maior parte despesas adicionais, em particular sob a forma de transferências e subsídios para empresas e famílias, incluindo através de regimes de tempo de trabalho reduzido. Esta diminuição resulta igualmente de uma componente cíclica negativa considerável, dado que a economia da área do euro se encontra agora em recessão profunda¹³. Projeta-se que a melhoria subsequente seja impulsionada por uma recuperação do saldo primário corrigido do ciclo, visto esperar-se que a maioria das medidas de apoio seja progressivamente descontinuada a partir do final deste ano e em 2021. O contributo do ciclo económico deverá melhorar de forma mais gradual e permanecer negativo ao longo do horizonte de projeção.

Gráfico 27

Saldo orçamental e respetivas componentes

(percentagem do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE.

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

Além do apoio orçamental às respetivas economias, os países da área do euro proporcionaram consideráveis pacotes de garantia de empréstimos, a fim de reforçar a situação de liquidez das empresas. No total, estas garantias ascendem a cerca de 20% do PIB do conjunto da área do euro, embora a dimensão dos pacotes difira de forma substancial entre países. As garantias de empréstimos constituem uma responsabilidade contingente para as administrações públicas e o montante de garantias utilizado representará, assim, uma despesa pública adicional.

Em comparação com as projeções de junho de 2020 elaboradas pelos especialistas do Eurosistema, as perspetivas orçamentais atualizadas são marginalmente mais adversas em 2020 e 2021, mas um pouco mais favoráveis em 2022. O saldo orçamental das administrações públicas na área do euro em percentagem do PIB foi objeto de uma revisão em baixa de 0,2 e 0,1 pontos

¹³ Note-se que existe um grau de incerteza invulgarmente elevado em torno da decomposição de ciclo e tendência na atual conjuntura.

percentuais, respetivamente em 2020 e 2021, e de uma revisão em alta de 0,2 pontos percentuais em 2022. Os défices orçamentais mais elevados em 2020 e 2021 devem-se sobretudo à flexibilização do saldo corrigido do ciclo, com a introdução pelos países de medidas de apoio suplementar ou o prolongamento das medidas em vigor. Esta redução da restritividade orçamental é, em parte, compensada por uma componente cíclica menos adversa e pagamentos de juros ligeiramente inferiores ao esperado. A ligeira melhoria das perspetivas em 2022 deve-se à combinação de pagamentos de juros mais baixos e de uma componente cíclica melhor, que mais do que compensa a flexibilização do saldo primário corrigido do ciclo.

A orientação orçamental agregada é avaliada como sendo extremamente acomodatória em 2020, mas restritiva em 2021, uma vez que se espera que uma descontinuação da maioria das medidas de apoio¹⁴. Estima-se que a orientação orçamental tenha sido ligeiramente expansionista em 2019, mas espera-se que seja altamente acomodatória em 2020, situando-se em 5,4% do PIB. Em contraste, estima-se que seja restritiva em 2021, situando-se em 3,1% do PIB, atendendo a que, presentemente, é esperado que a maior parte das medidas de apoio em vigor durante a pandemia seja progressivamente descontinuada no próximo ano. Não obstante, o saldo orçamental geral permanecerá substancialmente negativo, com os instrumentos orçamentais a continuar a apoiar a retoma económica, principalmente através dos estabilizadores automáticos¹⁵. Quanto a 2022, projeta-se que a orientação orçamental se apresente neutra.

O rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro deverá, segundo a projeção, subir para 100,7% do PIB em 2020, descendo posteriormente de forma muito gradual. Este aumento de 16,6 pontos percentuais face a 2019 reflete, em grande escala, os défices primários elevados, um diferencial entre taxa de juro e crescimento muito adverso e um ajustamento défice-dívida significativo, devido às medidas de política relacionadas com a pandemia. Em 2021 e 2022, os défices primários decrescentes, mas ainda significativos, serão mais do que compensados por contributos favoráveis da melhoria dos diferenciais entre taxa de juro e crescimento, em virtude da projetada recuperação da atividade económica, e por um ajustamento défice-dívida negativo em 2022 (ver o gráfico 28). Em resultado, o rácio da dívida em relação ao PIB deverá situar-se em 98,9% no final de 2022, o que representa uma revisão em baixa de 1,1 pontos percentuais, em comparação com as projeções de junho de 2020, principalmente devido ao diferencial mais favorável entre taxa de juro e crescimento ao longo do horizonte de projeção.

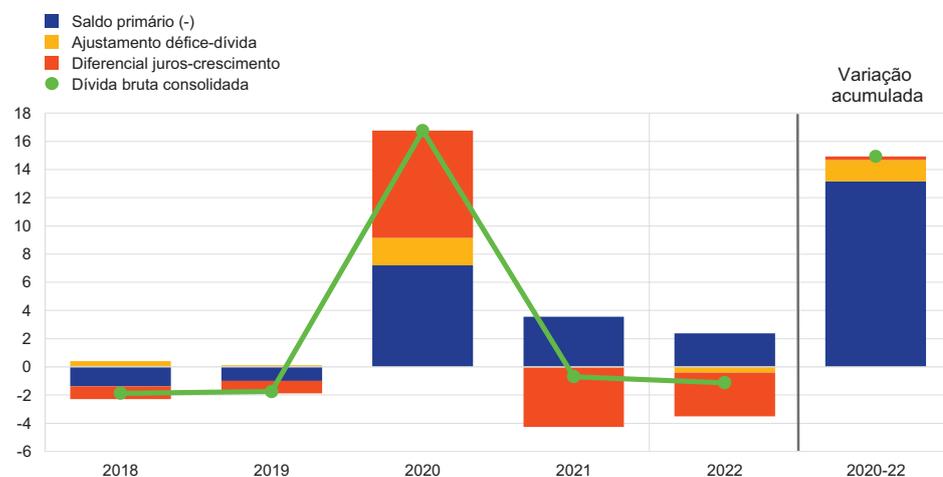
¹⁴ A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo proporcionados pelas políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida aqui como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido de auxílios estatais ao setor financeiro. Para mais pormenores sobre o conceito de "orientação orçamental" da área do euro, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

¹⁵ Para mais informação, ver o artigo intitulado "Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis", na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 28

Fatores impulsionadores da variação na dívida pública

(pontos percentuais do PIB)



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

Continua a ser crucial uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada, à luz dos encargos elevados mas desiguais resultantes da pandemia de

coronavírus. É, portanto, acolhido muito favoravelmente o facto de o Conselho Europeu ter chegado a acordo sobre o fundo do *Next Generation EU*, que se traduz na adoção, pela primeira vez, de um orçamento europeu temporário para complementar os estabilizadores orçamentais a nível nacional. Este fundo tem o potencial para apoiar de modo significativo as regiões e os setores mais gravemente afetados pela pandemia, reforçar o mercado único e assegurar uma recuperação duradora e próspera. É importante que a decisão do Conselho Europeu resulte em medidas práticas em termos de políticas e que as medidas orçamentais em resposta à emergência pandémica sejam, o mais possível, direcionadas e temporárias.

Caixas

1 O lev da Bulgária e a kuna da Croácia no mecanismo de taxas de câmbio (MTC II)

Por Ettore Dorrucci, Michael Fidora, Christine Gartner e Tina Zumer

O lev da Bulgária e a kuna da Croácia foram incluídos no mecanismo de taxas de câmbio (MTC II) em 10 de julho de 2020. A decisão foi tomada por acordo

mútuo dos ministros das finanças dos países da área do euro, da Presidente do Banco Central Europeu e dos ministros das finanças e dos governadores dos bancos centrais da Dinamarca, da Bulgária e da Croácia. Esta decisão obedeceu a um procedimento comum que envolveu a Comissão Europeia e o Comité Económico e Financeiro. O início da participação no MTC II constitui a última etapa de um plano detalhado. Este plano estabeleceu um processo caracterizado por uma colaboração construtiva entre as autoridades búlgaras e croatas e os interlocutores no MTC II, com base em avaliações económicas aprofundadas e no princípio da igualdade de tratamento.

O MTC II foi introduzido em 1999 como uma das formas de avaliar a convergência de um país com a área do euro. O mecanismo tem dois objetivos

principais. O primeiro consiste em atuar como um mecanismo de gestão das taxas de câmbio entre as moedas dos países participantes e o euro, e o segundo é contribuir para a avaliação da convergência para a adoção do euro, tal como estabelecido no artigo 140.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. Por conseguinte, a participação no MTC II constitui, legalmente, não só um elemento central do critério de convergência relativo à estabilidade da taxa de câmbio, mas também um meio de testar a sustentabilidade da convergência antes e depois da adoção do euro. Como a participação no MTC II há pelo menos dois anos sem tensões graves é uma condição prévia para a posterior adoção do euro, todos os Estados-Membros da UE deverão aderir ao mecanismo em algum momento.

O MTC II é um acordo multilateral de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, que prevê uma taxa de câmbio central entre as moedas participantes e o euro e uma banda de flutuação normal de $\pm 15\%$ em torno da taxa central. Outras

caraterísticas principais são as intervenções do banco central “nas margens” da banda de flutuação acordada e a disponibilidade de financiamento a muito curto prazo por parte dos bancos centrais participantes. Ao aderirem ao MTC II, os bancos centrais nacionais podem comprometer-se unilateralmente a estabelecer uma banda de flutuação mais restrita do que a prevista no MTC II, sem impor obrigações adicionais ao BCE ou aos outros participantes no mecanismo¹⁶. Durante

¹⁶ Bandas acordadas multilateralmente mais estreitas do que a banda normal só devem ser consideradas numa fase muito avançada de convergência. É o caso da coroa dinamarquesa, para a qual está em vigor uma banda de flutuação acordada multilateralmente de $\pm 2,25\%$ face ao euro.

a participação no MTC II, poderão ser necessários realinhamentos da taxa central (como aconteceu no passado com a coroa eslovaca) ou alterações à largura da banda de flutuação, em resultado de alterações significativas na taxa de câmbio de equilíbrio de um determinado país participante ou na presença de políticas económicas incoerentes. As intervenções nas margens das bandas de flutuação são, em princípio, automáticas e ilimitadas. No entanto, o BCE e os bancos centrais nacionais participantes podem suspender estas intervenções em qualquer altura se entrarem em conflito com o objetivo principal de manter a estabilidade dos preços.

A experiência mostra que o MTC II pode ter em conta diferentes regimes de taxas de câmbio, como acontece agora com os da Bulgária e da Croácia.

O mecanismo proporciona uma margem suficiente para o ajustamento aos choques e à evolução do mercado. Ao mesmo tempo, o mecanismo pode incorporar, como um compromisso unilateral, regimes de taxas de câmbio rigorosamente controlados ou ligados, e mesmo fundos de estabilização cambial¹⁷. O Eesti Pank (o banco central nacional da Estónia) e o Lietuvos bankas (o banco central nacional da Lituânia) utilizaram um fundo de estabilização cambial antes da adoção do euro, tal como o Българска народна банка (o banco central nacional da Bulgária) utiliza neste momento. O Hrvatska narodna banka (o banco central nacional da Croácia) mantém a estabilidade da taxa de câmbio da kuna face ao euro, a fim de atingir o seu objetivo primordial de estabilidade de preços, sem no entanto se comprometer com uma taxa de câmbio fixa. Em qualquer caso, todos os países participantes devem permanecer no mecanismo durante pelo menos dois anos antes de os relatórios de convergência preparados pelo BCE e pela Comissão Europeia poderem apresentar uma eventual avaliação positiva no que diz respeito à adoção do euro¹⁸.

O processo conducente à participação no MTC II evoluiu ao longo do tempo, baseando-se sempre no princípio da igualdade de tratamento. Quando a última vaga de países aderiu ao MTC II há mais de 15 anos, a participação no mecanismo requeria a elaboração e publicação de um compromisso firme, mas geral, no sentido da prossecução de políticas orientadas para a estabilidade. Nos anos seguintes, foram retirados ensinamentos importantes da crise financeira mundial. A crise afetou não só a área do euro, mas também vários países cujas moedas participavam no MTC II. A governação da área do euro foi reformulada na sequência da crise, resultando num reforço da supervisão económica e orçamental e no estabelecimento da união bancária. Durante esse período, ficou também mais claro que a participação no MTC II pode ter implicações importantes, uma vez que constitui uma mudança de regime que pode alterar os incentivos económicos dos investidores internacionais e locais. Em especial, após a adesão ao mecanismo,

¹⁷ Ver [Posição do Conselho do Banco Central Europeu sobre questões cambiais relativas aos países aderentes](#), BCE, Frankfurt am Main, 18 de dezembro de 2003.

¹⁸ A adoção do euro é decidida pelo Conselho da União Europeia em conformidade com as disposições pertinentes do Tratado. Após ter consultado o Parlamento Europeu e debatido a questão no Conselho Europeu, o Conselho, sob proposta da Comissão, decide quais os Estados-Membros elegíveis, não pertencentes à área do euro, que satisfazem as condições necessárias para adotar o euro. Esta decisão é tomada com base num conjunto de critérios enumerados no artigo 140.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. Os relatórios sobre o cumprimento desses critérios, designados relatórios de convergência, são elaborados pelo BCE e pela Comissão Europeia. O Conselho delibera após ter recebido uma recomendação emanada de uma maioria qualificada dos seus Estados-Membros cuja moeda seja o euro.

as entradas de capital bruto, que não o investimento direto estrangeiro, aceleraram acentuadamente em vários países, também em comparação com outros países da região durante o mesmo período. Em alguns casos, esta situação revelou-se insustentável, dando origem a episódios de maior contenção do fluxo de capitais nos anos subsequentes.

Um dos principais ensinamentos retirados da crise financeira mundial foi que ter um nível elevado de qualidade institucional e de boa governação no período que antecede a adoção do euro contribui para reduzir o risco de acumulação de desequilíbrios excessivos. Uma maior resiliência estrutural cria as condições prévias para a atribuição de capital às empresas produtivas e não às que procuram apenas o favorecimento dos seus interesses económicos (*rent-seekers*), apoiando assim o processo de convergência real e não a formação de bolhas. Além disso, uma boa governação ocorre quando os decisores políticos conseguem resistir à pressão dos interesses estabelecidos contra a aplicação das reformas necessárias e a constituição de reservas em períodos normais e favoráveis, incluindo medidas macroprudenciais e orçamentais contracíclicas. Nos últimos anos, estas lições e desenvolvimentos foram refletidos no plano para o MTC II concebido pelas autoridades nacionais da Bulgária e da Croácia, em cooperação com os interlocutores do MTC II.

A inclusão de uma moeda no MTC II obedece ao procedimento definido na Resolução do Conselho Europeu de 16 de junho de 1997¹⁹. As decisões relativas à participação no MTC II são tomadas de comum acordo entre as partes no MTC II, o que significa a obtenção de um consenso sobre a prossecução de políticas sustentáveis pelo Estado-Membro que solicita a inclusão da sua moeda no MTC II. Simultaneamente, foi mais recentemente esclarecido que a obtenção deste consenso depende de três fatores fundamentais: i) refletir os ensinamentos retirados de crises anteriores; ii) ter em conta a introdução da união bancária; e iii) reconhecer a necessidade de ter em devida conta as vulnerabilidades específicas de cada país que têm de ser resolvidas para assegurar uma participação harmoniosa no mecanismo de taxas de câmbio.

Com base nesta abordagem, as autoridades búlgaras e croatas identificaram uma série de compromissos de política anteriores, que foram formalmente adotados no verão de 2018 pela Bulgária e no verão de 2019 pela Croácia. Foram concebidos em colaboração com os interlocutores do MTC II e tiveram de ser cumpridos voluntariamente antes do início da participação no MTC II. Estes compromissos refletem a realidade atual de forma razoável, proporcional e justificada. Em especial, os compromissos têm de ser específicos, realistas e verificáveis e devem ser aplicados, monitorizados e verificados num espaço de tempo relativamente curto. O seu cumprimento foi controlado e avaliado pelo BCE e pela Comissão Europeia, cada um no domínio das suas atribuições, nomeadamente a supervisão bancária e a política macroprudencial para o BCE e as políticas estruturais para a Comissão Europeia (as políticas orçamentais são abrangidas pelas disposições do Pacto de Estabilidade e Crescimento).

¹⁹ Resolução do Conselho Europeu sobre a criação de um mecanismo de taxas de câmbio na terceira fase da União Económica e Monetária (JO C 236 de 2.8.1997, p. 5).

A fim de assegurar uma trajetória de convergência sustentável para a área do euro, a Bulgária e a Croácia assumiram compromissos de política adicionais quando aderiram ao MTC II em 10 de julho de 2020²⁰. Em conformidade com as práticas anteriores, a Bulgária e a Croácia assumiram compromissos de política voluntários, os chamados compromissos pós-adesão, quando iniciaram a sua participação no MTC II. O acordo sobre a participação do lev da Bulgária e da kuna da Croácia no MTC II foi igualmente acompanhado de um compromisso firme por parte das respetivas autoridades nacionais no sentido de prosseguirem políticas económicas sãs, com o objetivo de preservar a estabilidade económica e financeira e alcançar um elevado grau de convergência económica sustentável. As autoridades, juntamente com os organismos responsáveis da União Europeia, acompanharão de perto a evolução da política macroeconómica e a aplicação destas medidas de política, nos enquadramentos adequados. No total, o processo conducente à entrada no MTC II funcionou como um catalisador para as reformas que irão atenuar os riscos no âmbito do MTC II, tendo em vista a subsequente adoção do euro. Embora estas reformas não eliminem os riscos, a sua importância na preparação para uma participação sustentável na união monetária não deve ser subestimada.

O lev da Bulgária e a kuna da Croácia foram incluídos no MTC II às suas taxas de câmbio atuais. O lev da Bulgária foi incluído no MTC II com uma taxa de câmbio central de 1,95583 levs por euro, que corresponde à taxa de câmbio fixa no âmbito do fundo de estabilização cambial da Bulgária. A kuna da Croácia foi incluída no MTC II com uma taxa de câmbio central de 7,53450 kunas por euro, o que corresponde à taxa de mercado em vigor no momento da sua inclusão em 10 de julho de 2020.

A inclusão de ambas as moedas à sua taxa de câmbio atual reflete o facto de a Bulgária e a Croácia terem um historial notável de estabilidade da taxa de câmbio, ao abrigo do qual ambas as economias sofreram um ajustamento externo significativo. Há mais de duas décadas que o Българска народна банка (o banco central nacional da Bulgária) gere um fundo de estabilização cambial ao abrigo do qual se compromete a fazer o câmbio do lev por euro a uma taxa de câmbio fixa. O Hrvatska narodna banka manteve um regime de taxa de câmbio variável controlada, ao abrigo do qual a kuna oscila num intervalo relativamente estreito em torno da sua taxa de câmbio média face ao euro. Embora fundamentalmente diferentes no seu funcionamento, ambos os regimes têm sido úteis às suas economias. Em especial, provaram ser resistentes em períodos de grave tensão no mercado financeiro, incluindo durante a pandemia de coronavírus (COVID-19) em curso. Além disso, ambos os países sofreram um ajustamento externo significativo após o início da crise financeira mundial. Isto implicou a correção de défices da balança corrente elevados, que desde então se transformaram em excedentes. Em consequência, verificou-se uma redução considerável do passivo externo líquido, com ambos os bancos centrais a acumular reservas confortáveis em termos de reservas cambiais.

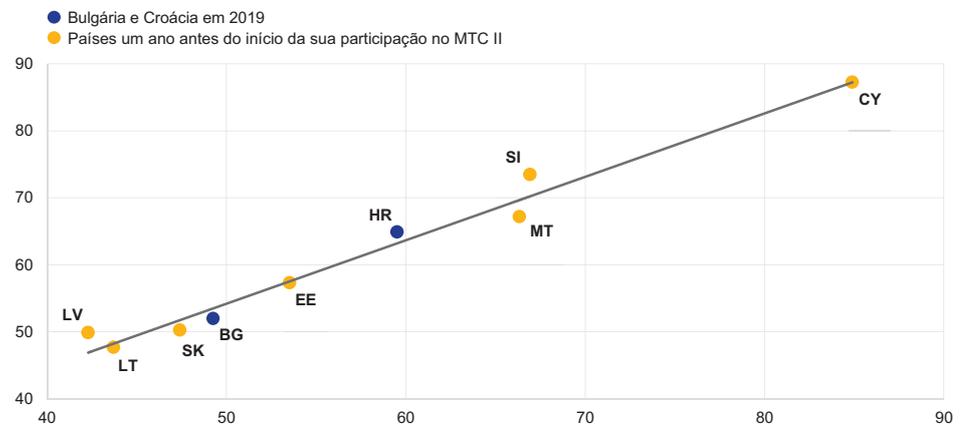
²⁰ Consultar o sítio do BCE para os comunicados do MTC II, as cartas de pedido de adesão dos países e a lista dos compromissos pós-adesão da [Bulgária](#) e da [Croácia](#) (disponíveis apenas em língua inglesa).

O reequilíbrio externo foi acompanhado de um ajustamento nominal em ambos os países, com níveis de preços que refletem claramente o estado de convergência das duas economias. Ambos os países registaram aumentos substanciais dos preços e dos custos antes da crise financeira mundial. Estes eram, em parte, um subproduto do processo de convergência real, ou seja, o facto de ambos os países estarem a convergir em termos de níveis de rendimento com o resto da União Europeia. Em contrapartida, a crise financeira mundial provocou uma certa correção dos níveis dos preços e dos custos, tanto na Bulgária como na Croácia. Consequentemente, os seus níveis de preços em relação à área do euro estão agora bem alinhados com os seus níveis de rendimento em relação à área do euro. Embora esses níveis continuem a ser significativamente inferiores aos da área do euro, tal não constitui, por si só, um impedimento à participação no MTC II. A experiência passada demonstrou, de facto, que os países que aderem ao MTC II em fases comparáveis ou mesmo menos avançadas de convergência podem posteriormente introduzir o euro com êxito. A este respeito, uma condição prévia mais importante para uma participação bem sucedida no MTC II é que os níveis de preços estejam alinhados com os níveis de rendimento (como demonstrado no gráfico A) e, de um modo geral, com os fundamentos económicos do país.

Gráfico A

PIB *per capita* e níveis de preços em relação à área do euro

(em percentagem; eixo dos x: PIB *per capita* em relação à área do euro; eixo dos y: níveis de preços em relação à área do euro)



Fonte: BCE.

2 Revisão das medidas da taxa de câmbio efetiva pelo BCE

Por Michael Fidora e Martin Schmitz

A taxa de câmbio efetiva (TCE) de uma moeda é um índice da média ponderada das suas taxas de câmbio bilaterais em relação às moedas de parceiros comerciais selecionados; a TCE real é obtida através do ajustamento deste índice nominal para os preços ou custos relativos²¹. O sistema de ponderação utilizado para agregar as taxas bilaterais representa a importância relativa de cada país como parceiro comercial. A TCE nominal em termos ponderados pelo comércio fornece uma medida sumária do valor externo da moeda, enquanto a TCE real em termos ponderados pelo comércio é o indicador mais utilizado da competitividade internacional dos preços e dos custos de uma economia.

O BCE reviu recentemente o cálculo dos seus índices da TCE para o euro, a fim de ter em conta a evolução das ligações comerciais internacionais e, em especial, a importância crescente do comércio internacional de serviços²².

O BCE atualiza, de três em três anos, as ponderações do comércio subjacentes ao cálculo dos seus índices da TCE, a fim de captar atempadamente as alterações a médio prazo dos fluxos comerciais da área do euro. No exercício mais recente, concluído em julho de 2020, o BCE reviu o sistema de ponderação para incluir não só a indústria transformadora mas também o comércio de serviços²³. Embora a indústria transformadora ainda represente a maior parte do comércio da área do euro, o comércio de serviços ganhou importância nas últimas décadas, tendo em conta a globalização e a digitalização e representou cerca de 30% do comércio da área do euro no final de 2019²⁴. Além disso, a melhoria da cobertura dos dados tornou mais fácil a inclusão do comércio de serviços com base na metodologia estabelecida do BCE. O número de parceiros comerciais abrangidos pelos índices da TCE também aumentou de 38 para 42, representando cerca de 90% do comércio de bens e serviços da indústria transformadora na área do euro²⁵.

²¹ Os indicadores de competitividade harmonizados (ICH), que se baseiam na mesma metodologia e nos mesmos dados que os índices da TCE para o euro, são calculados para os países da área do euro individualmente. Foram revistos da mesma forma que os índices da TCE.

²² Para uma visão geral da metodologia adotada para calcular os índices da TCE, ver Schmitz, M., De Clercq, M., Fidora, M., Lauro, B. e Pinheiro, C., "Revisiting the effective exchange rates of the euro", *Journal of Economic and Social Measurement*, Vol. 38, n.º 2, 2013, pp. 127-158; e Brisson, R. e Schmitz, M. "The ECB's enhanced effective exchange rates and harmonised competitiveness indicators – an updated weighting scheme including trade in services", *Statistics Paper Series*, BCE (a publicar).

²³ Neste exercício, foram acrescentados à série os ponderadores médios do comércio para o período de três anos de 2016 a 2018, tendo os ponderadores relativos aos períodos anteriores (de 1995 a 2015) sido revistos.

²⁴ O comércio de serviços é superior ao da indústria transformadora no Luxemburgo, Chipre, Malta, Irlanda e Grécia (por ordem decrescente).

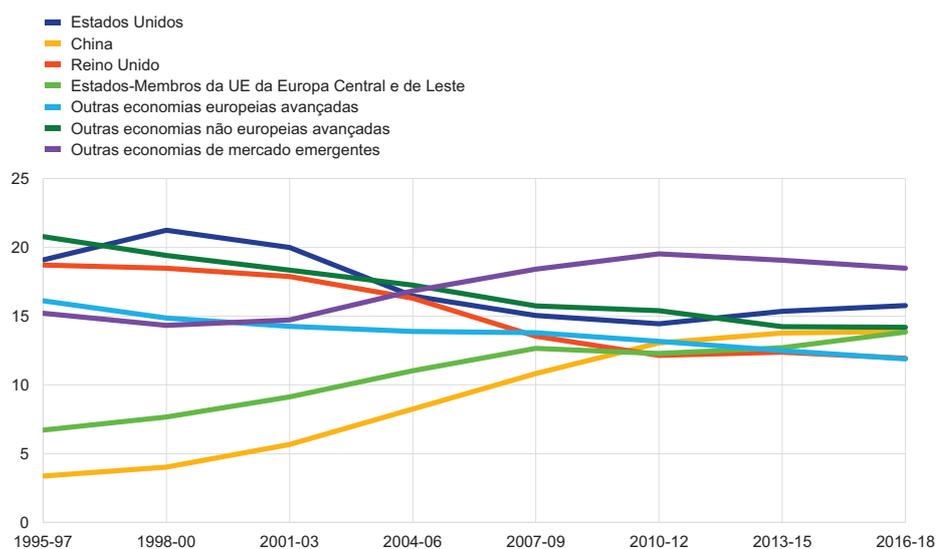
²⁵ A Arábia Saudita, a Colômbia, os Emirados Árabes Unidos, o Peru e a Ucrânia e foram adicionados ao grupo de parceiros comerciais, que inclui agora todos os países não pertencentes à área do euro na UE, o G20 e a Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económicos, bem como a Argélia, os Emirados Árabes Unidos, as Filipinas, a Malásia, Marrocos, o Peru, a RAE de Hong Kong, Taiwan, a Tailândia e a Ucrânia. A Venezuela foi excluída do grupo de parceiros comerciais devido à dificuldade em obter estatísticas económicas fiáveis sobre este país e ao seu menor papel como parceiro comercial da área do euro.

As novas ponderações do comércio demonstram que a importância das economias de mercado emergentes, que se tornaram cada vez mais importantes para o comércio da área do euro durante a década de 2000, já não está a crescer, ao passo que os Estados-Membros da UE da Europa Central e de Leste ganharam preponderância (ver o gráfico A). De facto, os Estados-Membros da UE da Europa Central e de Leste – devido à sua maior integração nas cadeias de valor europeias – aumentaram a sua quota combinada do comércio na área do euro entre 2016 e 2018, tornando-se praticamente igual à da China. Por outro lado, a quota das economias de mercado emergentes diminuiu, apesar de a quota da China ter aumentado marginalmente. Individualmente, os Estados Unidos continuaram a ser o principal parceiro comercial da área do euro – tendo a sua quota aumentado ainda que ligeiramente, refletindo principalmente a importância crescente do comércio de serviços – seguidos da China e do Reino Unido, embora a quota deste tenha diminuído significativamente desde meados da década de 1990.

Gráfico A

Evolução temporal dos ponderadores do comércio global no TCE-42 para o euro

(percentagens)



Fonte: BCE.

Nota: A rubrica "Estados-Membros da UE da Europa Central e de Leste" inclui a Bulgária, Croácia, Hungria, Polónia, República Checa e Roménia; "Outras economias europeias avançadas" inclui a Dinamarca, Islândia, Noruega, Suécia e Suíça; "Outras economias não europeias avançadas" inclui a Austrália, Canadá, Coreia do Sul, Israel, Japão, Nova Zelândia, RAE de Hong Kong, Singapura e Taiwan; e "Outras economias de mercado emergentes" inclui a África do Sul, Arábia Saudita, Argélia, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Emirados Árabes Unidos, Filipinas, Índia, Indonésia, Malásia, Marrocos, México, Peru, Rússia, Tailândia, Turquia e Ucrânia.

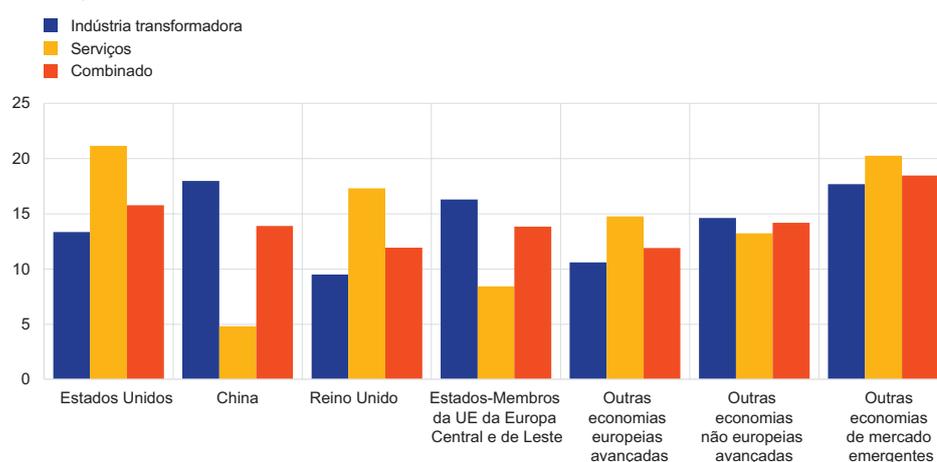
Existem diferenças significativas na importância relativa da indústria transformadora e do comércio de serviços para os parceiros comerciais mais importantes da área do euro (ver o gráfico B). O papel dos Estados Unidos enquanto principal parceiro comercial da área do euro deve-se principalmente à sua quota de grande dimensão no comércio de serviços com a área do euro, especialmente em termos de serviços de telecomunicações, informática e informação, bem como de outros serviços prestados às empresas; a quota dos Estados Unidos no comércio da indústria transformadora é muito inferior à da China, o principal parceiro comercial da área do euro quando se considera apenas a indústria transformadora. O comércio de serviços é também muito mais elevado

do que o da indústria transformadora com o Reino Unido e com o grupo “outras economias europeias avançadas”, ao passo que é muito inferior com os Estados-Membros da UE da Europa Central e de Leste, cujas relações comerciais com a área do euro são em larga medida determinadas pela sua integração nas cadeias de valor da indústria transformadora europeia.

Gráfico B

Ponderadores do TCE-42 para o euro: indústria transformadora, serviços e combinado

(percentagens)



Fonte: BCE.

Notas: Os ponderadores do comércio correspondem às médias no período entre 2016 e 2018. Os grupos de países são os definidos nas notas ao gráfico A.

Os ponderadores das importações e das exportações são, em grande medida, semelhantes para a maioria dos países e regiões, mesmo após serem corrigidos de concorrência em mercados de países terceiros (ver o gráfico C).

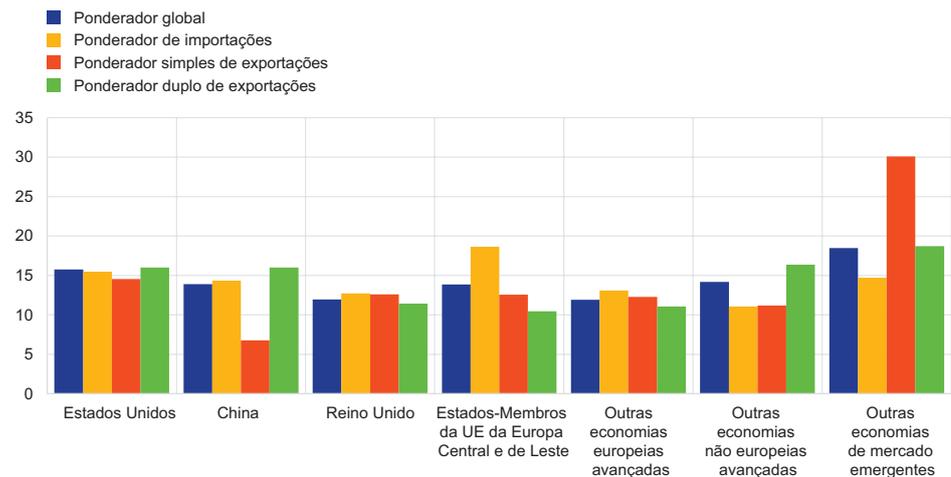
Os ponderadores do comércio global são calculados como médias (ponderadas) dos ponderadores de exportações e importações que medem a quota de cada país nas exportações ou importações da área do euro, respetivamente. No entanto, na vertente da exportação, as empresas da área do euro competem com os produtores de um determinado país não só no seu mercado interno, mas também nos mercados externos, ou seja, “mercados de países terceiros”. A fim de ter em conta este efeito, utilizam-se “ponderadores duplos” para calcular os ponderadores do comércio global. Embora, para a maioria dos países e regiões, os ponderadores simples e duplos das exportações não apresentem grande desvio entre si, a diferença é acentuada para a China. Tal reflete o papel da China como principal exportador mundial de bens, o que também implica que se trata de um concorrente importante em mercados de países terceiros. O contrário é válido para outras economias de mercado emergentes, que representam uma parte significativa das exportações diretas da área do euro, mas que competem apenas de forma limitada em países terceiros, uma vez que a sua quota nas exportações globais é relativamente pequena. Para a maioria dos países, os ponderadores das importações e das exportações (duplos) são igualmente semelhantes. No entanto, os Estados-Membros da UE da Europa Central e de Leste constituem uma exceção notável a esta tendência generalizada. O papel que esta região desempenha nas cadeias de valor altamente integradas da Europa indica que é mais importante

para a área do euro em termos de importações do que de exportações, tendo por base as exportações diretas, e mais ainda quando se considera a concorrência nos mercados de países terceiros.

Gráfico C

Ponderadores do TCE-42 para o euro: ponderadores globais, ponderadores de importações, ponderadores simples de exportações e ponderadores duplos de exportações

(percentagens)



Fonte: BCE.

Notas: Os ponderadores do comércio correspondem às médias no período entre 2016 e 2018. Os grupos de países são os definidos nas notas ao gráfico A.

Com o sistema de ponderação melhorado, verifica-se que a apreciação do euro desde o início de 2017 foi ligeiramente menos pronunciada em termos nominais do que parecia ser com base no sistema de ponderação anterior, principalmente devido ao peso crescente das economias avançadas²⁶. Entre o início de 2017 e o final de agosto de 2020, o valor atualizado diário da TCE nominal para o euro em relação ao grupo de parceiros comerciais TCE-42 registou uma apreciação de 12,3%, em comparação com 13,8% segundo o indicador baseado no anterior sistema de ponderação para a indústria transformadora (ver o gráfico D)²⁷. Esta revisão deve-se principalmente ao peso cada vez maior das economias avançadas (refletindo sobretudo a inclusão do comércio de serviços no regime de ponderação), cujas moedas depreciaram face ao euro menos, em média, do que as moedas das economias de mercado emergentes. No entanto, em termos reais, a evolução foi muito consistente, com tanto o TCE-42 real revisto (deflacionado pelo índice de preços no consumidor) como a série anteriormente publicada a registarem uma apreciação ligeiramente inferior a 7% entre janeiro de 2017 e agosto de 2020 (ver o gráfico E).

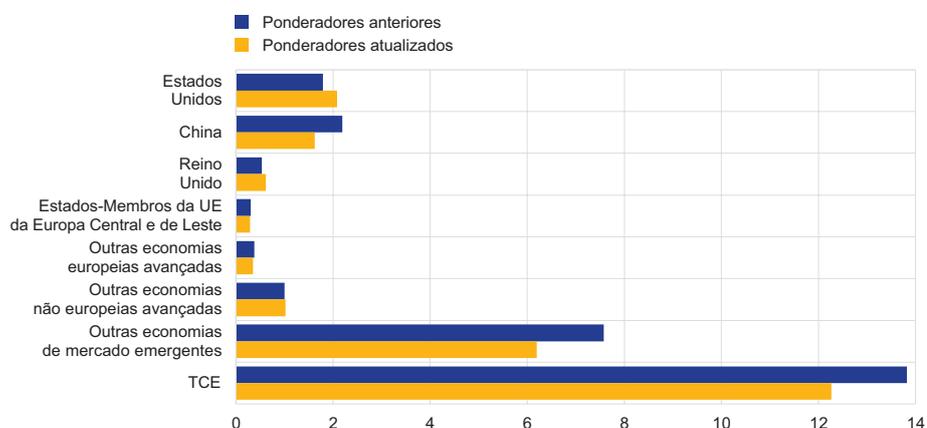
²⁶ As ponderações que combinam a indústria e o comércio de serviços são utilizadas para os índices da TCE nominal e os índices da TCE real deflacionados pelos preços no consumidor, pelo deflator do PIB e pelos custos unitários do trabalho no conjunto da economia, enquanto os índices da TCE real deflacionados pelos preços no produtor na indústria e pelos custos unitários do trabalho na indústria continuam a basear-se nas ponderações da indústria transformadora.

²⁷ As diferenças entre os índices de TCE anteriores e os atualizados também decorrem do facto de todos os ponderadores do comércio, incluindo os relativos à indústria transformadora, terem sido atualizados de modo a refletir as revisões de dados e as melhorias metodológicas.

Gráfico D

A evolução da TCE nominal para o euro com base em ponderadores anteriores e atualizados

(variação em percentagem, 31 de agosto de 2020 em relação a 2 de janeiro de 2017)



Fonte: BCE.

Notas: Os grupos de países são os definidos nas notas ao gráfico A. A série de "ponderadores atualizados" refere-se ao TCE-42, que engloba 42 países e pesos comerciais que combinam a indústria e o comércio de serviços, enquanto a série de "ponderadores anteriores" se refere ao TCE-38 com base no antigo sistema de ponderação da indústria (isto é, excluindo o comércio de serviços e abrangendo apenas 38 parceiros comerciais), que foi descontinuado em junho de 2020.

Gráfico E

A evolução da TCE real para o euro deflacionada pelo índice de preços no consumidor com base em ponderadores anteriores e atualizados

(índice; base atualizada para janeiro 2017 = 100)



Fonte: BCE.

Notas: A série de "ponderadores atualizados" refere-se ao TCE-42, que engloba 42 países e pesos comerciais que combinam a indústria e o comércio de serviços, enquanto a série de "ponderadores anteriores" se refere ao TCE-38 com base no antigo sistema de ponderação da indústria (isto é, excluindo o comércio de serviços e abrangendo apenas 38 parceiros comerciais), que foi descontinuado em junho de 2020. As observações relativas ao período de junho a agosto de 2020 (indicadas pelos triângulos) são atualizações mecânicas da série descontinuada.

3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 6 de maio a 21 de julho de 2020

Por Simon Forsyth e Christian Lizarazo

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE e as condições de liquidez durante o terceiro e quarto períodos de manutenção de reservas de 2020, que decorreram de 6 de maio a 21 de julho de 2020. Neste período, a volatilidade do mercado associada à crise do coronavírus (COVID-19) diminuiu, com a ajuda da implementação das medidas anunciadas pelos bancos centrais, incluindo o Banco Central Europeu (BCE), e das medidas de apoio orçamental introduzidas pelos governos e autoridades da União Europeia (UE).

Os níveis de liquidez do banco central no sistema bancário continuaram a aumentar durante o terceiro e quarto períodos de manutenção de 2020. Tal ficou a dever-se sobretudo à liquidação de operações da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e às aquisições de ativos realizadas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP). Em 4 de junho, o Conselho do BCE decidiu aumentar o volume do PEPP em 600 mil milhões de euros, passando a sua dotação a ser de 1350 mil milhões de euros, e prolongar o horizonte das aquisições, pelo menos, até ao final de junho de 2021. Além disso, decidiu-se que os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no contexto do PEPP serão reinvestidos, no mínimo, até ao final de 2022.

Em resposta à crise da COVID-19, o Conselho do BCE decidiu também estabelecer uma nova facilidade de operações de reporte do Eurosistema com bancos centrais (*Eurosystem repo facility for central banks* – EUREP). Esta facilidade proporcionará linhas de operações de reporte de caráter cautelar a bancos centrais de países não pertencentes à área do euro, destinadas a dar resposta a eventuais necessidades de liquidez em euros em caso de disfunções do mercado resultantes do choque da COVID-19 e passíveis de ter um impacto adverso na transmissão regular da política monetária do BCE. Ao abrigo da EUREP, o Eurosistema proporcionará liquidez em euros a um conjunto alargado de bancos centrais de países não pertencentes à área do euro mediante a apresentação de garantias adequadas, compostas por títulos de dívida transacionáveis denominados em euros emitidos por administrações centrais de países da área do euro ou por instituições supranacionais. A EUREP complementa as linhas bilaterais de *swap* e de operações de reporte que proporcionam liquidez em euros a bancos centrais fora da área do euro. Durante o período em análise, foram anunciadas linhas bilaterais de operações de reporte com a Roménia, a Sérvia e a Albânia.

Necessidades de liquidez

As necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas obrigatórias, situaram-se em 1934,7 mil milhões de euros no período em análise.

Este valor era 321,3 mil milhões de euros mais elevado do que no período analisado anterior, correspondente aos dois primeiros períodos de manutenção de 2020 (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”). Os fatores autónomos líquidos aumentaram 316,6 mil milhões de euros, passando para 1794,3 mil milhões de euros, enquanto as reservas mínimas obrigatórias aumentaram 4,7 mil milhões de euros, passando para 140,4 mil milhões de euros.

Os depósitos das administrações públicas foram, de longe, o principal fator autónomo que absorveu liquidez durante o período em análise.

A absorção de liquidez pelos depósitos das administrações públicas aumentou, em média, 261,5 mil milhões de euros, passando para 583 mil milhões de euros. Os depósitos das administrações públicas de países da área do euro atingiram máximos históricos, representando, em média, mais de 9% do balanço do Eurosistema durante o período em análise, o que compara com menos de 6% no período analisado anterior. Este aumento dos depósitos das administrações públicas, muito superior à tendência, refletiu provavelmente as medidas orçamentais, ou a preparação para as mesmas, tomadas pelas administrações públicas da área do euro em resposta à crise da COVID-19. Além dos depósitos das administrações públicas, as notas em circulação e outros fatores autónomos contribuíram, respetivamente, 58,1 mil milhões de euros e 19,5 mil milhões de euros para uma absorção de liquidez agregada adicional de 77,6 mil milhões de euros, em comparação com o período analisado precedente. Os fatores autónomos que proporcionaram liquidez adicionaram 22,6 mil milhões de euros de liquidez em relação ao período analisado anterior, compensando apenas parcialmente o efeito de absorção de liquidez mencionado. Mais especificamente, os ativos líquidos denominados em euros desceram 37,9 mil milhões de euros, ao passo que os ativos líquidos em moeda estrangeira subiram 60,5 mil milhões de euros em relação ao período analisado precedente (ver a secção do quadro A intitulada “Ativo”).

No conjunto, durante o período em análise, a oferta geral de liquidez através das operações de política monetária foi bastante superior à absorção de liquidez induzida pelos fatores autónomos líquidos.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 6 de maio de 2020 a 21 de julho de 2020						Período analisado anterior: 29 de janeiro de 2020 a 5 de maio de 2020	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 6 de maio a 9 de junho		Quarto período de manutenção: 10 de junho a 21 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	2 849,3	(+339,1)	2 741,3	(+142,5)	2 939,4	(+198,1)	2 510,3	(+130,0)
Notas em circulação	1 357,6	(+58,1)	1 347,9	(+26,1)	1 365,7	(+17,7)	1 299,5	(+27,7)
Depósitos das administrações públicas	583,0	(+261,5)	477,1	(+102,7)	671,2	(+194,2)	321,5	(+101,7)
Outros fatores autónomos ¹⁾	908,8	(+19,5)	916,3	(+13,8)	902,5	(-13,8)	889,3	(+0,6)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	2 033,1	(+437,5)	1 827,1	(+142,6)	2 204,7	(+377,6)	1 595,6	(+85,5)
Reservas mínimas obrigatórias²⁾	140,4	(+4,7)	139,4	(+3,7)	141,2	(+1,8)	135,7	(+1,4)
Facilidade permanente de depósito	330,5	(+72,3)	299,9	(+28,2)	356,0	(+56,0)	258,2	(+1,8)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

Ativo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 6 de maio de 2020 a 21 de julho de 2020						Período analisado anterior: 29 de janeiro de 2020 a 5 de maio de 2020	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 6 de maio a 9 de junho		Quarto período de manutenção: 10 de junho a 21 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	1 055,4	(+22,6)	1 036,7	(-3,8)	1 071,0	(+34,3)	1 032,8	(+23,7)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	907,3	(+60,5)	950,4	(+24,1)	871,3	(-79,1)	846,7	(+75,6)
Ativos líquidos denominados em euros	148,2	(-37,9)	86,3	(-27,9)	199,7	(+113,5)	186,1	(-52,0)
Instrumentos de política monetária	4 291,9	(+824,7)	3 971,0	(+320,5)	4 559,3	(+588,3)	3 467,2	(+195,0)
Operações de mercado aberto	4 291,9	(+824,7)	3 971,0	(+320,5)	4 559,3	(+588,3)	3 467,2	(+195,0)
Operações de leilão	1 206,1	(+464,3)	984,1	(+117,8)	1 391,1	(+407,0)	741,8	(+97,7)
Operações principais de refinanciamento	0,6	(-0,4)	0,3	(-0,2)	0,8	(+0,5)	1,0	(-1,3)
ORPA com prazo de 3 meses	2,2	(-0,9)	2,0	(-0,2)	2,3	(+0,3)	3,1	(-0,3)
ORPA direcionadas II	282,8	(-188,3)	418,1	(-13,2)	170,0	(-248,2)	471,1	(-118,8)
ORPA direcionadas III	691,9	(+541,5)	216,1	(+16,4)	1 088,4	(+872,3)	150,4	(+101,9)
ORPA intercalares	228,6	(+112,4)	347,5	(+115,1)	129,6	(-217,9)	116,2	(+116,2)
Carteiras definitivas	3 085,8	(+360,4)	2 986,9	(+202,7)	3 168,2	(+181,3)	2 725,4	(+97,3)
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	0,6	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,5	(-0,2)	1,1	(-0,9)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	282,3	(+9,3)	280,7	(+4,5)	283,7	(+3,1)	273,0	(+9,2)
Programa dos mercados de títulos de dívida	36,7	(-5,5)	38,5	(-2,0)	35,1	(-3,4)	42,2	(-5,6)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	30,8	(+0,9)	30,9	(-0,3)	30,7	(-0,2)	29,9	(+1,7)
Programa de compra de ativos do setor público	2 230,2	(+79,4)	2 212,9	(+38,0)	2 244,5	(+31,6)	2 150,7	(+50,8)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	217,0	(+18,0)	212,4	(+8,0)	220,9	(+8,5)	199,0	(+15,6)
Programa de compra de ativos devido a emergência pandémica	285,3	(+258,7)	207,9	(+154,7)	349,8	(+141,9)	26,6	(+26,6)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

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

Outras informações com base na liquidez

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 6 de maio de 2020 a 21 de julho de 2020						Período analisado anterior: 29 de janeiro de 2020 a 5 de maio de 2020	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 6 de maio a 9 de junho		Quarto período de manutenção: 10 de junho a 21 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	1 934,7	(+321,3)	1 844,4	(+150,2)	2 009,9	(+165,5)	1 613,4	(+107,7)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	1 794,3	(+316,6)	1 705,0	(+146,5)	1 868,8	(+163,7)	1 477,8	(+106,3)
Liquidez excedentária ³⁾	2 363,6	(+509,8)	2 127,1	(+170,8)	2 560,7	(+433,6)	1 853,8	(+87,3)

Fonte: BCE.

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

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

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

3) Corresponde à soma 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: 6 de maio de 2020 a 21 de julho de 2020						Período analisado anterior: 29 de janeiro de 2020 a 5 de maio de 2020	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 6 de maio a 9 de junho		Quarto período de manutenção: 10 de junho a 21 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Operações principais de refinanciamento	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA ¹⁾	-0,460	(-0,01)	-0,457	(-0,01)	-0,463	(-0,01)	-0,451	(+0,00)
€STR	-0,546	(-0,01)	-0,542	(+0,00)	-0,548	(-0,01)	-0,536	(+0,00)

Fonte: BCE.

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

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

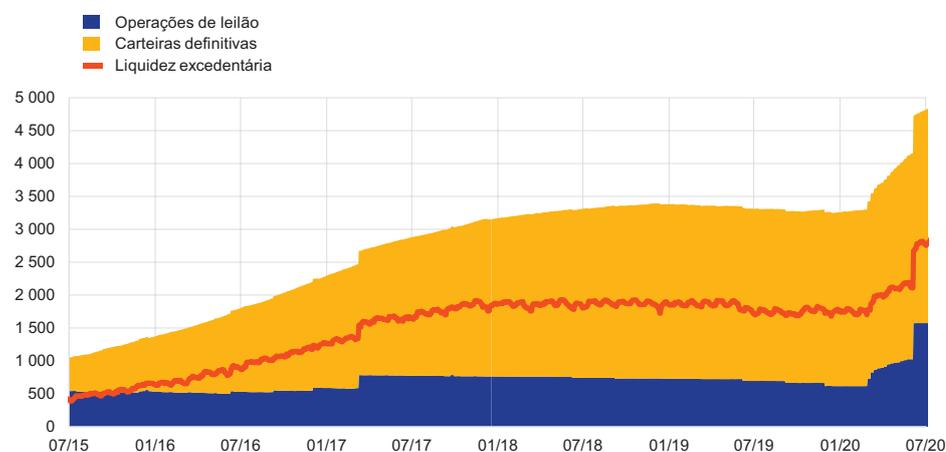
Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto aumentou 824,7 mil milhões de euros, passando para 4291,9 mil milhões de euros (ver o gráfico A). Mais de metade (56%) do aumento da liquidez cedida através de instrumentos de política monetária resultou de operações de crédito e os restantes 44% devem-se a aquisições de ativos a título definitivo. Em concreto, as ORPA direcionadas III e o PEPP proporcionaram o maior montante de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária, tendo contribuído com, respetivamente, 541,5 mil milhões de euros e 258,7 mil milhões de euros.

Gráfico A

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

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: A última observação refere-se a 21 de julho de 2020.

O montante médio da liquidez cedida através de operações de leilão aumentou 464,3 mil milhões de euros durante o período em análise, devido sobretudo à liquidação da quarta operação das ORPA direcionadas III em junho de 2020.

O aumento médio de 541,5 mil milhões de euros proporcionado por esta operação foi, em parte, compensado pelo vencimento e/ou reembolso voluntário de operações da segunda série de ORPA direcionadas (ORPA direcionadas II), representando uma preferência das contrapartes pela quarta operação das ORPA direcionadas III, economicamente mais apelativa. Em média, o vencimento e o reembolso de operações das ORPA direcionadas II ascenderam a -188,3 mil milhões de euros. Além das ORPA direcionadas II e III, as recém-introduzidas ORPA constituíram um importante instrumento suplementar, tendo adicionado, em média, 112,4 mil milhões de euros de liquidez em comparação com o período analisado anterior. Estas ORPA foram introduzidas em 12 de março de 2020, como instrumento de transição, para proporcionar acesso imediato a financiamento sob condições particularmente favoráveis e permitir, ao mesmo tempo, uma renovação de fundos no quadro das ORPA direcionadas III. As recém-introduzidas ORPA venceram em 24 de junho de 2020, antes do final do período em análise. No período em análise, o BCE realizou também as duas primeiras operações da série de sete operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica (no inglês, “PELTRO”, o acrónimo de “*pandemic emergency longer-term refinancing operations*”) anunciada em abril de 2020. Estas operações visavam apoiar o funcionamento regular dos mercados monetários, proporcionando um mecanismo de apoio eficaz para as taxas do mercado monetário, tendo adicionado um montante médio de 8,2 mil milhões de euros de liquidez. As operações principais de refinanciamento (OPR) e as ORPA com prazo de 3 meses desempenharam apenas um papel reduzido, tendo registado uma descida agregada média de 1,3 mil milhões de euros, em comparação com o período analisado anterior.

Ao mesmo tempo, as carteiras definitivas aumentaram 360,4 mil milhões de euros, passando para 3085,8 mil milhões de euros, devido à continuação das aquisições líquidas ao abrigo do APP e do PEPP. As posições médias no contexto do PEPP ascenderam, em média, a 285,3 mil milhões de euros, representando um aumento de 258,7 mil milhões de euros em relação ao período analisado precedente. As aquisições ao abrigo do PEPP representaram, de longe, o maior aumento no conjunto dos programas de compra de ativos, seguidas das realizadas no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) e do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP), com aumentos médios de, respetivamente, 79,4 mil milhões de euros para 2230,2 mil milhões de euros e de 18,0 mil milhões de euros para 217,0 mil milhões de euros.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média aumentou 509,8 mil milhões de euros, passando para 2363,6 mil milhões de euros (ver o gráfico A). Os depósitos das instituições de crédito junto do Eurosistema aumentaram 437,5 mil milhões de euros no caso das reservas excedentárias em conta corrente (ou seja, os montantes em conta corrente superiores as reservas mínimas), que passaram a ascender a 2033,1 mil milhões de euros, e 72,3 mil milhões, no caso da facilidade permanente de depósito, que passou para 330,5 mil milhões de euros. A isenção parcial das reservas excedentárias de uma remuneração negativa à taxa de juro da facilidade permanente de depósito só é aplicável a saldos em conta corrente. Por conseguinte, as instituições de crédito têm um incentivo económico para deter reservas em conta corrente em vez de na facilidade permanente de depósito.

Evolução das taxas de juro

A €STR desceu 0,9 pontos base no período em análise, em comparação com o período analisado anterior, devido à crescente liquidez excedentária. Situou-se, em média, em -54,5 pontos base no período em análise, o que compara com uma média de -53,6 pontos base no período analisado precedente. A EONIA, que desde outubro de 2019 é calculada como correspondendo à €STR acrescida de um diferencial fixo de 8,5 pontos base, seguiu uma trajetória paralela à da €STR. As taxas diretoras do BCE, incluindo a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro das facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez, foram mantidas inalteradas no período em análise.

Impacto do recente aumento da incerteza sobre a atividade económica na área do euro

Por Arne Gieseck e Svetlana Rujin

A pandemia de coronavírus (COVID-19) desencadeou um aumento sem precedentes da incerteza.

Uma incerteza substancial permeia todos os aspetos da pandemia: a infecciosidade e letalidade do vírus; a capacidade dos sistemas de saúde para se adaptarem ao aumento súbito da procura e para desenvolverem uma solução médica; a duração e eficácia das medidas de contenção (como, por exemplo, o confinamento e o distanciamento social) e o seu impacto na atividade económica e no emprego; a rapidez de recuperação assim que as medidas de contenção se tornam menos rigorosas; e em que medida a pandemia afetará permanentemente o consumo, o investimento e o potencial de crescimento.

A presente caixa mostra como a incerteza evoluiu na área do euro e o impacto que provavelmente terá na atividade económica real.

Embora a incerteza não seja diretamente observável, foram propostos e aplicados na literatura uma série de dados aproximados²⁸. A presente caixa mostra como medidas de incerteza selecionadas evoluíram no decurso dos últimos meses e explora a informação incorporada numa medida de incerteza macroeconómica para avaliar o seu impacto na atividade económica. Para tal, utiliza-se um modelo de vetores autorregressivos bayesiano (BVAR) que nos permite estimar o efeito dinâmico de um choque de incerteza sobre a variável de interesse.

As medidas selecionadas confirmam um aumento acentuado da incerteza coincidente com a propagação de COVID-19 na área do euro.

O gráfico A mostra como quatro medidas de incerteza selecionadas na área do euro evoluíram no decurso dos últimos 13 anos. A análise inclui duas medidas de incerteza macroeconómica e financeira. Têm por base a dificuldade em prever resultados económicos futuros, que é função do aumento dos erros de projeção para um vasto leque de variáveis financeiras e do ciclo económico²⁹. Além disso, a análise inclui uma aproximação (*proxy*) amplamente utilizada do grau de incerteza das previsões, medida através da divergência entre os analistas profissionais³⁰, e uma medida de incerteza quanto às políticas económicas que tem por base a cobertura jornalística³¹. O gráfico mostra que a incerteza macroeconómica, a divergência nas previsões e a incerteza quanto às políticas económicas aumentaram para níveis historicamente elevados desde o início de 2020, enquanto a incerteza financeira

²⁸ Para uma perspetiva geral, ver o artigo intitulado [The impact of uncertainty on activity in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2016.

²⁹ Ver Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., "Measuring Uncertainty", *American Economic Review*, Vol. 105, n.º 3, 2015, pp. 1177-1216.

³⁰ Ver, por exemplo, Zarnowitz, V. e Lambros, L.A., "Consensus and Uncertainty in Economic Prediction", *Journal of Political Economy*, Vol. 95, n.º 3, 1987, pp. 591-621.

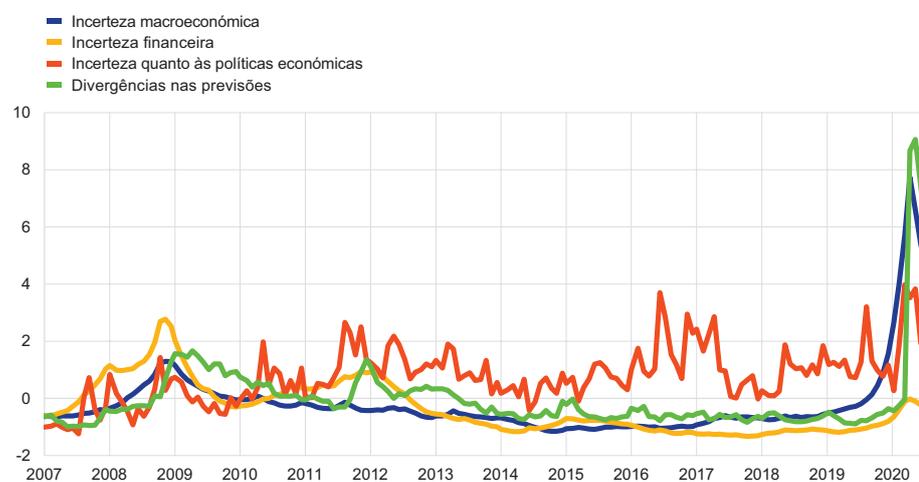
³¹ Ver Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, n.º 4, 2016, pp. 1593-1636; e a caixa intitulada [Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a machine learning approach](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2019.

registou uma subida mais modesta. Enquanto o aumento da incerteza financeira deverá refletir um incremento exógeno da incerteza, o aumento bastante robusto do anterior grupo de medidas de incerteza deverá refletir, em parte, uma reação endógena destas medidas a flutuações do ciclo económico³². Na atual conjuntura, a imposição de medidas de confinamento resultou em variações de difícil previsão nas variáveis macroeconómicas, sendo assim responsável por, pelo menos, parte do aumento destas medidas de incerteza. Tudo isto sugere que a maior parte do aumento observado da incerteza poderá ser atribuída ao surto de COVID-19, que começou a afetar a área do euro em fevereiro de 2020.

Gráfico A

Medidas de incerteza na área do euro

(desvio-padrão da média)



Fontes: Eurostat, Haver e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Todas as medidas de incerteza são padronizadas para um valor médio zero e desvio-padrão unitário ao longo de todo o horizonte com início em junho de 1991. Um valor de 2 deve ser interpretado como significando que a medida de incerteza ultrapassa a sua média histórica num nível equivalente a dois desvios-padrão. As últimas observações referem-se a agosto de 2020.

A maior incerteza deverá enfraquecer a atividade por via de múltiplos canais³³.

Primeiro, visto que as decisões de investimento e emprego podem implicar uma inversão onerosa ou ser até irreversíveis, poderá ser preferível que uma empresa adie uma decisão até que lhe seja facultada mais informação ou que a incerteza quanto às perspetivas económicas no futuro diminua. Segundo, a incerteza elevada pode enfraquecer a atividade devido aos crescentes prémios de risco e à subida dos custos do financiamento por dívida, dado que a previsibilidade reduzida está geralmente associada a uma maior aversão ao risco. Terceiro, a incerteza elevada poderia levar as famílias a aumentar as respetivas poupanças por motivos de precaução, o que reduziria o atual consumo privado e enfraqueceria ainda mais o crescimento do PIB. Quarto, episódios de incerteza muito elevada poderiam originar alterações permanentes no comportamento das famílias e empresas, especialmente caso ocorram frequentemente. Finalmente, e tendo em conta os canais anteriormente referidos, a incerteza elevada poderia tornar uma economia

³² Ver Ludvigson, S.C., Ma, S. e Ng, S., "Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, a publicar.

³³ Para uma perspetiva geral, ver Bloom, N., "Fluctuations in Uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, n.º 2, 2014, pp. 153-176.

menos sensível a medidas de política monetária e orçamental; paralelamente, se a incerteza for elevada, a política económica pode ser particularmente eficaz ao reduzir a incerteza através de vários desses canais.

A análise com base em modelos sugere que os choques de incerteza têm um impacto substancial sobre a atividade económica real na área do euro.

O modelo BVAR inclui um conjunto de variáveis monetárias, reais e nominais, bem como preços do petróleo e um indicador da confiança³⁴. A medida de incerteza macroeconómica discutida mais acima é utilizada como aproximação da incerteza na área do euro. É incluída como a primeira variável e a mais exógena do modelo, o que implica que o impacto estimado pode ser considerado o limite superior do possível intervalo³⁵. O modelo é estimado ao longo do período entre o segundo trimestre de 1991 e o segundo trimestre de 2020 utilizando dados trimestrais, com quatro defasamentos³⁶. O modelo é então utilizado para simular os efeitos dinâmicos de um choque de incerteza sobre a economia da área do euro³⁷.

Um choque de incerteza macroeconómica adverso tem um efeito negativo substancial sobre o PIB real da área do euro no curto prazo (ver o gráfico B).

Na sequência de um aumento da incerteza macroeconómica equivalente a um desvio-padrão, o crescimento do PIB real é afetado adversamente durante um período de até quatro trimestres. O maior impacto regista-se no primeiro e segundo trimestres após o choque, quando a redução do crescimento do PIB real é de 0,1 pontos percentuais em cada trimestre. Estima-se que o impacto acumulado no nível do PIB real um ano após o choque ascenda a cerca de 0,4%. Subsequentemente, a importância do impacto diminui. Como é natural, a formação real de capital fixo reage muito mais acentuadamente a um aumento da incerteza (reduzindo-se em cerca de 0,7% seis trimestres após o choque) do que do PIB real, enquanto o consumo privado real é menos afetado do que o PIB (diminuindo 0,2% um ano após o choque). No contexto do modelo, um choque sobre a incerteza provoca uma diminuição imediata e significativa do sentimento económico e tem um impacto duradouro sobre o emprego, o qual poderia reduzir-se em cerca de 0,2% após dois anos³⁸.

³⁴ O modelo BVAR inclui 11 variáveis, ordenadas da seguinte forma: 1) a aproximação da incerteza macroeconómica, 2) o índice EURO STOXX 50, 3) o indicador do sentimento económico na Europa, 4) a taxa de câmbio USD/EUR, 5) a taxa de juro de longo prazo, 6) o preço do petróleo (EUR/barril), 7) o deflator do PIB, 8) o emprego total, 9) o consumo privado real, 10) o investimento fixo total real e 11) o PIB real. Esta ordem tem por base os pressupostos de que os mercados financeiros e as variáveis monetárias estão em rápida evolução, enquanto os agregados macroeconómicos reais evoluem a um ritmo comparativamente mais lento.

³⁵ Uma análise à robustez, segundo a qual a incerteza surge ordenada em último lugar e, desta forma, é a variável mais endógena, confirma amplamente os resultados apresentados a seguir.

³⁶ A metodologia BVAR utilizada nesta análise baseia-se em Lenza, M. e Primiceri, G.E., [How to estimate a VAR after March 2020](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2461, BCE, agosto de 2020. Aplica-se uma decomposição de Cholesky à matriz de variância-covariância dos valores residuais para recuperar os choques ortogonais.

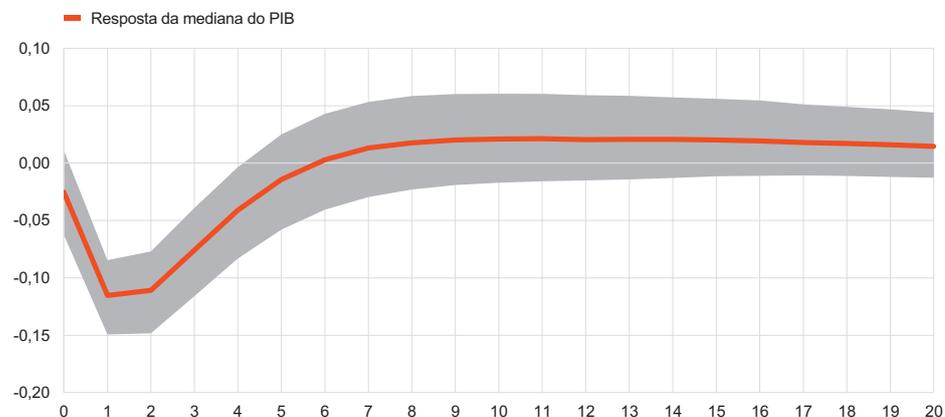
³⁷ O choque de incerteza macroeconómica adverso corresponde a um aumento na respetiva série de choques equivalente a um desvio-padrão.

³⁸ As funções de resposta a impulso sugerem que um aumento da incerteza financeira (ordenada em primeiro lugar no BVAR) tem um impacto globalmente comparável na atividade.

Gráfico B

Resposta do crescimento do PIB real a um choque de incerteza macroeconómica equivalente a um desvio-padrão

(eixo dos x: trimestres após o choque de incerteza; eixo dos y: pontos percentuais)



Fonte: Cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Resposta a impulso do crescimento do PIB real a um choque de incerteza macroeconómica equivalente a um desvio-padrão extraída da estimativa de um modelo BVAR de 11 variáveis utilizando dados trimestrais ao longo do período entre o segundo trimestre de 1991 e o segundo trimestre de 2020. A linha sólida é a resposta média e o intervalo mostra as margens do desvio-padrão de 68%.

O aumento acentuado da incerteza macroeconómica deverá ter contribuído significativamente para a redução do PIB real da área do euro no primeiro semestre de 2020.

A maior parte das medidas de incerteza aumentou muito acentuadamente durante este período, sendo que as funções de resposta a impulso estimadas sugerem que o maior impacto de um choque de incerteza ocorre pouco depois do choque e no trimestre seguinte. Neste contexto, estima-se que a maior incerteza representou aproximadamente um quinto da redução da atividade no primeiro semestre de 2020, particularmente no segundo trimestre, com um impacto particularmente forte sobre a formação de capital fixo.

Numa análise prospetiva, a maior incerteza deverá persistir durante algum tempo e poderá, assim, continuar a atenuar o crescimento do PIB real da área do euro durante os próximos trimestres.

As medidas observadas de incerteza mantiveram-se em níveis elevados em julho e agosto de 2020, e deverão permanecer elevadas no curto prazo, pelo menos até que seja encontrada uma solução médica eficaz para a pandemia de COVID-19. Além do mais, as funções de resposta a impulso ilustradas no gráfico B sugerem que os choques de incerteza poderão atenuar o crescimento do PIB real durante um período de até quatro trimestres. Tudo isso implica que, embora se preveja que a atividade económica recupere ao longo dos próximos trimestres, a incerteza possa continuar a atenuar a rapidez e o dinamismo da retoma no curto prazo. O modelo BVAR utilizado para este exercício sugere que o atual choque de incerteza se dissipará apenas gradualmente e que poderá atenuar a recuperação esperada da atividade em 5%, em termos cumulativos, até meados de 2021³⁹. Caso a maior incerteza persista durante um período mais longo, poderá também implicar um impacto adverso sobre o potencial de crescimento a mais longo prazo.

³⁹ Tal é globalmente comparável com as estimativas recentes para os Estados Unidos. Ver Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J. e Terry, S.J., "COVID-Induced Economic Uncertainty", *NBER Working Paper Series*, n.º 26983, National Bureau of Economic Research, 2020.

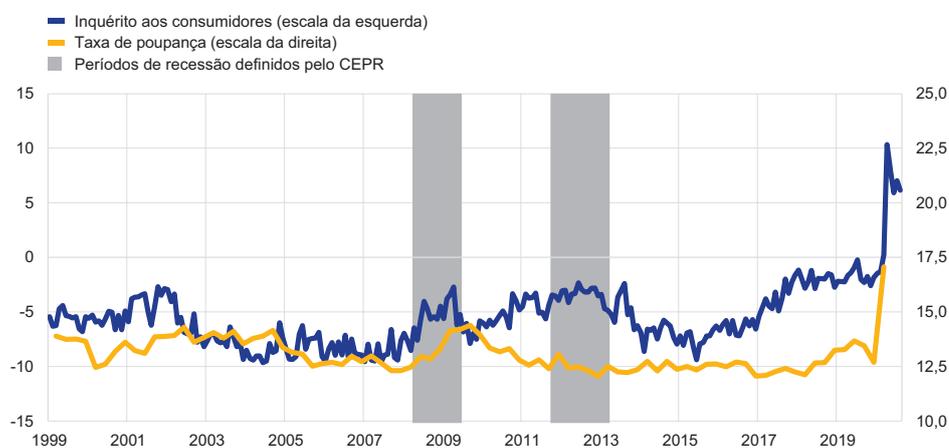
5 COVID-19 e o aumento da poupança das famílias: precaução ou necessidade?

Por Maarten Dossche e Stylianos Zlatanov

A propensão das famílias para a poupança atingiu níveis sem precedentes em resposta à COVID-19. A taxa de poupança das famílias com base nas contas setoriais (gráfico A) revela um aumento acentuado no primeiro trimestre de 2020. Uma vez que as contas setoriais trimestrais são divulgadas com um desfasamento de cerca de três meses, as informações em tempo real sobre a taxa de poupança das famílias são geralmente escassas. No entanto, utilizando o inquérito da Comissão Europeia aos consumidores, pode ser construído um indicador mensal qualitativo, mas mais atual, da propensão para a poupança. O indicador é calculado como a diferença entre as respostas à pergunta do inquérito sobre as poupanças esperadas das famílias e as respostas à pergunta sobre a sua situação financeira esperada. O indicador atingiu níveis sem precedentes, o que aponta para um aumento acentuado da poupança das famílias no segundo trimestre de 2020. Tal reflete-se igualmente no aumento dos depósitos bancários das famílias desde março de 2020, tal como se descreve a seguir.

Gráfico A
Propensão das famílias para poupar

(pontos percentuais e percentagem)



Fontes: DG-ECFIN, Eurostat e cálculos dos autores.

Notas: As barras cinzentas representam períodos de recessão, tal como identificados pelo Centre for Economic Policy Research ou CEPR (Centro de Estudos de Política Económica). A última observação corresponde ao primeiro trimestre de 2020 para a taxa de poupança das famílias, e agosto de 2020 para a medida baseada no inquérito aos consumidores. Todos os valores são corrigidos de sazonalidade.

O aumento da poupança das famílias pode ser explicado por dois fatores relevantes. Em primeiro lugar, as medidas de confinamento impostas para conter o vírus impediram as famílias de consumir uma grande parte do seu cabaz de despesas normal, conduzindo a poupanças forçadas ou, por outras palavras,

involuntárias⁴⁰. Em segundo lugar, o surgimento repentino da pandemia causou elevada incerteza quanto aos rendimentos futuros e, em especial, quanto ao risco de desemprego futuro, conduzindo a uma poupança por motivos de precaução⁴¹. Isto levanta a questão de saber como quantificar a contribuição de ambos os fatores para o aumento da poupança das famílias durante o primeiro semestre de 2020.

Esta caixa utiliza um modelo em painel parcimonioso para estimar os fatores determinantes da taxa de poupança. De acordo com Mody et al., um modelo em painel para a taxa de poupança pode ser estimado utilizando dados trimestrais para os cinco maiores países da área do euro de 2003 a 2019⁴². Embora este modelo inclua a maioria dos fatores impulsionadores da poupança das famílias, esta caixa utiliza as expectativas das famílias quanto ao desemprego futuro para estimar o impacto das poupanças por motivos de precaução⁴³. Tal está em consonância com a literatura existente, que aborda o risco de desemprego específico da família através das expectativas das famílias quanto à taxa de desemprego agregada (por exemplo, Carroll et al.). Esta escolha é particularmente importante na situação atual, em que, apesar do aumento das expectativas das famílias relativamente ao desemprego no futuro (gráfico B), o aumento da taxa de desemprego real tem sido, até à data, muito atenuado⁴⁴.

⁴⁰ Note-se que, tendo em conta o risco de infeção da COVID-19, este fator pode também incluir o impacto das restrições voluntárias dos consumidores em determinados tipos de despesas (por exemplo, restaurantes, viagens), mesmo que esse consumo não fosse proibido.

⁴¹ Relativamente à evidência existente sobre o risco de desemprego e as poupanças por motivos de precaução, ver Campos, R. e Reggio, I., "Consumption in the shadow of unemployment", *European Economic Review*, Vol. 78, 2015, pp. 39-54, e Ravn, M. e Sterk, V., "Job uncertainty and deep recessions", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 90, 2017, pp. 125-141.

⁴² Ver Mody, A., Ohnsorge, F. e Sandri, D., "Precautionary savings in the Great Recession", *IMF Economic Review*, Vol. 60, 2012, pp. 114-138, e Carroll, C., Slacalek, J. e Sommer, M., "Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects", National Bureau of Economic Research Working Paper, N.º 26131, agosto de 2019.

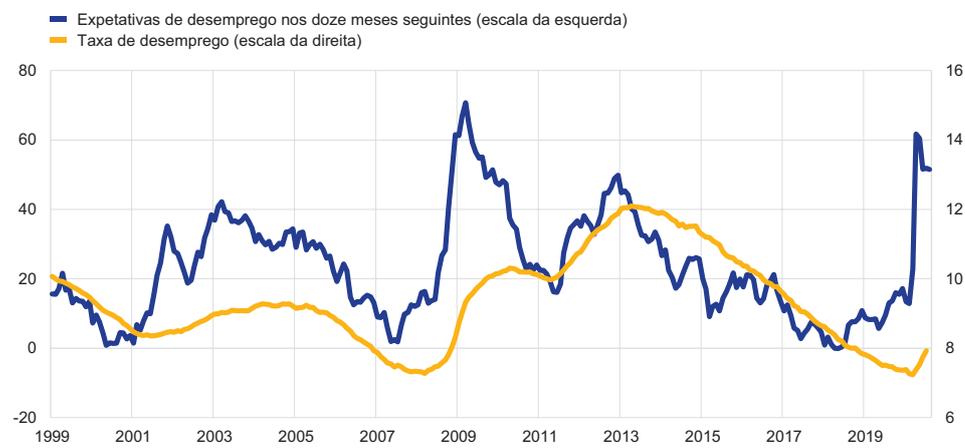
⁴³ No modelo, a taxa de poupança é a variável dependente, com as expectativas de desemprego das famílias, o crescimento esperado do rendimento das famílias, o rácio desfasado de património financeiro das famílias e as condições de crédito para as famílias como variáveis explicativas. O rendimento esperado das famílias é obtido por aproximação ao rendimento realizado do trimestre seguinte.

⁴⁴ "European Economic Forecast. Summer 2020", Comissão Europeia, *Institutional Paper 132*, julho de 2020.

Gráfico B

Taxa de desemprego e expetativas de desemprego

(saldo em percentagem e percentagem da população ativa)



Fontes: DG-ECFIN e Eurostat.

Nota: A última observação refere-se a agosto de 2020 para as expetativas de desemprego e a julho de 2020 para a taxa de desemprego.

Utilizando o modelo previsto, é possível calcular a contribuição das poupanças feitas por precaução.

A taxa de desemprego esperada explica uma grande parte da variação histórica da taxa de poupança. Durante períodos de recessão, os motivos de precaução são, geralmente, um fator importante para explicar o aumento da poupança das famílias. Uma vez que os dados sobre as expetativas das famílias quanto ao desemprego futuro estão disponíveis até junho de 2020, podemos utilizar o modelo estimado para calcular a contribuição das poupanças por precaução no primeiro semestre de 2020.

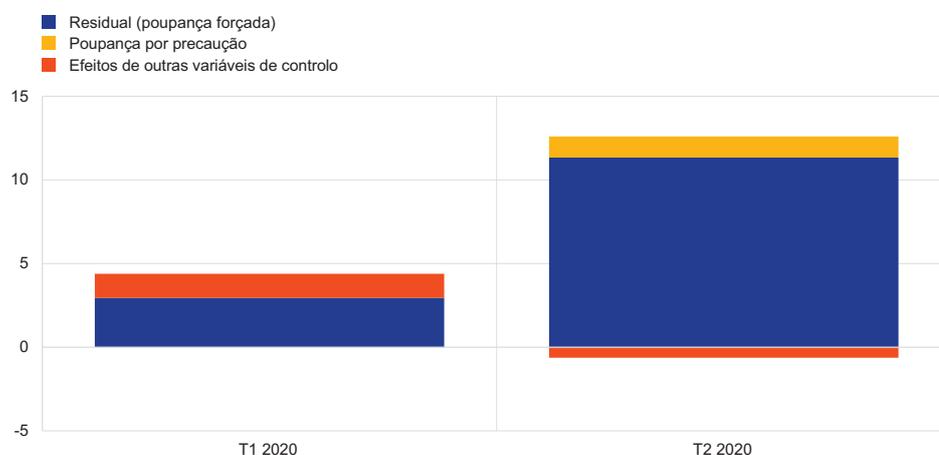
As poupanças forçadas parecem ser o principal fator impulsionador do recente aumento da poupança das famílias.

O gráfico C mostra como o aumento recente do desemprego esperado levou a um contributo significativo das poupanças feitas por precaução para o aumento da taxa de poupança no segundo trimestre. Embora o modelo se ajuste bastante bem aos dados ao longo da amostra estimada, não é capaz de explicar a maior parte do recente aumento da taxa de poupança. A maior parte deste valor residual inexplicável parece ser atribuível a restrições ao consumo de muitos bens e serviços durante os períodos de confinamento e constitui, por conseguinte, uma estimativa das poupanças forçadas. No gráfico, o contributo das poupanças por precaução é muito reduzido em comparação com a estimativa das poupanças forçadas no segundo trimestre. No entanto, importa destacar que esta contribuição das poupanças por precaução é importante numa perspetiva histórica, apesar de se afigurar reduzida face às poupanças forçadas.

Gráfico C

Fatores impulsionadores do aumento da taxa de poupança das famílias

(variação face ao T4 2019, pontos percentuais de rendimento disponível)



Fontes: Eurostat e cálculos dos autores.

Nota: A variação da taxa de poupança no primeiro trimestre de 2020 tem por base estatísticas oficiais, ao passo que a variação no segundo trimestre de 2020 é uma estimativa interna.

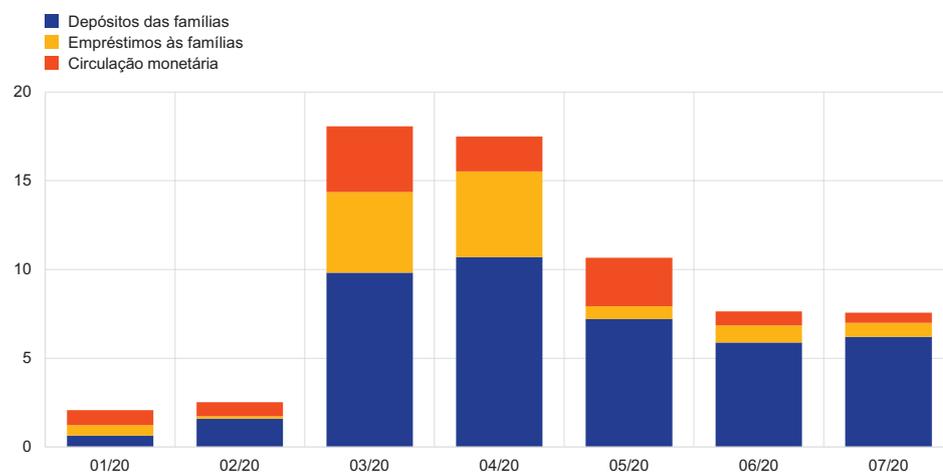
Os depósitos bancários das famílias dispararam durante os períodos de confinamento.

Em consonância com um grande contributo das poupanças forçadas, o aumento das poupanças é visível essencialmente numa subida abrupta dos depósitos bancários, embora os menores fluxos de crédito para as famílias também pareçam ter desempenhado um papel em março e abril (gráfico D). A este respeito, importa salientar que a diminuição do crédito às famílias durante esses meses também pode ter sido causada pelo impacto das medidas de confinamento. O crédito ao consumo é normalmente impulsionado pelo consumo, ao passo que os menores fluxos de hipotecas podem refletir dificuldades na aquisição de imóveis.

Gráfico D

Depósitos e empréstimos às famílias e circulação monetária

(variação face a dezembro de 2019, pontos percentuais de rendimento disponível)



Fontes: Eurostat e BCE.

Notas: Os empréstimos às famílias são apresentados com um sinal contrário. A contribuição dos fluxos monetários deve ser considerada como um limite superior, uma vez que a repartição por setor detentor não está disponível. A última observação refere-se a julho de 2020.

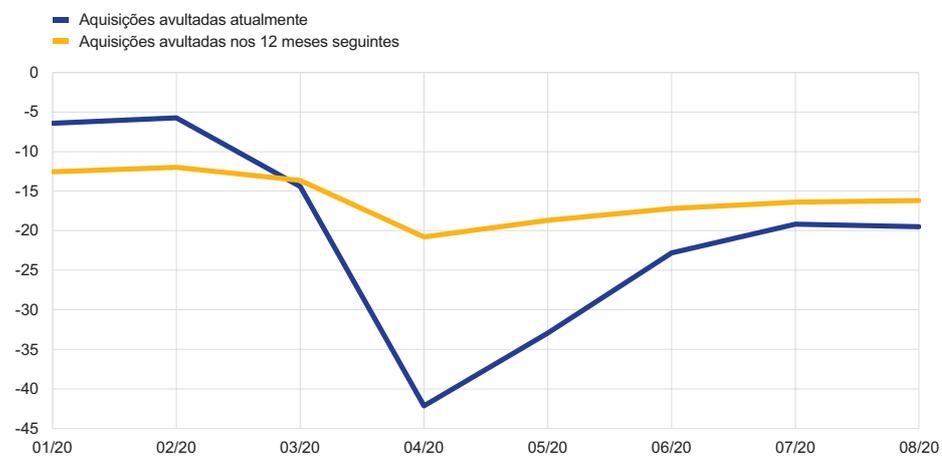
Apesar das poupanças acumuladas, existe uma incerteza considerável no que respeita à procura não satisfeita a curto prazo.

A procura não satisfeita retrata um aumento rápido da procura de bens, ultrapassando temporariamente os níveis anteriores ao período do abrandamento. Uma vez que os consumidores tendem a evitar fazer compras durante uma recessão, acumula-se um atraso da procura que é libertado quando surgem sinais de recuperação económica. No entanto, o abrandamento provocado pela pandemia de COVID-19 é diferente, tendo em conta o carácter parcialmente forçado da contração da despesa das famílias. Quase metade da contração do consumo privado reflete componentes da despesa que podem ser adiadas (como, por exemplo, eletrónica, automóveis). Dados recentes sobre o comércio a retalho mostram, de facto, uma forte retoma numa série de categorias de produtos, o que poderia refletir parcialmente um efeito de recuperação. Contudo, nesta fase, é difícil distinguir este efeito de uma mudança aparente nos cabazes de consumo em resposta à COVID-19 (por exemplo, bicicletas, equipamento de escritório doméstico). O inquérito comunitário aos consumidores relativo ao período até agosto (gráfico E) sugere que, nos próximos doze meses, as famílias esperam gastar menos em compras importantes do que no início de 2020, apesar das poupanças acumuladas. Por conseguinte, no próximo ano, os motivos de precaução podem continuar a manter a propensão das famílias para poupar em níveis mais elevados do que antes da crise de COVID-19.

Gráfico E

Aquisições avultadas

(saldo em percentagem)



Fonte: DG-ECFIN.

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

O papel dos impostos indiretos na inflação da área do euro e nas perspetivas para a inflação

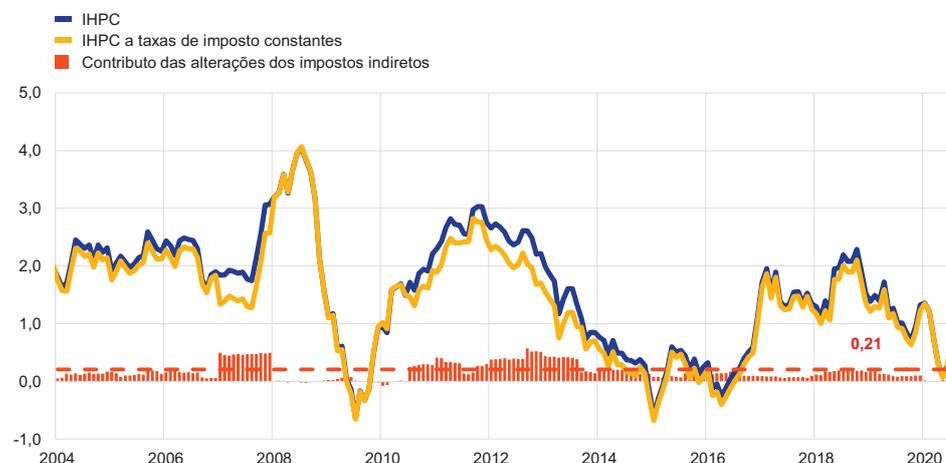
Por Gerrit Koester, Ferdinand Dreher e Aurelian Vlad

As alterações das taxas dos impostos indiretos podem ter um impacto visível nos preços no consumidor. A magnitude exata desse impacto é incerta, visto que depende das decisões das empresas sobre até que ponto podem – ou pretendem – transmitir o aumento dos impostos aos consumidores. Desde 2004, o Eurostat tem vindo a compilar uma medida do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) a taxas de imposto constantes. Tal pressupõe uma transmissão plena e imediata das alterações dos impostos indiretos aos preços no consumidor e, por conseguinte, tende, em geral, a sobrestimar os efeitos de alterações nos impostos⁴⁵. Com base nesta medida, o contributo das alterações dos impostos indiretos na inflação medida pelo IHPC na área do euro situou-se, em média, em 0,2 pontos percentuais, tendo sido muito mais forte nos períodos em que as taxas dos impostos aumentaram, designadamente em 2007 e entre 2011 e 2014 (ver o gráfico A).

Gráfico A

IHPC e IHPC a taxas de imposto constantes

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A última observação refere-se a julho de 2020. A linha tracejada representa a média de longo prazo calculada a partir de 2004.

Nas duas últimas décadas, as taxas dos impostos indiretos, na sua maioria, aumentaram. Contudo, em resposta à pandemia de coronavírus (COVID-19), vários países da área do euro reduziram as taxas dos impostos indiretos numa escala nunca vista na área do euro. Além das reduções temporárias do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) na Alemanha e na Irlanda, muitos outros países da área do euro introduziram recentemente reduções direcionadas dos impostos

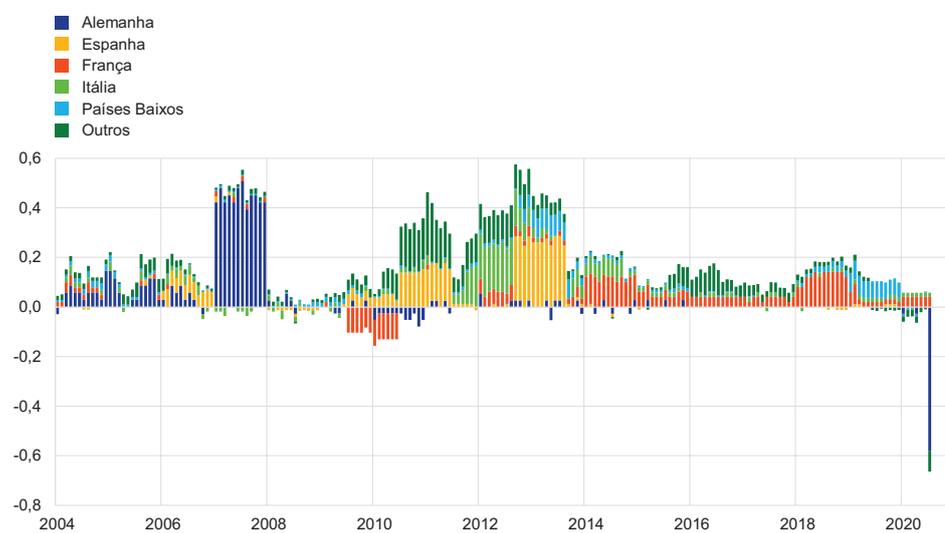
⁴⁵ Ver a caixa intitulada [New statistical series measuring the impact of indirect taxes on HICP inflation](#), *Boletim Mensal*, BCE, Frankfurt am Main, novembro de 2009.

indiretos (ver o gráfico B)⁴⁶. Pressupondo uma transmissão plena e imediata, o IHPC a taxas de imposto constantes calculado pelo Eurostat implica que a redução do IVA na Alemanha teria um impacto em sentido descendente na inflação medida pelo IHPC na área do euro em julho de 2020 de cerca de 0,6 pontos percentuais. Como a redução temporária das taxas será aplicada de julho a dezembro de 2020, tal poderá traduzir-se num efeito correspondente a aproximadamente metade deste valor para o ano completo. O impacto em sentido descendente calculado mecanicamente sobre a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares seria de magnitude semelhante e aumentaria mais 0,1 pontos percentuais ao tomar também em consideração o efeito líquido de todas as outras alterações dos impostos indiretos nos países da área do euro⁴⁷.

Gráfico B

Impacto das alterações dos impostos indiretos na inflação medida pelo IHPC

(contributos em pontos percentuais com base na diferença entre o IHPC e o IHPC a taxas de imposto constantes)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A última observação refere-se a julho de 2020. O impacto das alterações dos impostos indiretos é calculado como a diferença entre a inflação medida pelo IHPC e a inflação medida pelo IHPC a taxas de imposto constantes, pressupondo uma transmissão plena e imediata dos impostos indiretos.

O impacto efetivo das recentes reduções dos impostos indiretos na inflação está rodeado de considerável incerteza. Em primeiro lugar, historicamente, há poucos exemplos de cortes das taxas dos impostos indiretos nos países da área do euro que possam ilustrar o grau de transmissão provável⁴⁸. Em segundo lugar,

⁴⁶ Estas abrangem alguns setores que foram atingidos de forma particularmente grave pela pandemia, tais como os serviços relacionados com viagens (por exemplo, na Bélgica, na Grécia, em Chipre e na Áustria) e a filiação em ginásios/aulas de desporto (Países Baixos e Portugal), mas também os bens alimentares e bebidas (Alemanha, Itália, Áustria e Eslováquia) e o equipamento médico (Bélgica, Grécia, França, Malta, Países Baixos, Áustria, Portugal e Eslováquia).

⁴⁷ No que respeita aos países da área do euro de grande dimensão, os aumentos dos impostos indiretos sobre produtos alimentares e produtos energéticos aplicados em França e Itália no início de 2020 estão a compensar ligeiramente as recentes reduções dos impostos indiretos relacionadas com a pandemia. Outros aumentos dos impostos indiretos visam o tabaco (Estónia, França, Lituânia, Luxemburgo, Países Baixos e Áustria) e os produtos energéticos (Letónia, Lituânia, Luxemburgo e Finlândia).

⁴⁸ As descidas da taxa normal do IVA incluíram tipicamente pequenas reduções nos Países Baixos em 1989 e 1992, em Portugal em 1992 e 2008, na Letónia em 2012, em Itália em 1980, na França em 2000 e na Irlanda em 1990, 1991, 2001 e 2010.

a deterioração abrupta e forte da conjuntura económica global em resultado da pandemia de COVID-19 pode afetar a fixação de preços e as considerações sobre as margens de lucro das empresas de forma diferente do que aconteceria num ciclo económico normal, afetando, assim, o grau de transmissão (ver a caixa intitulada “Impacto do recente aumento da incerteza sobre a atividade económica na área do euro” na presente edição do *Boletim Económico*). Por último, a parte mais significativa da atual redução dos impostos indiretos resulta do corte da taxa do IVA na Alemanha, o qual é apenas temporário (e muito raro nos países da área do euro), podendo, portanto, gerar efeitos de antecipação invulgares. Tudo isto sugere que a transmissão elevada encontrada na literatura empírica para aumentos permanentes das taxas dos impostos indiretos não pode ser facilmente mapeada a efeitos de transmissão igualmente elevados para as atuais reduções temporárias das taxas⁴⁹. O Reino Unido introduziu um corte temporário do IVA por um período de 13 meses em 2008 e 2009. Inicialmente, estimou-se que a transmissão fosse completa, mas, devido a algumas reversões, verificou-se que, em última análise, foi apenas parcial^{50,51}.

É provável que a transmissão das recentes reduções dos impostos indiretos varie entre setores e seja, de um modo geral, incompleta. No caso da Alemanha, pode partir-se do pressuposto de que a transmissão será substancial em alguns setores, nomeadamente no setor energético ou no setor retalhista a nível dos supermercados. No entanto, em setores afetados por perdas de receitas mais elevadas devido ao confinamento ou que enfrentam custos associados à mudança de preços (também chamados “custos de menu”) mais elevados, pode pressupor-se que a transmissão será muito mais baixa – por exemplo, no setor dos serviços ou no caso dos retalhistas de bens duradouros. Além disso, uma parte substancial do cabaz do IHPC não está sujeita a IVA (por exemplo, as rendas), não sendo, por conseguinte, afetada pela alteração deste imposto. É, portanto, provável que as recentes reduções dos impostos indiretos tenham um impacto substancial na inflação dos preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos, ao passo que o impacto na inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares será menos pronunciado.

As reduções das taxas dos impostos indiretos nos países da área do euro definem o perfil da inflação para 2020 e 2021 nas projeções de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá aumentar continuamente, passando de 0,8% em 2020 para 0,9% em 2021 e 1,1% em 2022. Todavia, excluindo o impacto efetivo estimado das alterações dos impostos

⁴⁹ O estudo de Benzarti, Y., Carloni, D., Harju, J. e Kosonen, T., “What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes”, a publicar ainda este ano no *Journal of Political Economy*, apresenta evidência de que a transmissão das alterações do IVA é maior no caso de aumentos deste imposto do que de descidas.

⁵⁰ As conclusões empíricas sugerem que as empresas inicialmente transmitiram a taxa mais baixa do IVA (transmissão completa), mas subsequentemente reverteram pelo menos parte da redução após cerca de dois meses” (ver Crossley, T.F., Low, H.W. e Sleeman, C., [Using a Temporary Indirect Tax Cut as a Fiscal Stimulus: Evidence from the UK](#), *IFS Working Paper*, n.º W14/16, 2014).

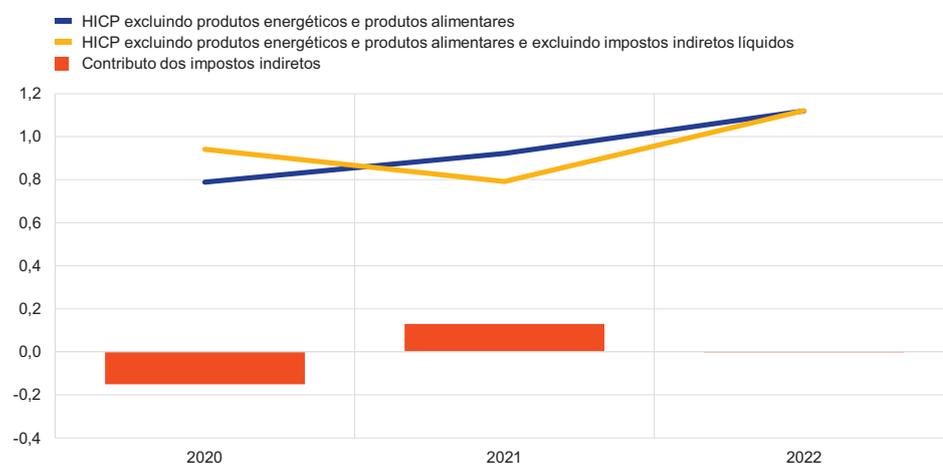
⁵¹ Independentemente de as empresas implementarem a alteração da taxa dos impostos indiretos ajustando os preços de cada produto na prateleira ou aplicando-a na caixa registadora, tal não deverá afetar os valores da inflação se as recolhas de preços também tiverem em conta as alterações dos impostos aplicadas na caixa registadora, como acontece, por exemplo, na Alemanha.

indiretos, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares diminua de 0,9% em 2020 para 0,8% em 2021⁵², aumentando depois para 1,1% em 2022 (ver o gráfico C). Embora estas projeções apontem para uma transmissão bastante limitada das reduções dos impostos indiretos à inflação (apenas cerca de 50%), os efeitos são suficientemente amplos para transformar um aumento contínuo da inflação de 2020 a 2022 num perfil da inflação subjacente ligeiramente em “V”. Entender o impacto dos impostos indiretos no perfil da inflação e nas perspetivas para a inflação é relevante para a comunicação da política monetária.

Gráfico C

Impacto das alterações dos impostos indiretos nas projeções para a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares

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



Fontes: Eurostat, cálculos do BCE, exercício de projeção macroeconómica de setembro de 2020.

Nota: O cálculo do contributo das alterações dos impostos indiretos assenta em estimativas da transmissão efetiva.

⁵² O carácter temporário da descida do IVA na Alemanha, a qual será revertida em 2021, implica um impacto em sentido ascendente sobre a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares no segundo semestre de 2021, que explica a diferença positiva entre a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares e a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares e excluindo também os impostos indiretos líquidos.

Garantias estatais de empréstimos e crédito bancário no período da pandemia de COVID-19

Por Matteo Falagiarda, Algirdas Prapiestis e Elena Rancoita

A maioria dos governos da área do euro lançou grandes programas de garantia estatal de empréstimos, a fim de preservar o acesso das empresas a crédito bancário. Desde março de 2020, a procura de empréstimos bancários por parte das empresas subiu em flecha para máximos históricos, com as empresas a lutarem para colmatar as lacunas de liquidez geradas pelo choque do coronavírus (COVID-19). Este aumento da procura foi impulsionado pela diminuição da capacidade das empresas para financiar os custos correntes com recurso aos fluxos de caixa operacionais, devido a uma queda acentuada das suas receitas durante o período de confinamento. Tal resultou em necessidades prementes de liquidez para financiar fundos de maneo e os investimentos necessários. Além disso, num contexto de grande incerteza, as empresas procuraram obter empréstimos, no sentido de constituir, por precaução, reservas de liquidez ou adaptar a respetiva atividade ao novo enquadramento. Com vista a ajudar os bancos a acomodar o aumento súbito da procura de empréstimos a condições favoráveis, a maioria dos governos da área do euro implementou regimes de garantia estatal de empréstimos bancários. Esses regimes transferem parte dos riscos de crédito e das potenciais perdas de crédito dos bancos para o Estado, atenuando, assim, os custos para os bancos. A presente caixa começa por debater as características desses regimes de garantia estatal de empréstimos e o recurso aos mesmos nos países da área do euro de maior dimensão. Em seguida, analisa de que modo o recurso das empresas a empréstimos garantidos se reflete nos valores agregados para o crédito.

As características dos regimes de garantia de empréstimos variam entre os países, mas todos têm de seguir as orientações adotadas pela Comissão Europeia⁵³. Os regimes de garantia visam apoiar as empresas e os trabalhadores por conta própria que foram afetados pela crise da COVID-19, mas que não se encontravam em dificuldades financeiras no final de 2019. Aplicam-se, em geral, a novo crédito e, em regra, a empréstimos de médio e de longo prazo (com uma maturidade média de cinco anos)⁵⁴. O período de solicitação de empréstimos abrangidos por regimes de garantia deverá terminar no final de 2020 na maior parte dos casos. O montante máximo por mutuário corresponde, normalmente, a 25% do volume de negócios do beneficiário em 2019 ou a duas vezes a massa salarial em 2019. A percentagem que é garantida varia entre 70% e 90% do capital do empréstimo, embora estejam igualmente disponíveis regimes de garantia a 100% em alguns países, incluindo a Itália e a Alemanha, em especial para os empréstimos

⁵³ Ver a secção 3.2 da Comunicação da Comissão Europeia: [Quadro temporário relativo a medidas de auxílio estatal em apoio da economia no atual contexto do surto de COVID-19](#). Em alguns países, os governos apenas reforçaram os regimes de garantia vigentes. Embora esta caixa se centre nos programas de garantia lançados pelos governos, foram igualmente implementados regimes semelhantes a nível regional, bem como a nível supranacional, por exemplo o fundo de garantia pan-europeu ([Pan-European Guarantee Fund](#)), gerido pelo Banco Europeu de Investimento.

⁵⁴ Em alguns países, as garantias aplicam-se também a refinanciamento e empréstimos concedidos nos meses imediatamente anteriores ao surto de COVID-19.

de menor montante a pequenas e médias empresas (PME) e a trabalhadores por conta própria. A cobertura aplicável noutros países da área do euro é mais reduzida. Em alguns países, as empresas que beneficiam de tais programas estão sujeitas a condições, como a proibição de distribuir dividendos, limites à remuneração dos gestores ou um compromisso de reter trabalhadores⁵⁵. A conceção, aparentemente complexa, de tais programas reflete a solução de compromisso entre uma resposta rápida à crise e a manutenção de um nível suficiente de prudência, a fim de mitigar eventuais comportamentos indesejáveis por parte dos bancos, como a assunção de riscos excessivos, ou por parte das empresas, por exemplo, a dispensa de trabalhadores após receberem apoio estatal⁵⁶.

O recurso a garantias estatais de empréstimos tem sido heterogéneo nos vários países, sendo a maior utilização reportada em Espanha e França e os menores montantes em Itália e na Alemanha. Desde a introdução dos programas em abril, as empresas utilizaram cerca de 120 mil milhões de euros em empréstimos garantidos em França e em torno de 100 mil milhões de euros em Espanha (ver o gráfico A, painel a)). Em relação ao endividamento bruto das sociedades não financeiras, o recurso mais elevado verificou-se em Espanha (aproximadamente 11% do endividamento bruto), seguindo-se França (cerca de 5% do endividamento bruto). Em contrapartida, a utilização tem sido mais moderada em Itália (em torno de 55 mil milhões de euros, ou seja, cerca de 4% do endividamento bruto) e na Alemanha (em torno de 45 mil milhões de euros, ou seja, cerca de 2% do endividamento bruto). Em Espanha, o maior recurso a empréstimos garantidos pode ser atribuído, em parte, à menor disponibilidade de medidas alternativas de redução da carga fiscal das empresas (por exemplo, moratórias do reembolso da dívida e subvenções diretas de auxílio estatal). Em França, a maior utilização de empréstimos garantidos reflete as condições de preço muito favoráveis dos mesmos, sobretudo no primeiro ano do empréstimo. Na Alemanha, a utilização relativamente limitada de tais empréstimos reflete sobretudo: i) a menor necessidade de financiamento das empresas em comparação com outros países, devido a medidas de confinamento menos rigorosas e ao maior recurso das empresas a uma combinação de outras medidas de política, incluindo subvenções diretas, diferimentos de impostos e regimes de tempo de trabalho reduzido; ii) as condições menos favoráveis associadas aos regimes de garantia (por exemplo, no tocante a preços dos empréstimos, proibição da distribuição de dividendos e limites à remuneração dos gestores); iii) alguns estrangulamentos do lado da oferta relacionados com a avaliação do risco exigida para empréstimos de grande montante. Em Itália, o reduzido recurso registado até à data reflete sobretudo estrangulamentos operacionais, inicialmente existentes do lado da oferta. Estes estrangulamentos diminuíram gradualmente e, em julho e agosto, a cedência mensal destes tipos de empréstimos foi mais elevada em Itália do que nos restantes países (ver o gráfico A, painel b)).

⁵⁵ Geralmente, as condições são mais rigorosas para os empréstimos garantidos concedidos a grandes empresas e podem incluir condições relacionadas com os planos de investimento empresarial, o governo societário, a concorrência e a transparência. Tal deve-se ao facto de, com frequência, as garantias fazerem parte de grandes planos de apoio, que podem também incluir a recapitalização pelo Estado.

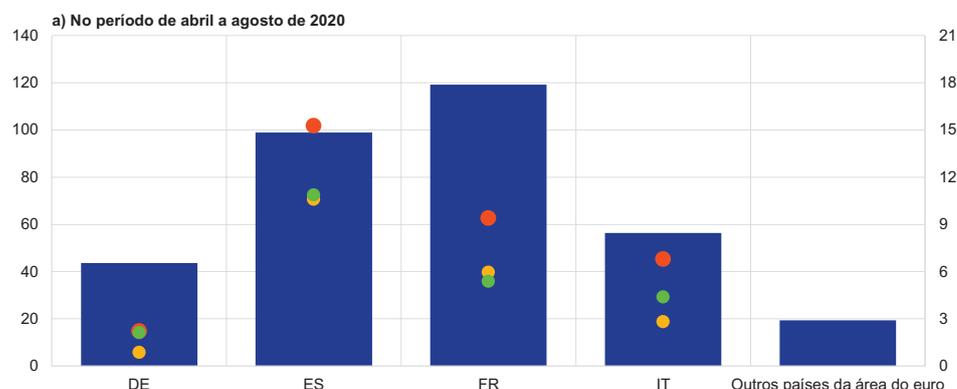
⁵⁶ Para mais pormenores sobre os parâmetros mais importantes dos regimes e dos canais através dos quais são aplicados, ver a caixa intitulada [Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses](#), *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2020.

Gráfico A

Recurso a empréstimos ao abrigo de regimes de garantia estatal

(escala da esquerda: em mil milhões de euros, percentagens; escala da direita: percentagens)

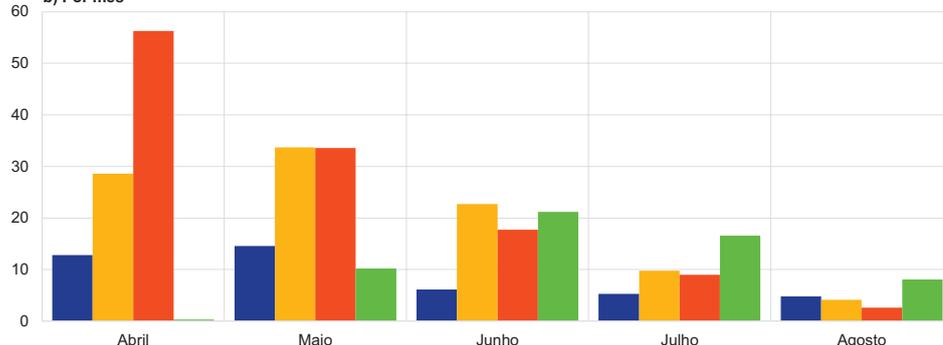
- Utilização em termos absolutos
- Utilização como uma percentagem da dotação total do sistema
- Utilização como uma percentagem do valor acrescentado bruto em 2019 (escala da direita)
- Utilização como uma percentagem do endividamento bruto em 2019 (escala da direita)



(em mil milhões de euros)

- Alemanha
- Espanha
- França
- Itália

b) Por mês



Fontes: Kreditanstalt für Wiederaufbau para a Alemanha, Instituto de Crédito Oficial para a Espanha, Ministère de l'Économie et des Finances para a França, Ministero dell'Economia e delle Finanze e Banca d'Italia para a Itália, várias autoridades nacionais para os outros países da área do euro, fontes noticiosas, Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os dados sobre a utilização referem-se a montantes aprovados de empréstimos garantidos. Como os empréstimos garantidos também podem ser concedidos sob a forma de linhas de crédito renováveis, o montante aprovado é superior ao montante efetivamente avançado. A dotação total dos regimes é de 757 mil milhões de euros na Alemanha, 140 mil milhões de euros em Espanha, 300 mil milhões de euros em França e 300 mil milhões de euros em Itália.

As PME dos setores mais afetados pela crise (por exemplo, comércio, turismo e transportes) parecem ter beneficiado mais dos regimes de garantia estatal de empréstimos.

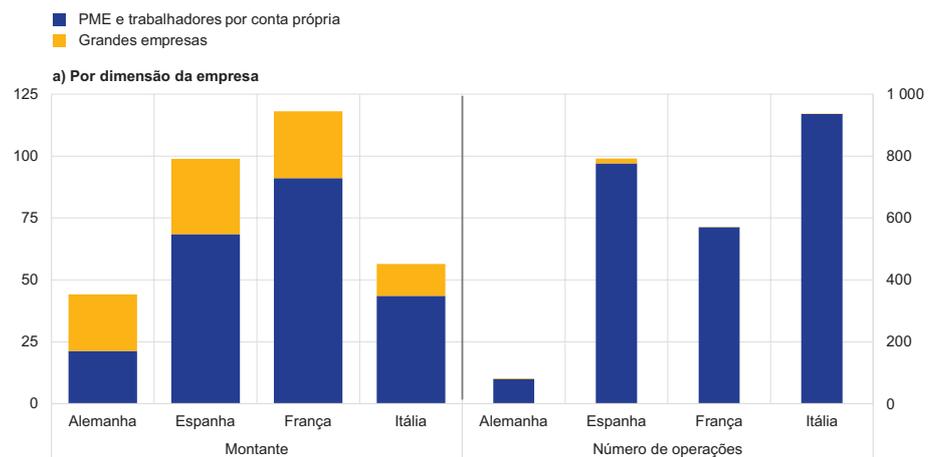
A utilização de empréstimos garantidos foi significativamente mais elevada a nível das PME e dos trabalhadores por conta própria do que entre as grandes empresas, exceto na Alemanha (ver o gráfico B, painel a)). O maior recurso por parte das PME reflete necessidades de liquidez de emergência relativamente maiores, a sua maior dependência dos bancos para financiamento e o facto de existirem menos estrangulamentos no setor bancário que afetem a cedência de empréstimos garantidos de pequeno montante. Em concreto, ainda que o montante de utilização seja relativamente baixo em Itália, o maior número de empréstimos garantidos foi concedido neste país, refletindo a predominância de empréstimos de montante muito reduzido. Da perspetiva setorial, o recurso a

empréstimos garantidos foi maior nos setores mais afetados por preocupações com o contacto físico relacionadas com a COVID-19 e pelas políticas de confinamento concomitantes, resultando numa descida abrupta do respetivo valor acrescentado bruto no primeiro semestre de 2020, sendo os setores do comércio, dos transportes e dos serviços de restauração a apresentar a maior utilização, seguidos da indústria transformadora (ver o gráfico B, painel b)).

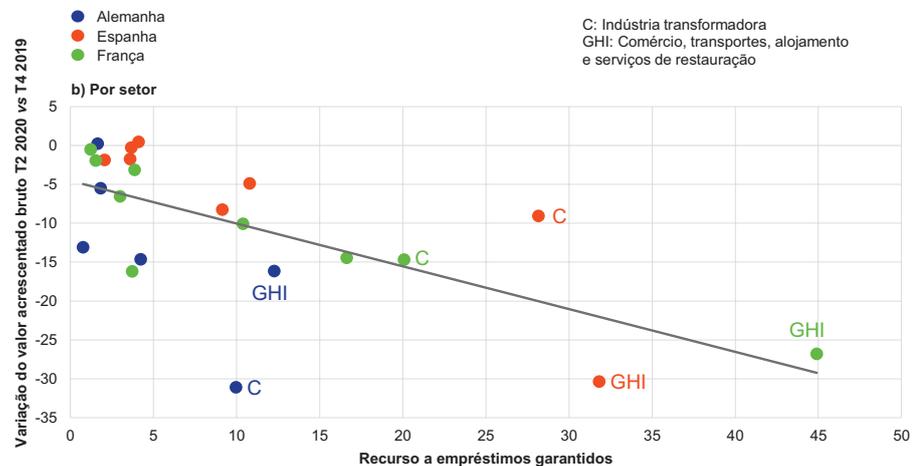
Gráfico B

Recurso a empréstimos ao abrigo de regimes de garantia estatal

(escala da esquerda: em mil milhões de euros; escala da direita: em milhares)



(em mil milhões de euros)



Fontes: Kreditanstalt für Wiederaufbau para a Alemanha, Instituto de Crédito Oficial para Espanha, Ministère de l'Économie et des Finances para França, Ministero dell'Economia e delle Finanze e Banca d'Italia para Itália, Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os dados sobre o recurso a empréstimos garantidos referem-se ao período de abril a agosto de 2020. Na ausência de uma desagregação por dimensão das empresas para a Itália, parte-se do pressuposto de que os empréstimos garantidos a PME são os concedidos através do Fondo di Garanzia, enquanto os empréstimos garantidos a grandes empresas são os concedidos através da SACE (a agência italiana de crédito à exportação). No painel b), as classificações setoriais são as da NACE Rev. 2.

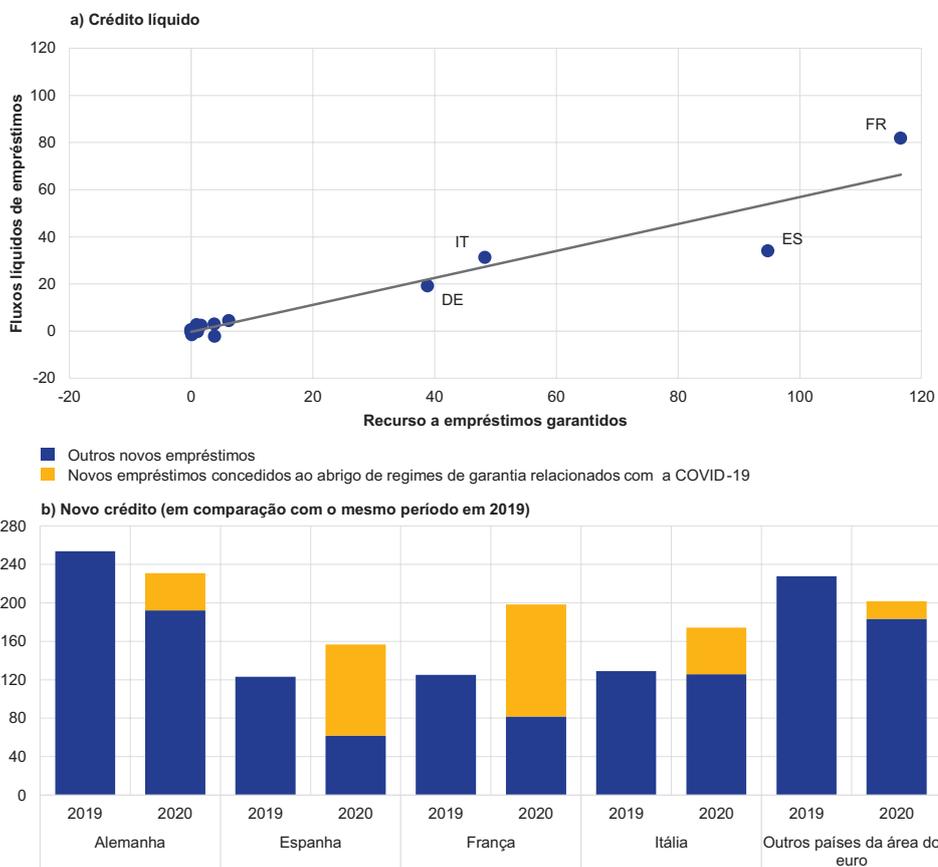
Os regimes de garantia de empréstimos têm desempenhado um papel fundamental no reforço da dinâmica do crédito às empresas desde abril, sobretudo em Espanha e França. Os fluxos de crédito bancário às empresas da área do euro registaram um aumento acentuado desde o início da pandemia de COVID-19 na Europa, devido às necessidades prementes de liquidez de emergência durante o período de confinamento. Em março de 2020, este aumento foi facilitado pelo recurso a linhas de crédito previamente acordadas, mas, nos meses seguintes, os fluxos substanciais de crédito refletiram, em grande medida, o recurso a empréstimos abrangidos por garantias estatais. No período de abril a julho, os fluxos brutos de empréstimos garantidos eram mais elevados do que os fluxos líquidos totais de crédito em todos os países da área do euro de grande dimensão, indicando uma passagem de empréstimos não garantidos para empréstimos garantidos (ver o gráfico C, painel a)). Além disso, a dinâmica do crédito foi proporcionalmente mais forte nos países com uma maior utilização de empréstimos garantidos⁵⁷. Focando o novo crédito bruto, em Espanha e França, onde o apoio orçamental às empresas foi prestado sobretudo através de regimes de garantia, cerca de, respetivamente, 65% e 70% dos volumes de novas operações no período de abril a julho consistiram em empréstimos garantidos (ver o gráfico C, painel b)). Na Alemanha e em Itália, os empréstimos garantidos representaram cerca de 20% dos fluxos de novo crédito neste período, consistindo uma parte pouco significativa em novo crédito noutros países da área do euro.

⁵⁷ Para uma representação da recente evolução do crescimento dos empréstimos às sociedades não financeiras, ver o gráfico 22 da presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico C

Recurso a empréstimos garantidos e empréstimos a sociedades não financeiras e trabalhadores por conta própria no período de abril a julho de 2020

(em mil milhões de euros)



Fontes: Kreditanstalt für Wiederaufbau para a Alemanha, Instituto de Crédito Oficial para a Espanha, Ministère de l'Économie et des Finances para a França, Ministero dell'Economia e delle Finanze e Banca d'Italia para a Itália, várias autoridades nacionais para os outros países da área do euro, fontes noticiosas, BCE e cálculos do BCE.

Notas: O crédito líquido refere-se a empréstimos líquidos de reembolsos, conforme reportados nas estatísticas do balanço das instituições financeiras monetárias (IFM). Novo crédito refere-se a novos empréstimos, tal como reportados nas estatísticas das taxas de juro das IFM. Os fluxos líquidos de empréstimos e de novos empréstimos não são corrigidos de sazonalidade. Os fluxos líquidos de empréstimos são corrigidos de vendas, titularização e transferências de empréstimos.

O impacto dos regimes de garantia de empréstimos também pode ser detetado nos prazos de vencimento e na dimensão dos empréstimos dos fluxos de crédito bancário, nos fluxos positivos das linhas de crédito não utilizadas e na preservação de condições crédito favoráveis.

Em primeiro lugar, embora os fluxos de empréstimos de curto prazo tenham, em geral, sido negativos durante o período da COVID-19, os fluxos de empréstimos de médio e de longo prazo – prazos para os quais são, em regra, exigidas garantias — aumentaram visivelmente (ver o gráfico D). Tal contrasta com as regularidades históricas, já que as necessidades prementes de liquidez relacionadas com fundos de maneo estão, por norma, associadas a uma maior procura de empréstimos de curto prazo, ao passo que os empréstimos de longo prazo são utilizados para financiar projetos de investimento fixo⁵⁸. Em segundo lugar, foram registados fluxos fortes de novo crédito

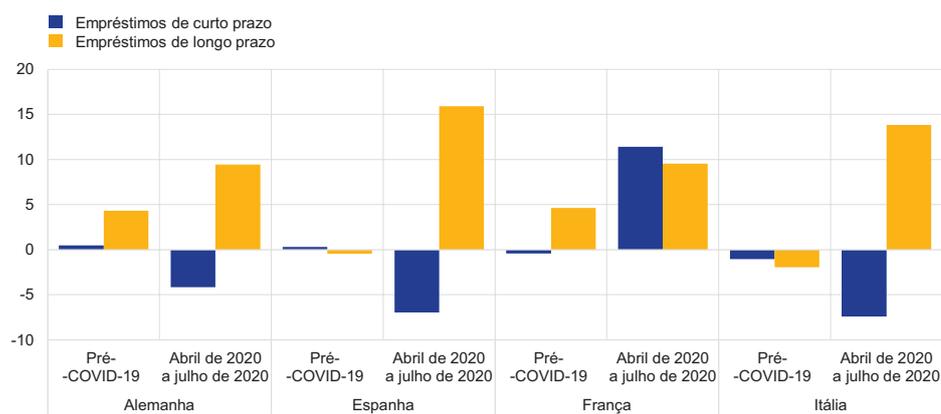
⁵⁸ Para mais pormenores sobre os fatores impulsionadores da procura de empréstimos durante a pandemia de COVID-19, ver a caixa intitulada [Drivers of firms' loan demand in the euro area – what has changed during the COVID-19 pandemic?](#), Boletim Económico, Número 5, BCE, 2020.

no que toca a empréstimos de pequeno montante (inferiores a 1 milhão de euros), em especial em Espanha, França e Itália, em consonância com o maior recurso a empréstimos garantidos por parte das PME nestes países. Em terceiro lugar, os sinais de aumento dos volumes de crédito não utilizado no segundo trimestre do ano sugerem que apenas uma parte dos empréstimos garantidos aprovados foi de facto avançada, provavelmente refletindo a constituição, por precaução, de reservas de liquidez pelas empresas e indicando que permanecem ao dispor das empresas amplos fundos para satisfazer as necessidades de financiamento no curto prazo. Em quarto lugar, as garantias estatais de empréstimos também contribuíram para preservar condições de financiamento favoráveis, como refletido no facto de as taxas ativas bancárias ainda permanecerem em níveis historicamente baixos (em especial no que respeita aos tipos de empréstimos para os quais são, por norma, necessárias garantias)⁵⁹ e de os critérios de concessão de crédito se manterem praticamente inalterados, como indicado no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro referente ao segundo trimestre de 2020.

Gráfico D

Empréstimos a sociedades não financeiras e trabalhadores por conta própria, desagregados por prazo de vencimento

(médias mensais em mil milhões de euros)



Fontes: BCE e cálculos do BCE.

Notas: Fluxos não corrigidos de sazonalidade (e não corrigidos de vendas e titularização). Os empréstimos de curto prazo são os que têm um prazo de vencimento até um ano. Os empréstimos de longo prazo são os que têm um prazo de vencimento superior a um ano. O período pré-COVID-19 refere-se ao período de março de 2019 a fevereiro de 2020.

A descontinuação gradual dos regimes de garantia estatal de empréstimos deve ser cuidadosamente avaliada segundo as necessidades de financiamento das empresas nos próximos meses, justificando-se uma monitorização dos potenciais efeitos secundários. Os regimes de garantia estatal de empréstimos foram cruciais para apoiar as necessidades de financiamento das empresas no período inicial da COVID-19, contribuindo, em conjunto com outras medidas audaciosas em termos de políticas, para evitar a iliquidez de empresas viáveis. A cessação prematura e demasiado abrupta destes regimes pode precipitar restrições graves de liquidez para as empresas e desencadear falências, o que, por sua vez, reduziria o capital dos bancos. Tal resultaria, possivelmente,

⁵⁹ Ver o gráfico 24 da presente edição do *Boletim Económico*. Por exemplo, as taxas ativas bancárias em França desceram significativamente desde abril. Essa descida foi impulsionada pelos empréstimos de pequeno montante e reflete a procura massiva, pelas PME, de empréstimos com garantia estatal, que os bancos concedem a taxas muito próximas de zero em França.

numa redução súbita dos fluxos de crédito e num aumento da restritividade das condições de crédito, instigando, desse modo, mais falências e dificultando também o financiamento do ajustamento das empresas sobreviventes ao “novo normal” na condução da atividade. Ao mesmo tempo, se o apoio em termos de políticas prestado na atual crise conduzisse a uma expansão permanente e em larga escala do papel dos governos na orientação dos resultados económicos, tal poderia comprometer a eficiência da afetação de recursos e reduzir a capacidade produtiva da economia da área do euro num horizonte mais longo ao manter artificialmente empresas que não são viáveis ou suficientemente rentáveis. Além disso, a conceção e a calibração específicas dos regimes de garantia poderão ter efeitos secundários, por exemplo sob a forma de incentivos a um endividamento excessivo e a uma afetação de riscos imprudente. Estes efeitos secundários exigirão um acompanhamento rigoroso nos próximos meses e, quando as repercussões económicas e financeiras da crise da COVID-19 atenuarem, uma estratégia de descontinuação refletida e oportuna.

8 As implicações orçamentais do pacote de recuperação da UE

Por Alessandro Giovannini, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger e Vilém Valenta

O pacote de recuperação da UE representa um importante marco na integração da política económica europeia. Em 21 de julho de 2020, o Conselho Europeu chegou a acordo sobre um instrumento de recuperação excecional e temporário designado *Next Generation EU*. Em conjunto com o Quadro Financeiro Plurianual (QFP) normal, o *Next Generation EU* assegurará uma resposta orçamental coordenada a nível europeu às repercussões económicas da pandemia de coronavírus (COVID-19). Enquanto o Plano de Relançamento da Economia Europeia de 2008⁶⁰ apenas visava a coordenação dos pacotes de estímulo orçamental nacionais financiados por cada Estado-Membro, o *Next Generation EU* estabelece um modelo de financiamento conjunto destinado a apoiar a despesa pública e a reforma no seio da UE.

Relativamente ao *Next Generation EU*, a Comissão Europeia foi autorizada a contrair empréstimos nos mercados de capitais em nome da União Europeia até ao montante de 750 mil milhões de euros. Os fundos podem ser utilizados para conceder empréstimos até um montante de 360 mil milhões de euros e subvenções até um montante de 390 mil milhões de euros. Os referidos montantes serão desembolsados até ao final de 2026 e reembolsados, o mais tardar, até 31 de dezembro de 2058. A emissão do *Next Generation EU* aumentará o saldo da dívida da UE por um múltiplo de cerca de 15, o que representa a maior emissão denominada em euros de sempre a nível supranacional. Embora os empréstimos sejam reembolsados pelos Estados-Membros beneficiários, o Conselho Europeu acordou em reformar o sistema de recursos próprios e garantir que os reembolsos das subvenções são cobertos por contribuições com base no rendimento nacional bruto e por novos recursos próprios da UE.

O Mecanismo de Recuperação e Resiliência constitui o cerne do *Next Generation EU*. A carteira total de empréstimos e 80% das subvenções serão atribuídas ao Mecanismo de Recuperação e Resiliência, destinado a apoiar a realização de investimentos e de reformas nos Estados-Membros, a fim de criar condições para uma recuperação sustentável e resiliente, promovendo simultaneamente as prioridades da UE nos domínios ecológico e digital. A parcela remanescente do *Next Generation EU* será utilizada sobretudo para reforçar programas de despesas a nível da UE ao abrigo do QFP.

A fim de beneficiar de apoio financeiro ao abrigo do Mecanismo de Recuperação e Resiliência, é necessário que os Estados-Membros da UE preparem planos nacionais de recuperação e resiliência que definam a respetiva agenda de reformas e de investimento para o período de 2021-2023. Estes planos deverão incluir pacotes de reformas e projetos de

⁶⁰ Ver [Plano de relançamento da economia europeia](#) COM(2008) 800 final, 26 de novembro de 2008.

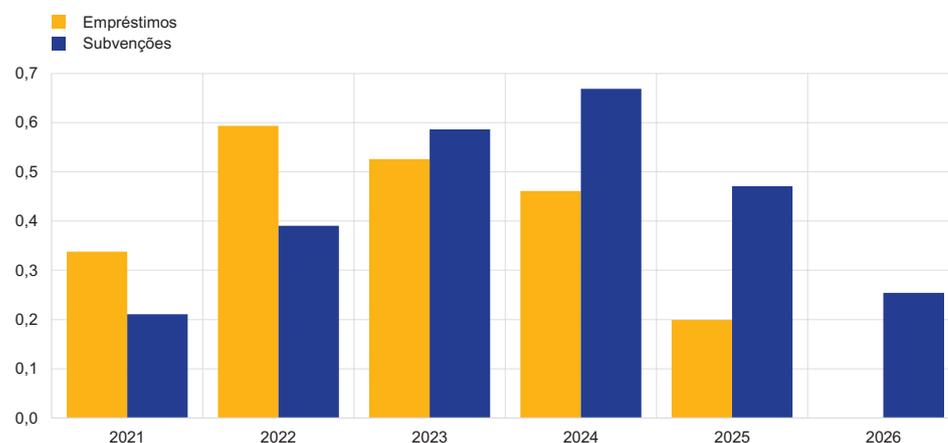
investimento público coerentes, bem como dar resposta aos desafios identificados no contexto do Semestre Europeu. Devem igualmente reforçar o potencial de crescimento, a criação de emprego e a resiliência económica e social do Estado-Membro em causa. O apoio financeiro será desembolsado em prestações, à medida que foram atingidos os marcos e objetivos identificados nos referidos planos.

O volume do apoio financeiro concedido ao abrigo do Next Generation EU deverá ser significativo em termos macroeconómicos, atingindo quase 5% do PIB da área do euro. O objetivo consiste em atribuir a totalidade do apoio financeiro ao abrigo do *Next Generation EU* até ao final de 2023 e desembolsar grande parte do mesmo no período de 2021 a 2024 (ver o gráfico A)⁶¹. Com base nas informações atualmente disponíveis, o perfil temporal das subvenções será diferido face ao dos empréstimos. Embora as implicações para os orçamentos nacionais ainda estejam rodeadas de incerteza, o *Next Generation EU* implicaria uma expansão orçamental com base na dívida de cerca de 1% do PIB, em média, na área do euro no período de 2021 a 2024, partindo do pressuposto de que o apoio seria utilizado a nível nacional para financiar despesas adicionais. Desde que seja mobilizado para despesa produtiva e acompanhado de reformas favoráveis ao crescimento, o *Next Generation EU* não só auxiliaria a recuperação, como aumentaria a resiliência e o potencial de crescimento das economias dos Estados-Membros no futuro.

Gráfico A

Next Generation EU: desembolsos esperados de fundos a países da área do euro

(em percentagem do PIB)



Fontes: Conclusões do Conselho Europeu de 21 de julho de 2020, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: Pressupõe-se que a concessão de subvenções aos países da área do euro será determinada segundo as chaves de repartição acordadas. Parte-se do pressuposto de que apenas os países com custos de financiamento superiores à taxa de juro esperada dos empréstimos ao abrigo do *Next Generation EU* receberão empréstimos que ascendam ao limite máximo de 6,8% do rendimento nacional bruto. O perfil temporal tem por base as estimativas apresentadas na Proposta da Comissão Europeia relativa à criação do *Next Generation EU*.

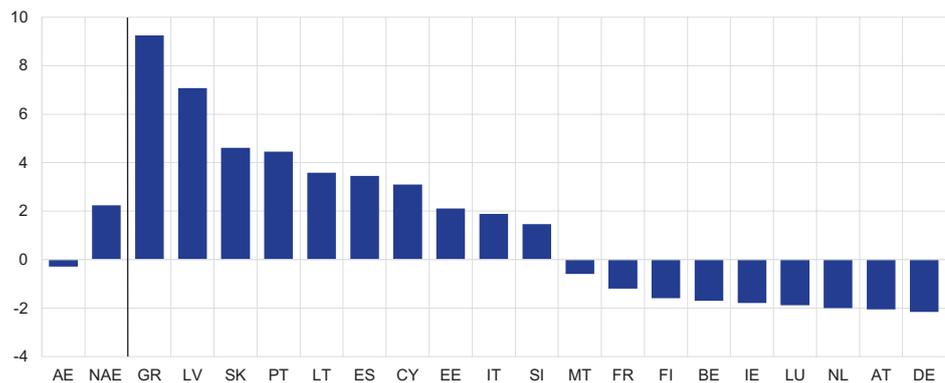
⁶¹ O Conselho Europeu acordou que 70% das subvenções concedidas pelo Mecanismo de Recuperação e Resiliência deverão ser autorizadas em 2021 e 2022. Os restantes 30% seriam autorizados na íntegra até ao final de 2023. Note-se que o orçamento da UE tem como característica fundamental o facto de as decisões relativas a compromissos serem tomadas separadamente das relativas a pagamentos. Por conseguinte, a calendarização dos compromissos é distinta da dos pagamentos. A calendarização dos pagamentos reportada tem por base as estimativas apresentadas na proposta da Comissão Europeia intitulada [Proposal for a regulation establishing a Recovery and Resilience Facility](#), ajustada a fim de refletir as conclusões do Conselho Europeu de 21 de julho de 2020.

A chave de repartição do Mecanismo de Recuperação e Resiliência garante maior apoio macroeconómico aos países mais vulneráveis. No período de 2021-2022, os fundos serão distribuídos com base no rendimento *per capita* e na evolução passada do desemprego; relativamente a 2023, a evolução passada do desemprego será substituída pelas quedas observadas no PIB real no período de 2020-2021. A repartição acordada dos fundos implicará um apoio financeiro líquido considerável aos países da área do euro com os maiores desafios em termos económicos e orçamentais após a pandemia (ver o gráfico B)⁶². A Grécia será o maior beneficiário líquido do apoio ao abrigo do Mecanismo de Recuperação e Resiliência em relação ao PIB, mas a Espanha e a Itália, que deverão ser dos países mais afetados em termos de mortes e repercussões económicas, também receberão um apoio orçamental substancial.

Gráfico B

Mecanismo de Recuperação e Resiliência: atribuição de subvenções, líquidas de reembolsos esperados

(percentagens do PIB de 2019)



Fontes: Conclusões do Conselho Europeu de 21 de julho de 2020, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: 70% das subvenções deverão ser atribuídas no período de 2021-2022 com base na chave de repartição proposta pela Comissão Europeia (tomando em consideração a população, o inverso do PIB *per capita* e a taxa de desemprego média no período de 2015-2019). Relativamente aos restantes 30% atribuídos em 2023, o desemprego médio é substituído por perdas de PIB em 2020 (15%) e no período de 2020-2021 em termos cumulativos (15%), como atualmente projetado pela Comissão Europeia. Pressupõe-se que os reembolsos correspondem às percentagens dos países no rendimento nacional bruto da UE.

É essencial dar uma resposta de política coordenada a nível europeu à COVID-19, a fim de evitar uma recuperação desigual e a fragmentação económica, promovendo simultaneamente a resiliência económica dos Estados-Membros.

O *Next Generation EU* vem juntar-se ao QFP normal no valor de cerca de 1 bilião de euros, abrangendo os próximos sete anos, e às três “redes de segurança” europeias, que ascendem a 540 mil milhões de euros, acordadas em abril de 2020⁶³. Por conseguinte, a resposta europeia à crise é ambiciosa e proporcional ao desafio enfrentado pelo continente. Além disso, é importante que as

⁶² O quadro 1 do [Documento de trabalho Identifying Europe's recovery needs](#), da Comissão Europeia sugere que os países com um PIB *per capita* abaixo da média e dívida elevada (nomeadamente, Chipre, Grécia, Espanha, Itália e Portugal) receberiam 50% do apoio (segundo a chave de repartição da Comissão Europeia que será utilizada em 2021 e 2022), enquanto a respetiva percentagem do PIB da UE (utilizada como aproximação para as contribuições para o orçamento da UE) é quantificada em cerca de 25%.

⁶³ Ver a caixa intitulada [A crise resultante da pandemia de COVID-19 e as suas implicações para as políticas orçamentais](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020.

políticas monetária e orçamental se reforcem mutuamente neste momento, embora sejam implementadas de forma independente na área do euro.

Será essencial assegurar que o apoio orçamental concedido ao abrigo do *Next Generation EU* não seja contrabalançado pela retirada prematura de apoio orçamental financiado a nível nacional. Tendo em conta a profundidade do choque causado pela pandemia e a incerteza associada, a cláusula de derrogação geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento foi ativada em março de 2020, sendo considerada provável a sua prorrogação até 2021. Tal permite aos governos tomar as medidas necessárias para combater a pandemia, podendo desviar-se dos requisitos de ajustamento que seriam normalmente aplicáveis ao abrigo do pacto sem pôr em risco a sustentabilidade orçamental.

Embora a estabilização macroeconómica continue a ser uma prioridade, é importante manter a sustentabilidade orçamental durante a recuperação.

A atual crise colocou em evidência a forma como níveis muito elevados de dívida pública podem implicar vulnerabilidades e restrições orçamentais quando um país regista um grande choque económico. É, por conseguinte, essencial que o apoio orçamental seja utilizado de forma eficaz, a fim de impulsionar o potencial de crescimento e a resiliência, o que, por sua vez, melhora a sustentabilidade orçamental. O financiamento da UE deveria ser gasto em conformidade com as necessidades específicas de cada país e as prioridades de reforma acordadas a nível europeu.

A forma como a UE respondeu à crise também tem implicações para a futura conceção e implementação do quadro de governação europeu. Primeiro, embora sejam necessárias políticas orçamentais expansionistas para apoiar a retoma, será importante, no futuro, que as regras orçamentais apoiem eficazmente a redução de uma elevada dívida pública em épocas económicas favoráveis. Segundo, o *Next Generation EU* constitui um elemento novo e inovador do quadro orçamental europeu. Resultará na emissão de uma dívida supranacional considerável ao longo dos próximos anos, tendo a sua criação sinalizado uma vontade política para conceber um instrumento orçamental comum quando se revelar necessário. Esta inovação, embora pontual, poderá igualmente constituir uma lição para a União Económica e Monetária, a qual ainda não dispõe de uma capacidade orçamental permanente a nível supranacional para a estabilização macroeconómica durante uma crise profunda. A revisão do quadro de governação económica⁶⁴, lançada pela Comissão Europeia em fevereiro de 2020 e adiada devido à pandemia, proporciona uma boa oportunidade para a incorporação destas considerações importantes.

⁶⁴ Para mais pormenores, ver https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/economic-governance-review_en

© **Banco Central Europeu, 2020**

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

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

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

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

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-20-006-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep