

Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	7
2 Evolução financeira	18
3 Atividade económica	25
4 Preços e custos	33
5 Moeda e crédito	40
6 Evolução orçamental	49
Caixas	53
1 Comparação da evolução recente da inflação nos Estados Unidos e na área do euro	53
2 Condições de liquidez e operações de política monetária de 28 de abril a 27 de julho de 2021	61
3 Solidez das empresas não financeiras durante a pandemia	67
4 Impacto dos estrangulamentos do lado da oferta sobre o comércio	77
5 Os preços das licenças de emissão da UE no contexto do plano de ação climática do BCE	83

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

Atividade económica

A retoma da atividade económica mundial prossegue, embora os estrangulamentos da oferta persistentes e a propagação da variante Delta, mais contagiosa, do coronavírus (COVID-19) ensombrem as perspetivas de crescimento no curto prazo. Inquéritos recentes assinalam um ligeiro abrandamento do dinamismo do crescimento, em particular no seio das economias de mercado emergentes. Em comparação com as projeções anteriores, as perspetivas de crescimento da economia mundial nas projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE foram revistas ligeiramente em alta, especialmente no que se refere a 2022. Projeta-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) aumente para 6,3% este ano, desacelerando depois para 4,5% em 2022 e 3,7% em 2023. A procura externa da área do euro foi revista em alta face às projeções anteriores. Projeta-se que suba 9,2% no presente ano e 5,5% e 3,7% em 2022 e 2023, respetivamente. Tal reflete sobretudo o facto de as importações mundiais terem sido mais robustas no início de 2021 do que o anteriormente projetado, bem como a maior prociclicidade do comércio durante uma retoma económica. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos em alta para o presente ano num contexto de preços das matérias-primas mais elevados e uma procura mais robusta. Os riscos para as projeções de referência para a economia mundial estão relacionados sobretudo com a trajetória futura da pandemia. Considera-se que os outros riscos para as perspetivas mundiais se encontram enviesados em sentido descendente no que respeita ao crescimento mundial e em sentido ascendente no que respeita à inflação mundial.

A economia da área do euro recuperou 2,2% no segundo trimestre do ano, ou seja, mais do que o esperado, estando a avançar no sentido de um crescimento forte no terceiro trimestre. A recuperação assenta no êxito das campanhas de vacinação na Europa, que permitiram uma reabertura significativa da economia. Com o levantamento das restrições, o setor dos serviços está a beneficiar do regresso das pessoas às lojas e aos restaurantes e da recuperação das viagens e do turismo. O setor da indústria transformadora apresenta um desempenho forte, ainda que a produção continue a ser limitada pela escassez de materiais e equipamento. A propagação da variante Delta não exigiu, até à data, a reintrodução de medidas de confinamento, mas pode atrasar a recuperação do comércio mundial e a reabertura total da economia.

As despesas de consumo estão a aumentar, embora os consumidores permaneçam um pouco cautelosos perante a evolução da pandemia.

O mercado de trabalho também está a melhorar rapidamente, o que sustenta a perspetiva de rendimentos mais elevados e maiores despesas. O desemprego está a diminuir e o número de pessoas em regimes de manutenção de postos de trabalho desceu cerca de 28 milhões face ao máximo registado no ano passado.

A recuperação da procura interna e mundial continua a fomentar o otimismo entre as empresas, o que apoia o investimento empresarial. Paralelamente, ainda é longo o caminho a percorrer até que os danos na economia provocados pela pandemia sejam superados. O número de pessoas empregadas está ainda mais de dois milhões abaixo do registado antes da pandemia, especialmente entre as pessoas mais jovens e menos qualificadas. O número de trabalhadores em regimes de manutenção de postos de trabalho também permanece substancial.

Após uma expansão orçamental significativa desde o início da pandemia, o número de medidas de estímulo adicionais adotadas ao longo dos últimos meses foi limitado, com a preparação dos planos orçamentais para 2022 ainda em curso e a recuperação económica a ocorrer um pouco mais rapidamente do que o antecipado.

Por conseguinte, as projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE incluem perspetivas orçamentais para a área do euro mais positivas comparando com o mês de junho. Projeta-se que o rácio do défice permaneça elevado em 2021, em 7,1%, depois de ter atingido 7,3% em 2020. Apesar disso, prevê-se que a melhoria subsequente seja rápida, à medida que a pandemia se atenua e a recuperação económica se fortalece. Deste modo, prevê-se que o rácio do défice diminua para 3,0% em 2022 e 2,1% no final do horizonte de projeção em 2023. Espelhando esta evolução, projeta-se que a dívida da área do euro registre um máximo ligeiramente abaixo de 99% do PIB em 2021 e decresça para cerca de 94% do PIB em 2023. A fim de apoiar a recuperação, uma política orçamental ambiciosa, direcionada e coordenada deve continuar a complementar a política monetária. Em particular, o programa “Next Generation EU” contribuirá para assegurar uma recuperação mais forte e uniforme nos países da área do euro. Acelerará igualmente a transição ecológica e digital, apoiará as reformas estruturais e aumentará o crescimento a longo prazo.

A economia deverá registar uma retoma firme no médio prazo. As projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE indicam que o crescimento real anual do PIB se situará em 5,0% em 2021, 4,6% em 2022 e 2,1% em 2023. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas melhoraram no tocante a 2021, em larga medida devido a resultados melhores do que o esperado no primeiro semestre, e mantêm-se, em geral, inalteradas para 2022 e 2023.

Inflação

A inflação da área do euro subiu para 3,0% em agosto. Espera-se que a inflação registre nova subida este outono, mas desça no próximo ano. A atual subida da inflação deverá ser sobretudo temporária, refletindo principalmente a forte subida dos preços do petróleo desde cerca de meados do ano passado, a inversão da redução temporária do IVA na Alemanha, o atraso dos saldos de verão em 2020 e pressões sobre os custos decorrentes da escassez temporária de materiais e equipamento. No decurso de 2022, estes fatores deverão abrandar ou deixarão de estar incluídos no cálculo da inflação homóloga. As pressões sobre a inflação subjacente aumentaram ligeiramente. Com a continuação da recuperação económica e o apoio proporcionado pelas medidas de política monetária do Conselho do BCE, espera-se que a inflação subjacente suba no médio prazo. Espera-se que essa subida seja apenas gradual, dado que demorará algum tempo até que a economia regresse a um funcionamento pleno, pelo que os salários só deverão registar um crescimento moderado. As medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo continuaram a aumentar, mas permanecem a alguma distância do objetivo de 2% do BCE.

Esta avaliação está refletida nas projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, as quais apontam para uma inflação homóloga de 2,2% em 2021, 1,7% em 2022 e 1,5% em 2023, tendo sido objeto de uma revisão em alta em comparação com as projeções anteriores, publicadas em junho. Projeta-se que a inflação excluindo a inflação dos preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos se situe, em média, em 1,3% em 2021, 1,4% em 2022 e 1,5% em 2023, tendo estes valores também sido revistos em alta face às projeções de junho.

Análise dos riscos

O Conselho do BCE considera que os riscos para as perspetivas económicas se apresentam globalmente equilibrados. A atividade económica poderá superar as expectativas do BCE, se os consumidores se sentirem mais confiantes e pouparem menos do que o atualmente esperado. Uma melhoria mais rápida da situação pandémica poderá também conduzir a uma expansão mais forte do que o presentemente considerado. Caso os estrangulamentos da oferta se prolonguem e se traduzam em aumentos de salários mais elevados do que o previsto, as pressões sobre os preços poderão ser mais persistentes. Ao mesmo tempo, as perspetivas económicas poderão deteriorar-se, se a pandemia piorar – o que poderia atrasar o avanço da reabertura da economia – ou se a escassez de oferta se revelar mais persistente do que o presentemente esperado e limitar a produção.

Condições monetárias e financeiras

A recuperação do crescimento e da inflação ainda depende de condições de financiamento favoráveis para todos os setores da economia. As taxas de juro de mercado registaram um abrandamento durante o verão, mas verificou-se uma inversão recentemente. Em geral, as condições de financiamento da economia mantêm-se favoráveis.

Embora a curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) tenha diminuído consideravelmente nos vencimentos a médio prazo, os prazos curtos da curva mantiveram-se, em larga medida, inalterados, sugerindo não existirem expetativas de alterações nas taxas diretoras no muito curto prazo.

Durante o período em análise (10 de junho a 8 de setembro de 2021), as taxas de longo prazo isentas de risco começaram por decrescer, refletindo, entre outros fatores, o reexame das indicações sobre a trajetória futura (*forward guidance*) das taxas do BCE, anunciada após a reunião do Conselho do BCE de julho, no seguimento da divulgação da nova estratégia de política monetária, invertendo parte deste movimento nas últimas semanas do período. Os diferenciais das obrigações soberanas em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* (OIS) permaneceram praticamente inalterados em todas as jurisdições. Os ativos de risco mostraram resiliência global contra preocupações crescentes quanto à propagação da variante Delta. Os preços das ações aumentaram, principalmente apoiados por uma forte recuperação das expetativas de crescimento dos lucros das empresas, que foram apenas parcialmente contrabalançados por um aumento dos prémios de risco das ações. Refletindo o aumento dos preços das ações, a restritividade dos diferenciais das obrigações das empresas da área do euro continuou a aumentar.

A criação de moeda na área do euro registou uma moderação em julho de 2021, continuando a normalizar-se após a expansão monetária significativa associada às primeiras fases da pandemia. O crédito interno continuou a ser o principal fator impulsionador de criação de moeda, tendo as compras de ativos pelo Eurosistema dado o principal contributo para tal. O crescimento dos empréstimos ao setor privado estabilizou perto de níveis de longo prazo, mais baixos, anteriores à pandemia, enquanto as condições de financiamento se mantiveram muito favoráveis. As taxas ativas bancárias aplicadas às empresas e às famílias situam-se em níveis historicamente baixos. O crédito às famílias tem resistido, em especial para aquisição de habitação. O crescimento um pouco mais lento do crédito às empresas deve-se sobretudo ao facto de estas se encontrarem ainda bem financiadas, porque contraíram empréstimos consideráveis na primeira vaga da pandemia. As empresas apresentam posições de caixa elevadas e estão cada vez mais a reter lucros, o que reduz a necessidade de financiamento externo. Para as grandes empresas, a emissão de obrigações constitui uma alternativa ao crédito bancário atrativa. A solidez dos balanços dos bancos continua a assegurar a disponibilização de crédito suficiente.

Contudo, muitas empresas e famílias contraíram mais dívida durante a pandemia. Uma deterioração das perspetivas económicas pode ameaçar a sua solidez financeira, o que, por seu turno, levaria à redução da qualidade dos balanços dos bancos. O apoio em termos de políticas continua a ser essencial para evitar que tensões a nível dos balanços e condições de financiamento mais restritivas se reforcem mutuamente.

Decisões de política monetária

Na sua reunião de política monetária de setembro, o Conselho do BCE reexaminou a respetiva avaliação da economia e as suas medidas em resposta à pandemia.

Com base numa avaliação conjunta das condições de financiamento e das perspetivas de inflação, o Conselho do BCE considerou que podem ser mantidas condições de financiamento favoráveis com um ritmo moderadamente menor de aquisições líquidas de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) do que nos dois trimestres anteriores.

O Conselho do BCE confirmou também as restantes medidas de apoio ao mandato de estabilidade de preços do BCE, nomeadamente o nível das taxas de juro diretoras do BCE, as aquisições do Eurosistema ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e as políticas de reinvestimento e operações de refinanciamento de prazo alargado do Conselho do BCE.

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

1 Conjuntura externa

As projeções macroeconómicas de setembro de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE sugerem que a retoma da atividade económica mundial prossegue, embora os estrangulamentos da oferta persistentes e a propagação da variante Delta, mais contagiosa, do coronavírus (COVID-19) ensombrem as perspetivas de crescimento no curto prazo. Inquéritos recentes assinalam um ligeiro abrandamento do dinamismo do crescimento, em particular no seio das economias de mercado emergentes. Em comparação com as projeções anteriores, as perspetivas de crescimento da economia mundial foram revistas ligeiramente em alta, especialmente no que se refere a 2022. Projeta-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) aumente para 6,3% este ano, desacelerando depois para 4,5% em 2022 e 3,7% em 2023. A procura externa da área do euro também foi revista em alta face às projeções anteriores. Projeta-se que suba 9,2% no presente ano e 5,5% e 3,7% em 2022 e 2023, respetivamente. Tal reflete sobretudo o facto de as importações mundiais terem sido mais robustas no início de 2021 do que o anteriormente projetado, as melhores perspetivas de crescimento mundial e a maior prociclicidade do comércio durante uma retoma económica. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos em alta para o presente ano num contexto de preços das matérias-primas mais elevados e uma procura mais robusta. Os riscos para as projeções de referência para a economia mundial estão relacionados sobretudo com a trajetória futura da pandemia. Considera-se que os outros riscos para as perspetivas mundiais para a atividade se encontram enviesados em sentido descendente no que respeita ao crescimento mundial e em sentido ascendente no que respeita à inflação mundial.

Atividade económica e comércio a nível mundial

A atividade económica mundial abrandou no primeiro semestre de 2021 num contexto de aumento das infeções por COVID-19, progressos irregulares em termos de vacinação e da adoção de medidas restritivas. Nas economias avançadas, o aumento das novas infeções conduziu ao agravamento das medidas restritivas no início de 2021. No final da primavera, a rápida disponibilização de vacinas permitiu a algumas economias importantes reabrir gradualmente, proporcionando assim um certo alívio à economia mundial. Porém, ao mesmo tempo a pandemia agravou-se nas economias de mercado emergentes, onde os avanços na vacinação têm sido mais lentos. Consequentemente, o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) abrandou para 0,8% no primeiro trimestre do ano e para, pelas estimativas, 0,6% no segundo trimestre, após 2,5% no último trimestre de 2020. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, estima-se que a atividade no segundo trimestre tenha estado globalmente em linha com as projeções nas economias de mercado emergentes, mas mais fracas nas economias avançadas, visto que o crescimento nos Estados Unidos foi menos dinâmico do que o projetado.

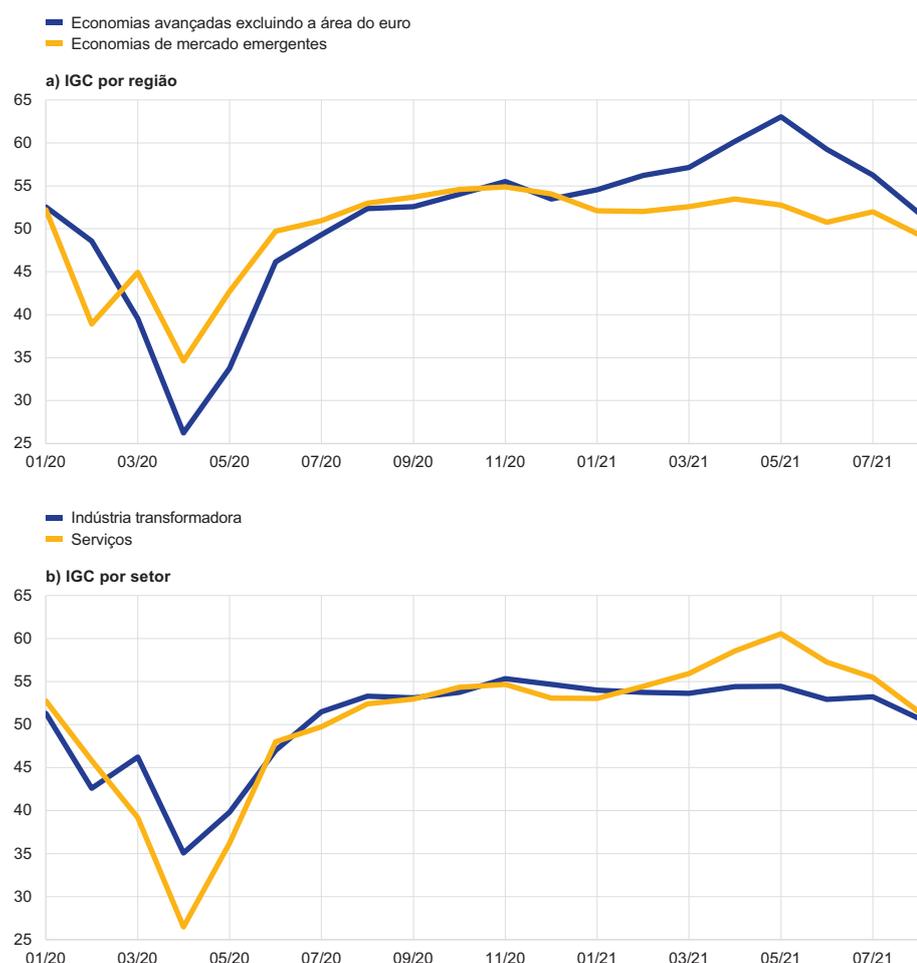
Os indicadores baseados em inquéritos sugerem uma moderação do ritmo de retoma da atividade económica mundial, em particular no seio das economias de mercado emergentes, num contexto de estrangulamentos da oferta persistentes.

Em agosto, o Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto diminuiu pelo terceiro mês consecutivo, caindo para 51,3 face a 54,9 em julho. Embora o índice permaneça em terreno expansionista, demonstra um ligeiro abrandamento do crescimento face ao segundo trimestre. O IGC compósito do produto diminuiu quer nas economias avançadas quer nas economias de mercado emergentes, sendo que no caso destas caiu abaixo do limiar expansionista pela primeira vez desde junho de 2020 (para 49,3 face a 52,0 em julho). Nas várias componentes, o IGC da produção de serviços caiu acentuadamente face ao pico de 60,5 de maio para 51,5, com uma diminuição particularmente forte nas economias avançadas. O IGC para a indústria transformadora também diminuiu, caindo abaixo do limiar expansionista nas economias de mercado emergentes, mas permanecendo ligeiramente acima desse limiar em termos globais (50,7, face a 53,2). Embora a economia mundial continue a enfrentar uma retoma a duas velocidades, com as economias avançadas a recuperar a um ritmo mais rápido do que as economias de mercado emergentes, os IGC recentes apontam para uma redução da divergência entre as duas regiões, bem como entre setores (gráfico 1).

Gráfico 1

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

(Índices de difusão)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2021.

As condições financeiras permanecem acomodáticas. Desde a data de fecho da informação para as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as condições financeiras tornaram-se ligeiramente mais restritivas nas economias avançadas, embora tenham permanecido globalmente estáveis nas economias de mercado emergentes. Os mercados financeiros mundiais mantiveram-se maioritariamente contidos dentro dos limites no contexto de uma dinâmica de crescimento económico ainda forte mas também de riscos crescentes no curto prazo. O ressurgimento das infeções por COVID-19 e as preocupações de que os bancos centrais, incluindo o Sistema de Reserva Federal, começarão em breve a reduzir as compras de ativos levaram os investidores a adotar uma postura mais cautelosa. Os mercados acionistas continuaram a atingir novos picos em algumas economias avançadas, mas os rácios dos preços em relação aos lucros – que são incluídos nos índices das condições financeiras – diminuíram acentuadamente na sequência de uma temporada de lucros historicamente robustos nos Estados Unidos e noutras economias avançadas. As preocupações crescentes de que a retoma económica possa demorar mais do que o previsto também se têm espelhado nos diferenciais das obrigações de empresas, que têm aumentado ligeiramente em algumas economias, em particular nos mercados emergentes, embora partindo de níveis historicamente baixos. Os mercados das obrigações de dívida pública isentas de risco mantiveram-se globalmente inalterados em níveis reduzidos, visto que as pressões em sentido descendente das entradas para fundos seguros associados com as preocupações quanto à propagação da variante Delta foram contrabalançadas por expectativas crescentes de que a Reserva Federal começaria a diminuir o ritmo de compras de ativos já este ano.

No curto prazo, o ressurgimento das infeções por COVID-19 ensombram a retoma, a qual seria robusta noutras circunstâncias. Prevê-se que atividade económica mundial recupere dinamismo no segundo semestre, à medida que as economias reabrem gradualmente num contexto de descida das taxas de infeção e, em particular nas economias avançadas, de um rápido avanço na vacinação. De facto, embora muitas economias avançadas tenham já conseguido vacinar mais de metade das respetivas populações, a vacinação tem sido muito mais lenta nas economias de mercado emergentes. Neste respeito, a China é uma exceção, visto que 70% da população terá sido vacinada. Recentemente, o novo aumento acentuado das infeções por COVID-19 devido à variante Delta, mais contagiosa, ensombrou as perspetivas. Nas economias avançadas, a subida significativa dos casos tem resultado ainda num aumento considerável do número de hospitalizações e óbitos em comparação com os mínimos observados durante o verão, embora os casos sejam ainda inferiores aos registados no início de 2021. Embora alguns países, mais especificamente a China e o Japão, tenham novamente imposto confinamentos (locais), outros não o fizeram, preferindo recorrer a medidas menos intrusivas, como, por exemplo, uma maior obrigatoriedade do uso de máscara. Nestes países, as consequências económicas do novo aumento acentuado deverão manifestar-se através de alterações no comportamento dos consumidores, em particular em setores onde há mais contacto. No entanto, os avanços na vacinação e o maior conhecimento sobre como evitar o contágio diminuíram os riscos económicos associados a esse aumento. Se as autoridades conseguirem conter a

subida de hospitalizações e óbitos, o seu impacto deverá ser apenas temporário e não deverá comprometer a retoma em curso.

Prevê-se que o apoio orçamental diminua gradualmente este ano quer nas economias avançadas quer nas economias de mercado emergentes. Na edição de abril de 2021 do *Fiscal Monitor* do Fundo Monetário Internacional, projetava-se que os défices orçamentais começariam a diminuir em 2021 quer nas economias avançadas quer nas economias de mercado emergentes, conforme as medidas relacionadas com a pandemia expiram e os estabilizadores automáticos começam a funcionar num contexto de retoma das economias internas. No entanto, os países deverão divergir em termos de ritmo ao qual começam a reequilibrar os respetivos orçamentos. Nos Estados Unidos, o considerável estímulo orçamental preparado pela Administração Biden apoiará a retoma económica em 2021 e ajudará a economia mundial ao longo do horizonte de previsão¹. No Reino Unido, espera-se que os défices orçamentais sejam refreados, embora algumas medidas orçamentais cessantes tenham sido prolongadas até setembro de 2021. Também se prevê uma consolidação no Brasil e na Rússia, enquanto na Índia foi recentemente aprovado apoio orçamental adicional num contexto de deterioração da situação pandémica.

Em termos globais, as perspetivas de crescimento da economia mundial são ligeiramente mais favoráveis do que as projeções anteriores, sobretudo relativamente a 2022. Após uma taxa de crescimento projetada de 6,3% em 2021, projeta-se que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) aumente 4,5% em 2022 e 3,7% em 2023. Projeta-se que a recuperação mundial face à crise permaneça desigual e que as economias avançadas fora da área do euro alcancem a sua trajetória pré-pandemia no início de 2022, em grande parte devido aos Estados Unidos. Na China, que foi atingida em primeiro lugar pela pandemia, mas recuperou mais rapidamente graças a um forte apoio em termos de políticas, o PIB real alcançou a sua trajetória anterior à crise já no final do ano passado. Noutros mercados emergentes, projeta-se que a recuperação seja lenta. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a taxa de crescimento foi revista em alta em 0,1 pontos percentuais para 2021 e 0,3 pontos percentuais para 2022, mantendo-se inalterada para 2023. As perspetivas de crescimento mundial mais favoráveis em 2022 refletem em larga medida a reconfiguração da despesa pública nos Estados Unidos² e, em menor medida, uma recuperação projetada adiada no Japão visto que as taxas de infeção ao longo do verão de 2021 conduziram à reintrodução das medidas restritivas em algumas prefeituras de grande dimensão, incluindo Tóquio.

¹ O “Plano de Resgate Americano” (PRA), num total de 1,9 biliões de dólares dos Estados Unidos (8,9% do PIB), inclui uma renovação do subsídio de desemprego, a entrega de um cheque único adicional às famílias e um aumento da despesa estadual e local para financiar as medidas de saúde pública e a educação. A Administração dos Estados Unidos anunciou também mais dois novos planos orçamentais de médio prazo, os quais foram igualmente incluídos nas projeções macroeconómicas de referência elaboradas por especialistas do BCE, embora o seu impacto na atividade económica deva ser mais limitado do que o do PRA.

² O crescimento do PIB real nos Estados Unidos foi revista em alta para o final do presente ano e o início de 2022 na sequência da recente divulgação de projeções do Gabinete do Orçamento do Congresso dos Estados Unidos (Congressional Budget Office). Tal resultou num perfil de despesa pública menos antecipado (em termos quer de consumo quer de investimento) do que o que se previa nas projeções de junho de 2021.

Nos Estados Unidos, projeta-se que a economia cresça num contexto de forte apoio em termos de políticas e da dissipação gradual das restrições da oferta, embora o recente aumento das infeções por COVID-19 comprometa as perspetivas.

A atividade económica continuou a expandir-se no segundo trimestre de 2021, a uma taxa anualizada de 6,5% (após 6,4% no primeiro trimestre). Tal ficou aquém do indicado nas projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, refletindo uma despesa pública inferior ao esperado e um contributo negativo da variação de existências. O crescimento foi impulsionado pelas despesas de consumo, que refletiram o apoio ao rendimento em inícios do ano e um rápido afrouxamento das restrições relacionadas com a COVID-19. O investimento continuou a ser robusto. Um aumento recente de encomendas por liquidar em certos setores, como, por exemplo, a produção de veículos automóveis, reflete as restrições da oferta. Prosseguem as negociações no Congresso quanto aos dois planos orçamentais que tinham sido incorporados nas projeções de junho, instaurando alguma incerteza quanto às perspetivas. Embora se projete que o forte apoio em termos de políticas e a pressuposta dissipação gradual das restrições da oferta impulsionem o crescimento no médio prazo, as perspetivas de curto prazo estão ensombradas pela subida acentuada do número de infeções por COVID-19 devido à variante Delta, mais virulenta, em particular em estados com taxas de vacinação reduzidas. Consequentemente, os consumidores, que têm fomentado a retoma até ao momento, parecem estar mais cautelosos: as despesas de consumo pessoal diminuíram 0,1% em julho, enquanto a taxa de poupança dos particulares aumentou. O crescimento do emprego em julho também foi inferior ao previsto, em particular nos setores com um elevado grau de contacto, como, por exemplo, o lazer e a hospitalidade. A inflação global estabilizou num nível elevado em julho, projetando-se que permaneça em redor de 5% até ao final de 2021, devido ao facto de os estrangulamentos da oferta estarem a fazer aumentar os preços dos automóveis e outros produtos, à normalização da procura de serviços, a preços das matérias-primas mais elevados e a um desvio do produto positivo. Prevê-se que a inflação regresse a níveis próximo de 2% em 2022-2023 à medida que os estrangulamentos se dissipam e as empresas se adaptam aos padrões de procura após a pandemia.

No Reino Unido, projeta-se que a economia se mantenha numa trajetória de retoma sustentada não obstante o recente ressurgimento de casos de COVID-19.

Depois de uma contração acentuada em 2020, o PIB real recuperou no segundo trimestre de 2021 e projeta-se que permaneça numa trajetória de retoma. O programa de vacinação avançado deverá proteger grandes segmentos da população de infeções graves por COVID-19, mesmo tendo em conta o crescimento da variante Delta, tornando improvável que as restrições à mobilidade devido à COVID-19 que afetam a atividade económica tenham de ser repostas. O crescimento deverá continuar a ser apoiado pelo consumo privado e pelo investimento privado robustos em resultado de despesas orçamentais suplementares correspondentes a 2,7% do PIB aprovadas pelo governo em março. Considera-se ainda que é provável que a variação de existências aumente a volatilidade do produto no curto prazo. A inflação homóloga dos preços no consumidor caiu para 2,0% em julho, face a 2,5% em junho. A inflação subjacente também diminuiu, para 1,8%, face a 2,3% em junho. A descida da taxa homóloga da

inflação global ficou a dever-se sobretudo a preços de serviços de lazer, recreação e cultura e aos preços do vestuário, com os preços mais elevados no final do confinamento no ano passado a resultar em efeitos de base negativos este ano. Esta descida deverá ser temporária, prevendo-se que a inflação tenha registado uma subida significativa novamente em agosto e que continue a aumentar nos meses seguintes, para cerca de 4%. Excluindo os efeitos diretos dos produtos energéticos, que representam cerca de metade da subida projetada, os preços dos bens também deverão continuar a aumentar, refletindo pressões sobre os preços a nível mundial devido à subida dos preços das matérias-primas, custos de expedição e escassez de oferta.

Na China, o dinamismo de crescimento enfrenta fatores adversos no curto prazo, mas projeta-se que a atividade económica cresça a um ritmo robusto no médio prazo. A adoção de medidas de contenção mais rigorosas devido ao aumento dos casos de COVID-19, graves inundações e algumas perturbações no lado da oferta apontam para um abrandamento no terceiro trimestre. A produção industrial, as vendas a retalho e o investimento ficaram aquém das expectativas em julho, embora ainda em crescimento. O IGC na indústria transformadora caiu para 49,2 em agosto, a primeira vez que esteve em níveis contracionistas desde abril de 2020, o que torna mais provável que este setor tenha abrandado no terceiro trimestre. O IGC relativo à atividade económica no setor dos serviços gerais também caiu para 46,7, devido à maior restritividade das medidas de contenção. Porém, em meados de agosto, o número de novos casos locais de COVID-19 começou a cair para níveis muito reduzidos, e existe suficiente margem para políticas que fomentem o crescimento caso o abrandamento da economia acelere. A inflação homóloga dos preços no consumidor diminuiu para 1,0% em julho, enquanto a inflação homóloga dos preços no produtor regressou a 9% no mesmo mês após uma ligeira diminuição para 8,8% em junho, sobretudo devido a fortes subidas dos preços nos setores energético e extrativo. Em termos globais, a inflação dos preços no consumidor mantém-se moderada, em grande medida devido à atual deflação dos preços dos produtos alimentares num contexto de normalização dos preços da carne de suíno, enquanto os preços dos combustíveis subiram.

No Japão, as restrições relacionadas com a COVID-19 continuaram a pesar sobre a atividade económica, impulsionando assim a retoma na parte final de 2021. A recuperação face ao choque inicial causado pela COVID-19 estagnou no início de 2021 à medida que as medidas restritivas se agravavam num contexto de aumento das infeções. Consequentemente, o PIB real registou uma contração no primeiro trimestre. A atividade económica recuperou modestamente no segundo trimestre visto que a retoma da procura interna, em particular em termos de consumo privado, foi mais robusta do que o esperado, na sequência de novas medidas de controlo das infeções em abril/maio. Um rápido aumento dos casos de COVID-19 desencadearam então a declaração de um quarto estado de emergência em várias prefeituras (incluindo Tóquio). Embora a diminuição conexa da mobilidade tenha sido inicialmente limitada, tornou-se recentemente mais significativa, com o IGC dos serviços a registar nova descida para 42,9 em agosto. A produção industrial caiu em julho, tendo o IGC da produção na indústria transformadora diminuído para 51 em agosto. Prevê-se uma recuperação mais robusta no último trimestre, partindo do princípio de que a situação pandémica melhora gradualmente, num contexto de

progresso constante da campanha de vacinação, e de que as medidas de controlo das infeções são levantadas. Considera-se que a continuação do apoio das políticas orçamentais e monetárias, bem como a continuação da retoma da procura externa, sustentarão o crescimento no futuro. A inflação global homóloga medida pelo IPC movimentou-se de -0,5% para -0,3% em julho, enquanto a inflação subjacente se movimentou para -0,8% (face a -1,1% no mês anterior). Os preços dos produtos energéticos e os encargos com alojamento contribuíram para a subida da inflação e ajudaram a compensar o impacto de cortes substanciais nos custos de chamadas de telemóvel. A inflação subjacente excluindo fatores especiais deverá ter mantido uma tendência ascendente, sugerindo assim um dinamismo mais positivo do que indicado pelos números globais.

Nos Estados-Membros da UE da Europa Central e de Leste, projeta-se que a atividade económica recupere dinamismo progressivamente, sustentada por estímulos orçamentais e monetários. A retoma nesta região abrandou no primeiro semestre de 2021, visto que uma nova vaga de infeções por COVID-19 pesou sobre a atividade. Prevê-se que o PIB real recupere novamente e permaneça robusto ao longo do ano, dado que se espera que a continuação da flexibilização das restrições e o aumento das taxas de vacinação reavivem o crescimento. A procura interna deverá ser o principal fator impulsionador da retoma à medida que a incerteza recua e a confiança melhora num contexto de apoio de políticas orçamentais e monetárias robustas.

Em grandes países exportadores de matérias-primas, uma conjuntura externa favorável está a apoiar a retoma da atividade económica. Na Rússia, o PIB real atingiu os seus níveis pré-crise e deverá registar um forte crescimento ao longo do horizonte de projeção. A procura mundial mais forte de petróleo está a sustentar os níveis mais elevados da produção e exportações de petróleo. Considera-se igualmente que a recuperação projetada do consumo e do investimento contribuirão para o crescimento ao longo do período. Os preços dos produtos alimentares persistentemente elevados e a procura crescente deram origem a pressões inflacionistas, as quais, por sua vez, resultaram no aumento da restritividade da política monetária. No Brasil, a atividade económica mostrou-se resiliente ao ressurgimento das infeções por COVID-19, apoiada pelo crescimento das exportações robusto e a continuação da retoma do investimento (líquido de fatores idiossincráticos). A retoma relativamente rápida da confiança dos consumidores e das vendas a retalho e a reintrodução, numa menor escala do que em 2020, das transferências para famílias com rendimentos baixos e de esquemas de apoio ao emprego suportará o consumo privado no curto prazo. A política monetária começou a tornar-se mais restritiva em resposta às crescentes pressões inflacionistas, visto que se prevê que os preços elevados das matérias-primas e fatores internos (secas em algumas regiões, aumento das tarifas dos produtos energéticos e recuperação da procura) mantenham a inflação em níveis elevados no curto prazo.

Na Turquia, projeta-se que a economia cresça a um ritmo constante no médio prazo. Após o choque inicial devido à COVID-19, a economia turca registou uma rápida retoma e mostrou-se resiliente ao posterior ressurgimento de novas infeções. No segundo trimestre de 2021, o crescimento do PIB real surpreendeu em alta, situando-se em 0,9% em termos trimestrais em cadeia. O crescimento foi apoiado

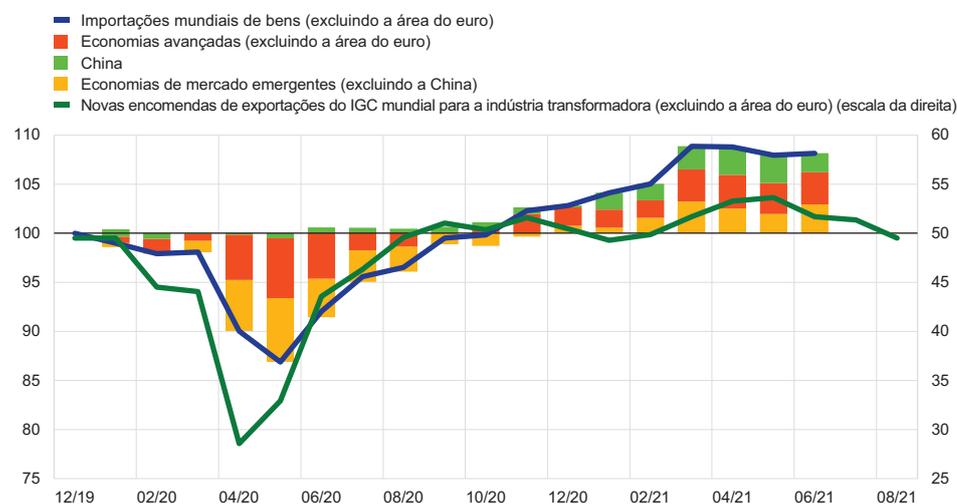
sobretudo pelo consumo das famílias, não obstante as restrições introduzidas em maio e a maior restritividade das condições financeiras, bem como pelas exportações líquidas. Em termos prospetivos, desde que a recente mudança de direção em termos de políticas no sentido da estabilidade macroeconómica seja sustentada, o crescimento do PIB real deverá permanecer moderado mas tornando-se mais equilibrado.

Projeta-se que o comércio mundial cresça a um ritmo constante no médio prazo, mas começaram a surgir sinais de moderação no curto prazo. No seguimento da recuperação dinâmica face ao choque provocado pela COVID-19, o comércio mundial regressou aos seus níveis anteriores à pandemia no primeiro trimestre de 2021. Recentemente, porém, começaram a surgir sinais de moderação do crescimento do comércio, refletindo principalmente o impacto dos estrangulamentos da oferta indicados pelos dados recentes. As importações de mercadorias registaram nova descida em maio, mas apresentaram-se globalmente estáveis em junho, permanecendo próximo dos níveis elevados observados em março. As importações de serviços mantêm-se muito abaixo dos seus níveis anteriores à pandemia, existindo poucas evidências de uma expansão da retoma. Os dados de alta frequência relativos aos voos internacionais e reservas de hotéis sugerem que o crescimento do comércio relacionado com o turismo e outros serviços ainda não voltou a acelerar nos últimos meses. O IGC mundial (excluindo a área do euro) relativo às novas encomendas de exportações na indústria transformadora diminuiu novamente em agosto, caindo para níveis ligeiramente abaixo do limiar expansionista. Paralelamente, o IGC do prazo de entrega dos fornecedores em agosto situava-se ainda acima do máximo histórico registado no pico da pandemia. Os estrangulamentos da oferta tiveram origem principalmente numa retoma mais forte do que o esperado da procura dos produtos transformados, prevendo-se que comecem a dissipar-se no início de 2022. A procura de produtos transformados tem sido muito mais dinâmica do que a procura de serviços, a qual está ainda a ser reduzida pelas medidas de contenção. Visto que as economias se tornaram mais resilientes às medidas restritivas e que os consumidores reequilibram as suas compras no sentido dos serviços, o lado da procura poderá desempenhar um menor papel nos estrangulamentos. Atualmente, porém, fatores idiossincráticos, como, por exemplo, as restrições em termos de capacidade no setor dos semicondutores, surtos de COVID-19 e fenómenos meteorológicos extremos, estão a impulsionar as perturbações no lado da oferta.

Gráfico 2

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

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



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

Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2021 (IGC) e a junho de 2021 (importações mundiais de bens).

Projeta-se que a procura externa da área do euro cresça devido a uma conjuntura externa mais favorável.

Segundo as projeções, a procura externa da área do euro registará uma expansão de 9,2% no presente ano e de 5,5% e 3,7%, respetivamente em 2022 e 2023. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, trata-se de uma revisão em alta em 0,6 pontos percentuais para 2021 e 0,3 pontos percentuais por ano para 2022 e 2023. No que respeita a 2021, tal reflete amplamente os resultados melhores do que o esperado das importações mundiais no primeiro trimestre de 2021, especialmente nas economias de mercado emergentes, visto que o comércio permaneceu relativamente resiliente aos fatores adversos à atividade económica. Para 2022 e 2023, a revisão em alta resulta das melhores perspetivas de crescimento a nível mundial e reflete a maior prociclicidade do comércio durante uma retoma económica. As importações mundiais (excluindo a área do euro) foram também revistas em alta ao longo do horizonte de projeção, prevendo-se que aumentem 11,9% em 2021, 5,3% em 2022 e 4,1% em 2023.

Considera-se que os riscos para as projeções de referência se encontram enviesados em sentido descendente no que respeita ao crescimento mundial e em sentido ascendente no que respeita à inflação mundial.

Em linha com as anteriores rondas de projeções, são utilizados dois cenários alternativos para as perspetivas mundiais para ilustrar a incerteza em torno da trajetória futura da pandemia. Estes cenários refletem a interação entre a evolução da pandemia e a trajetória conexas das medidas de contenção³. Além disso, os riscos em sentido ascendentes para a inflação global estão associados sobretudo à possibilidade de as atuais pressões inflacionistas se enraizarem ainda mais em resultado de estrangulamentos da oferta mais persistentes do que o atualmente previsto, dando

³ Para mais pormenores, ver a caixa 4 das [Projeções macroeconómicas para a área do euro de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE](#).

assim origem a expectativas de inflação mais elevada. Tal, por sua vez, poderia dar conduzir a um aumento da reestrutividade mais precoce e robusto da política monetária. Existe o risco de a maior reestrutividade das condições financeiras mundiais pôr em causa a retoma económica frágil, particularmente nas economias de mercado emergentes, aumentando a volatilidade nos mercados financeiros mundiais e exacerbando o impacto negativo do endividamento elevado no crescimento. Considera-se que estes fatores superam os riscos em sentido ascendente para as perspetivas relacionados com um efeito expansionista maior do que o esperado do pacote de estímulos orçamentais nos Estados Unidos e de uma redução mais rápida do que o atualmente projetado da poupança acumulada. Deste modo, já não se considera que os riscos para o crescimento mundial são equilibrados, como nas projeções anteriores. Ao invés, considera-se agora que estão enviesados em sentido descendente.

Evolução dos preços a nível mundial

Os preços do petróleo subiram ligeiramente desde o anterior exercício de projeção, enquanto o aumento dos preços das matérias-primas não petrolíferas foi interrompido. Registou-se igualmente nova volatilidade no mercado petrolífero, visto que o desacordo entre membros da OPEP+ impulsionou temporariamente os preços mundiais do petróleo, num contexto de melhores perspetivas para a procura mundial de petróleo. Os participantes no mercado preveem que a procura de petróleo aumente em 2021, com a mobilidade a regressar gradualmente aos níveis anteriores à pandemia. No entanto, os preços moderaram-se no início de agosto, refletindo o aumento de novas infeções por COVID-19 e perspetivas de uma maior reestrutividade da política monetária nos Estados Unidos que pesam sobre o sentimento face ao risco. Os preços à vista das matérias-primas não energéticas variaram pouco face nas projeções de setembro aos níveis indicados nas projeções de junho, visto que as recentes descidas dos preços dos metais num contexto de menor procura e de utilização das reservas estratégicas na China interromperam o aumento observado entre o verão de 2020 e o final da primavera de 2021.

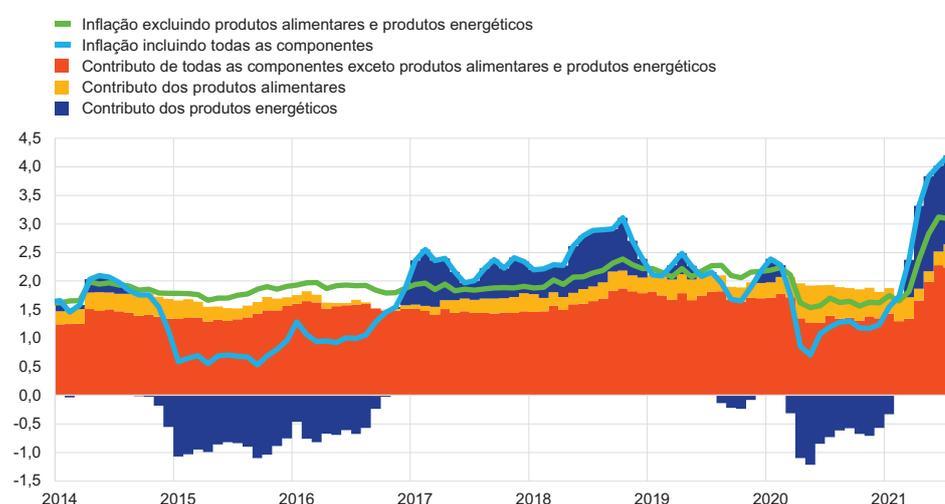
Projeta-se que a inflação mundial dos preços no consumidor aumente este ano numa conjuntura de efeitos de base, estrangulamentos da oferta e da atual retoma da procura e que diminua ao longo do resto do horizonte de projeção. A subida dos preços das matérias-primas petrolíferas e não petrolíferas, o aumento acentuado dos custos de transporte e expedição e as fricções nas cadeias de oferta agravaram as pressões inflacionistas. Tal é particularmente visível nas economias avançadas, onde a reabertura e o apoio estatal significativo libertaram uma forte procura dos consumidores. Tal empurrou os valores mais recentes da inflação dos preços no consumidor na maioria das economias avançadas para valores superiores às médias históricas. Nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), a inflação global homóloga medida pelo IPC aumentou para 4,2% em julho, face a 4,0% em junho (gráfico 3). O valor de julho marcou a nona subida consecutiva e ficou a dever-se principalmente à inflação dos preços dos produtos alimentares (de 1,9% para 3,1%),

enquanto a inflação dos preços dos produtos energéticos aumentou ligeiramente (de 16,9% para 17,4%), refletindo ainda em larga medida efeitos a nível do ano de base. A inflação medida pelo IPC nos países da OCDE excluindo produtos alimentares e produtos energéticos manteve-se inalterada em 3,1%. A inflação global homóloga medida por preços no consumidor permaneceu estável nos Estados Unidos, em 5,4%, aumentou no Canadá e abrandou no Reino Unido. No Japão, após uma alteração do ano de base, a inflação global manteve-se negativa em julho, embora tendo aumentado face ao mês anterior (de -0,5% para -0,3%). Entre as principais economias de mercado emergentes não pertencentes à OCDE, a inflação global homóloga aumentou para 9,0% no Brasil, mas manteve-se estável na Rússia e diminuiu na Índia. Na China, permaneceu estável em redor de 1%.

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 2021.

Assim que a base de comparação mais elevada para os preços das matérias-primas entrar em vigor e os estrangulamentos da oferta diminuam (a partir do início de 2022, segundo as previsões), projeta-se que a inflação mundial dos preços no consumidor se reduza. Foi também incorporado um padrão semelhante nas projeções dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro (em moeda nacional), que subiram significativamente no primeiro semestre do presente ano. As projeções para estes preços em 2021 foram revistas muito em alta, refletindo amplamente as recentes divulgações de dados em países que são considerados os principais parceiros comerciais da área do euro, o que surpreendeu em sentido ascendente em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema e, em menor medida, a subida dos preços do petróleo e a procura ligeiramente mais robusta nas economias avançadas.

2 Evolução financeira

Embora a curva a prazo do índice overnight médio do euro (EONIA) tenha diminuído nos vencimentos a médio prazo, os prazos curtos da curva mantiveram-se, em larga medida, inalterados, sugerindo não existirem expectativas de alterações nas taxas diretoras no muito curto prazo. Durante o período em análise (10 de junho a 8 de setembro de 2021), as taxas de longo prazo isentas de risco começaram por decrescer, refletindo, entre outros fatores, o reexame das indicações sobre a trajetória futura (forward guidance) do BCE, anunciada após a reunião do Conselho do BCE de julho, no seguimento da divulgação da nova estratégia de política monetária. Subsequentemente, as taxas de longo prazo isentas de risco reverteram parte deste movimento nas últimas semanas do período em análise, num contexto de surpresas em sentido ascendente quanto ao valor da inflação global e especulação sobre a desaceleração do ritmo de aquisição ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (pandemic emergency purchase programme – PEPP). Os diferenciais das obrigações soberanas em relação à taxa dos swaps indexados pelo prazo overnight (OIS) permaneceram praticamente inalterados em todas as jurisdições. Os ativos de risco mostraram resiliência global face a preocupações crescentes quanto à propagação da variante Delta do coronavírus (COVID-19). Os preços das ações aumentaram, principalmente apoiados por uma forte recuperação das expectativas de crescimento dos lucros das empresas, que foram apenas parcialmente contrabalançados por um aumento dos prémios de risco das ações. Refletindo os preços das ações, a restritividade dos diferenciais das obrigações das empresas da área do euro continuou a aumentar.

No período em análise, a EONIA e a taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situaram-se, em média, em -48 pontos base e -57 pontos base, respetivamente⁴. A liquidez excedentária aumentou aproximadamente 189 mil milhões de euros para cerca de 4395 mil milhões de euros, refletindo principalmente a compra de ativos ao abrigo do PEPP e do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), bem como o recurso à oitava operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) no valor de 109,83 mil milhões de euros. Este crescimento da liquidez excedentária, induzido pelo aumento dos ativos relacionados com política monetária, foi atenuado por uma descida líquida de outros ativos de cerca de 180 mil milhões de euros ao longo do período em análise.

Embora o segmento a médio prazo da curva a prazo da EONIA tenha diminuído ao longo do período em análise, os prazos curtos da curva mantiveram uma trajetória horizontal (gráfico 4). Os prazos curtos da curva a prazo da EONIA, até perto do fim de 2024, permaneceram largamente inalterados, o que sugere que os participantes no mercado não esperam alterações nas taxas diretoras no futuro próximo. No entanto, as taxas para os vencimentos a médio prazo deslocaram-se em sentido descendente. Parte da descida reflete o reexame das indicações sobre a

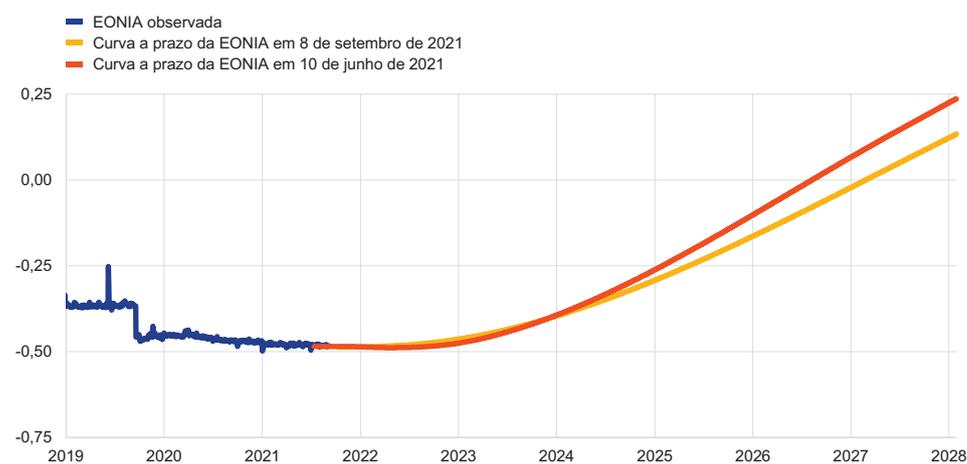
⁴ Em 2 de outubro de 2019, houve uma alteração na metodologia para o cálculo da EONIA, sendo esta agora calculada como a €STR acrescida de um diferencial fixo de 8,5 pontos base. Ver a caixa intitulada [Goodbye EONIA, welcome €STR!](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2019.

trajetória futura (*forward guidance*) do BCE, anunciada após a reunião do Conselho do BCE de julho, no seguimento da divulgação da nova estratégia de política monetária anteriormente nesse mês.

Gráfico 4

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



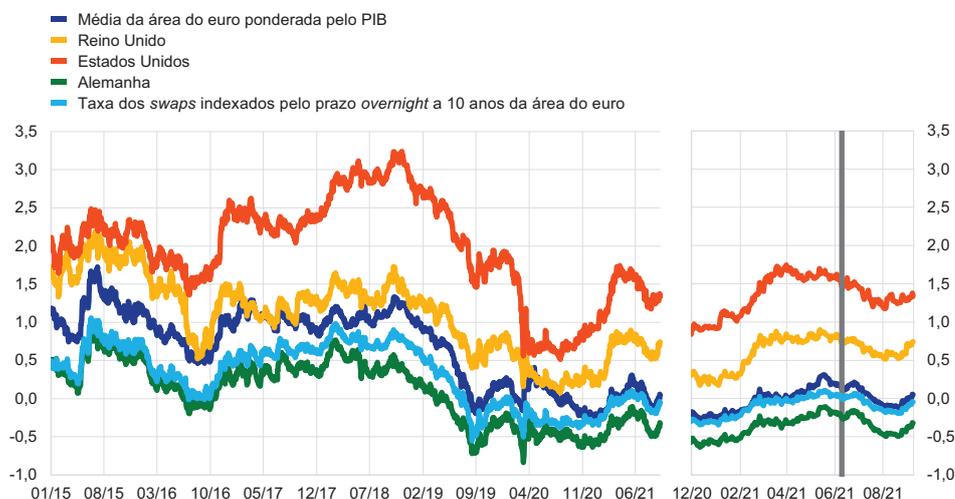
Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

A rentabilidade das obrigações soberanas na área do euro diminuiu ao longo do período em análise no contexto de expectativas da continuação do apoio em termos de política monetária (gráfico 5). A evolução dos mercados de obrigações soberanas da área do euro acompanhou de perto a evolução das taxas isentas de risco, com a rentabilidade em jurisdições individuais a mover-se em paralelo e a aproximar-se dos seus mínimos históricos em vários países ao longo do período em análise, embora invertendo parte desta descida nas últimas semanas do período. Em particular, as taxas de rentabilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro e da Alemanha ponderadas pelo PIB diminuíram cerca de 7 pontos base, atingindo -0,05% e -0,32%, respetivamente. Verificou-se uma descida semelhante nos Estados Unidos, onde as taxas de rentabilidade das obrigações soberanas a 10 anos diminuíram 10 pontos base para 1,34%.

Gráfico 5

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

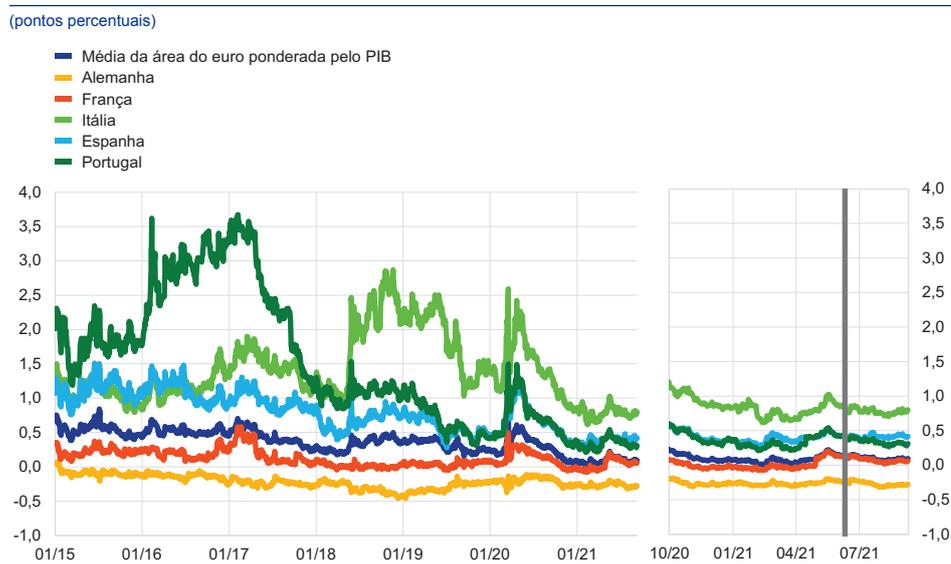
(percentagens por ano)



Os diferenciais das obrigações soberanas a longo prazo da área do euro face às taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* mantiveram-se praticamente inalterados em todas as jurisdições, apoiados por decisões de política monetária, bem como pela comunicação feita na sequência da reunião do Conselho do BCE de julho (gráfico 6). As variações dos diferenciais das obrigações soberanas individuais em relação às taxas isentas de risco foram muito reduzidas, tal como refletido no diferencial agregado das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderado pelo PIB face à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* correspondente, que diminuiu 3 pontos base, situando-se em 0,10%. Consequentemente, esta métrica mantém-se próxima dos níveis muito baixos observados perto do final de 2020, após inverter um aumento temporário no início do verão. Em termos globais, verificaram-se ligeiros decréscimos dos diferenciais a 10 anos de Portugal e França de 9 e 7 pontos base, situando-se em 0,31% e 0,06%, respetivamente. No mesmo período, os diferenciais a 10 anos de Itália permaneceram inalterados em 0,80%, enquanto em Espanha os diferenciais a 10 anos aumentaram 3 pontos base para 0,42%. Estes movimentos contidos foram provavelmente sustentados pela decisão do Conselho do BCE de junho, confirmada em julho, de manter um ritmo de aquisições significativamente mais elevado no terceiro trimestre do que no início do ano. Neste contexto de evolução tranquila nos mercados de obrigações soberanas, as primeiras emissões ao abrigo do programa “Next Generation EU” (NGEU) foram colocadas no mercado com sucesso.

Gráfico 6

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

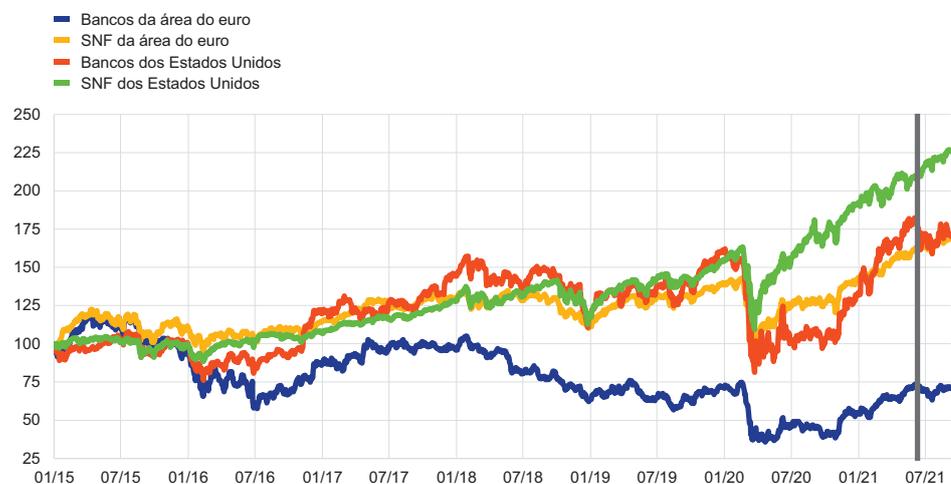


Não obstante alguma volatilidade temporária relacionada com notícias sobre a propagação da variante Delta, as cotações das ações aumentaram em ambos os lados do Atlântico, apoiadas sobretudo por ainda melhores expectativas de lucros das empresas (gráfico 7). Os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) na área do euro e nos Estados Unidos aumentaram 3,1% e 6,6%, respetivamente, atingindo máximos históricos nos Estados Unidos. Os preços das ações dos bancos nos Estados Unidos diminuíram ligeiramente, mantendo-se praticamente inalterados na área do euro. O aumento dos preços das ações de SNF foi apoiado sobretudo pelas fortes expectativas de lucros das empresas e por taxas de desconto ligeiramente mais baixas, que, por sua vez, refletiram o apoio continuado da política monetária. Contudo, um ligeiro aumento do prémio de risco das ações, ou seja, o retorno adicional exigido pelos investidores para deterem ações em vez de obrigações isentas de risco, deu um contributo negativo para os preços das ações da área do euro. O aumento das cotações das ações foi generalizado, embora as marcas deixadas pela pandemia de coronavírus nos mercados acionistas tenham sido desiguais entre os países da área do euro.

Gráfico 7

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

(índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



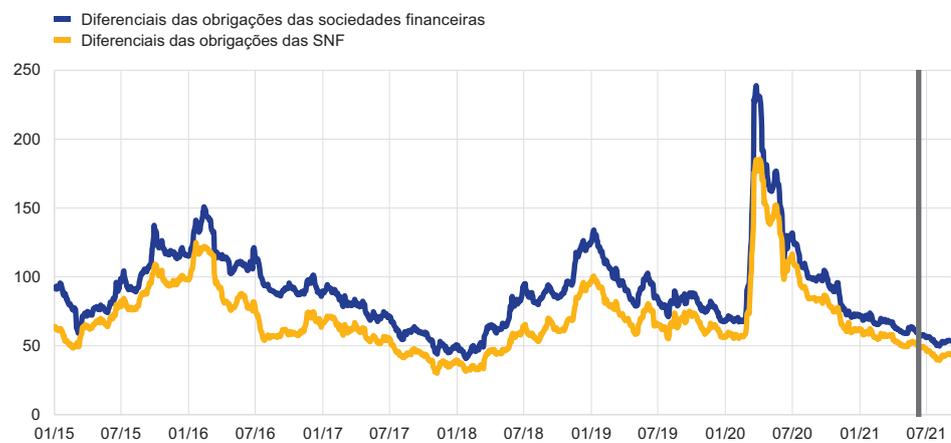
A restritividade dos diferenciais das obrigações das empresas da área do euro continuou a aumentar, confirmando o cenário de resiliência nos mercados de ativos de risco (gráfico 8).

Refletindo o aumento dos preços das ações, os diferenciais das obrigações das empresas da área do euro continuaram a diminuir. No período em análise, os diferenciais das obrigações das SNF com categoria de investimento e das obrigações do setor financeiro (em relação à taxa isenta de risco) diminuíram perto de 5 e 4 pontos base, respetivamente, para níveis observados antes da pandemia. A continuação da tendência de descida nos últimos meses pode, em grande medida, ser atribuída a prémios excedentários das obrigações, ou seja, à componente dos diferenciais das obrigações de empresas da área do euro não explicada por fatores económicos, de crédito e relacionados com a incerteza, que, por sua vez, podem refletir a continuação dos apoios em termos de políticas. Simultaneamente, continuam a existir bolsas de vulnerabilidade das empresas e o valor atual dos diferenciais parece depender da continuidade do apoio em termos de políticas.

Gráfico 8

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



Fontes: Índices iBoxx da Markit e cálculos do BCE.

Notas: Os diferenciais correspondem à diferença entre as taxas dos swaps de ativos e a taxa isenta de risco. Os índices compreendem obrigações com diferentes prazos (com um prazo de vencimento residual de pelo menos 1 ano) com notação de investimento. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 10 de junho de 2021. A última observação refere-se a 8 de setembro de 2021.

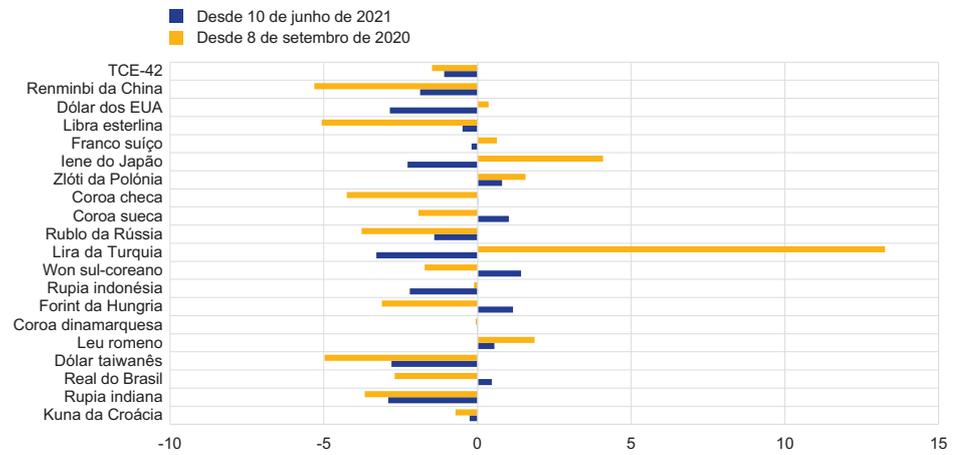
Nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira depreciação em termos ponderados pelo comércio (gráfico 9), refletindo uma fragilidade generalizada face a todas as principais moedas. No período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro, enfraqueceu 1,1%.

O euro registou uma depreciação face ao dólar dos Estados Unidos (2,9%), refletindo o alargamento do diferencial das expectativas para as taxas de juro de curto prazo entre a área do euro e os Estados Unidos, por sua vez em resultado das expectativas de uma normalização mais rápida da política monetária dos Estados Unidos. O euro também enfraqueceu face a outras principais moedas, incluindo o iene do Japão (2,3%), o renminbi da China (1,9%), a libra esterlina (0,5%) e o franco suíço (0,2%). Ao longo do mesmo período, o euro fortaleceu-se face às moedas de vários Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, entre elas o forint da Hungria (1,2%), a coroa sueca (1,0%) e o zlóti da Polónia (0,8%).

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas seleccionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-42 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevalecentes em 8 de setembro de 2021.

3 Atividade económica

A retoma da atividade na área do euro está a progredir rapidamente. O PIB real recuperou no segundo trimestre de 2021, embora permaneça cerca de 2,5% abaixo do nível anterior à pandemia, registado no quarto trimestre de 2019. A procura interna, em particular o consumo privado, deu um contributo muito assinalável para esta recuperação, tendo beneficiado de um levantamento progressivo das medidas de contenção, enquanto o comércio líquido apenas deu um pequeno contributo para o crescimento do PIB. Do lado da produção, o valor acrescentado foi principalmente apoiado por uma retoma no setor dos serviços, tendo a indústria e a construção apenas contribuído marginalmente. O resultado positivo registado no segundo trimestre assinala o início de uma retoma da atividade económica, após os dois trimestres de contração que acompanharam a reintrodução de medidas de contenção mais rigorosas no seguimento do ressurgimento da pandemia de coronavírus (COVID-19) nos meses de inverno.

No início do segundo semestre, os inquéritos às empresas e consumidores e os indicadores de elevada frequência apontavam para a continuação de um forte crescimento no terceiro trimestre, apesar da pandemia em curso e dos estrangulamentos da oferta. Os inquéritos às empresas continuam a indicar uma retoma robusta da atividade no setor dos serviços, dado que os novos progressos nas campanhas de vacinação têm ajudado a conter as hospitalizações apesar do aumento das infeções, o que permite uma maior normalização das atividades com um elevado grau de contacto. Ao invés, a atividade na indústria transformadora e na construção continua a ser condicionada pelos atuais estrangulamentos do lado da oferta, embora a confiança tenha permanecido elevada.

Após o já esperado forte desempenho no terceiro trimestre, prevê-se que o ritmo de recuperação normalize gradualmente, pois os progressos nas campanhas de vacinação deverão permitir uma nova flexibilização das medidas de contenção e os estrangulamentos do lado da oferta deverão diminuir. No médio prazo, espera-se que a recuperação da economia da área do euro seja apoiada de forma crescente por uma procura mundial forte, em paralelo com uma procura interna cada vez mais robusta, bem como pela continuação do apoio tanto da política monetária como das políticas orçamentais. Esta avaliação encontra-se globalmente refletida no cenário de referência das projeções macroeconómicas de setembro de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, que preveem que o crescimento do PIB real anual se situe em 5,0% em 2021, 4,6% em 2022 e 2,1% em 2023 ao longo do horizonte de projeção e que a atividade regresse aos níveis trimestrais registados antes da pandemia até ao final do ano. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a atividade económica foram revistas em alta para 2021, em larga medida devido a resultados melhores do que o esperado no primeiro semestre, tendo-se mantido globalmente inalteradas relativamente a 2022 e 2023.

Em termos gerais, os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro são, em geral, avaliados como equilibrados. Por um lado, é possível que se

observe uma recuperação ainda mais rápida caso a acumulação de stocks de poupança das famílias provocada pela pandemia registre uma reversão mais acelerada do que o esperado, as perspetivas para a procura mundial continuem a melhorar ou os atuais estrangulamentos do lado da oferta diminuam de forma mais célere do que o previsto. Por outro lado, o crescimento pode ficar aquém das expectativas, caso a pandemia se intensifique, em resultado da propagação de novas variantes do vírus, ou as perturbações do lado da oferta se mantiverem mais persistentes e limitem a produção mais do que o previsto.

A atividade económica na área do euro registou uma recuperação no segundo trimestre, crescendo 2,2% em termos trimestrais em cadeia e sinalizando a existência de uma forte recuperação, apesar de fatores adversos provocados por estrangulamentos da oferta. Após a recessão técnica na viragem do ano, o PIB real regressou a terreno positivo no segundo trimestre, embora estivessem em vigor medidas de contenção durante grande parte do período (gráfico 10).

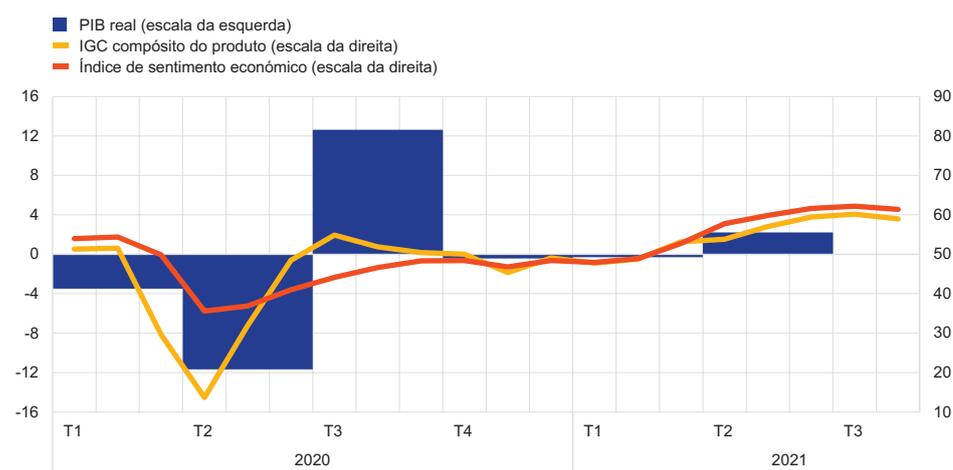
O resultado observado no segundo trimestre foi mais robusto do que o esperado nas projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o que reflete a diminuição da sensibilidade da atividade económica às restrições relacionadas com a COVID-19, tendo levado a atividade trimestral a se situar num intervalo de 2,5% face aos níveis anteriores à pandemia, registados no final de 2019. O crescimento no segundo trimestre foi principalmente impulsionado por uma forte recuperação da procura interna, em particular do consumo privado, tendo o comércio líquido contribuído apenas modestamente e as existências prejudicado ligeiramente o crescimento global.

O resultado observado no segundo trimestre foi mais robusto do que o esperado nas projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o que reflete a diminuição da sensibilidade da atividade económica às restrições relacionadas com a COVID-19, tendo levado a atividade trimestral a se situar num intervalo de 2,5% face aos níveis anteriores à pandemia, registados no final de 2019. O crescimento no segundo trimestre foi principalmente impulsionado por uma forte recuperação da procura interna, em particular do consumo privado, tendo o comércio líquido contribuído apenas modestamente e as existências prejudicado ligeiramente o crescimento global.

Gráfico 10

PIB real da área do euro, IGC compósito e índice de sentimento económico

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



Fontes: Eurostat e Markit.

Notas: O PIB da área do euro é apresentado com base em taxas de crescimento trimestral em cadeia, enquanto os indicadores do Índice dos Gestores de Compras (IGC) e do índice de sentimento económico são apresentados com uma frequência mensal. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2021 para o PIB e a agosto de 2021 para o IGC e o índice de sentimento económico.

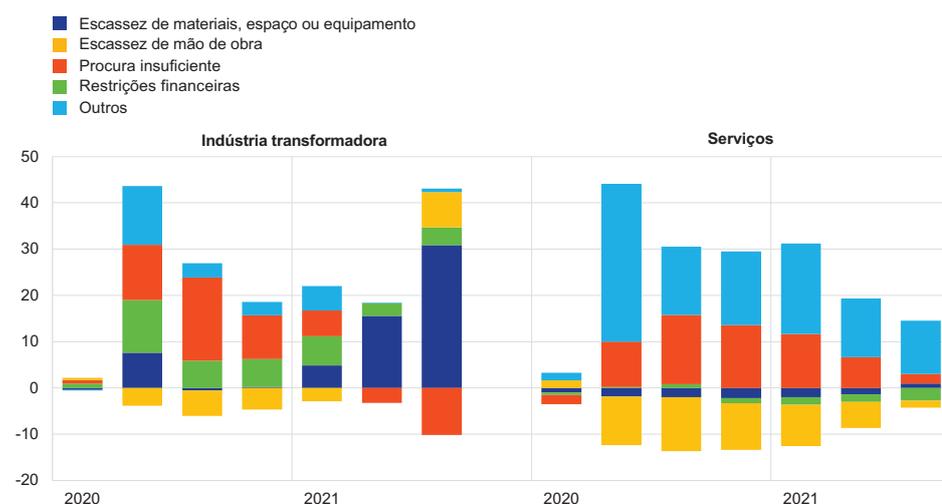
É provável que os estrangulamentos do lado da oferta tenham travado mais a produção industrial do que os serviços no segundo trimestre. O valor acrescentado nos setores da indústria e da construção contribuiu apenas ligeiramente para o crescimento no segundo trimestre, devido à continuação de

perturbações do lado da oferta (gráfico 11), incluindo a escassez generalizada de matérias-primas (entre outros, semicondutores, metais e plástico) e a persistência de estrangulamentos no setor dos transportes. No entanto, a atividade no setor dos serviços registou uma forte recuperação, refletindo a flexibilização progressiva das medidas de contenção, o que reforçou a confiança dos consumidores e as despesas de consumo.

Gráfico 11

Fatores que limitam a produção na área do euro

(percentagem de inquiridos, diferença face à média de longo prazo)



Fonte: Comissão Europeia.

Notas: A média de longo prazo é calculada relativamente ao período entre 2003 e 2019. Inquérito trimestral realizado no primeiro mês do trimestre. As últimas observações referem-se a julho de 2021.

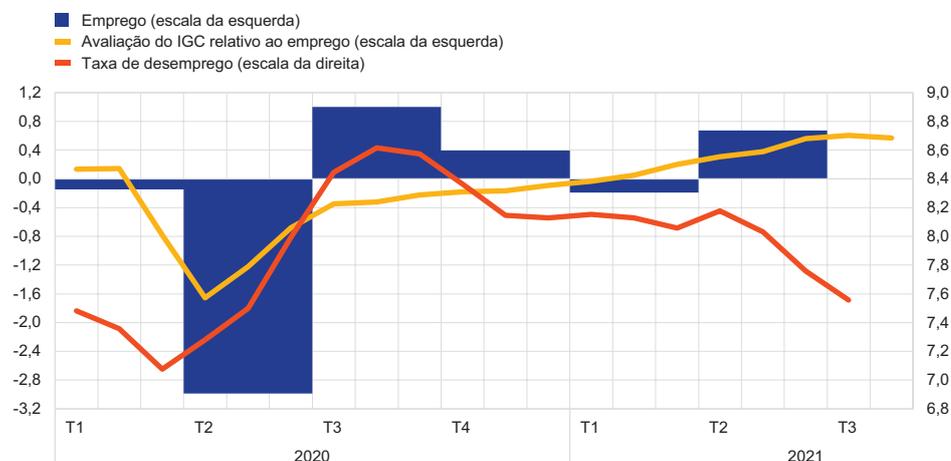
O mercado de trabalho da área do euro registou uma melhoria no segundo trimestre de 2021, embora ainda seja apoiado por regimes de manutenção de postos de trabalho. O emprego e o total de horas trabalhadas aumentaram 0,7% e 2,7%, em termos trimestrais em cadeia, respetivamente, no segundo trimestre de 2021 (gráfico 12). Em comparação com o quarto trimestre de 2019, antes de surgir a pandemia, o emprego e o total de horas trabalhadas diminuíram 1,3% e 4,2%, respetivamente, o que demonstra um maior ajustamento das horas trabalhadas do que do emprego, em resultado do apoio ao emprego proporcionado pelos regimes de manutenção de postos de trabalho em vigor⁵. A taxa de desemprego desceu para 7,6% em julho, estimando-se que o número de trabalhadores abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho seja 2,7% da população ativa no mesmo mês, uma diminuição considerável face à média de 6,2% registada nos primeiros cinco meses do ano, refletindo a flexibilização das restrições. Contudo, a percentagem de trabalhadores abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho continua a ser considerável, o que demonstra que o ajustamento do mercado de trabalho ainda está longe de estar concluído.

⁵ Ver o artigo intitulado [Hours worked in the euro area](#), na versão em inglês da presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 12

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

Notas: O Índice do IGC relativo ao emprego e a taxa de desemprego são apresentados com uma frequência mensal; o emprego é apresentado com periodicidade trimestral. O IGC é expresso num desvio face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2021 para o emprego, a agosto de 2021 para o IGC e a julho de 2021 para a taxa de desemprego.

Os indicadores de curto prazo apontam para a continuação da melhoria do mercado de trabalho.

O indicador mensal do Índice dos Gestores de Compras (IGC) compósito do emprego, que abrange a indústria e os serviços, diminuiu ligeiramente para 55,7 em agosto, face a 56,1 em julho, embora permaneça consideravelmente acima do limiar de 50, o qual indica uma expansão do emprego. O índice do IGC para o emprego recuperou totalmente face ao mínimo histórico registado em abril de 2020, situando-se atualmente ainda perto do nível observado em julho de 2021, o nível mais elevado desde março de 2000.

Os consumidores continuam cautelosamente otimistas, à medida que a respetiva situação financeira melhora, apesar de uma conjuntura de incerteza persistente relacionada com a pandemia.

O consumo privado registou uma recuperação considerável no segundo trimestre de 2021 (de 3,7% em termos trimestrais em cadeia), esperando-se que a respetiva taxa de crescimento continue elevada no terceiro trimestre, dada a flexibilização em curso das medidas de contenção, uma evolução positiva nos rendimentos de trabalho e sinais de normalização da propensão das famílias para poupar. A confiança dos consumidores continua elevada. Após ter registado aumentos durante cinco meses consecutivos, o indicador da Comissão Europeia relativo à confiança dos consumidores desceu ligeiramente em julho e agosto para -5,3, embora tenha permanecido acima da respetiva média de longo prazo de -10,6 desde 1990 e do nível anterior à pandemia de -6,4, registado em fevereiro de 2020. Enquanto os registos de automóveis em junho ainda estavam 20% abaixo do nível registado antes da pandemia, é provável que as despesas modestas em automóveis reflitam a continuação de restrições na oferta, ao invés de uma procura fraca por parte dos consumidores. É o que sugere uma elevada confiança na indústria, mas uma produção industrial modesta no setor

automóvel⁶. Após dois meses de crescimento positivo, o volume do comércio a retalho desceu 2,3% em termos mensais em cadeia, em julho, mas permanece 2,6% acima do nível observado em fevereiro de 2020.

Estima-se que o rendimento disponível real das famílias tenha crescido consideravelmente no segundo trimestre de 2021 e que registe novo fortalecimento no terceiro trimestre.

Tal é apoiado pela remuneração do trabalho, que tipicamente implica uma maior propensão para consumir do que outras fontes de rendimento. Este facto é corroborado pela informação mensal relativa aos fluxos de depósitos bancários das famílias, que aponta para alguma normalização no período de abril a julho de 2021. Contudo, uma análise dos fatores impulsionadores do aumento dos fluxos de poupança das famílias relacionado com a pandemia não sugere que exista uma elevada probabilidade de que esta poupança acumulada seja reabsorvida imediatamente para fins de consumo⁷. Esta avaliação é confirmada por recentes dados de inquéritos da Comissão Europeia, os quais sugerem que as famílias esperam que as suas grandes compras nos próximos 12 meses sejam comparáveis aos níveis anteriores à crise. Além disso, dada a atual incerteza relacionada com a pandemia, os inquiridos do *Consumer Expectations Survey* (inquérito sobre as expectativas dos consumidores) do BCE realizado em agosto de 2021 não esperam que se regresse a interações económicas e sociais normais antes da primavera de 2022.

O investimento das empresas (excluindo a construção) registou uma melhoria no segundo trimestre de 2021 e os indicadores de curto prazo apontam para uma forte procura de bens de investimento no futuro.

O investimento noutros setores exceto construção na área do euro aumentou 1,0%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2021, após uma contração semelhante no trimestre precedente, embora permaneça 17% abaixo do nível anterior à pandemia, registado no último trimestre de 2019. Entre os países de maior dimensão da área do euro, o investimento noutros setores exceto construção aumentou na Alemanha, França e Itália, tendo diminuído em Espanha e permanecido globalmente estável nos Países Baixos no segundo trimestre. Adicionalmente, o investimento em equipamento de transporte registou uma contração na área do euro pelo segundo trimestre consecutivo, provavelmente relacionada com a escassez de fatores de produção, em resultado das perturbações em curso nas cadeias de oferta, enquanto a componente de equipamento exceto equipamento de transporte permaneceu relativamente resiliente. Os indicadores de curto prazo para o terceiro trimestre de 2021 sugerem uma forte procura de bens de investimento, apesar de persistentes estrangulamentos na cadeia de oferta: estão a aumentar as novas encomendas de bens de investimento, tendo o IGC em julho e agosto permanecido claramente em terreno positivo, enquanto o prazo de entrega dos fornecedores melhorou ligeiramente, embora tenha permanecido elevado. Em resultado, as expectativas de produção registaram uma melhoria em agosto. No entanto, as empresas do setor dos bens de investimento estão atualmente a reportar a escassez de materiais e

⁶ Ver a caixa intitulada “Impacto dos estrangulamentos do lado da oferta sobre o comércio”, na presente edição do *Boletim Económico*.

⁷ Ver a recente caixa intitulada [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021.

equipamento como um fator essencial que limita a oferta na área do euro, enquanto a percentagem de empresas que indicam questões relacionadas com a procura permanece diminuta. A escassez de mão de obra está atualmente sinalizada como estando bem acima da respetiva média de longo prazo, mas apenas para uma percentagem relativamente pequena de empresas neste setor. Informações recentes do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito também estão em consonância com a melhoria das perspetivas para o investimento⁸. Os bancos reportaram um aumento da procura de empréstimos para investimento fixo no segundo trimestre de 2021 e preveem que a procura de empréstimos de longo prazo (tipicamente utilizados no financiamento do investimento) melhorem no terceiro trimestre de 2021. Embora ainda existam alguns riscos de médio prazo para as perspetivas de investimento relacionados com possíveis vulnerabilidades de empresas⁹, espera-se uma redução progressiva dos estrangulamentos do lado da oferta nos próximos trimestres, o que deverá apoiar as perspetivas de investimento.

O investimento em habitação continuou a aumentar no segundo trimestre e deverá permanecer dinâmico, apesar do aumento de fatores adversos do lado da oferta. O investimento em habitação aumentou 0,9% em termos trimestrais em cadeia no segundo trimestre, ultrapassando em 1,2% o respetivo nível anterior à crise, registado no último trimestre de 2019. Espera-se que o investimento em habitação na área do euro continue a seguir uma tendência positiva no segundo semestre de 2021, apesar de um novo aumento das restrições do lado da oferta. Embora o indicador da Comissão Europeia relativo a tendências recentes na produção no setor da construção tenha diminuído ligeiramente nos primeiros dois meses do terceiro trimestre, permaneceu consideravelmente acima da respetiva média de longo prazo. O IGC para a atividade no mercado da habitação aumentou em agosto em comparação com o mês anterior, deslocando-se ainda mais para terreno de crescimento positivo. De acordo com os dados dos inquéritos da Comissão Europeia, a procura de habitação tinha sido robusta até recentemente, como refletido no nível elevado das intenções a curto prazo dos consumidores de comprar ou construir uma casa e num novo aumento significativo das avaliações das empresas sobre o nível global de encomendas. Embora a cessação de algumas medidas de apoio estatal relacionadas com a crise possa conduzir a uma ligeira normalização da procura de habitação, a evolução do investimento em habitação é atualmente particularmente afetada por restrições do lado da oferta, que continuaram a aumentar, com novas subidas da perceção dos limites da produção no setor da construção em resultado da escassez de materiais e mão de obra em julho e agosto, no seguimento de aumentos já acentuados no segundo trimestre. Os estrangulamentos do lado da oferta também se refletem nos inquéritos do IGC para o setor da construção, os quais apresentam prazos de entrega dos fornecedores muito longos. Em termos gerais, estas restrições do lado da oferta deverão colocar alguns riscos à robustez atual do investimento em habitação no curto prazo.

⁸ Ver [July 2021 Euro area Bank Lending Survey](#).

⁹ Para uma visão mais abrangente da situação financeira das sociedades não financeiras durante a pandemia, ver a caixa intitulada "Solidez das empresas não financeiras durante a pandemia", na presente edição do *Boletim Económico*.

O crescimento das exportações da área do euro continuou a registar uma moderação no segundo trimestre de 2021.

As exportações da área do euro aumentaram 2,2% no segundo trimestre de 2021, afetadas pelas exportações moderadas da indústria transformadora, uma vez que as restrições relacionadas com a expedição e os fatores de produção continuaram a constituir um entrave¹⁰. Os dados nominais sobre as exportações de bens registaram uma contração de -0,7%, em termos mensais em cadeia em junho. A descida foi generalizada, sendo que, dos principais destinos de exportação, as únicas exceções foram a Turquia e a América do Norte. Em termos prospetivos, os indicadores baseados em encomendas para as exportações de bens sinalizam um dinamismo robusto, ainda que mais moderado, à medida que a atividade mundial e o comércio normalizam. As exportações de serviços deverão registar uma nova melhoria, uma vez que a flexibilização da mobilidade apoiará as exportações de serviços de viagens. As importações de bens da área do euro e o comércio intra-área do euro, que tinham apresentado consideráveis taxas de crescimento impulsionadas pela forte recuperação da procura interna, enfraqueceram em junho. Enquanto o total das importações aumentou 2,3% em termos trimestrais em cadeia, o comércio líquido deu um contributo ligeiramente positivo (de 0,1 pontos percentuais) para o PIB no segundo trimestre de 2021.

A informação disponível aponta para uma nova melhoria da atividade da área do euro no segundo semestre.

Embora os dados dos inquéritos tenham moderado recentemente face aos níveis elevados de finais de junho, permanecem consistentes com a continuação de um crescimento robusto no terceiro trimestre de 2021, ainda que sujeitos às crescentes restrições em curso do lado da oferta, em particular no setor da indústria transformadora (gráfico 11). O IGC compósito do produto voltou a aumentar, situando-se, em média, em 59,6 em julho e agosto, embora tenha registado uma ligeira estabilização em agosto, face a 56,8 no segundo trimestre. Tal reflete principalmente um novo fortalecimento da atividade no setor dos serviços, sendo que a atividade no setor da indústria transformadora, embora permaneça robusta, ainda é afetada por estrangulamentos do lado da oferta. O indicador de sentimento económico da Comissão Europeia também é consistente com um crescimento mais robusto no terceiro trimestre, apesar de uma queda modesta em agosto face ao máximo histórico observado em julho. A confiança dos consumidores permanece em níveis elevados, no seguimento do levantamento da generalidade das restrições a atividades de lazer, dado que os progressos das campanhas de vacinação têm ajudado a conter as hospitalizações e os óbitos, apesar de alguns ressurgimentos no número de infeções nos últimos meses. As intenções de investimento continuam a melhorar e os progressos na implementação dos fundos do “Next Generation EU” e uma orientação acomodatória da política monetária continuam a apoiar a recuperação e uma estabilidade financeira mais generalizada. Contudo, a incerteza permanece elevada – em particular no que se refere à propagação de novas variantes mais contagiosas e à persistência de restrições sobre a produção devido aos atuais estrangulamentos do lado da oferta – sendo que ainda não é evidente que todos os setores recuperem em breve e totalmente do impacto da pandemia.

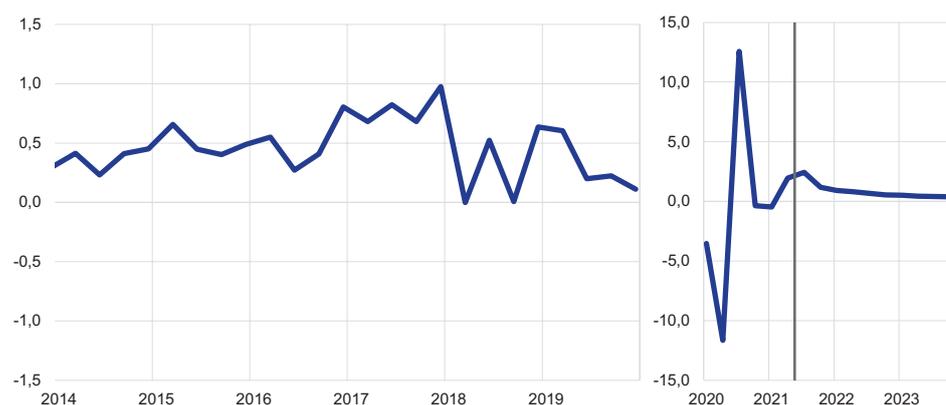
¹⁰ Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Impacto dos estrangulamentos do lado da oferta sobre o comércio”, na presente edição do *Boletim Económico*.

A atual pandemia de COVID-19 continua a colocar desafios às perspetivas, mas a retoma permanece no bom caminho. Não obstante o prolongamento modesto de medidas de contenção localizadas e os atuais estrangulamentos de produção em alguns países da área do euro, as perspetivas de crescimento permanecem fortes em resultado de uma expansão da retoma da atividade na área do euro nos principais setores, a continuação dos progressos nas campanhas de vacinação, um mercado de trabalho positivo, efeitos de aprendizagem relacionados com a pandemia e uma forte procura externa, bem como a continuação do apoio proporcionado pela política monetária e pelas políticas orçamentais. Esta situação encontra-se refletida nas projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE de setembro de 2021, segundo as quais o crescimento do PIB real anual se situará em 5,0% em 2021, 4,6% em 2022 e 2,1% em 2023 (gráfico 13). A revisão em alta de 0,4 pontos percentuais do crescimento para 2021 reflete, em larga medida, resultados melhores nos primeiros dois trimestres do ano do que o esperado nas projeções de junho, registando-se uma ligeira compensação do crescimento trimestral em cadeia previsto para o segundo semestre. O perfil de crescimento para 2022 e 2023 permanece globalmente inalterado. Projeta-se que a atividade da área do euro regresse a níveis trimestrais registados antes da pandemia no último trimestre de 2021, um trimestre antes do previsto nas projeções de junho de 2021, impulsionada por uma procura interna progressivamente mais robusta, em virtude da pressuposta continuação da flexibilização das medidas de contenção nos próximos trimestres, a eliminação dos estrangulamentos do lado da oferta até ao início de 2022, um novo fortalecimento da recuperação mundial e o substancial apoio em termos de políticas em curso¹¹.

Gráfico 13

Crescimento do PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%); dados trimestrais corrigidos de sazonalidade e de dias úteis)



Fontes: Eurostat e Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, setembro de 2021.

Notas: Os dados são corrigidos de sazonalidade e de dias úteis. Os dados históricos podem divergir das publicações mais recentes do Eurostat, devido à divulgação de dados após a data de fecho da informação para as projeções. A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. Este gráfico não apresenta intervalos em torno das projeções, refletindo o facto de o cálculo normal dos intervalos (com base em erros de projeção históricos) não captar a elevada incerteza relacionada com a pandemia de COVID-19. Em contrapartida, são fornecidos cenários alternativos baseados em diferentes pressupostos relativos à evolução futura da pandemia de COVID-19, às medidas de contenção associadas e à dimensão das marcas deixadas na economia na caixa 4 das "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, setembro de 2021".

¹¹ Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, setembro de 2021](#).

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) na área do euro registou nova subida, situando-se em 3,0% em agosto, face a 2,2% em julho e 1,9% em junho de 2021. Espera-se que a inflação registre nova subida este outono, mas desça no próximo ano. Este aumento temporário da inflação reflete principalmente a forte subida dos preços do petróleo desde cerca de meados do ano passado, a inversão da redução temporária do IVA na Alemanha, o atraso dos saldos de verão em 2020 e pressões sobre os custos decorrentes da escassez temporária de materiais e equipamento. No decurso de 2022, estes fatores deverão abrandar ou deixarão de estar incluídos no cálculo da inflação homóloga. As pressões sobre a inflação subjacente aumentaram ligeiramente. Com a continuação da recuperação económica, espera-se que a inflação subjacente registre um aumento no médio prazo, apoiada pelas medidas de política monetária. Espera-se que essa subida seja apenas gradual, dado que demorará algum tempo até que a economia regresse a um funcionamento pleno pelo que os salários só deverão registar um crescimento moderado. As medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo continuaram a aumentar, mas permanecem a alguma distância do objetivo de 2%. Esta avaliação está refletida nas projeções macroeconómicas de setembro de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, as quais preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 2,2% em 2021, 1,7% em 2022 e 1,5% em 2023 e a inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares se situe em 1,3% em 2021, 1,4% em 2022 e 1,5% em 2023. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação foram revistas em alta tanto para a inflação global como para a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e alimentares.

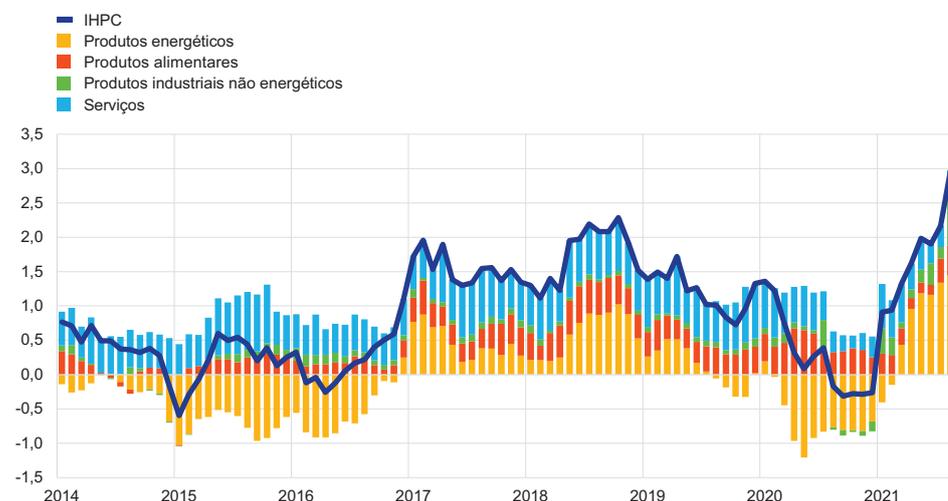
A inflação homóloga medida pelo IHPC aumentou em julho e agosto, em grande parte devido a fatores temporários. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC situou-se em 3,0% em agosto, face a 2,2% em julho e 1,9% em junho (gráfico 14). Uma aceleração dos preços dos produtos energéticos devido a efeitos de base positivos e aumentos fortes dos preços em termos mensais em cadeia – com uma taxa de variação homóloga de 15,4% em agosto – foi um importante fator impulsionador dos recentes aumentos da inflação. A dinâmica dos preços dos produtos alimentares também registou um fortalecimento, de 0,5% em termos homólogos em junho para 1,6% em julho e novamente para 2,0% em agosto. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) atingiu 1,6% em agosto, após ter registado uma queda de 0,9% em junho para 0,7% em julho. A volatilidade recente observada na inflação medida pelo IHPCX foi determinada principalmente por movimentos na componente dos produtos industriais não energéticos, que registou um aumento acentuado dos preços em agosto, face ao ano anterior. A percentagem de rubricas nas quais os preços foram imputados permaneceu no nível reduzido registado em junho,

evitando a incerteza em torno do sinal para a dinâmica dos preços subjacentes, em comparação com os primeiros meses do ano¹².

Gráfico 14

Inflação global e respetivas componentes

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As taxas de crescimento relativas a 2015 estão distorcidas em sentido ascendente, em virtude de uma alteração metodológica (ver a 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*, *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019). As últimas observações referem-se a agosto de 2021 (estimativas provisórias).

Para além do impacto em sentido ascendente dos preços dos produtos energéticos, a inflação global continuou a ser influenciada por outros fatores temporários (gráfico 15). Estes fatores têm vindo a determinar o perfil da inflação nos últimos meses. A inversão em janeiro de 2021 da redução temporária do IVA na Alemanha no segundo semestre de 2020 implica efeitos de base em sentido ascendente no segundo semestre do corrente ano. As alterações no calendário e na abrangência dos períodos de saldos nas lojas em alguns países da área do euro tiveram um forte impacto no sentido ascendente sobre a taxa de variação homóloga dos preços dos produtos industriais não energéticos (2,7% em agosto, face a 0,7% em julho), levando-a para níveis consideravelmente acima da respetiva média de longo prazo de 0,6%. Os efeitos de base relacionados com os períodos de saldos representaram cerca de 0,5 pontos percentuais do aumento da inflação dos produtos industriais não energéticos entre julho e agosto. Não obstante, os recentes aumentos também estiveram parcialmente relacionados com as pressões sobre os preços ao longo da cadeia de oferta resultantes de estrangulamentos de entrega e produção. As estimativas sugerem que não houve um impacto adicional da alteração às ponderações do IHPC para 2021 em agosto (gráfico 15), o que implica que a dimensão do impacto em sentido descendente sobre a taxa de inflação homóloga foi igual em julho e agosto. Excluindo os efeitos das alterações às ponderações do IHPC, estima-se que a inflação global e a inflação medida pelo IHPCX tenham aumentado quase meio ponto percentual em agosto. Os efeitos das ponderações do IHPC

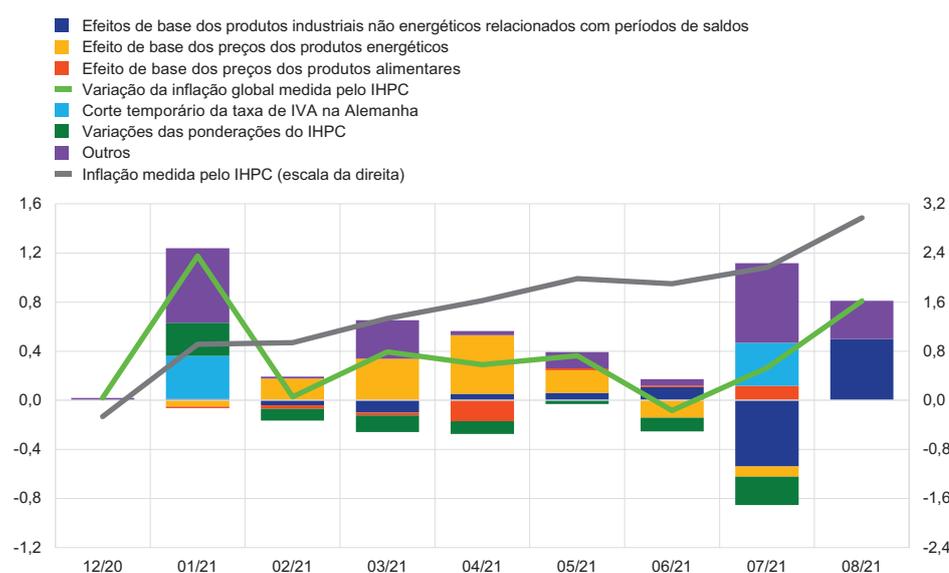
¹² A percentagem de imputações de preços relativa às rubricas do IHPC situa-se em 3% em julho e 4% em agosto, face a 13% em janeiro. A percentagem de imputações de preços relativa ao IHPCX permanece baixa, em 3% em julho e 5% em agosto, face a 18% em janeiro.

deverão implicar alguma volatilidade nos próximos meses. A maioria dos fatores atualmente subjacentes à inflação global deverão desaparecer gradualmente das taxas de crescimento homólogas no início de 2022. Esta conclusão aplica-se particularmente ao impacto do IVA e à taxa de inflação dos preços dos produtos energéticos atualmente muito elevada de mais de 10% desde abril de 2021.

Gráfico 15

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

(variações em pontos percentuais e contributos)



Fontes: Eurostat, Deutsche Bundesbank, NIPE de setembro e cálculos do BCE.

Notas: O contributo do corte temporário da taxa de IVA na Alemanha tem por base estimativas apresentadas na publicação *November 2020 Monthly Report* do Deutsche Bundesbank. Presume-se que os efeitos das ponderações em agosto sejam equivalentes aos efeitos em julho, mas estes podem alterar-se com a divulgação final do IHPC logo que possam ser calculadas estimativas adequadas. As últimas observações referem-se a agosto de 2021.

A maioria das medidas da inflação subjacente deslocou-se em sentido ascendente recentemente, tendo-se situado, em alguns casos, acima das taxas observadas antes da pandemia de coronavírus (COVID-19) (gráfico 16).

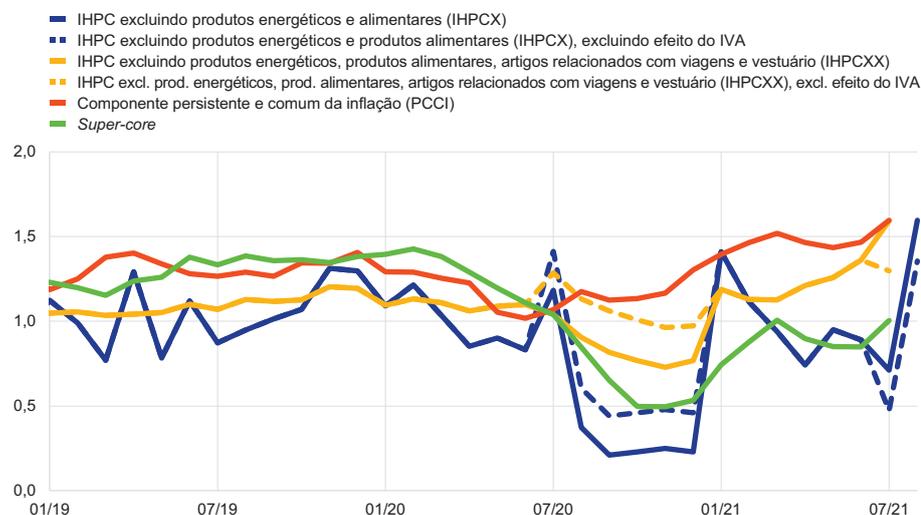
À exceção do IHPCX, os dados disponíveis mais recentes para as medidas da inflação subjacente referem-se a julho de 2021. A inflação medida pelo IHPCXX, ou seja IHPCX excluindo rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado aumentou para 1,6% em julho, face a 1,4% em junho. O indicador da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) baseado em modelos, menos afetado por alterações às ponderações e pela redução temporária do IVA na Alemanha, aumentou para 1,6% em julho, face a 1,5% em junho. O indicador *super-core* aumentou em julho para 1,0%, face a 0,8% em junho. A percentagem das rubricas do IHPCX com variações de preços acima de 2% aumentou para 36% em julho, situando-se, por conseguinte, acima do nível registado antes da pandemia. Contudo, as medidas da inflação subjacente permanecem claramente abaixo de 2% na atual conjuntura¹³.

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

Gráfico 16

Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O contributo do corte temporário da taxa de IVA na Alemanha tem por base estimativas apresentadas na publicação *November 2020 Monthly Report* do Deutsche Bundesbank. As últimas observações referem-se a agosto de 2021 (estimativas provisórias) para IHPCX e a julho de 2021 no que respeita a todas as outras medidas.

As pressões acumuladas sobre os preços dos produtos industriais não energéticos continuaram a aumentar nos últimos meses.

A inflação dos preços no produtor internos de vendas de bens de consumo não alimentares, um indicador de pressões sobre os preços nas fases mais avançadas da cadeia de oferta, aumentou para 1,9% em julho, face a 1,4% em junho e 1,3% em maio, atingindo níveis consideravelmente acima da sua média de longo prazo de 0,6%. A taxa homóloga correspondente da inflação dos preços das importações deslocou-se para terreno positivo, situando-se em 1,2% em julho e 0,1% em junho, um aumento de 2,0 e 0,9 pontos percentuais, respetivamente, face ao nível registado em maio. Tal pode refletir, em parte, alguma pressão em sentido ascendente da depreciação recente da taxa de câmbio efetiva do euro. Nas fases menos avançadas da cadeia interna de preços, os preços dos bens intermédios registaram taxas de crescimento homólogas de 12,6% em julho e 10,7% em junho, um aumento de 3,3 e 1,4 pontos percentuais, respetivamente, em comparação com maio. A inflação dos preços das importações também aumentou, de 10,6% em maio para 12,5% em junho e 13,8% em julho. Nos próximos meses, é possível que ainda existam pressões adicionais em sentido ascendente sobre a inflação dos produtos industriais não energéticos resultantes de desenvolvimentos recentes nos custos de produção. Contudo, a dimensão e o calendário da transmissão às fases de produção e preços no consumidor finais permanecem incertos. Dependerão sobretudo do grau de persistência dos choques sobre os custos dos fatores de produção a nível mundial nos próximos trimestres.

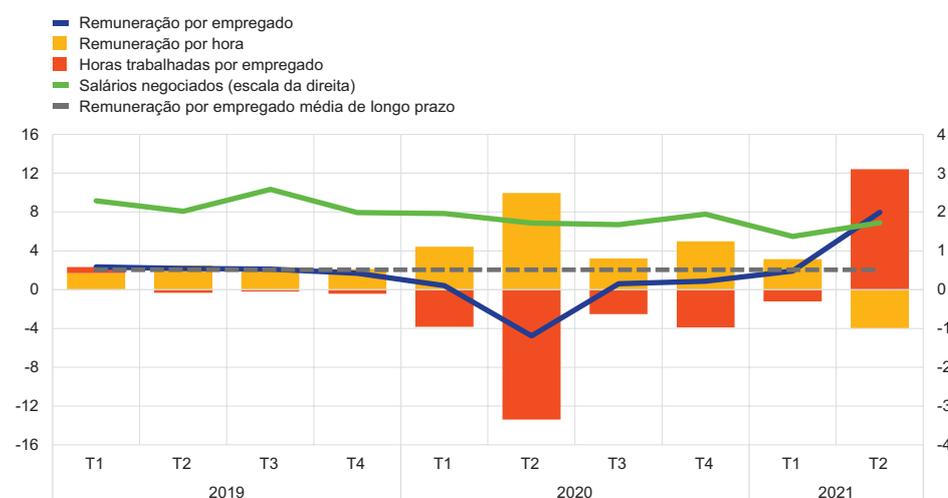
As medidas de crescimento salarial na área do euro são influenciadas por fatores temporários.

O crescimento homólogo da remuneração por empregado aumentou 8,0% no segundo trimestre, o que compara com 1,9% no primeiro trimestre (gráfico 17). Este forte aumento foi impulsionado pela taxa de crescimento homóloga das horas trabalhadas por empregado, que aumentou para 12,4% no

segundo trimestre, em resultado de efeitos de base relacionados com a pandemia. O crescimento homólogo da remuneração por hora diminuiu para -3,9% no segundo trimestre, em comparação com 3,1% no trimestre anterior, tendo o aumento das horas trabalhadas por empregado superado o aumento da remuneração por empregado. Os salários negociados aumentaram 1,7% no segundo trimestre do ano, face a 1,4% no primeiro trimestre de 2021, impulsionados sobretudo por pagamentos pontuais relacionados com a pandemia em países individuais.

Gráfico 17 Contributos das componentes da remuneração por empregado

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

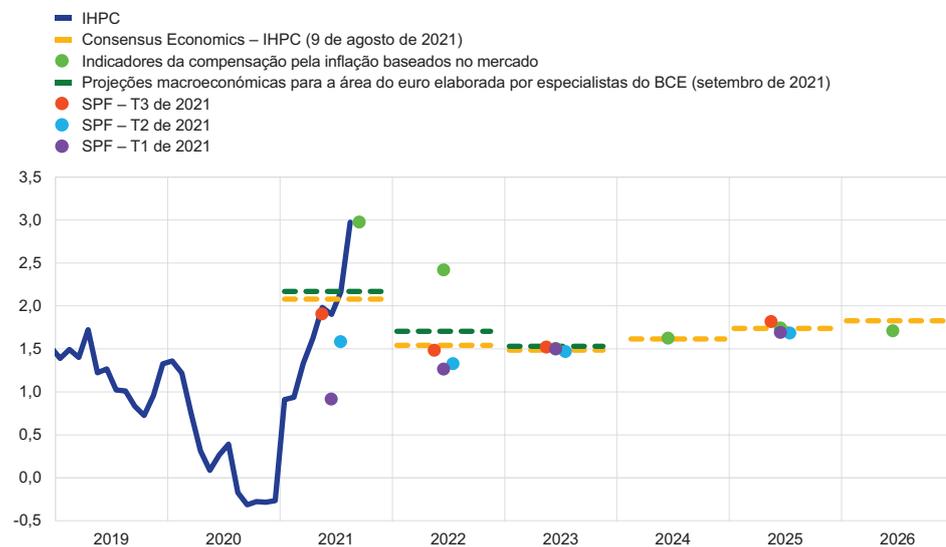
Notas: A taxa de crescimento média de longo prazo da remuneração por empregado é calculada a partir do primeiro trimestre de 1999. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2021.

Os indicadores baseados no mercado da compensação pela inflação a mais longo prazo registaram um aumento, enquanto as medidas das expectativas de inflação baseadas em inquéritos reafirmam os sinais de uma inflexão em diferentes horizontes temporais. As taxas de *swap* indexadas à inflação de mais longo prazo aumentaram desde meados de julho de 2021. Por exemplo, a taxa de *swap* indexada à inflação a 5 anos/com antecedência de 5 anos da área do euro aumentou aproximadamente 10 pontos base no período em análise para 1,7% pela primeira vez em quase três anos. Uma internalização gradual pelos participantes no mercado da nova definição do BCE do respetivo objetivo de inflação e, a este respeito, de subsequentes revisões das indicações sobre a orientação futura da política monetária, pode ter contribuído para este aumento da compensação pela inflação baseada no mercado. De acordo com o [Inquérito a Analistas Profissionais \(IAP\) do BCE](#) para o terceiro trimestre de 2021 e a mais recente informação divulgada pela Consensus Economics, as expectativas de inflação a mais longo prazo baseadas em inquéritos foram revistas em alta face ao segundo trimestre do ano (gráfico 18).

Gráfico 18

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, BCE (Inquérito a Analistas Profissionais) e cálculos do BCE.

Notas: Os indicadores baseados no mercado das séries da compensação pela inflação têm por base a taxa de inflação à vista a 1 ano e a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 2 anos, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 3 anos e a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 4 anos. As últimas observações sobre os indicadores da compensação pela inflação baseados no mercado referem-se a 8 de setembro de 2021. O Inquérito a Analistas Profissionais (*Survey of Professional Forecasters – SPF*) conduzido pelo BCE para o terceiro trimestre de 2021 foi realizado em julho de 2021. A data de fecho dos dados incluídos nas projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE foi 26 de agosto de 2021 (16 de agosto de 2021 no que se refere aos pressupostos).

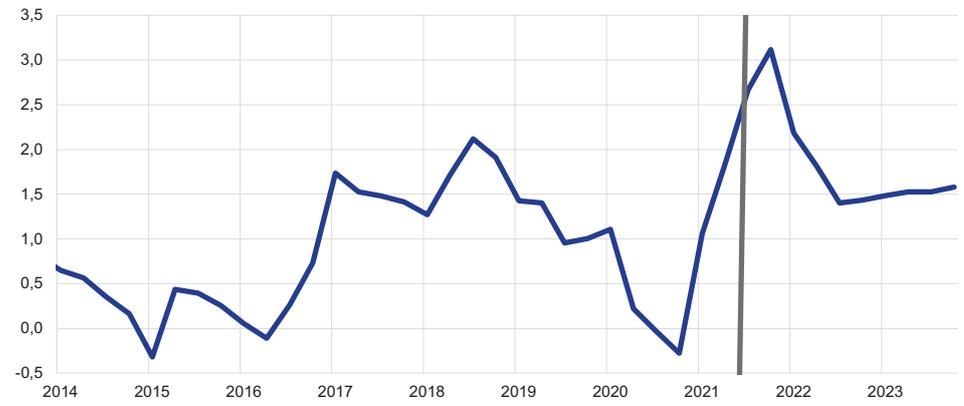
As projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação global continue a aumentar moderadamente até ao final do ano, antes de recuar no primeiro semestre de 2022, registando um fortalecimento gradual no final do horizonte de projeção.

Projeta-se que a inflação global medida pelo IHPC registre uma média de 2,2% no decurso de 2021, atingindo um máximo no quarto trimestre de 2021, devido a vários efeitos de base proeminentes. Projeta-se que a inflação global desça para 1,7% em 2022 e 1,5% em 2023 (gráfico 19). Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as taxas de inflação medida pelo IHPC foram objeto de uma revisão em alta de 0,3 pontos percentuais para 2021, 0,2 pontos percentuais para 2022 e 0,1 pontos percentuais para 2023. Tal reflete valores mais elevados observados em dados recentes para a inflação e a atividade económica, bem como um aumento das pressões do lado da oferta resultantes de perturbações nas cadeias de oferta a nível mundial. Numa análise para além do aumento temporário da inflação em 2021, o perfil da inflação a médio prazo sugere crescentes pressões em sentido ascendente sobre os preços resultantes da recuperação da atividade económica e da procura, enquanto as pressões em sentido ascendente do lado da oferta deverão diminuir. A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares deverá atingir 1,3% em 2021, 1,4% em 2022 e 1,5% em 2023, com revisões em alta de 0,2 pontos percentuais em 2021, 0,1 pontos percentuais em 2022 e 0,1 pontos percentuais em 2023, em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

Gráfico 19

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, setembro de 2021](#).

Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2021 (dados) e ao quarto trimestre de 2023 (projeções). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 26 de agosto de 2021 (16 de agosto de 2021 no que se refere aos pressupostos).

5 Moeda e crédito

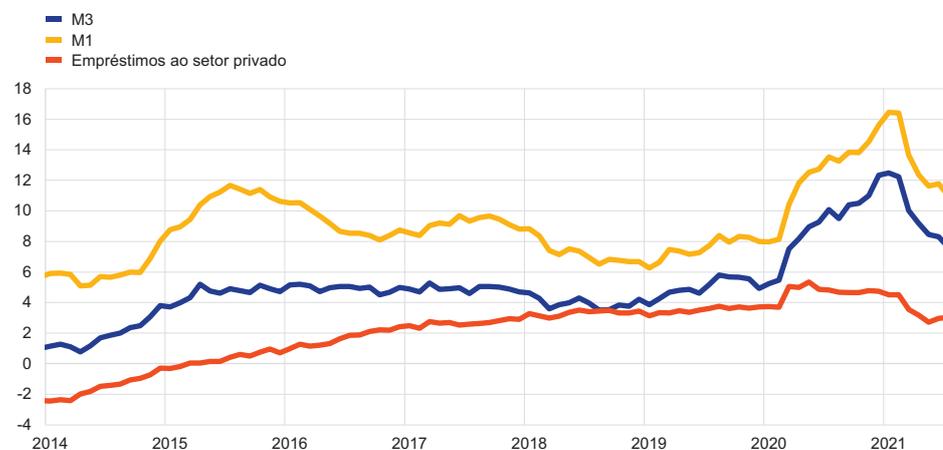
A criação de moeda na área do euro registou uma moderação em julho de 2021, continuando a normalizar-se após a expansão monetária significativa associada às primeiras fases da pandemia do coronavírus (COVID-19). O crédito interno continuou a ser o principal fator impulsor de criação de moeda, tendo as compras de ativos pelo Eurosistema dado o principal contributo para tal. O crescimento dos empréstimos ao setor privado estabilizou perto de níveis de longo prazo, mais baixos, anteriores à pandemia, enquanto as condições de financiamento se mantiveram muito favoráveis. O volume total de financiamento externo das empresas registou uma moderação no segundo trimestre de 2021. Em comparação com abril de 2021, o custo global do financiamento externo das empresas aumentou ligeiramente em julho de 2021, principalmente devido ao custo mais elevado das ações, com o custo da dívida baseada no mercado a decrescer ligeiramente e o custo do crédito bancário a manter-se largamente inalterado.

O crescimento do agregado monetário largo registou uma moderação em julho de 2021. A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo M3 caiu para 7,6% em julho, face a 8,3% em junho (gráfico 20), à medida que continuava a ser afetada por efeitos de base negativos associados a necessidades de liquidez excepcionalmente elevadas no primeiro semestre de 2020. O ritmo trimestral do crescimento do agregado monetário regressou à sua média a mais longo prazo, com a dinâmica a mais curto prazo do agregado monetário largo a refletir um ritmo robusto de criação de moeda em resultado de um apoio significativo em termos de políticas. Do lado dos componentes, o principal fator impulsor do elevado crescimento do M3 foi o agregado monetário estreito M1, que inclui as componentes mais líquidas do M3. A taxa de crescimento homóloga do M1 caiu para 11,0% em julho, face a 11,8% em junho, principalmente em resultado do crescimento mais lento dos depósitos *overnight* detidos por empresas e famílias. Embora o contributo de outros depósitos de curto prazo continuasse negativo em julho, os instrumentos negociáveis continuaram a dar um pequeno contributo para o crescimento homólogo do M3, dado o nível reduzido das taxas de juro e o comportamento de procura de rentabilidade por parte dos investidores.

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 2021.

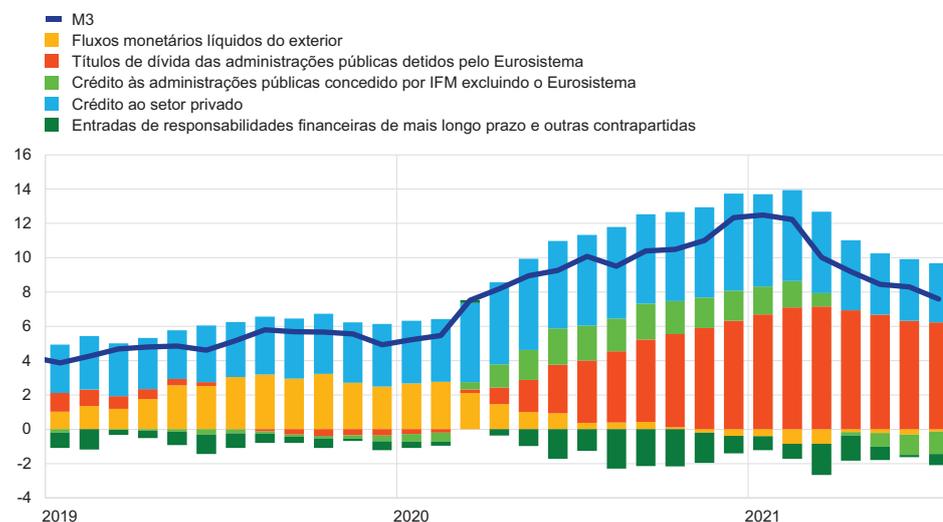
O crescimento dos depósitos *overnight* registou nova moderação. A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* caiu para 11,3% em julho, face a 12,2% em junho, uma queda impulsionada principalmente pelas empresas e famílias. A forte preferência dos detentores de moeda por depósitos *overnight* durante a pandemia refletiu, em larga medida, motivos de precaução. Nos últimos meses, num contexto de progresso em matéria de vacinação e de retoma da atividade económica, a acumulação de depósitos bancários por parte de empresas e famílias regressou ao ritmo mais lento registado antes da pandemia. O crescimento das detenções de depósitos pelas empresas variou entre os países, refletindo diferenças tanto nas necessidades de liquidez das empresas como nas medidas de apoio orçamental nacionais. Entretanto, a taxa de crescimento homóloga da moeda em circulação, que em maio tinha descido, manteve-se globalmente estável em 8,9% em julho.

A criação de moeda continuou a ser impulsionada pelas compras de ativos do Eurosistema. Como nos meses anteriores, o maior contributo para o crescimento do M3 resultou das compras líquidas pelo Eurosistema de títulos de dívida pública no contexto do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) (parte a vermelho das barras do gráfico 21). Um apoio adicional ao crescimento do M3 veio do crédito ao setor privado (parte a azul das barras). O crédito bancário às administrações públicas deu um contributo negativo para a criação de moeda, devido à venda de obrigações de dívida pública e à redução da emissão de títulos de dívida pública (parte a verde-claro das barras), enquanto os fluxos monetários externos líquidos tiveram um efeito globalmente neutro na criação de moeda (parte a amarelo das barras). Além disso, outras contrapartidas continuaram a atenuar o crescimento do agregado monetário largo (parte a verde-escuro das barras), ao passo que as condições favoráveis para as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas) continuaram a apoiar a substituição do financiamento dos bancos, afastando-se de responsabilidades de mais longo prazo.

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.

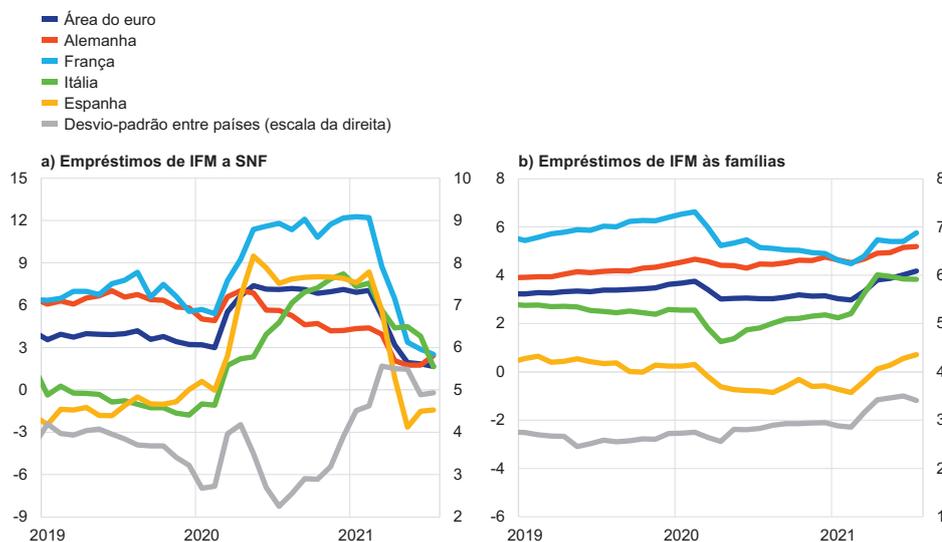
Notas: O crédito ao setor privado inclui empréstimos ao setor privado por instituições financeiras monetárias (IFM) e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Como tal, abrange igualmente compras pelo Eurosistema de títulos de dívida de instituições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

O crescimento dos empréstimos ao setor privado estabilizou perto de níveis mais baixos, anteriores à pandemia. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos bancários ao setor privado foi de 3,0% em julho (gráfico 20). Os empréstimos às empresas e às famílias continuaram a beneficiar de condições de financiamento favoráveis e da recuperação económica em curso. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos a empresas decresceu ligeiramente para 1,7% em julho, face a 1,8% em junho, enquanto a taxa de crescimento dos empréstimos às famílias aumentou para 4,2%, face a 4,0% em junho, impulsionada pelo crédito hipotecário (gráfico 22). O crescimento um pouco mais lento do crédito às empresas deve-se sobretudo ao facto de estas se encontrarem ainda bem financiadas, porque contraíram empréstimos consideráveis na primeira vaga da pandemia. As empresas apresentam posições de caixa elevadas e estão cada vez mais a reter lucros, o que reduz a necessidade de financiamento externo. De um modo geral, esta evolução oculta diferenças consideráveis entre países, o que reflete, entre outros aspetos, o progresso desigual da retoma económica.

Gráfico 22

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

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



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas e titularização. No caso das sociedades não financeiras (SNF), os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo, com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a julho de 2021.

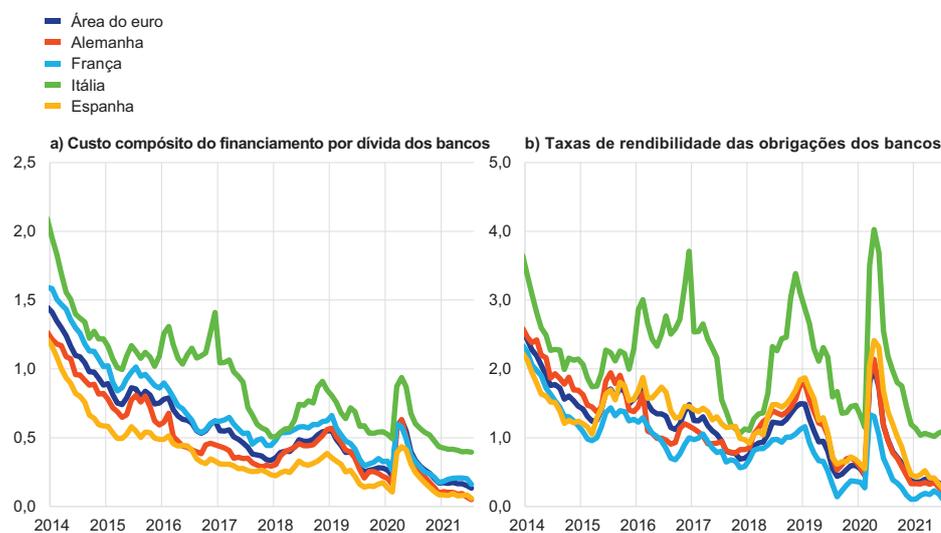
Os custos de financiamento por dívida dos bancos da área do euro mantiveram-se abaixo do nível anterior à pandemia, sustentados pelas medidas de política monetária do BCE.

O custo composto do financiamento por dívida dos bancos diminuiu ainda mais para um novo mínimo (gráfico 23) devido a vários fatores. Em primeiro lugar, foi reabsorvido um aumento da inclinação da curva de rendimentos, que tinha conduzido a um aumento do custo do financiamento por obrigações no primeiro semestre de 2021. Em segundo lugar, os bancos da área do euro têm, desde o início da pandemia, vindo a cobrar taxas de juro negativas sobre uma percentagem crescente de depósitos de empresas, enquanto a percentagem de taxas negativas aplicadas a famílias também tem aumentado, embora partindo de níveis relativamente pequenos devido à sua rigidez. Em terceiro lugar, as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas disponíveis (ORPA direcionadas III), que proporcionam liquidez aos bancos em condições muito favoráveis, contribuíram para uma nova redução da restritividade das condições de financiamento globais. Em quarto lugar, os programas APP e PEPP do BCE continuam a contribuir para reduzir as divergências nas condições de financiamento entre países, classes de risco e prazos de vencimento para níveis observados antes da pandemia. O programa “Next Generation EU” também providencia apoio, esperando-se que contribua para uma recuperação mais forte e uniforme, por sua vez resultando numa compressão do risco de crédito, em toda a área do euro. Por último, os preços das obrigações bancárias com garantia estão a ser diretamente apoiados pelo terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes do BCE (*third covered bond purchase programme – CBPP3*).

Gráfico 23

Custo composto do financiamento por dívida dos bancos

(custo composto do financiamento por depósitos e por dívida baseada no mercado sem garantia; percentagens por ano)



Fontes: BCE, Markit iBoxx e cálculos do BCE.

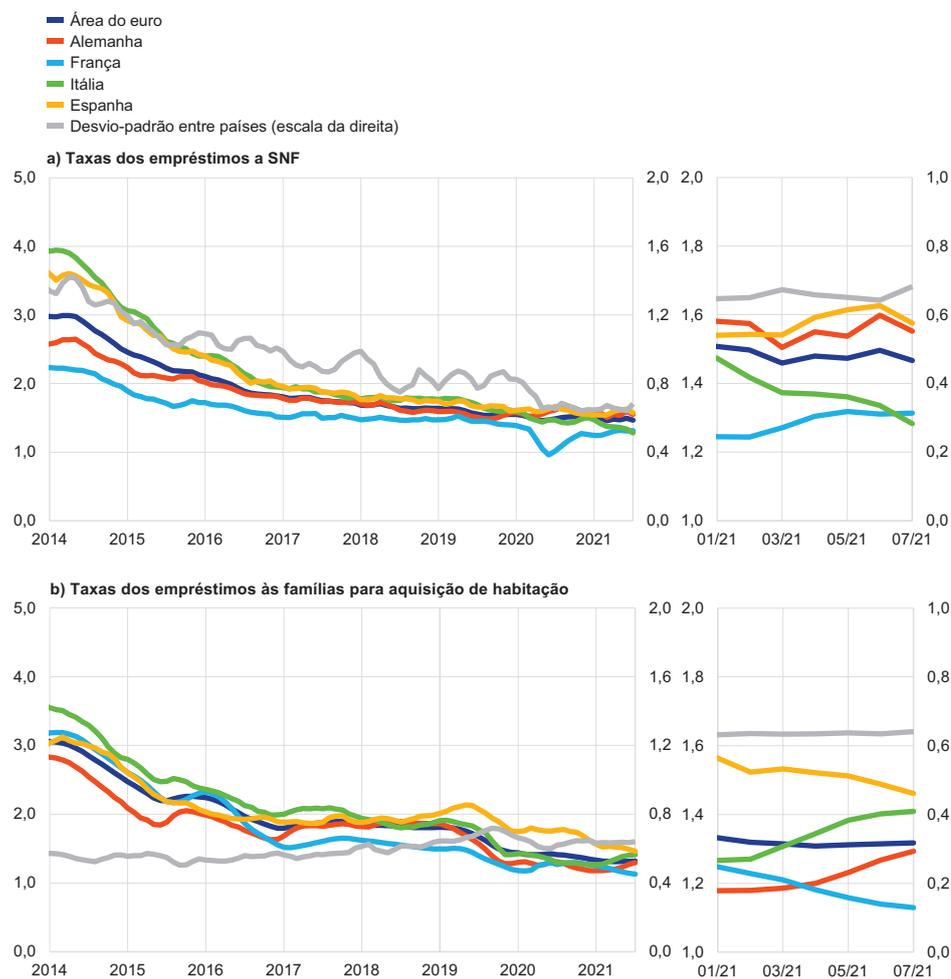
Notas: O custo composto dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As taxas de rendibilidade das obrigações bancárias referem-se a médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. As últimas observações referem-se a julho de 2021.

As taxas bancárias ativas permaneceram próximo dos mínimos históricos. Em julho de 2021, as taxas bancárias ativas compostas aplicadas aos empréstimos às SNF e aos empréstimos às famílias para aquisição de habitação permaneceram globalmente inalteradas, situando-se em 1,47% e 1,32%, respetivamente (gráfico 24). Esta evolução, que oculta algumas diferenças entre os maiores países da área do euro, os escalões de prazos de vencimento e a dimensão dos empréstimos, reflete o impacto contínuo das medidas de política monetária do BCE. O diferencial entre as taxas bancárias ativas aplicadas a empréstimos de reduzido montante e empréstimos de grande montante voltou a estabilizar em níveis anteriores à pandemia. Apesar da considerável incerteza quanto ao impacto a mais longo prazo da pandemia na economia, as medidas de apoio em termos de políticas impediram um aumento generalizado da restritividade das condições de financiamento que teria amplificado o impacto adverso inicial na economia.

Gráfico 24

Taxas ativas compósitas em países da área do euro selecionados

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



Fonte: BCE.

Notas: Estes indicadores para o custo total do crédito bancário são calculados através da agregação das taxas de curto e longo prazo, utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes de novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a julho de 2021.

O volume total de financiamento externo das empresas registou uma moderação no segundo trimestre de 2021. O crescimento homólogo do financiamento externo diminuiu de 4,3% em março para 2,2% em junho (gráfico 25, painel a), embora os fluxos de financiamento externo tenham continuado a beneficiar de condições de financiamento favoráveis. No segundo trimestre de 2021, a emissão líquida de ações cotadas aumentou enquanto os menores fluxos de financiamento externo resultaram principalmente da moderação dos empréstimos bancários às empresas. Esta desaceleração parece refletir uma evolução benigna associada a detenções de numerário e resultados transitados mais elevados, reservas de liquidez consideráveis, condições atrativas da dívida baseada em financiamento do mercado e menor intensidade de empréstimos nos setores que estão a impulsionar a retoma. Ainda assim, num contexto de abundância de reservas de liquidez e de políticas de apoio sustentadas, as empresas têm vindo a substituir cada vez mais o financiamento a curto prazo por instrumentos com prazos de vencimento mais longos. Esta alteração na

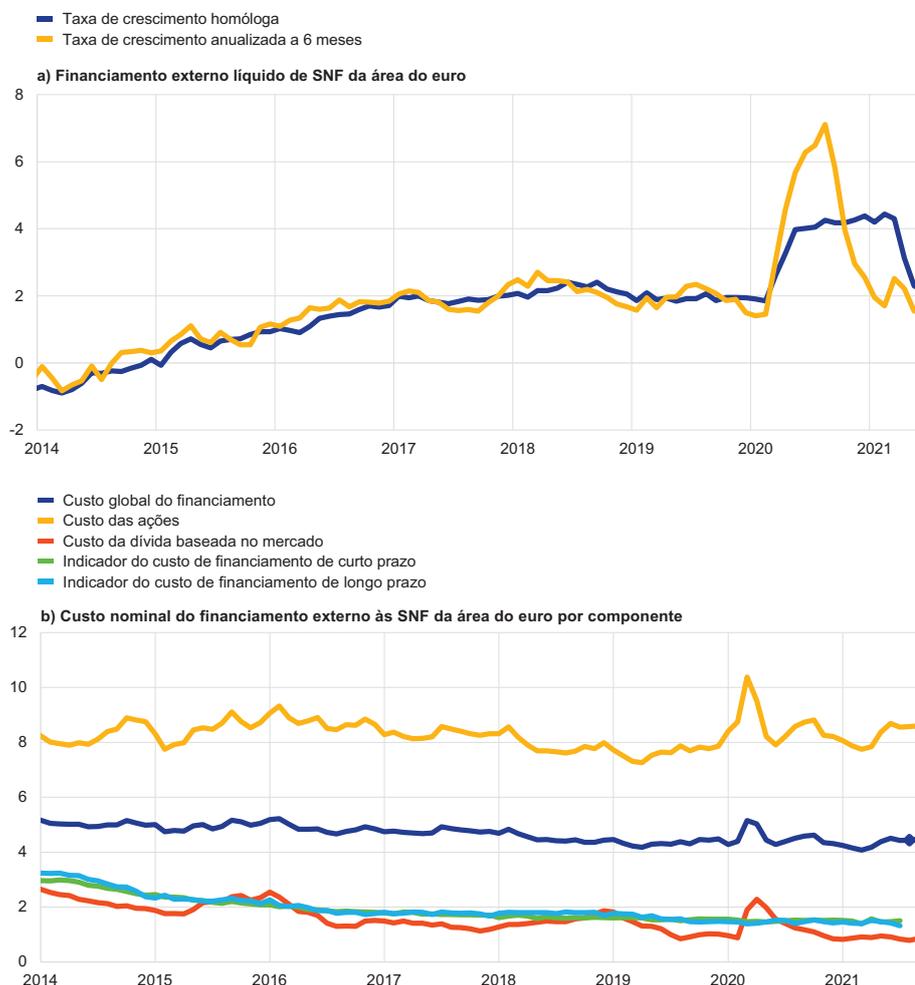
maturidade corrobora a ideia de que aumentou o interesse na utilização de financiamento externo, por oposição às reservas de liquidez, para investimento empresarial.

O custo nominal total do financiamento externo das SNF (incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações) aumentou desde abril de 2021. O custo do financiamento externo fixou-se em 4,4% em julho (gráfico 25, painel b), cerca de 70 pontos base abaixo do pico observado em março de 2020 e 35 pontos base acima do seu mínimo histórico registado em março de 2021. O aumento observado em julho de 2021 resultou, em grande medida, do custo mais elevado das ações, que refletiu um aumento do prémio de risco das ações que se sobrepôs à diminuição geral das taxas isentas de risco. Esta diminuição, em conjugação com a nova compressão dos diferenciais das obrigações de empresas, especialmente no segmento de elevada rendibilidade, levou a uma nova descida ligeira do custo da dívida baseada no mercado, que atingiu valores próximos do seu mínimo histórico registado em janeiro de 2021. Estima-se que o custo global do financiamento tenha permanecido praticamente inalterado entre julho e 8 de setembro. Embora o custo das ações se tenha mantido, de um modo geral, estável durante este período, o custo da dívida baseada no mercado exibiu maior volatilidade, caindo para um mínimo histórico em agosto, antes de regressar ao seu nível de julho, em resultado do aumento das taxas isentas de risco.

Gráfico 25

Financiamento externo das SNF da área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



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

Notas: Painel a): o financiamento externo líquido equivale à soma de empréstimos de IFM, emissão líquida de títulos de dívida e emissão líquida de ações cotadas. Os empréstimos de IFM são corrigidos de vendas, titularização e atividades de fluxos de caixa (*cash pooling*). Painel b): o custo global do financiamento das SNF é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações, com base nos respetivos saldos. Os diamantes a azul-escuro indicam previsões do momento do custo global do financiamento em agosto e setembro de 2021, partindo do princípio de que as taxas ativas bancárias permanecem inalteradas nos níveis de julho de 2021. As últimas observações referentes ao painel a) dizem respeito a junho de 2021. As últimas observações referentes ao painel b) dizem respeito a 8 de setembro de 2021 para o custo da dívida baseada no mercado (média mensal de dados diários), 3 de setembro de 2021 para o custo das ações (dados semanais) e julho de 2021 para o custo dos empréstimos (dados mensais).

O endividamento bruto das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro registou uma moderação face a níveis elevados no segundo trimestre de 2021 (gráfico 26).

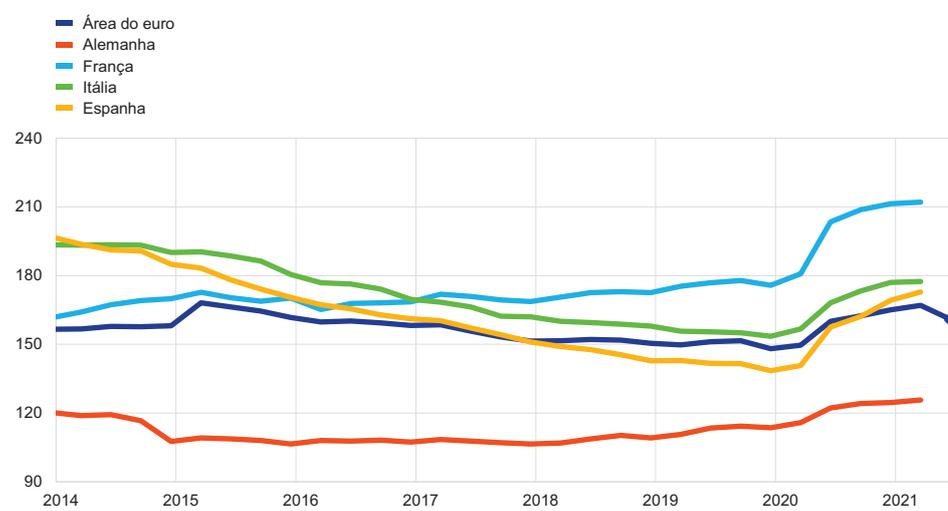
O rácio de dívida bruta, em termos de valor acrescentado das empresas, diminuiu 6 pontos percentuais no segundo trimestre de 2021, em resultado do crescimento expressivo do valor acrescentado, reduzindo o aumento cumulativo de 12,7 pontos percentuais desde o final de 2019. Globalmente, a subida generalizada do endividamento bruto das SNF desde o início de 2020 ficou a dever-se ao maior recurso ao financiamento por dívida. A dívida bruta aumentou de forma desigual entre tipos de empresas e países, refletindo diferenças na sua exposição à pandemia e na resposta de cada país em termos de políticas. Uma vez que as empresas acumularam grandes volumes de ativos líquidos desde o início da pandemia em março de 2020, o rácio da dívida líquida aumentou muito menos do

que o rácio da dívida bruta. O facto de o seu endividamento bruto se manter num nível elevado face aos padrões históricos sugere que a sua sensibilidade a choques adversos pode ainda ser elevada, na medida em que as reservas de liquidez diferem entre setores. Simultaneamente, as medidas de política orçamental evitaram que as empresas tivessem um grande défice de financiamento negativo num contexto de forte poupança bruta negativa. De um modo geral, esta evolução sugere que a resiliência das empresas e a sua capacidade para aumentar o investimento empresarial dependem, em grande parte, da retoma em curso e da continuação do apoio em termos de políticas.

Gráfico 26

Endividamento bruto das SNF em países da área do euro selecionados

(percentagens do valor acrescentado bruto das 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 intrasetoriais, títulos de dívida emitidos e passivos associados a pensões. O diamante azul indica a previsão do momento para o segundo trimestre de 2021. Caso contrário, as últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2021.

6 Evolução orçamental

Após uma expansão orçamental significativa desde o início da pandemia de coronavírus (COVID-19), o número de medidas de estímulo adicionais adotadas ao longo dos últimos meses foi limitado, com a preparação dos planos orçamentais para 2022 ainda em curso e a recuperação económica a ocorrer um pouco mais rapidamente do que o antecipado. Por conseguinte, as projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE incluem perspectivas orçamentais para a área do euro mais positivas comparando com junho. Projeta-se que o rácio do défice permaneça elevado em 2021, em 7,1%, depois de ter atingido 7,3% em 2020. Apesar disso, prevê-se que a melhoria subsequente seja rápida, à medida que a pandemia se atenua e a recuperação económica se fortalece. Deste modo, prevê-se que o rácio do défice diminua para 3,0% em 2022 e para 2,1% no final do horizonte de projeção em 2023. Espelhando esta evolução, projeta-se que a dívida da área do euro registe um máximo ligeiramente abaixo de 99% do PIB em 2021 e decresça para cerca de 94% do PIB em 2023. Porém, uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada continua a ser crucial, dado que uma retirada prematura de apoio orçamental poderia enfraquecer a recuperação e amplificar as marcas mais duradouras deixadas na economia. Ao mesmo tempo, as medidas orçamentais devem permanecer temporárias e contracíclicas, sendo, porém, necessário assegurar que são suficientemente direcionadas para dar uma resposta eficaz às vulnerabilidades e apoiar uma recuperação rápida da economia da área do euro. Como complemento das medidas orçamentais nacionais, o pacote do “Next Generation EU” (NGEU) deverá desempenhar um papel fundamental, contribuindo para uma recuperação mais rápida, forte e uniforme.

De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro registará apenas uma melhoria ligeira em 2021, mas deverá recuperar fortemente a partir de 2022¹⁴. O rácio do défice das administrações públicas da área do euro foi de 7,3% do PIB em 2020, o maior défice desde a introdução do euro. Projeta-se que desça apenas marginalmente para 7,1% do PIB em 2021, mas depois de forma mais forte, situando-se em 3,0% em 2022 e 2,1% em 2023 (gráfico 27). A subida do défice orçamental em 2020 deveu-se sobretudo a uma deterioração do saldo primário corrigido do ciclo, na sequência das medidas de apoio económico em resposta à pandemia, que ascendem a cerca de 4,2% do PIB. Projeta-se agora que o apoio à crise e à recuperação aumente para cerca de 4,6% do PIB em 2021. Tal reflete o facto de os governos terem prolongado as medidas de emergência, expandido gradualmente a sua dimensão e/ou adotado novas medidas para apoiar a

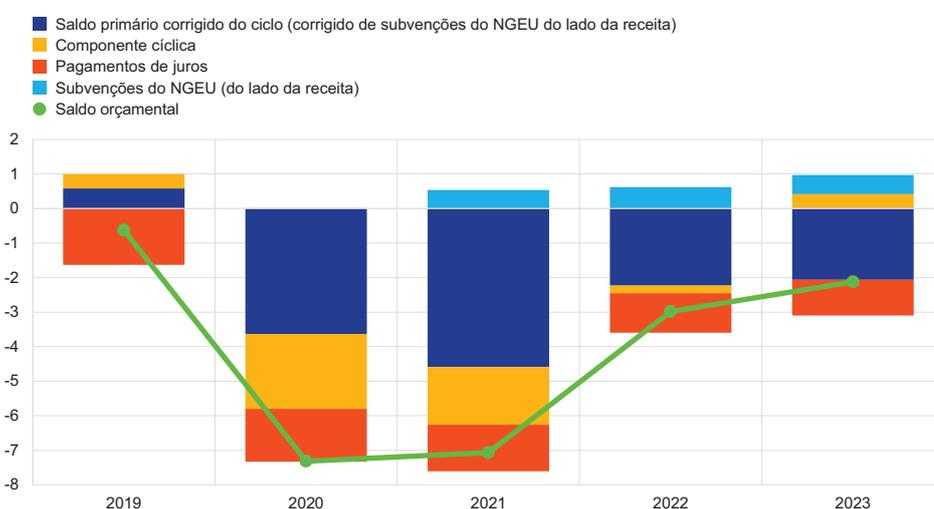
¹⁴ Ver as [Projeções macroeconómicas para área do euro elaboradas por especialistas do BCE, setembro de 2021](#).

recuperação, incluindo medidas a financiar através do NGEU¹⁵. O aumento do défice no ano passado também resultou, em parte, de uma componente cíclica negativa elevada, que deverá começar a diminuir, se bem que apenas ligeiramente, em 2021. Projeta-se que a melhoria mais significativa do saldo orçamental a partir de 2022 seja impulsionada por um saldo primário corrigido do ciclo mais elevado, tendo em conta que uma proporção considerável das medidas de emergência (que não são financiadas por subvenções do NGEU) cessará. Além disso, espera-se que o contributo negativo do ciclo económico desapareça rapidamente a partir de 2022, tornando-se positivo em 2023. Em menor grau, mas ao longo de todo o horizonte de projeção, a melhoria do saldo orçamental será também facilitada pela diminuição gradual dos contributos dos pagamentos de juros.

Gráfico 27

Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE.

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

A orientação orçamental agregada para a área do euro foi altamente expansionista em 2020 e projeta-se que continue a ser expansionista em 2021¹⁶.

Em 2022, é esperado um aumento da restritividade da orientação orçamental face aos níveis de apoio muito elevados, com o desvanecimento do apoio orçamental a par da cessação das medidas de apoio temporárias e relacionadas com a pandemia. Em

¹⁵ As subvenções do NGEU correspondem a cerca de 0,6% do PIB em cada ano do horizonte de projeção. Juntamente com um montante limitado de empréstimos, pressupõe-se que financiem um estímulo adicional de cerca de 1,5% do PIB cumulativamente durante o período de 2021-2023. A nível global, este estímulo encontra-se em consonância com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

¹⁶ A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo proporcionado pelas políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida nesta secção como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Atendendo a que as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções do NGEU com base no orçamento da UE não têm um impacto contracionista na procura, o saldo primário corrigido do ciclo é, neste contexto, ajustado de modo a excluir essas receitas. É de destacar também que as projeções orçamentais da área do euro referidas na presente secção não incluem o défice e a dívida supranacionais europeus associados às transferências do NGEU. Para mais pormenores sobre o conceito de "orientação orçamental" da área do euro, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), na versão em inglês do *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

2023, projeta-se que a orientação orçamental seja globalmente neutra¹⁷. No entanto, o nível de apoio orçamental à recuperação económica continuará a ser elevado ao longo de todo o horizonte de projeção, o que se reflete num saldo orçamental primário global que permanecerá firmemente negativo.

Além do apoio orçamental às respetivas economias, os países da área do euro disponibilizaram consideráveis pacotes de garantia de empréstimos, a fim de reforçar a posição de liquidez das empresas. No total, estes pacotes de garantias ascenderam a cerca de 19% do PIB da área do euro em 2021. Estima-se que a utilização cumulativa destas garantias no período de 2020-2021 seja de 5% do PIB, não diferindo, na sua globalidade, das projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Importa considerar que estes valores ocultam diferenças significativas quer no pacote de garantias quer na taxa de utilização entre países. As garantias de empréstimos constituem uma responsabilidade contingente das administrações públicas e, por conseguinte, o eventual recurso às mesmas constituirá uma despesa pública adicional que eleva a dívida pública.

Projeta-se que o saldo orçamental em 2021 esteja em consonância com as projeções macroeconómicas de junho de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, enquanto as perspetivas para 2022 e 2023 foram objeto de uma maior revisão em alta. Mais especificamente, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro em percentagem do PIB foi revisto em alta 0,1 pontos percentuais para 2021 e 0,4 e 0,5 pontos percentuais, respetivamente, para os dois anos seguintes. Estas revisões devem-se principalmente a uma componente cíclica melhorada e, em menor grau, ao pagamento de juros mais baixos.

No seguimento de um grande aumento do rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro em 2020, prevê-se que atinja um máximo um pouco abaixo de 99% em 2021, descendo depois gradualmente para 94% em 2023. Após o aumento, em 2020, de 14 pontos percentuais no rácio da dívida, em 2021 um défice primário ainda elevado será apenas parcialmente compensado por um contributo significativo do diferencial entre taxa de juro e crescimento para a redução da dívida. Contudo, em 2022 e 2023, o rácio da dívida começará a diminuir, em virtude de os menores défices primários serem mais do que compensados por contributos favoráveis dos diferenciais entre taxa de juro e crescimento e, em menor grau, por ajustamentos défice-dívida negativos (gráfico 28). Em resultado, no final do horizonte de projeção em 2023, o rácio da dívida em relação ao PIB deverá situar-se quase 10 pontos percentuais acima do nível registado antes da crise. Note-se, no entanto, que a crise da COVID-19 teve um impacto adverso um pouco menor na trajetória da dívida do que o esperado, em geral, na fase inicial da crise¹⁸.

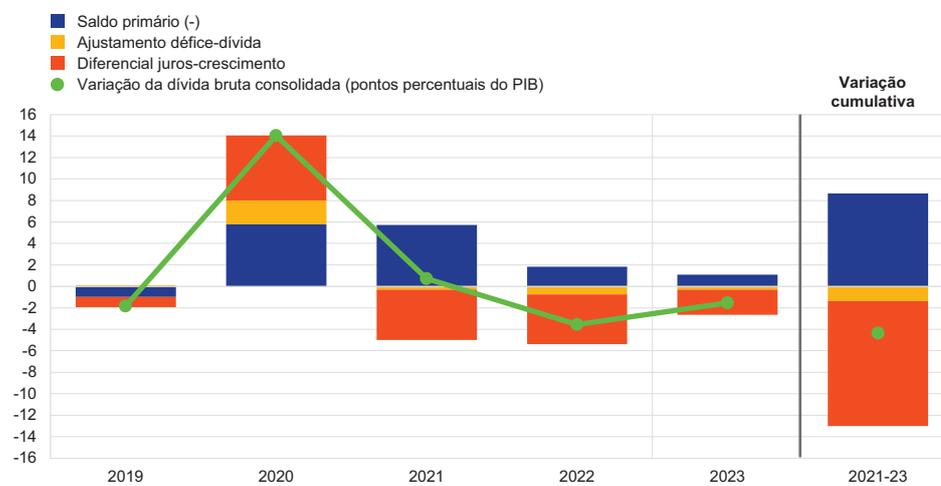
¹⁷ A orientação orçamental da área do euro é avaliada em -4,3 pontos percentuais do PIB em 2020 e projeta-se que se situe em -1,1, +2,3 e +0,2 pontos percentuais do PIB em 2021, 2022 e 2023, respetivamente, após correção das receitas relacionadas com as subvenções do NGEU.

¹⁸ Por exemplo, segundo as projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, o rácio da dívida em relação ao PIB no final de 2022 deveria ter alcançado mais 4 pontos percentuais do que o apresentado nas projeções atuais.

Gráfico 28

Fatores impulsionadores da variação da dívida pública da área do euro

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



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

As políticas orçamentais nacionais devem continuar a proporcionar apoio crítico, atempado e suficientemente direcionado às empresas e às famílias mais expostas à pandemia em curso. Uma retirada prematura do apoio orçamental poderia enfraquecer a recuperação e amplificar as marcas mais duradouras deixadas na economia. Ao mesmo tempo, as medidas orçamentais devem permanecer temporárias e contracíclicas, sendo, porém, necessário assegurar que são suficientemente direcionadas para dar uma resposta eficaz às vulnerabilidades e apoiar uma recuperação rápida da economia da área do euro. A redução gradual de desequilíbrios orçamentais, assim que a atividade económica recuperar o suficiente, pode ser amplificada por uma mudança decisiva no sentido de uma composição das finanças públicas mais favorável ao crescimento e de reformas estruturais que aumentem o potencial de crescimento das economias da área do euro. O Mecanismo de Recuperação e Resiliência do NGEU pode prestar um apoio importante neste aspeto, nomeadamente acelerando a transição ecológica e digital.

Caixas

1 Comparação da evolução recente da inflação nos Estados Unidos e na área do euro

Por Gerrit Koester, Jakob Nordeman e Michel Soudan

Depois de ter diminuído em 2020, a inflação global aumentou consideravelmente quer nos Estados Unidos quer na área do euro ao longo dos últimos meses (gráfico A). Os efeitos de base relacionados com a retoma dos preços dos produtos energéticos face à queda observada no ano anterior desempenharam um papel importante nesta subida – quer nos Estados Unidos quer na área do euro¹⁹.

Porém, a recente subida da inflação global tem sido consideravelmente mais acentuada nos Estados Unidos do que na área do euro, o que também se refletiu na evolução dos níveis dos preços nos Estados Unidos e na área do euro. Os índices relativos à inflação global e à inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares na área do euro situam-se cerca de 2% acima do nível observado antes da pandemia de coronavírus (COVID-19) (dezembro de 2019), enquanto nos Estados Unidos se situam cerca de 6% acima desse nível (gráfico B).

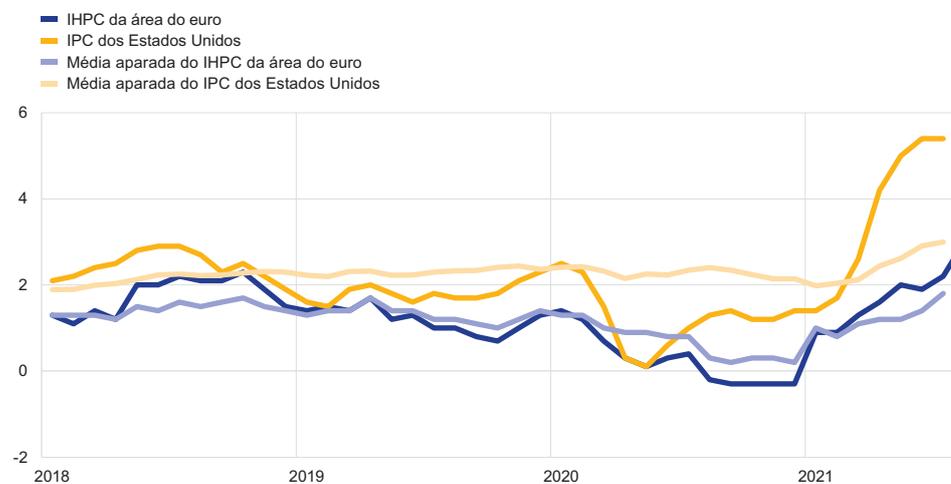
A evolução da inflação global ao longo dos últimos meses, e especialmente nos Estados Unidos, tem sido impulsionada por um número de rubricas relativamente reduzido com taxas de inflação muito elevadas – incluindo os preços dos produtos energéticos. Este facto pode ser ilustrado, por exemplo, pelas “médias aparadas” da inflação medida pelo IPC nos Estados Unidos e da inflação medida pelo IHPC na área do euro, as quais excluem as rubricas com as taxas de inflação mais elevadas e mais baixas (gráfico A). A inflação global medida pela média aparada aumentou entre janeiro e julho de 2021 em cerca de 1,0 pontos percentuais para o IPC nos Estados Unidos e 0,8 pontos percentuais para o IHPC na área do euro. Em contraste, a inflação global não aparada medida pelo IPC dos Estados Unidos aumentou 4,0 pontos percentuais ao longo desse período, enquanto na área do euro a inflação medida pelo IHPC subiu 1,3 pontos percentuais.

¹⁹ Ver também a caixa intitulada [Recent dynamics in energy inflation: the role of base effects and taxes](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2021.

Gráfico A

Inflação global e médias aparadas

(taxas de variação homólogas (%))



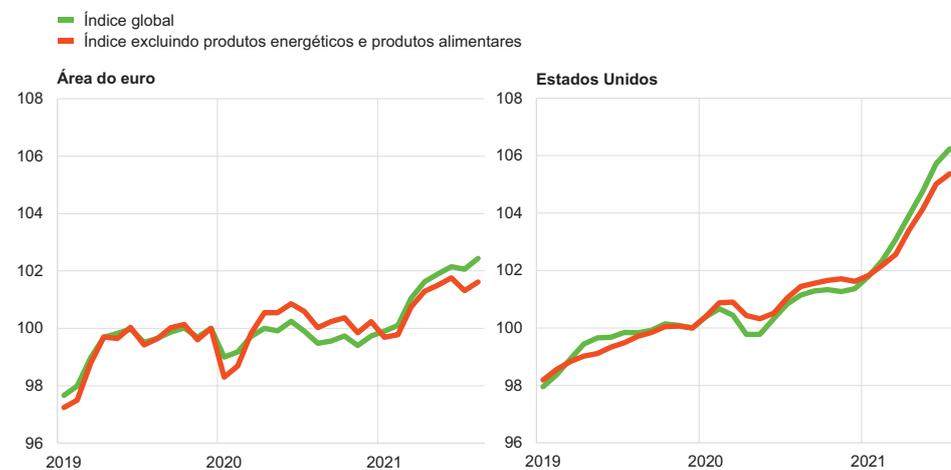
Fontes: Eurostat, Federal Reserve Bank of Cleveland e BCE.

Notas: "IHPC" significa Índice Harmonizado de Preços no Consumidor e "IPC" significa Índice de Preços no Consumidor. A média aparada exclui 16% das rubricas do IPC dos Estados Unidos (cálculos do Federal Reserve Bank of Cleveland) e 15% das rubricas relativas ao IHPC da área do euro (com base em cálculos do BCE). As médias aparadas retiram cerca de 8% de cada aba de distribuição das variações de preços no IHPC da área do euro e no IPC dos Estados Unidos numa base mensal. As taxas de variação homólogas são calculadas utilizando ponderações redimensionadas. As últimas observações referem-se a julho de 2021, à exceção do IHPC da área do euro, para o qual os dados mais recentes se referem a agosto de 2021.

Gráfico B

Níveis do índice para o IHPC na área do euro e o IPC nos Estados Unidos

(índice: dezembro de 2019 = 100)



Fontes: Eurostat, Federal Reserve Bank of Cleveland e BCE.

Notas: "IHPC" significa Índice Harmonizado de Preços no Consumidor e "IPC" significa Índice de Preços no Consumidor. A inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares refere-se ao IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares para a área do euro e ao IPC menos produtos alimentares e produtos energéticos para os Estados Unidos. As últimas observações referem-se a julho de 2021 (Estados Unidos) e a agosto de 2021 (área do euro).

Enquanto nos Estados Unidos a inflação medida pelo IPC menos produtos alimentares e produtos energéticos é agora significativamente mais elevada do que antes da pandemia, na área do euro a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) manteve-se inferior à observada antes da pandemia (gráfico C)²⁰. Na área do euro, a

inflação medida pelo IHPCX situava-se em 0,7% em julho de 2021, em comparação com 1,2% em fevereiro de 2020. Em contraste, a inflação medida pelo IPC menos produtos alimentares e produtos energéticos nos Estados Unidos partiu de um nível consideravelmente mais elevado (2,4% em fevereiro de 2020) e situou-se em 4,3% em julho de 2021. Para além da margem disponível na economia ainda mais elevada na área do euro, estas diferenças na evolução da inflação podem ser atribuídas a vários fatores. Em primeiro lugar, os preços dos automóveis ligeiros e pesados usados nos Estados Unidos dispararam durante o segundo trimestre de 2021 por várias razões: os automóveis novos, um substituto próximo, estavam menos disponíveis devido ao abrandamento da produção resultante da escassez de semicondutores; as agências de aluguer de automóveis reduziram as vendas de automóveis usados num contexto de maior procura de aluguer de automóveis à medida que a economia reabria; as preferências deslocaram-se do transporte público para o transporte privado; e o rendimento disponível das famílias foi impulsionado por estímulos orçamentais – o que aumentou a procura de automóveis usados nos Estados Unidos. Por si só, a subida dos preços dos automóveis ligeiros e pesados usados representou, com 1,5 pontos percentuais, cerca de metade do aumento da inflação medida pelo IPC menos produtos alimentares e produtos energéticos nos Estados Unidos de 1,4% em janeiro de 2021 para 4,3% em julho de 2021. Em contraste, na área do euro, registou-se uma ligeira subida dos preços dos automóveis novos nos últimos meses – em parte associada a estrangulamentos na cadeia de oferta – mas os preços dos automóveis usados, em média, não aumentaram muito acentuadamente dada a ausência de subidas muito fortes na procura. Além disso, o peso dos automóveis usados no IHPC global é consideravelmente inferior (1,1%, em comparação com aproximadamente 3% nos Estados Unidos). Segundo, os preços dos serviços relacionados com viagens e de transporte nos Estados Unidos subiram fortemente na sequência do abrandamento das medidas de contenção, o que conduziu a um contributo positivo substancial para a inflação medida pelo IPC ao longo dos últimos meses. Na área do euro, as medidas de contenção foram levantadas mais tarde e, deste modo, a resposta dos serviços de transporte e relacionados com viagens apresentou um desfasamento face à dos Estados Unidos²¹. As rendas moderaram ligeiramente a divergência entre a evolução da inflação nos Estados Unidos e na área do euro. Embora tenham travado a inflação menos produtos alimentares e produtos energéticos nos Estados Unidos, tal não foi o caso na área do euro, refletindo uma maior ponderação no cabaz de consumo dos Estados Unidos e rendas mais estáticas na área do euro durante a pandemia. No entanto, existem algumas características comuns na evolução da inflação subjacente nos Estados Unidos e na

²⁰ As alterações às ponderações do IHPC em 2021 também afetaram a evolução da inflação medida pelo IHPCX na área do euro desde o início de 2021. Tiveram um impacto negativo sobre a evolução mais recente da inflação medida pelo IHPCX – tendo em conta que estes efeitos aproximaríamos muito mais a inflação medida pelo IHPCX na área do euro dos níveis observados em fevereiro de 2020. Para mais pormenores, ver a secção 4 e especialmente o gráfico 8 do *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021.

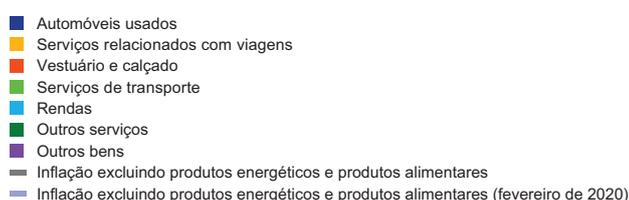
²¹ Além disso, as alterações às ponderações do IHPC em 2021 tiveram um efeito negativo nas taxas de inflação especialmente nestes serviços (ver a nota de rodapé anterior).

área do euro. Ambas as regiões registaram um contributo crescente dos bens de consumo excluindo rubricas voláteis tais como vestuário e calçado e automóveis usados (gráfico D). Tal deverá refletir uma combinação de fatores, tais como a retoma da procura após confinamentos, mas também alguma repercussão de pressões sobre a cadeia de preços a nível mundial desencadeada pela subida dos preços dos fatores de produção (incluindo das matérias-primas), custos de expedição e estrangulamentos no caso de alguns fatores de produção²².

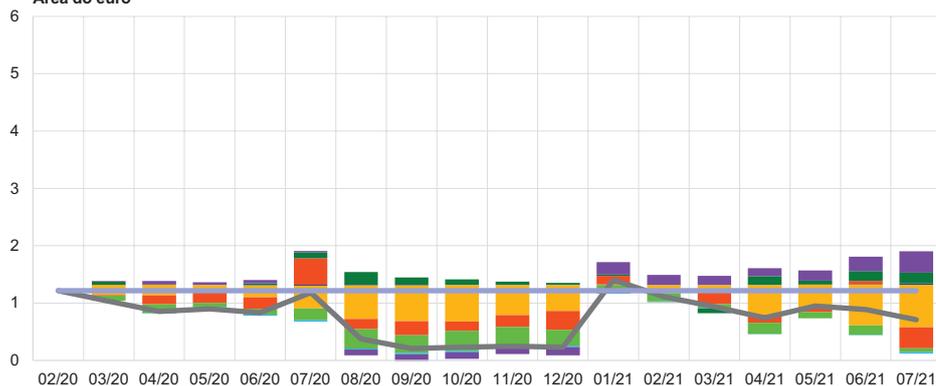
Gráfico C

Contributos para a inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares na área do euro e nos Estados Unidos

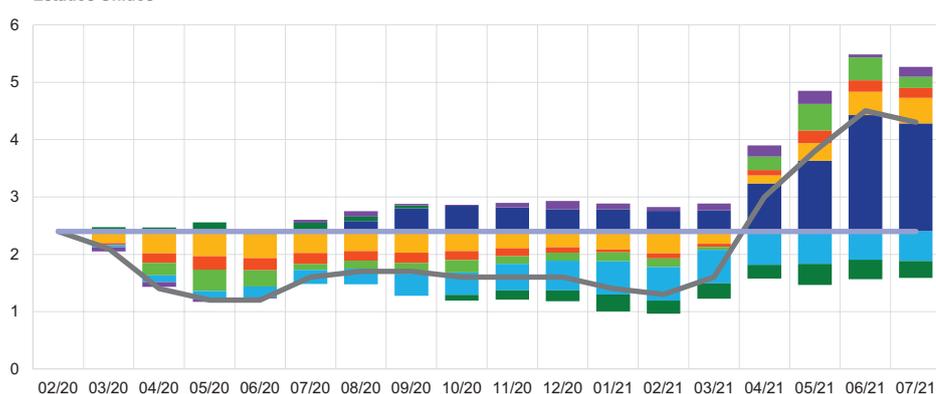
(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais em comparação com fevereiro de 2020)



Área do euro



Estados Unidos



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

Notas: "IHPC" significa Índice Harmonizado de Preços no Consumidor e "IPC" significa Índice de Preços no Consumidor. Contributos para o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares para a área do euro e para o IPC menos produtos alimentares e produtos energéticos para os Estados Unidos. A evolução na área do euro foi afetada pela redução temporária do IVA na Alemanha no segundo semestre de 2020. As tarifas das transportadoras aéreas estão incluídas nos serviços relacionados com viagens quer na área do euro quer nos Estados Unidos e ficam excluídas dos serviços de transporte. As últimas observações referem-se a julho de 2021.

²² Ver também as caixas intituladas [What is driving the recent surge in shipping costs?](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2021, [A escassez de semicondutores e as respetivas implicações para o comércio, a produção e os preços da área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2021 e [Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021.

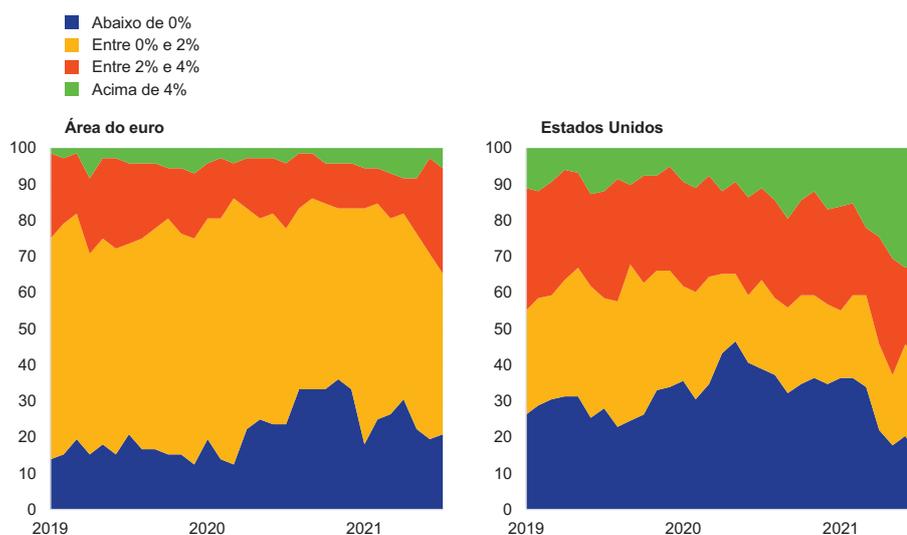
As pressões sobre os preços são mais generalizadas nos Estados Unidos do que na área do euro (gráfico D).

Embora algumas rubricas com taxas de inflação especialmente elevadas (incluindo a inflação dos preços dos produtos energéticos) tenham desempenhado um papel fundamental na forte subida da inflação global ao longo dos últimos meses, as pressões sobre os preços nos Estados Unidos aumentaram de forma mais generalizada em todos os escalões de distribuição de rubricas incluídas no IPC menos produtos alimentares e produtos energéticos. Analisando em maior pormenor as distribuições das variações de preços de rubricas incluídas neste índice nos Estados Unidos, a percentagem de rubricas com subidas anuais de preços superiores a 4% aumentou acentuadamente (para aproximadamente um terço em julho de 2021), embora ao mesmo tempo a percentagem de rubricas com taxas de inflação negativas tenha diminuído consideravelmente (de cerca de um terço em janeiro para 14% em julho). Em contraste, na área do euro as percentagens de rubricas com inflação muito reduzida (abaixo de zero) e inflação elevada (acima de 4%) mantiveram-se relativamente estáveis. A percentagem de rubricas com taxas de inflação de entre 2% e 4% aumentou de cerca de 10% no início do ano para aproximadamente 30% em julho, enquanto a percentagem de rubricas com taxas de inflação de entre 0% e 2% diminuiu pelo mesmo valor mas continuou a ser a principal categoria na área do euro. Consequentemente, a percentagem de rubricas no cabaz de inflação subjacente nos Estados Unidos com taxas de inflação acima de 2% – o que pode ser considerado um indicador do carácter generalizado das pressões sobre os preços – aumentou recentemente para perto de dois terços face a menos de metade no ano que antecedeu a pandemia. Na área do euro, esta percentagem tem sido muito mais reduzida e apenas muito recentemente aumentou para cerca de um terço (em julho).

Gráfico D

Distribuição de taxas de inflação entre rubricas incluídas na inflação excluindo produtos energéticos e produtos alimentares

(percentagem de rubricas por taxa de inflação no IHPCX da área do euro e no IPC menos produtos alimentares e produtos energéticos dos Estados Unidos; percentagens)



Fontes: Haver Analytics, Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: "IHPC" significa Índice Harmonizado de Preços no Consumidor e "IPC" significa Índice de Preços no Consumidor. IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares para a área do euro e IPC menos produtos alimentares e produtos energéticos para os Estados Unidos. As percentagens são calculadas como uma unidade das componentes da inflação medida pelo IPC subjacente dos Estados Unidos e pelo IHPCX da área do euro. Foram incluídas 72 rubricas para a área do euro e 118 rubricas para os Estados Unidos. As últimas observações referem-se a julho de 2021.

As recentes subidas da inflação impulsionaram as expetativas de inflação dos analistas profissionais (gráfico E).

Em comparação com o início do ano, as expetativas de inflação para 2021 foram revistas em alta para a área do euro e ainda mais para os Estados Unidos (1,2 pontos percentuais para a área do euro e 2,0 pontos percentuais para os Estados Unidos – gráfico E, painel a). Para 2022, a revisão em alta foi substancial para os Estados Unidos mas apenas moderada para a área do euro (0,7 pontos percentuais para os Estados Unidos e 0,3 pontos percentuais para a área do euro). No mais recente inquérito da Consensus Economics (agosto de 2021), as previsões médias indicam que a inflação global medida pelo IPC nos Estados Unidos atingirá 4,1% em 2021 antes de recuar para 2,9% em 2022. Para a área do euro, a inflação global deverá aumentar para 2,1% em 2021 antes de recuar para 1,5% em 2022 – uma trajetória comparável à indicada nas projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE. De acordo com a Consensus Economics, embora se preveja que a inflação global dos Estados Unidos se situe consideravelmente acima dos níveis pré-crise em 2022, a inflação da área do euro deverá recuar em 2022 para níveis apenas ligeiramente acima dos registados em 2019. Ao mesmo tempo, a julgar pelo intervalo de projeções incluídas nas previsões da Consensus Economics, a incerteza quanto à evolução da inflação em 2022 parece permanecer substancialmente mais elevada nos Estados Unidos do que na área do euro.

As surpresas no sentido ascendente de divulgações de dados sobre a inflação nos últimos meses têm sido consideravelmente mais intensas para os Estados Unidos do que para a área do euro.

Os desenvolvimentos nas previsões da Consensus Economics numa frequência mensal (gráfico E, painel b – a começar com as previsões a partir de março de 2021) mostram que a evolução da inflação foi superior ao previsto nos últimos meses na área do euro e ainda mais nos Estados Unidos. Em termos prospetivos, as previsões da Consensus Economics indicam que a inflação global permanecerá elevada ao longo dos próximos meses, mas que cairá para 2,5% nos Estados Unidos e para 1,4% na área do euro até julho de 2022 – reconduzindo a inflação aos níveis observados na primavera de 2021 antes das recentes subidas robustas das taxas de inflação em ambas as regiões.

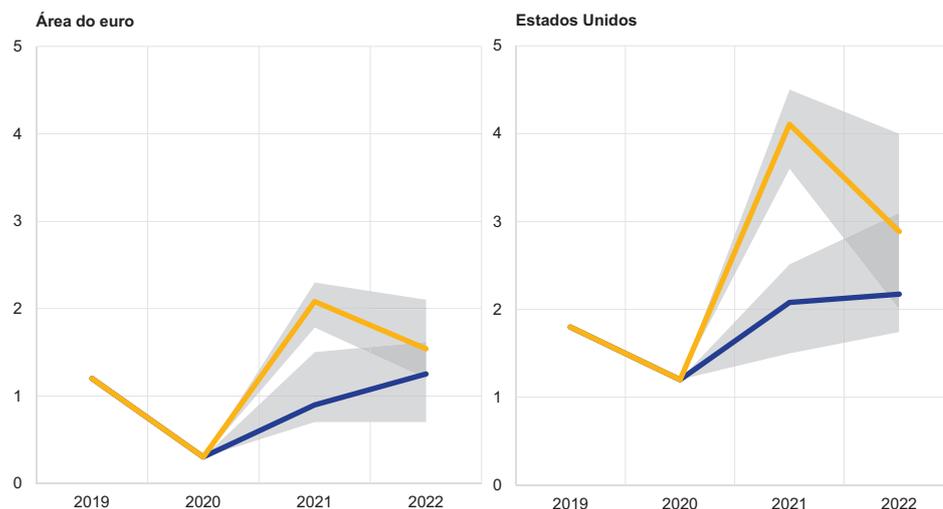
Gráfico E

Expetativas de inflação da Consensus Economics para a inflação global medida pelo IPC nos Estados Unidos e pelo IHPC na área do euro

a) Previsões anuais da inflação

(taxas de variação homólogas (%))

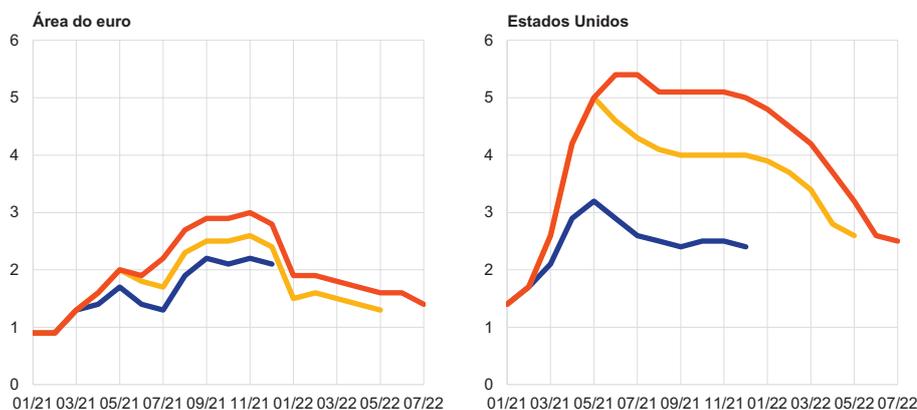
- Previsão média (janeiro)
- Previsão média (agosto)



b) Previsões mensais da inflação

(taxas de variação homólogas (%))

- Previsão média (março)
- Previsão média (junho)
- Previsão média (agosto)



Fontes: Consensus Economics, Eurostat, Haver Analytics e cálculos do BCE.

Notas: As áreas a cinzento refletem os intervalos de previsões incluídas nos inquéritos da Consensus Economics. As previsões mensais a partir de março de 2021 estão disponíveis apenas até dezembro de 2021; os períodos de previsão de agosto incluem previsões até julho de 2022.

Em termos globais, uma parte substancial dos fortes aumentos da inflação e as surpresas em sentido ascendente quanto à inflação ao longo dos últimos meses nos Estados Unidos e na área do euro podem ser atribuídas a fatores especiais que deverão ser temporários. Para que se verificasse uma subida mais permanente da inflação, as pressões sobre os preços tipicamente teriam de se tornar mais generalizadas (especialmente na área do euro) e também refletir um aumento das pressões sobre os custos do trabalho. Porém, até ao momento não surgiram ainda indicações firmes sobre este último aumento assim que se tem

em conta os efeitos das alterações na composição do emprego e de regimes de manutenção de postos de trabalho. Paralelamente, a recuperação face à pandemia representa uma situação ímpar com irregularidades consideráveis na evolução da inflação, as quais devem ser acompanhadas de perto e que contribuem para a incerteza em torno das perspetivas de inflação.

2 Condições de liquidez e operações de política monetária de 28 de abril a 27 de julho de 2021

Por Elvira Fioretto e Svetla Daskalova

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE e a evolução da liquidez durante o terceiro e quarto períodos de manutenção de reservas de 2021. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 28 de abril a 27 de julho de 2021 (o “período em análise”).

A liquidez excedentária no sistema bancário da área do euro continuou a subir durante o período em análise, atingindo um máximo histórico de 4191,5 mil milhões de euros. Tal ficou a dever-se, sobretudo, às aquisições de ativos realizadas ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) e do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) bem como à liquidação da oitava operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III). O aumento nas carteiras definitivas acelerou no seguimento das decisões tomadas a 11 de março e 10 de junho pelo Conselho do BCE, em que se estabeleceu a realização de aquisições no âmbito do PEPP a um ritmo significativamente mais elevado no segundo e terceiro trimestres do que nos primeiros meses do ano. Estas decisões foram reiteradas pelo Conselho do BCE na reunião que decorreu a 22 de julho.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos líquidos e reservas mínimas, aumentaram 88,8 mil milhões de euros para 2119,4 mil milhões de euros. Este aumento significativo comparando com os dois períodos de manutenção anteriores deveu-se quase na totalidade a um aumento de 86,8 mil milhões de euros dos fatores autónomos líquidos, que atingiram 1970,6 mil milhões de euros (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”). As reservas mínimas obrigatórias aumentaram apenas marginalmente em 1,9 mil milhões de euros, situando-se em 148,9 mil milhões de euros.

O aumento dos fatores autónomos de absorção de liquidez no período em análise deveu-se principalmente às notas em circulação, enquanto os depósitos das administrações públicas decresceram ligeiramente. As notas em circulação cresceram 35 mil milhões de euros para 1475 mil milhões de euros no período em análise. Apesar de se ter verificado um decréscimo apenas marginal de 1,3 mil milhões de euros, os depósitos das administrações públicas mantiveram-se muito elevados, situando-se nos 616,9 mil milhões de euros. No entanto, este valor encontra-se abaixo do máximo histórico de 729,8 mil milhões de euros registado no

sexto período de manutenção de 2020. No total, os fatores autónomos de absorção de liquidez aumentaram 46,9 mil milhões de euros, passando para 2996,3 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de cedência de liquidez diminuíram 39,9 mil milhões de euros²³. Tal consistiu numa descida de 28,6 mil milhões de euros em ativos líquidos denominados em euros e numa diminuição de 11,2 mil milhões de euros em disponibilidades líquidas sobre o exterior. O quadro A apresenta uma panorâmica dos fatores autónomos referidos acima e as respetivas variações no período em análise.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

	Período em análise atual: 28 de abril de 2021 a 27 de julho de 2021						Período analisado anterior: 27 de janeiro de 2021 a 27 de abril de 2021	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 28 de abril a 15 de junho		Quarto período de manutenção: 16 de junho a 27 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	2 996,3	(+46,9)	2 943,8	(-27,9)	3 057,4	(+113,6)	2 949,4	(+28,4)
Notas em circulação	1 475,0	(+35,0)	1 465,8	(+18,0)	1 485,8	(+20,0)	1 440,0	(+23,4)
Depósitos das administrações públicas	616,9	(-1,3)	586,7	(-57,8)	652,3	(+65,6)	618,3	(+29,6)
Outros fatores autónomos (líquidos) ¹⁾	904,3	(+13,2)	891,4	(+11,9)	919,4	(+28,0)	891,1	(-24,5)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	3 471,2	(+338,8)	3 443,9	(+170,3)	3 502,9	(+59,0)	3 132,3	(+282,0)
dos quais reservas excedentárias isentas ao abrigo do sistema de dois níveis	887,1	(+13,1)	879,5	(+2,7)	894,8	(+15,3)	874,1	(+14,9)
dos quais reservas excedentárias não isentas ao abrigo do sistema de dois níveis	2 586,3	(+317,9)	2 564,5	(+167,6)	2 608,1	(+43,6)	2 268,4	(+277,2)
Reservas mínimas obrigatórias²⁾	148,9	(+1,9)	147,7	(+0,3)	150,2	(+2,4)	146,9	(+2,2)
Volume isento³⁾	893,2	(+11,6)	886,4	(+1,7)	901,1	(+14,7)	881,6	(+13,0)
Facilidade permanente de depósito	720,4	(+86,2)	706,5	(+30,1)	736,6	(+30,1)	634,2	(+73,0)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

²³ Para mais pormenores sobre os fatores autónomos, ver o artigo intitulado [A gestão de liquidez do BCE](#), *Boletim Mensal*, BCE, maio de 2002.

Ativo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 28 de abril de 2021 a 27 de julho de 2021						Período analisado anterior: 27 de janeiro de 2021 a 27 de abril de 2021	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 28 de abril a 15 de junho		Quarto período de manutenção: 16 de junho a 27 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	1 026,1	(-39,9)	1 042,5	(-20,8)	1 007,0	(-35,4)	1 066,0	(+26,2)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	815,3	(-11,2)	809,8	(-7,0)	821,7	(+12,0)	826,5	(-30,3)
Ativos líquidos denominados em euros	210,8	(-28,6)	232,7	(-13,9)	185,3	(-47,4)	239,5	(+56,5)
Instrumentos de política monetária	6 311,0	(+513,8)	6 199,9	(+193,6)	6 440,6	(+240,7)	5 797,2	(+359,5)
Operações de mercado aberto	6 311,0	(+513,8)	6 199,9	(+193,6)	6 440,6	(+240,7)	5 797,2	(+359,5)
Operações de leilão	2 148,2	(+234,4)	2 107,2	(+52,3)	2 196,1	(+88,9)	1 913,8	(+139,9)
OPR	0,1	(-0,2)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,4	(-0,0)
ORPA com prazo de 3 meses	0,1	(-0,4)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,5	(-0,4)
Operações das ORPA direcionadas II	0,0	(-9,7)	0,0	(-2,6)	0,0	(+0,0)	9,7	(-12,8)
Operações das ORPA direcionadas III	2 120,7	(+244,3)	2 079,8	(+55,1)	2 168,5	(+88,6)	1 876,5	(+152,3)
PELTRO	27,2	(+0,5)	27,0	(+0,1)	27,4	(+0,4)	26,7	(+0,8)
Carteiras definitivas	4 162,8	(+279,4)	4 092,7	(+141,3)	4 244,5	(+151,7)	3 883,4	(+219,6)
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	2,4	(-0,2)	2,4	(-0,1)	2,4	(-0,0)	2,6	(-0,2)
Terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	291,6	(+2,1)	290,7	(+1,0)	292,6	(+1,9)	289,5	(+2,2)
Programa dos mercados de títulos de dívida	17,2	(-8,4)	17,3	(-6,5)	17,1	(-0,2)	25,6	(-3,0)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	28,4	(-0,3)	28,6	(-0,1)	28,3	(-0,3)	28,7	(-1,0)
Programa de compra de ativos do setor público	2 412,0	(+37,7)	2 403,8	(+19,9)	2 421,5	(+17,7)	2 374,3	(+37,2)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	279,3	(+15,9)	275,6	(+7,6)	283,6	(+8,0)	263,4	(+13,5)
Programa de compra de ativos devido a emergência pandémica	1 131,4	(+232,6)	1 073,9	(+119,7)	1 198,5	(+124,7)	898,8	(+170,9)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

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

Outras informações com base na liquidez

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 28 de abril de 2021 a 27 de julho de 2021						Período analisado anterior: 27 de janeiro de 2021 a 27 de abril de 2021	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 28 de abril a 15 de junho		Quarto período de manutenção: 16 de junho a 27 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	2 119,4	(+88,8)	2 049,5	(-6,8)	2 201,0	(+151,5)	2 030,7	(+4,4)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	1 970,6	(+86,8)	1 901,7	(-7,1)	2 050,8	(+149,1)	1 883,7	(+2,2)
Liquidez excedentária ³⁾	4 191,5	(+425,0)	4 150,4	(+200,5)	4 239,5	(+89,1)	3 766,5	(+355,1)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

	Período em análise atual: 28 de abril de 2021 a 27 de julho de 2021						Período analisado anterior: 27 de janeiro de 2021 a 27 de abril de 2021	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 28 de abril a 15 de junho		Quarto período de manutenção: 16 de junho a 27 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
OPR	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA ¹⁾	-0,480	(-0,001)	-0,480	(+0,001)	-0,481	(-0,001)	-0,480	(-0,005)
€STR	-0,565	(-0,001)	-0,565	(+0,001)	-0,566	(-0,001)	-0,565	(-0,005)

Fonte: BCE.

Notas: Os valores entre parênteses 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, desde 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

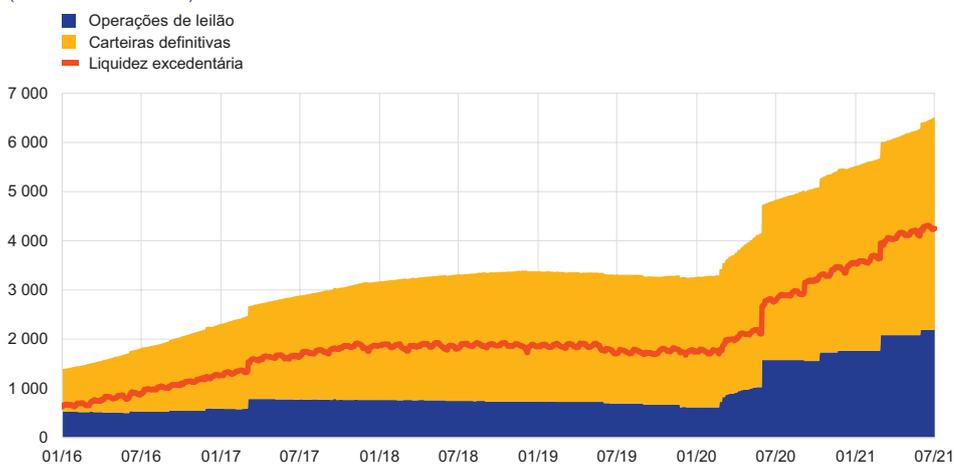
O montante médio de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária aumentou 513,8 mil milhões de euros, passando para 6311 mil milhões de euros durante o período em análise (ver o gráfico A). Cerca de 54%

do aumento resulta das aquisições líquidas em curso ao abrigo dos programas de compra de ativos, principalmente do PEPP, ao passo que os restantes 46% se devem a operações de crédito, quase exclusivamente, neste contexto, às ORPA direcionadas III.

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 27 de julho de 2021.

O montante médio da liquidez cedida através de operações de crédito aumentou 234,4 mil milhões de euros durante o período em análise.

Este aumento deveu-se, sobretudo, à colocação de 330,5 mil milhões de euros da sétima operação das ORPA direcionadas III no final de março e à injeção de 109,8 mil milhões de euros através da oitava operação liquidada em junho. Foi acrescentado um montante adicional de 0,5 mil milhões de euros de liquidez na segunda das quatro operações adicionais de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica (*pandemic emergency long-term refinancing operations – PELTRO*) anunciada em dezembro e liquidada em junho. As operações principais de refinanciamento (OPR) e as operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) com prazo de 3 meses continuaram a desempenhar um papel reduzido, tendo a utilização média de ambas as operações de refinanciamento regulares diminuído, respetivamente, 0,2 mil milhões de euros e 0,4 mil milhões de euros em comparação com o período analisado anterior, passando, cada uma destas, para um novo mínimo histórico de 0,1 mil milhões de euros.

Ao mesmo tempo, as carteiras definitivas aumentaram 279,4 mil milhões de euros, passando para 4162,8 mil milhões de euros, devido a aquisições líquidas ao abrigo do PEPP e do APP.

As posições médias no contexto do PEPP aumentaram 232,6 mil milhões de euros para 1131,4 mil milhões de euros comparativamente com o 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 de, respetivamente, 37,7 mil milhões de euros para 2412 mil milhões de euros e de 15,9 mil milhões de euros para 279,3 mil milhões de euros. Verificou-se uma redução de 8,6 mil milhões de euros ligada a títulos vincendos detidos em programas não ativos.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média registou uma subida de 425 mil milhões de euros, atingindo um novo máximo histórico de 4191,5 mil milhões de euros (ver quadro A).

A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas das instituições de crédito que ultrapassam as reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez. Reflete a diferença entre a liquidez total cedida ao sistema bancário e as necessidades de liquidez das instituições de crédito. Os depósitos à ordem das instituições de crédito que ultrapassam as reservas mínimas aumentaram 338,8 mil milhões de euros para 3471,2 mil milhões de euros, enquanto a utilização média da facilidade permanente de depósito aumentou 86,2 mil milhões de euros, passando para 720,4 mil milhões de euros.

As reservas excedentárias isentas da taxa de juro negativa aplicada à facilidade permanente de depósito ao abrigo do sistema de dois níveis²⁴ aumentaram 13,1 mil milhões de euros para 887,1 mil milhões de euros.

As reservas não isentas aumentaram 317,9 mil milhões de euros, atingindo os 2586,3 mil milhões de euros à medida que a liquidez excedentária continuava a crescer. A taxa de utilização agregada do volume isento, ou seja, o rácio entre as reservas isentas e o máximo que poderia ser isento²⁵ permaneceu acima de 98% desde o terceiro período de manutenção de 2020, subindo ligeiramente de 99,1% para 99,3%. As reservas excedentárias isentas representaram 21,2% da liquidez excedentária total, em comparação com 23,2% no período em análise anterior.

Evolução das taxas de juro

A média da €STR manteve-se globalmente inalterada nos -56,5 pontos base durante o período em análise.

O aumento da liquidez excedentária não afetou a €STR, que permanece relativamente inelástica a flutuações na liquidez, mesmo que consideráveis. Desde outubro de 2019, a EONIA é calculada como correspondendo à €STR acrescida de um diferencial fixo de 8,5 pontos base. Por conseguinte, seguiu, e irá continuar a seguir, uma trajetória paralela à da €STR até à sua descontinuação a 3 de janeiro de 2022. As taxas diretoras do BCE – as taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento e às facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez – mantiveram-se inalteradas no período em análise.

²⁴ Para mais informações sobre o sistema de dois níveis para a remuneração de reservas excedentárias, consultar o [sítio](#) do BCE (disponível apenas em inglês).

²⁵ O montante isento máximo é a soma das reservas mínimas e o valor da isenção, que equivale a seis vezes o valor das reservas mínimas.

3 Solidez das empresas não financeiras durante a pandemia

Por Gabe de Bondt, Arne Gieseck, Giulio Nicoletti e Mika Tujula²⁶

A presente caixa apresenta o balanço do impacto da pandemia de coronavírus (COVID-19) na solidez do setor empresarial não financeiro da área do euro. Avalia também até que ponto as medidas de apoio em termos de políticas diminuíram as dificuldades de financiamento das empresas e atenuaram as pressões de sentido ascendente sobre as respetivas vulnerabilidades. A análise tem por base dados das contas setoriais trimestrais para o agregado da área do euro. Assim, a caixa apresenta uma imagem agregada do setor empresarial não financeiro, sem distinções entre países, setores económicos, indústrias ou empresas.

A pandemia ameaçou a rentabilidade e a eficiência operacional do setor empresarial não financeiro da área do euro. A rentabilidade e a eficiência operacional são essenciais para a solidez de uma empresa. Embora uma empresa possa sobreviver durante muito tempo sem ser rentável, mediante a boa vontade dos credores e investidores, para sobreviver a longo prazo tem, em última análise, de obter e manter rentabilidade. O crescimento dos lucros, medido pelo excedente de exploração bruto e pelo crescimento dos fluxos de caixa, tem sido negativo desde o início da pandemia (gráfico A, painel a). O excedente de exploração bruto apresentou taxas de declínio semelhantes às observadas durante a crise financeira mundial, enquanto a diminuição dos fluxos de caixa foi mais grave do que durante esse período. Verifica-se um cenário semelhante quando se analisa o rácio entre o excedente de exploração líquido e o valor acrescentado e o rácio entre os fluxos de caixa e o produto (gráfico A, painel b).

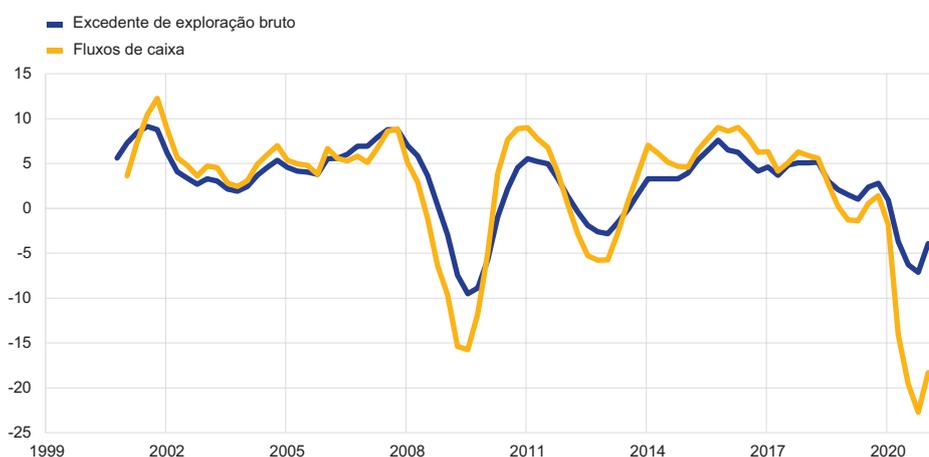
²⁶ Gostaríamos também de agradecer a A. Consolo e V. Botelho os seus contributos sobre medidas de apoio em termos de políticas.

Gráfico A

Crescimento dos lucros e eficiência operacional das sociedades não financeiras na área do euro

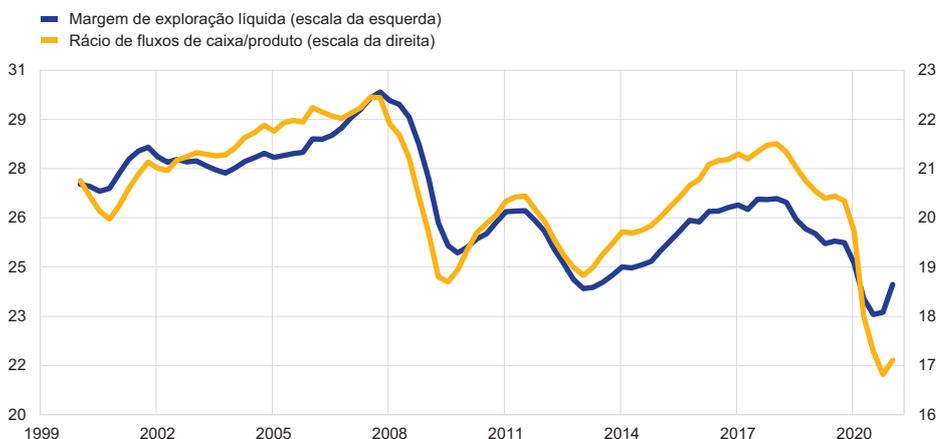
a) Crescimento dos lucros

(taxas de variação homólogas (%))



b) Eficiência operacional

(em percentagem)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos dos autores.

Notas: A margem de exploração líquida é calculada como excedente de exploração líquido em percentagem do valor acrescentado líquido. Os fluxos de caixa são calculados como valor acrescentado bruto menos os salários pagos, o consumo de capital fixo e os encargos com juros líquidos. "Produto" refere-se ao valor acrescentado bruto. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2021.

A liquidez do setor empresarial não financeiro tem sido fortemente apoiada por medidas em termos de política²⁷. Confrontadas com uma deterioração dos fundos gerados internamente em 2020 em comparação com 2019, as sociedades não financeiras (SNF) começaram não só a acumular liquidez por precaução, como também receberam apoio estatal no montante de cerca de 550 mil milhões de euros.

²⁷ Para mais informações sobre a forma como os pacotes orçamentais foram utilizados para ajudar as empresas a suprir as necessidades de liquidez, ver De Santis, R.A., Ferrando, A. e Gabbani, E.S., [Impacto das medidas de apoio orçamental nas necessidades de liquidez das empresas durante a pandemia](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2021.

Sem estas medidas, as poupanças das empresas, líquidas de depreciação do capital, teriam sido consideravelmente negativas em 2020. O crédito total concedido às SNF, utilizado pelas empresas para evitar uma crise de liquidez e para continuar a acumular liquidez, aumentou aproximadamente mais 240 mil milhões de euros em 2020 do que em 2019, tendo a subida sido particularmente acentuada no primeiro semestre de 2020²⁸. O acesso das empresas ao crédito e as respetivas condições de financiamento receberam um apoio substancial das novas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas), do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP), das garantias estatais de empréstimos e das medidas de supervisão²⁹. As posições em caixa melhoraram fortemente à medida que as empresas aumentavam significativamente o seu recurso ao financiamento por dívida para compensar a descida dos lucros. Por precaução, aplicaram uma grande parte dos fundos que obtiveram em depósitos para compensar eventuais situações de escassez de liquidez e para pré-financiar necessidades em termos de fundo de maneo, como aconteceu em períodos de crise anteriores.

Para além das medidas de apoio em termos de políticas, os esforços das próprias empresas também melhoraram as suas condições de liquidez.

Em tempos de crise, a capacidade de uma empresa para cumprir as suas obrigações a curto prazo torna-se a sua principal prioridade. Um aspeto importante da liquidez é a capacidade de uma empresa para vender rapidamente ativos para angariar liquidez e para reduzir rapidamente todos os tipos de custos e despesas^{30,31}. Estas incluem o adiamento e o cancelamento, na medida do possível, de projetos de investimento. No total, as posições de caixa das SNF aumentaram mais cerca de 400 mil milhões de euros em 2020 do que em 2019 – refletindo também um maior recurso ao crédito – concentrando-se o aumento principalmente no segundo trimestre de 2020. O resultado líquido da redução dos custos e do investimento reflete-se na capacidade líquida de financiamento (ou desvio de financiamento) das SNF (gráfico B, painel a). Em termos de valor acrescentado bruto, a poupança aumentou e o investimento diminuiu, conduzindo a um aumento da capacidade líquida de financiamento, que atingiu valores positivos já no segundo trimestre de 2020. O cancelamento de projetos de investimento pode, no entanto,

²⁸ Consideramos apenas os empréstimos contraídos pelas empresas junto dos bancos e a sua emissão líquida de títulos de dívida em 2020, em comparação com 2019.

²⁹ Para uma estimativa do impacto das políticas monetária e prudencial no emprego no setor empresarial, ver Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. e Burlon, L., [The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2465, BCE, setembro de 2020.

³⁰ As empresas da área do euro reduziram significativamente a concessão de empréstimos ao resto do mundo no primeiro trimestre de 2020 e de empréstimos a outras instituições financeiras (ou seja, sociedades financeiras, excluindo IFM, sociedades de seguros e fundos de pensões) no segundo trimestre de 2020. Reduziram também significativamente as suas detenções de ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário no primeiro trimestre de 2020 e de ações cotadas no segundo trimestre de 2020.

³¹ Ver Panetta, F., [Cash still king in times of COVID-19](#), discurso de abertura da 5.ª Conferência Internacional de Numerário do Deutsche Bundesbank – “Cash in times of turmoil”, 15 de junho de 2021. Tal é igualmente confirmado pelo [inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito](#) realizado pelo BCE em julho de 2021, que registou um aumento acentuado das necessidades de fundo de maneo nas fases iniciais da crise da COVID-19. Os dados por setor e país estão disponíveis em “European corporates: Cash-rich sectors get richer”, *Economic Insights*, Euler Hermes, 19 de abril de 2021.

deixar marcas a mais longo prazo na economia, prejudicando o potencial de crescimento futuro.

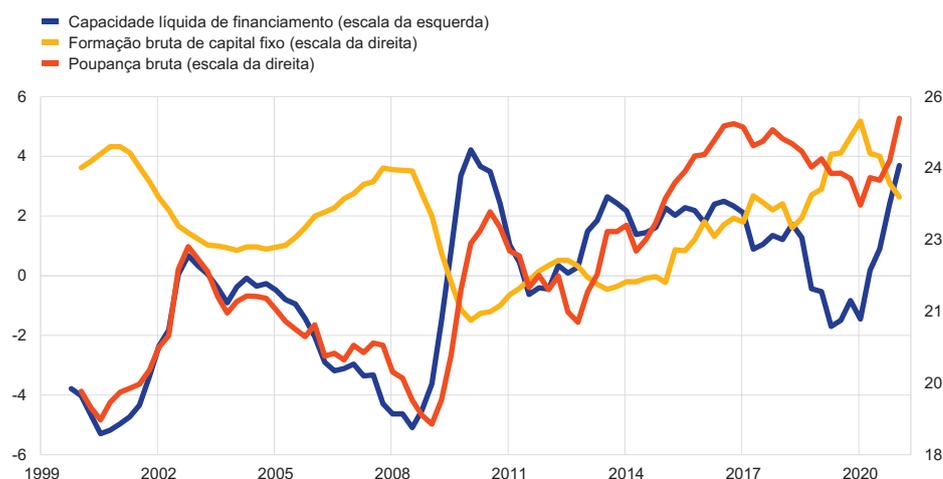
As disponibilidades de caixa das empresas para liquidar despesas com juros encontram-se atualmente em níveis confortáveis. A cobertura de fluxos de caixa, ou seja, o rácio de detenções de numerário e depósitos em relação aos pagamentos de juros brutos, aumentou de forma muito significativa desde 2010, tendo este aumento acelerado durante a crise da COVID-19 (gráfico B, painel b). Tanto as posições de caixa mais elevadas como os pagamentos de juros brutos mais baixos desempenharam um papel decisivo. Os pagamentos de juros brutos continuaram a diminuir durante a pandemia – apesar do forte aumento da dívida – também graças à resposta política sob a forma do PEPP, ORPA direcionadas, garantias estatais de empréstimos e medidas de supervisão.

Gráfico B

Saldo de poupança/investimento e cobertura de fluxos de caixa das sociedades não financeiras na área do euro

a) Poupança, investimento e capacidade líquida de financiamento

(somam móveis de quatro trimestres em percentagem do valor acrescentado bruto)



b) Cobertura de caixa

(disponibilidades de caixa em percentagem das somas móveis de quatro trimestres dos pagamentos de juros brutos)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos dos autores.

Notas: "Disponibilidades de caixa" compreende numerário e depósitos. Pagamentos de juros brutos calculados antes de serviços de intermediação financeira indiretamente medidos. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2021.

A descida do rácio de dívida bruta das SNF da área do euro desde 2015 foi totalmente revertida desde o início da pandemia de COVID-19.

O endividamento bruto consolidado das empresas aumentou 18,9 pontos percentuais desde o final de 2019, atingindo 167,0% do seu valor acrescentado bruto no primeiro trimestre de 2021, ou seja, apenas 1,1 pontos percentuais abaixo do máximo histórico atingido no início de 2015 (gráfico C, painel a)³². Do aumento do rácio da dívida bruta desde o final de 2019, 57% pode ser explicado pelas descidas acentuadas da atividade económica e do volume de negócios (o efeito denominador), enquanto o restante se deveu a um maior recurso ao financiamento por dívida. Tal implica que apenas uma parte do aumento do rácio da dívida poderá inverter-se passivamente nos próximos anos se a economia regressar a uma trajetória de crescimento mais normal. No entanto, à medida que se regressa à normalidade, uma diminuição das detenções de depósitos e numerário poderia apoiar uma redução da dívida bruta, como sugerido pela evolução da dívida líquida.

Devido ao elevado volume de ativos líquidos acumulados, o rácio da dívida líquida aumentou muito menos do que o endividamento bruto.

A dívida líquida situa-se atualmente abaixo do nível atingido no final de 2019 (gráfico C, painel a). As disponibilidades de caixa podem funcionar como um fator atenuante para a elevada dívida das empresas, desde que sejam as empresas que têm níveis de dívida elevados que detêm este nível elevado de liquidez. No pico da pandemia de COVID-19, as grandes empresas aumentaram simultaneamente os seus níveis de liquidez e de dívida (gráfico C, painel b). No entanto, para as empresas (cotadas) de menor dimensão, a acumulação de liquidez não foi tão eficaz para atenuar o aumento do seu endividamento. A correlação entre o aumento da liquidez e da dívida começou a normalizar-se após o pico da pandemia de COVID-19.

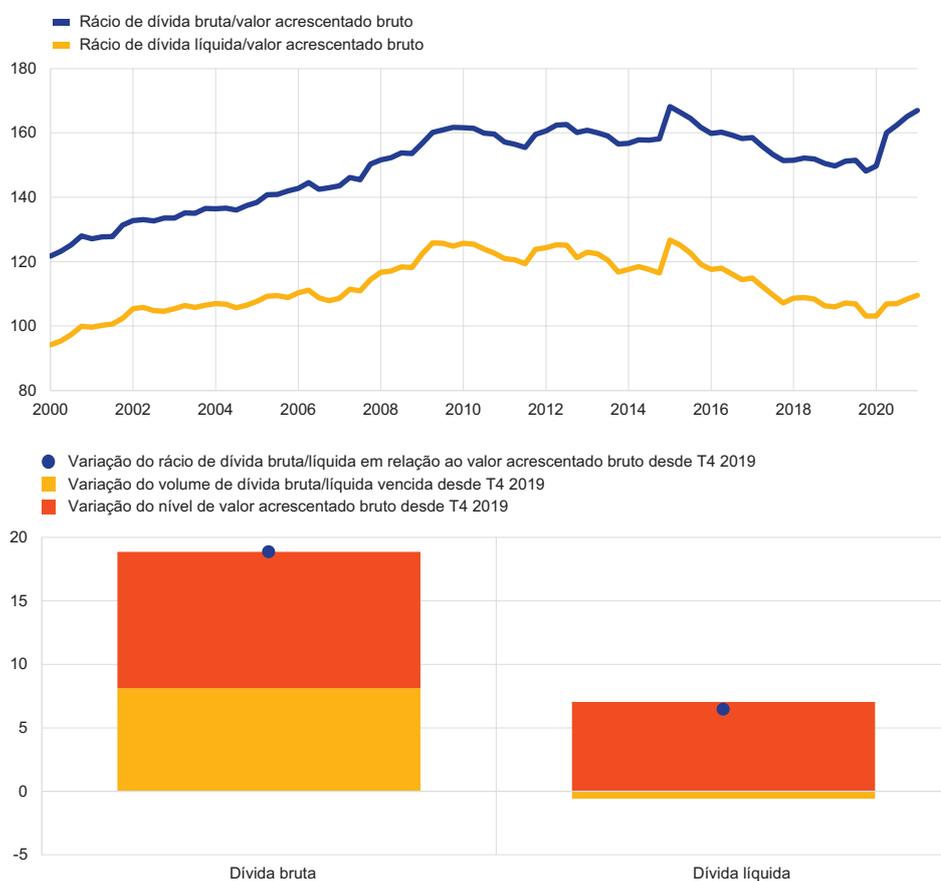
³² Para mais informações, ver [Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors](#), *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2021. Para a evolução por setor e por país, ver [The business insolvency paradox in Europe: Miracle and mirage](#), *Economic Publications*, Coface, 16 de março de 2021.

Gráfico C

Balancos das sociedades não financeiras na área do euro

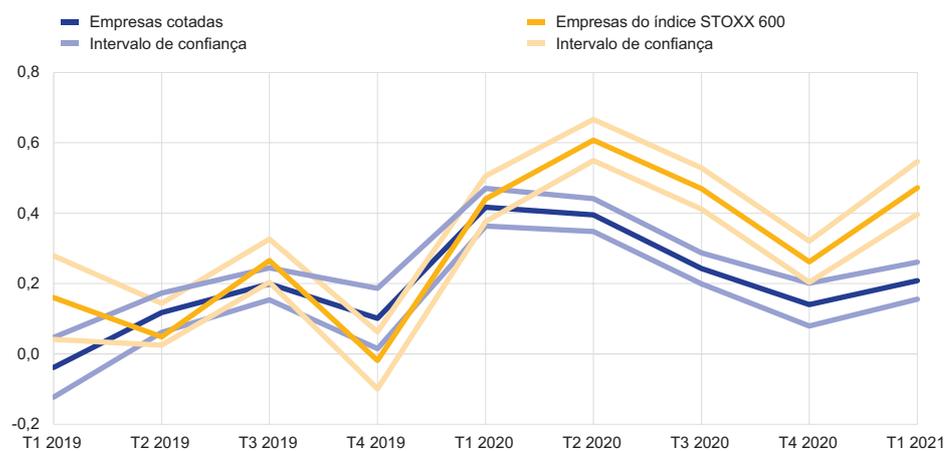
(percentagens do valor acrescentado bruto; pontos percentuais)

a) Agregado: dívida consolidada



b) Empresas: elasticidade do rácio da dívida bruta em relação às disponibilidades de caixa

(eixo dos x: trimestre observado; eixo dos y: regressão)



Fontes: Eurostat, BCE, Refinitiv e cálculos dos autores.

Notas: Painel a – a dívida bruta consolidada é definida como a soma do total de empréstimos concedidos a SNF líquido de empréstimos intrasetoriais, títulos de dívida emitidos e passivos associados a pensões. A dívida líquida consolidada é definida como dívida bruta consolidada líquida de detenções de numerário e depósitos. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2021.

Painel b – em cada trimestre foi utilizada uma amostra de balanços empresariais para comparar a variação da dívida com a variação dos ativos líquidos detidos. Todas as variáveis são medidas em relação ao total do ativo. As empresas analisadas no painel são SNF da área do euro incluídas no índice STOXX 600 e todas as empresas cotadas disponibilizadas pela Refinitiv. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2021.

É provável que o impacto da pandemia nas vulnerabilidades das SNF seja duradouro, dado o elevado nível de heterogeneidade das posições de caixa entre empresas.

As vulnerabilidades das empresas – medidas pelo índice compósito de vulnerabilidade – aumentaram acentuadamente na sequência da pandemia, ultrapassando os níveis observados no seguimento da crise financeira mundial (gráfico D, painel a)³³. O aumento das vulnerabilidades das SNF deveu-se, em grande medida, à diminuição das vendas, a uma menor rentabilidade e a um aumento da alavancagem e do endividamento. No entanto, desde meados de 2020, a melhoria da atividade económica e dos lucros efetivos e esperados das empresas contribuíram para uma diminuição do índice de vulnerabilidade e para uma melhoria da situação de alavancagem do setor empresarial. No início de 2021, as vulnerabilidades estavam próximo dos seus níveis históricos médios e dos seus níveis no final de 2019, enquanto o rácio da dívida bruta permanecia elevado e as posições de caixa se concentravam principalmente em grandes empresas cotadas, tal como acima salientado. No entanto, as vulnerabilidades das pequenas e médias empresas continuam elevadas e escondem igualmente uma heterogeneidade significativa transversal a países e setores³⁴.

As medidas de grande alcance tomadas em termos de política monetária, orçamental e de supervisão limitaram o aumento das vulnerabilidades das empresas. Estas medidas evitaram a concretização dos riscos de financiamento e de refinanciamento da dívida, tendo proporcionado apoio direto em termos de liquidez, melhorado o acesso ao crédito, mantido os custos do serviço da dívida em mínimos históricos e permitido a prorrogação do prazo de vencimento da dívida. Um exercício contrafactual mostra igualmente que, sem estas medidas, o índice de vulnerabilidade teria atingido um valor significativamente mais elevado em meados de 2020 e teria permanecido ligeiramente abaixo do nível atingido durante a crise da dívida soberana europeia no início de 2021 (gráfico D, painel a)³⁵.

³³ Ver também Gardó, S., Klaus, B., Tujula, M. e Wendelborn, J., [Assessing corporate vulnerabilities in the euro area](#), *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2020.

³⁴ Ver também o inquérito sobre o acesso a financiamento das empresas na área do euro que abrangeu o período de outubro de 2020 a março de 2021 ([Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area](#), BCE, e Battistini, N. e Stoevsky, G., [O impacto das medidas de contenção nos vários setores e países durante a pandemia de COVID-19](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2021.

³⁵ O exercício contrafactual pressupõe uma economia sem as medidas estatais de mitigação dos custos das empresas, ORPA direcionadas III, PEPP, garantias estatais de empréstimos e medidas de supervisão. Sem as medidas estatais de mitigação dos custos das empresas, as SNF teriam tido de aumentar o seu financiamento por dívida em 550 mil milhões de euros em 2020 para compensar as quebras nas receitas. No índice de vulnerabilidade das empresas, tal refletir-se-ia numa maior alavancagem do setor empresarial e em pagamentos de juros brutos mais elevados, bem como numa redução dos fundos gerados internamente. Além disso, na ausência de medidas adicionais de política monetária e de supervisão e de garantias estatais de empréstimos, a taxa de juro efetiva da dívida por liquidar das empresas e o peso da dívida de longo prazo na dívida total ter-se-iam mantido em níveis semelhantes aos atingidos no final de 2019. Estes efeitos foram incluídos novamente no índice contrafactual utilizando identidades contabilísticas, mantendo simultaneamente fixas os pesos correspondentes a pagamentos de juros e à dívida de longo prazo na dívida total.

O número de falências diminuiu em 2020, apesar da queda acentuada do nível de atividade económica durante a pandemia de COVID-19. No passado, as insolvências das empresas estavam estreitamente correlacionadas com o crescimento real do PIB. Esta correlação desfez-se durante a pandemia (gráfico D, painel b). Os baixos custos de financiamento da dívida, as medidas de apoio do Estado, incluindo moratórias em caso de falência, e o encerramento dos tribunais impediram que a deterioração das condições de solidez das empresas conduzissem a um aumento dos incumprimentos no auge da crise. No entanto, não se pode excluir a possibilidade de muitas empresas, em especial as dos setores mais afetados pela pandemia, ainda poderem ver-se obrigadas a declarar falência, especialmente se as medidas de apoio forem removidas demasiado cedo ou se as condições de concessão de crédito bancário se tornarem significativamente mais restritivas³⁶.

³⁶ Há, no entanto, alguns indícios de que as marcas a mais longo prazo das crises epidémicas são menores do que as de crises financeiras ou guerras. Ver Martín Fuentes, N. e Moder, I., [Marcas de crises anteriores na economia mundial](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020.

Gráfico D

Vulnerabilidades e falências das SNF da área do euro

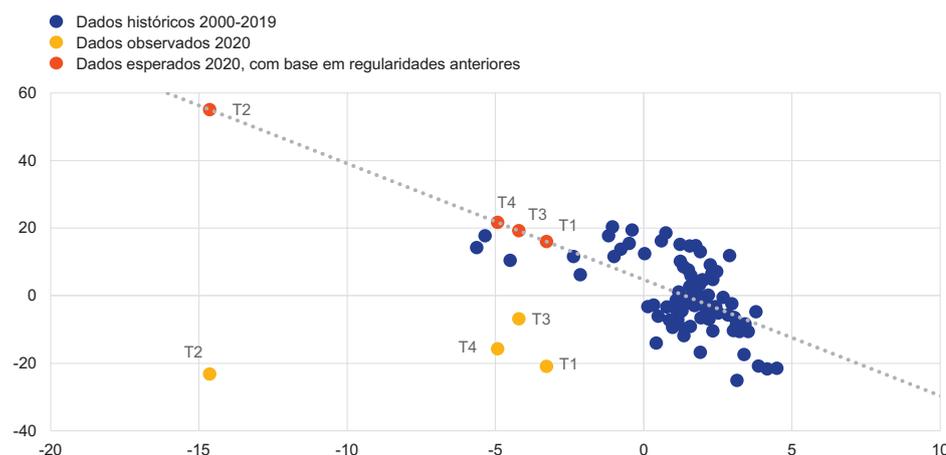
a) Índice composto de vulnerabilidade

(pontuações z)



b) Falências e crescimento do PIB real

(eixo dos x: taxas de variação homogêneas (%); eixo dos y: desvio percentual da média histórica)



Fontes: Eurostat, BCE, Merrill Lynch, Refinitiv e cálculos dos autores.

Notas: Painel a – o índice composto de vulnerabilidade baseia-se num vasto conjunto de indicadores em cinco dimensões diferentes: capacidade de serviço da dívida (medida pelo rácio de cobertura dos juros, poupanças das empresas e geração de receitas); alavancagem/endividamento (rácio dívida/capital próprio, rácio dívida líquida/resultado antes de juros, impostos e depreciação e o rácio dívida bruta/rendimento); financiamento/refinanciamento da dívida (rácio dívida a curto prazo/dívida a longo prazo, rácio de liquidez relativa (*quick ratio*), custo global do financiamento por dívida e impulso de crédito (*credit impulse*)); rentabilidade (rentabilidade dos ativos, margem de lucro e rácio valor de mercado/valor contabilístico); e atividade (crescimento das vendas, rácio de credores comerciais e variação do volume de negócios dos créditos). O rácio de liquidez relativa obtém-se dividindo os ativos financeiros correntes pelos passivos financeiros correntes. O impulso de crédito (CI) é calculado como $CI_t = 100 * ((C_t - C_{t-1}) / PIB_{t-1} - (C_{t-4} - C_{t-5}) / PIB_{t-5})$, em que C corresponde ao volume nominal do crédito total concedido a SNF e PIB corresponde ao produto interno bruto nominal a preços de mercado. O crédito total de SNF é definido como o total das responsabilidades de SNF menos os títulos de participação no capital emitidos por SNF. Os indicadores são padronizados através da sua transformação em pontuações z, ou seja, são convertidos numa escala comum com uma média de zero e um desvio-padrão de um. Os subindicadores compostos são calculados para cada uma das cinco dimensões através da média aritmética simples das respetivas pontuações z subjacentes dos indicadores individuais. Por último, o indicador composto global é obtido dando ponderação igual às pontuações z compostas das cinco subcategorias. Os valores positivos indicam uma maior vulnerabilidade, os valores negativos indicam uma menor vulnerabilidade. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2021.

Painel b – dados esperados para 2020 com base numa interpolação linear da relação passada entre falências e PIB real. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2020.

Em conclusão, a pandemia de COVID-19 tem tido um impacto significativo

na solidez das empresas da área do euro. As empresas fizeram um esforço

substancial para acumular reservas em numerário que, em conjunção com o

enorme apoio das autoridades monetárias, orçamentais e de supervisão, evitaram

uma crise de liquidez. Simultaneamente, a rentabilidade, a eficiência operacional

e a solvência das sociedades não financeiras estiveram sob pressão durante os

períodos de confinamento. Numa análise prospetiva, o nível elevado e desigual de endividamento bruto e líquido transversal a países, setores e dimensões das empresas poderá restringir o dinamismo do crescimento económico a médio prazo e aumentar o risco de um maior incumprimento por parte das empresas.

4 Impacto dos estrangulamentos do lado da oferta sobre o comércio

Por Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Michele Mancini e Tobias Schuler

As perturbações do frete marítimo e a escassez de fatores de produção estão a provocar estrangulamentos consideráveis nas cadeias de abastecimento mundiais.

Durante a fase de recuperação da pandemia de coronavírus (COVID-19), as famílias aumentaram as suas compras de certos produtos, como equipamento eletrónico e para renovação da habitação, o que resultou num aumento súbito mais forte do que o esperado da procura, particularmente em alguns setores. Este aumento da procura, aliada a eventos fora do controlo dos fornecedores (motivos de força maior), como surtos de coronavírus em portos, acidentes em unidades fabris e condições meteorológicas adversas, levou a estrangulamentos no setor do transporte de expedição e causou escassez de fatores de produção específicos, como, por exemplo, plásticos, metais, madeira e semicondutores³⁷. Porque no início da pandemia as existências se reduziram, devido ao escoamento de *stocks* e à escassez de fatores de produção resultante de encerramentos e políticas de existências conservadoras, as empresas tiveram dificuldades em acompanhar o rápido aumento da procura e reconstituir os *stocks* esgotados. Este desequilíbrio entre a procura e a oferta é evidenciado pelo alargamento sem precedentes dos prazos de entrega dos fornecedores, em especial nos setores que dependem de transporte e de fatores de produção de setores onde se verificou escassez, nomeadamente equipamento informático e eletrónico, maquinaria e equipamento, produtos de madeira, veículos a motor e produtos químicos. No conjunto, em junho, o índice relativo a prazos de entrega dos fornecedores do Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial caiu para mínimos nunca verificados (ou seja, prazos de entrega mais longos) desde o início dos registos em 1999.

Os volumes de transporte marítimo recuperaram desde os mínimos registados em meados de 2020 (gráfico A).

No primeiro semestre de 2021, perturbações temporárias, como o incidente no Canal do Suez, em março, geraram tensões graves no setor do frete marítimo mundial, mas não interromperam a dinâmica de crescimento positiva, conforme refletido nos indicadores de movimento nos portos marítimos a nível mundial (totais) e a nível dos portos europeus situados na faixa norte. O frete aéreo europeu foi mais severamente afetado pela pandemia, devido a uma redução sem precedentes dos voos de passageiros, que reduziu a capacidade de carga³⁸. No entanto, no início de 2021, o frete aéreo voltou a atingir o seu nível pré-crise, graças às empresas terem substituído parcialmente o frete marítimo pelo transporte aéreo.

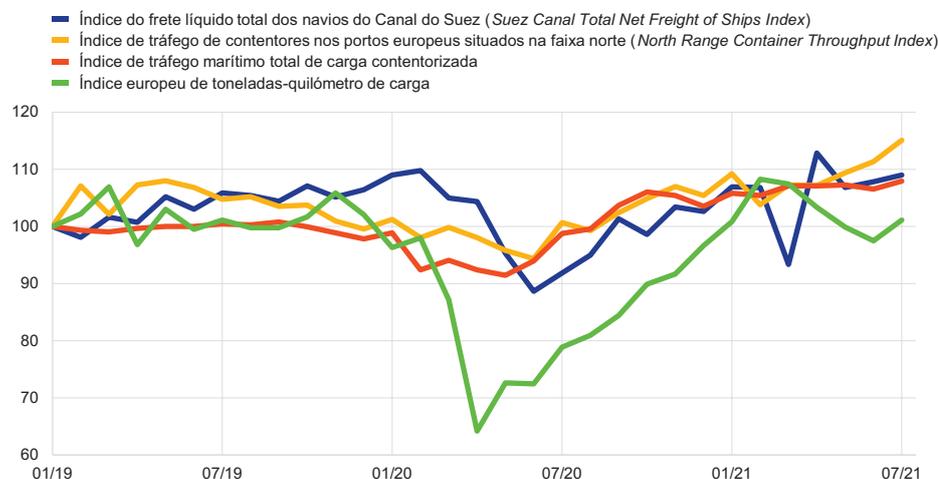
³⁷ Ver a caixa intitulada [What is driving the recent surge in shipping costs](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2021; e a caixa intitulada [A escassez de semicondutores e as respetivas implicações para o comércio, a produção e os preços da área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2021.

³⁸ As empresas tentaram mitigar a queda da capacidade de carga, convertendo aviões de passageiros em aviões de carga e continuando a utilizar a capacidade de transporte de passageiros para transportar mercadoria nas cabinas dos aviões. Ainda assim, a capacidade de carga disponível total caiu drasticamente em 2020, como indica o gráfico B.

Gráfico A

Volumes de frete marítimo e aéreo

(Índices corrigidos de sazonalidade: janeiro de 2019 = 100)



Fontes: Autoridade do Canal de Suez, RWI-Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung/Institut für Seeverkehrswirtschaft und Logistik (ISL), Associação Internacional do Transporte Aéreo e cálculos de especialistas do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a julho de 2021.

As rotas marítimas que registam as tensões mais graves são as da Ásia à América do Norte e da Ásia à Europa (gráfico B), o que resultou em aumentos extraordinários dos custos do frete marítimo³⁹.

A capacidade de transporte marítimo na rota da Ásia à América do Norte recuperou de modo mais forte da pandemia do que a rota da Ásia à Europa, em parte devido à maior capacidade impulsionada pelo padrão de recuperação robusta observado nos Estados Unidos. Tendo em conta a relativa rigidez da oferta de capacidade de frete marítimo e as perturbações no setor dos transportes, as tarifas à vista (de curto prazo) do frete marítimo em contentores nas rotas de partida da Ásia subiram em flecha para níveis sem precedentes, em particular nas rotas para a América do Norte⁴⁰. Tal levou também a um redirecionamento de capacidade para esta rota mais lucrativa, em detrimento de outras rotas⁴¹. A atividade de frete marítimo assenta principalmente em contratos de longo prazo com tarifas fixas. No atual enquadramento, a negociação de novos contratos de longo prazo foi provavelmente afetada, resultando num aumento excecional, embora menos forte, das tarifas de frete dos contratos de longo prazo do que nos contratos baseados em tarifas à vista⁴².

³⁹ O HARPEX, um índice dos custos de frete marítimo em contentores a nível mundial, manteve-se mais ou menos estável em níveis comparativamente mais baixos nos anos que antecederam o surto da pandemia de COVID-19. Porém, no primeiro trimestre de 2021, subiu acentuadamente para níveis superiores ao do último pico, registado no segundo trimestre de 2005 e, no terceiro trimestre, tinha atingido um nível correspondente a mais do dobro desse último pico.

⁴⁰ De acordo com uma análise econométrica assente num modelo de vetores autorregressivos estruturais, o aumento dos custos do frete marítimo no início de 2020 foi impulsionado por restrições da oferta, enquanto a subida no final de 2020 se ficou a dever sobretudo à forte recuperação da procura mundial. Para mais pormenores, ver a caixa intitulada [What is driving the recent surge in shipping costs](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2021.

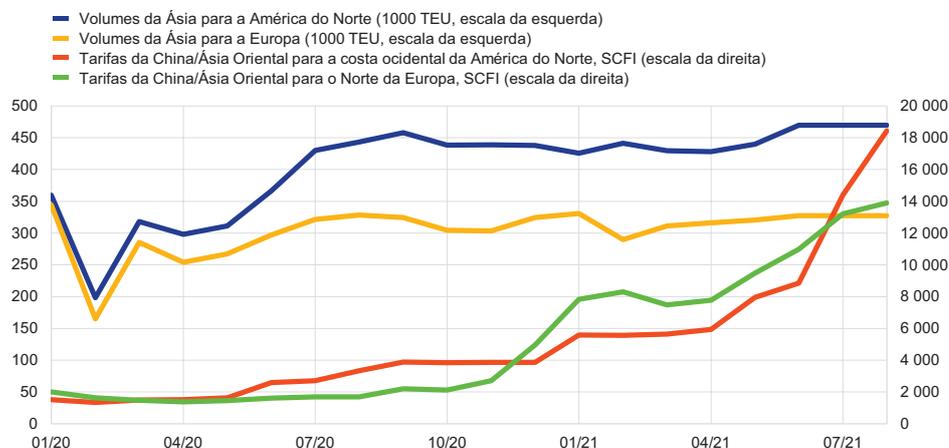
⁴¹ Ver Khasawneh, R. e Xu, M., [China-U.S. container shipping rates sail past \\$20,000 to record](#), Reuters, agosto de 2021.

⁴² Ver Sand, P., [Container shipping: records keep falling as industry enjoys best markets ever](#), BIMCO, junho de 2021.

Gráfico B

Capacidade e tarifas de frete marítimo

(capacidade de carga semanal em TEU e tarifas à vista do frete marítimo em dólares dos Estados Unidos)



Fontes: Container Trades Statistics (CTS), Bloomberg, Freightos e cálculos de especialistas do BCE.

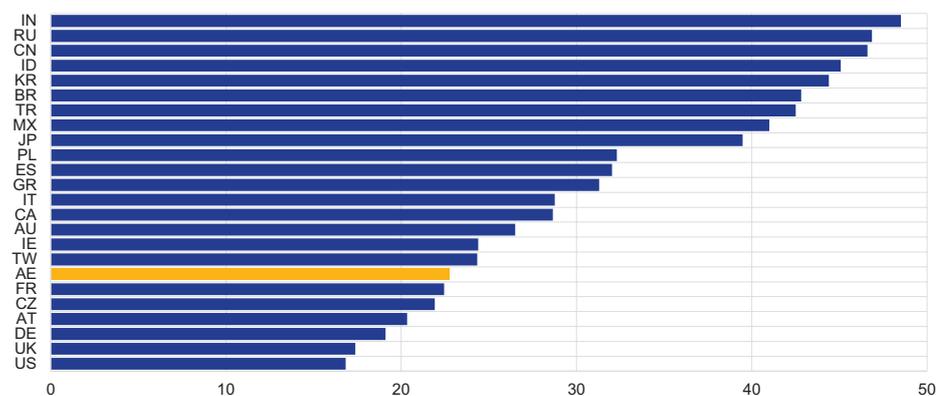
Notas: TEU (do inglês, "twenty-foot equivalent unit") é a unidade-padrão de descrição da capacidade de carga, equivalente a um contêiner de vinte pés; SCFI (do inglês, "Shanghai Containerized Freight Index") é o índice de frete contêinerizado de Xangai. As últimas observações referem-se a agosto de 2021.

Os países da área do euro e da União Europeia (UE) estão entre os países mais afetados pelos estrangulamentos a nível do frete marítimo e dos fatores de produção, como ilustrado pelo índice relativo aos prazos de entrega dos fornecedores do IGC. O gráfico C indica que os prazos de entrega dos fornecedores permaneceram longos em quase todos os países em agosto, com os países da UE, os Estados Unidos, o Reino Unido e Taiwan a ser particularmente afetados. A classificação por país reflete uma multiplicidade de fatores: 1) a composição por produtos apresentou-se enviesada no sentido das indústrias afetadas (por exemplo, o setor automóvel na área do euro, a indústria eletrónica em Taiwan); 2) condições de forte procura; 3) a gravidade dos problemas de transporte e logística; 4) eventos adversos específicos, tais como condições meteorológicas extremas em alguns países; e 5) políticas de existências (por exemplo, acumulação de *chips* e de metais na China).

Gráfico C

Prazos de entrega dos fornecedores, por país

(Índice de difusão)



Fonte: Markit.

Notas: O gráfico mostra os valores para agosto de 2021. O país com a classificação mais baixa é o país com os prazos de entrega mais longos. "AE" significa área do euro.

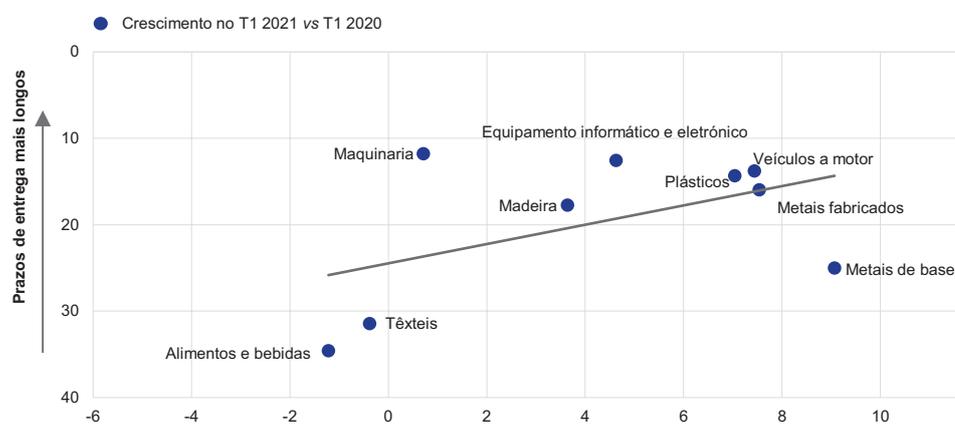
Na área do euro, os setores exportadores que registaram a recuperação mais rápida enfrentam maiores problemas de abastecimento (gráfico D).

Em particular, as exportações de veículos a motor, de equipamento eletrónico e de metais fabricados, que tinham registado uma expansão considerável até ao primeiro trimestre de 2021 em comparação com o primeiro trimestre de 2020, foram afetadas por restrições da oferta que abrandaram o avanço da expansão nestes setores. Tal está subjacente ao papel desempenhado pela forte procura no prolongamento dos prazos de entrega dos fornecedores. Os atrasos também se alargaram ao setor da maquinaria, que depende de equipamento eletrónico e de metais fabricados como fatores de produção.

Gráfico D

Exportações extra-área do euro e prazos de entrega dos fornecedores, por setor

(crescimento percentual homólogo em valores, índice de difusão do IGC)



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

Notas: Um valor mais reduzido no eixo vertical indica um prazo de entrega mais longo. Para as exportações, os valores referem-se ao primeiro trimestre de 2021 e para os prazos de entrega dos fornecedores os valores referem-se a maio de 2021. A linha de regressão representa a relação entre os valores dos prazos de entrega dos fornecedores e o crescimento destes setores entre o primeiro trimestre de 2020 e o primeiro trimestre de 2021.

Uma análise empírica que utiliza dados de painel por país identifica e quantifica o impacto dos estrangulamentos do lado da oferta no crescimento das exportações, para além do papel desempenhado pelas condições da procura. As taxas de crescimento mensais dos volumes de exportações de um painel de 23 países são objeto de regressão em função de uma medida aproximada dos estrangulamentos. O índice relativo aos prazos de entrega dos fornecedores do IGC é utilizado para captar a dimensão dos estrangulamentos do lado da oferta, sendo as importações de fatores de produção intermédios de setores com estrangulamentos utilizadas para medir a exposição de cada país a perturbações da oferta. A fim de avaliar o impacto no crescimento das exportações, o IGC, a percentagem de fatores de produção importados de setores afetados por estrangulamentos e a sua interação são incluídos numa regressão (com efeitos fixos por período temporal e país) para ter em conta os efeitos das perturbações da cadeia de abastecimento. São também incluídos os índices do IGC, por país, relativos a novas encomendas de exportações (para medir a procura externa)

e desfasamentos na variável dependente⁴³. Além disso, apenas os países com prazos de entrega dos fornecedores que apresentam um desvio substancial no IGC face ao nível médio do índice são considerados significativamente afetados pelos estrangulamentos. Deste modo, é possível verificar se os estrangulamentos a nível dos fatores de produção importados estão a ter um impacto negativo no crescimento das exportações. Resumindo, espera-se que as exportações de um país sejam negativamente afetadas por longos prazos de entrega dos fornecedores, sendo esse impacto ampliado quando a percentagem de importações de fatores de produção intermédios de setores com estrangulamentos é mais elevada.

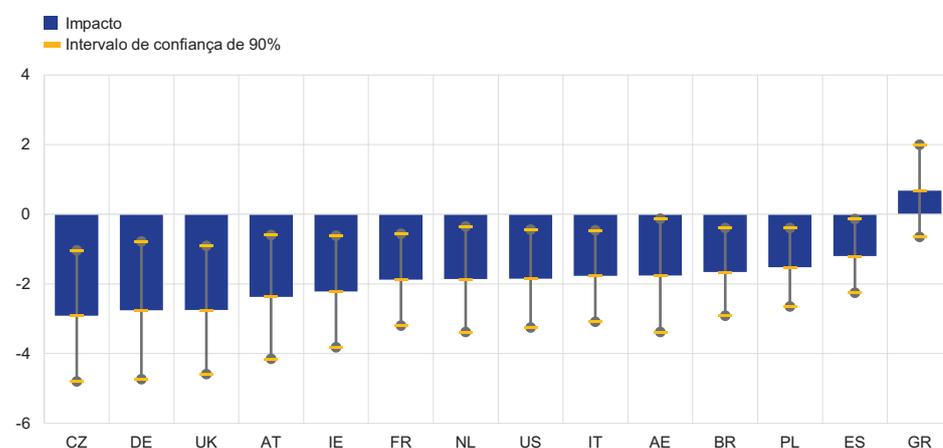
As estimativas confirmam que os estrangulamentos do lado da oferta afetaram negativamente o crescimento das exportações de bens e que o impacto é maior para os países com maior exposição aos setores com estrangulamentos.

O gráfico E destaca os efeitos dos estrangulamentos do lado da oferta nos vários países. A classificação reflete tanto a gravidade dos estrangulamentos (por exemplo, o alargamento dos prazos de entrega) como o grau de exposição aos setores com estrangulamentos. A maior parte dos países são Estados-Membros da UE e os efeitos estimados mais adversos são nos países de maior dimensão pertencentes e não pertencentes à área do euro, sendo estes últimos provavelmente afetados por ligações através das cadeias de abastecimento em setores gravemente afetados (por exemplo, o setor automóvel).

Gráfico E

Impacto dos estrangulamentos da oferta nos países afetados

(efeito médio no crescimento mensal das exportações de bens; em pontos percentuais)



Fontes: CPB (Centraal Planbureau, o gabinete neerlandês de análise da política económica), Markit, quadros multirregionais de entradas-saídas do Banco Asiático de Desenvolvimento (*Asian Development Bank multi-regional input-output tables – ADB MRIO*) e cálculos de especialistas do BCE.
Nota: "AE" significa área do euro.

A perda acumulada estimada de exportações de bens ascende a 6,7% para a área do euro e 2,3% a nível mundial. O gráfico F mostra a evolução contrafactual das exportações extra-área do euro e mundiais (excluindo a área do euro). De

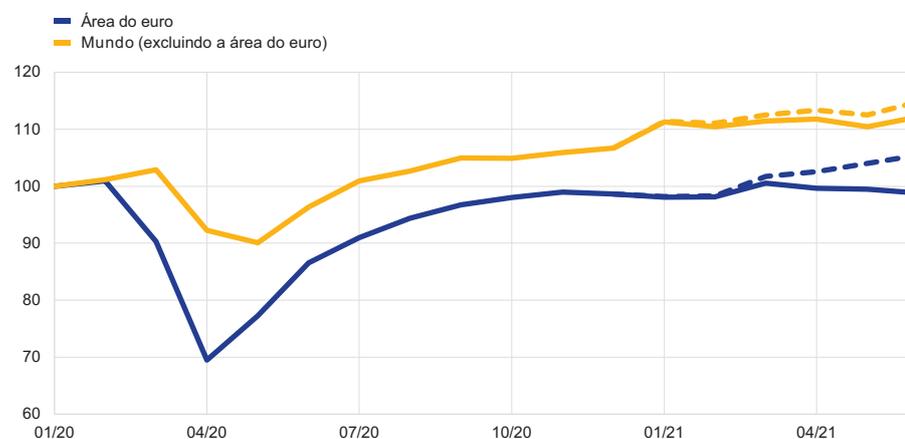
⁴³ São utilizados os quadros de entradas-saídas do Banco Asiático de Desenvolvimento para calcular a percentagem de fatores de produção direta e indiretamente importados de setores afetados por estrangulamentos em relação ao total de fatores de produção importados. Os setores afetados por perturbações da oferta são os de maquinaria, equipamento elétrico e ótico, material de transporte, transporte por vias interiores, transporte por vias navegáveis, transporte aéreo e outras atividades de transporte.

acordo com a análise, as exportações de bens da área do euro teriam sido 6,7% mais elevadas, se não tivessem sido afetadas por estrangulamentos do lado da oferta. As exportações mundiais de bens (excluindo a área do euro) teriam sido 2,3% mais elevadas. Apesar de, com a reabertura gradual das economias, os consumidores terem começado a reequilibrar as suas compras em favor dos serviços, as perturbações do lado da oferta ainda não apresentam sinais de normalização. Além disso, o ressurgimento de casos de COVID-19 na Ásia intensifica as pressões sobre os serviços de transporte, carga e descarga, bem como sobre as indústrias já sob pressão devido a estrangulamentos do lado da oferta, como os setores automóvel e de semicondutores.

Gráfico F

Perdas estimadas de exportações de bens

(índice; janeiro de 2020 = 100)



Fontes: CPB (Centraal Planbureau, o gabinete neerlandês de análise da política económica), Markit, quadros multirregionais de entradas-saídas do Banco Asiático de Desenvolvimento (*Asian Development Bank multi-regional input-output tables – ADB MRIO*) e cálculos de especialistas do BCE.

Nota: As linhas a ponteadas indicam a evolução estimada das exportações na ausência de estrangulamentos do lado da oferta.

5 Os preços das licenças de emissão da UE no contexto do plano de ação climática do BCE

Por Giovanna Bua, Daniel Kapp, Friderike Kuik e Eliza Lis

No seu plano de ação climática, o BCE comprometeu-se em acelerar o desenvolvimento de novos modelos e em levar a cabo análises teóricas e empíricas para acompanhar as implicações das alterações climáticas e políticas conexas para a economia⁴⁴. Na primeira fase do roteiro detalhado de medidas relacionadas com as alterações climáticas, o BCE prevê a inclusão de pressupostos técnicos sobre os preços das emissões de carbono nas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema/BCE⁴⁵. O complemento, desde modo, dos atuais pressupostos técnicos constituirá a base para o alargamento dos modelos económicos utilizados nas projeções. Neste enquadramento, a presente caixa resume a génese e as características básicas do sistema de comércio de licenças de emissão de gases de efeito de estufa na UE – referido como “Comércio Europeu de Licenças de Emissão” ou “CELE”.

O CELE é o mercado no qual são negociadas as licenças de emissão da UE – cada uma conferindo ao titular o direito de emitir uma tonelada de equivalente de dióxido de carbono (CO₂). Constitui um importante instrumento de política da UE para reduzir as emissões de gases com efeito de estufa, abrangendo cerca de 10 000 empresas do setor da energia e da indústria transformadora, bem como companhias aéreas que operam entre aeroportos situados no Espaço Económico Europeu (EEE). No total, cerca de 40% das emissões de gases com efeito de estufa na UE são abrangidas pelo CELE. Em julho de 2021, foi proposta uma revisão do sistema, no contexto do ambicioso pacote legislativo “Preparados para os 55” (Objetivo 55) que visa – em conjunto com outras medidas de política – reduzir todas as emissões de gases com efeito de estufa em 55% até 2030, face aos níveis de 1990⁴⁶.

O CELE é um sistema de “limitação e comércio”, em que é definido um limite máximo para o montante total de gases com efeito de estufa que pode ser emitido anualmente pelos agentes económicos abrangidos pelo sistema.

O nível do limite máximo determina o número de licenças de emissão disponíveis

⁴⁴ Ver [BCE apresenta plano de ação para incluir considerações sobre as alterações climáticas na sua estratégia de política monetária](#), comunicado, BCE, de 8 de julho de 2021. Por favor, ver também [Climate change and monetary policy in the euro area](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 271, BCE, setembro de 2021, que resume a contribuição dos especialistas para as deliberações do Conselho do BCE no contexto do reexame da estratégia de política monetária do BCE.

⁴⁵ Ver [Roteiro detalhado de medidas relacionadas com as alterações climáticas](#), anexo do comunicado do BCE que apresenta o plano de ação para incluir considerações sobre as alterações climáticas na sua estratégia de política monetária, BCE, 8 de julho de 2021.

⁴⁶ Ver [Comunicação da Comissão “Objetivo 55: alcançar a meta climática da UE para 2030 rumo à neutralidade climática” \(COM\(2021\)/550 final\)](#), para obter uma perspetiva do pacote; e a [Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Diretiva 2003/87/CE, relativa à criação de um sistema de comércio de licenças de emissão de gases com efeito de estufa na União, a Decisão \(UE\) 2015/1814, relativa à criação e ao funcionamento de uma reserva de estabilização do mercado para o regime de comércio de licenças de emissão de gases com efeito de estufa da União, e o Regulamento \(UE\) 2015/757 \(COM\(2021\)/551 final\)](#), para informação sobre as revisões do CELE propostas.

no sistema e é objeto de uma redução ao longo do tempo, com o objetivo de impor uma minoração gradual das emissões e alcançar a neutralidade carbónica até 2050. Dentro desse limite máximo, as licenças de emissão são atribuídas aos participantes a título gratuito ou através de leilões. Todos os anos, empresas e outras entidades económicas têm de “devolver” uma licença por cada tonelada de equivalente de CO₂ emitida no ano em causa. Se as emissões de um participante forem superiores às licenças que lhe foram atribuídas, este terá de adquirir licenças adicionais no mercado do CELE. Inversamente, se um participante reduzir as suas emissões para níveis inferiores aos níveis que lhe são permitidos/foram atribuídos, pode manter as suas licenças excedentárias para cobrir necessidades futuras ou vender essas licenças no mercado do CELE⁴⁷.

O CELE entrou em funcionamento em 2005 e foi implementado por “fases”, reduzindo gradualmente o limite máximo e, ao mesmo tempo, aumentando a abrangência do sistema – em termos geográficos, por setor e por tipo de emissões de gases com efeito de estufa abrangidas (quadro A)⁴⁸. Enquanto as duas primeiras fases se caracterizaram por um grande número de atribuições a título gratuito e, frequentemente, também por desfasamentos entre a oferta e a procura (sobretudo devido à grande crise financeira iniciada em 2008), as duas fases mais recentes foram acompanhadas por um aumento da percentagem de licenças leiloadas em vez de atribuídas, por uma harmonização das regras, por uma redução do limite máximo anual de emissões e por reformas do mercado para ajustar o excesso de oferta através de um diferimento de licenças excedentárias, implicando um adiamento dos leilões, sem reduzir o número total de licenças a leiloar, e a absorção das licenças pela reserva de estabilização do mercado. A este respeito, a revisão da diretiva relativa ao CELE⁴⁹, anunciada em 2018, envolveu uma redução substancial do excedente de licenças de emissão.

⁴⁷ Para mais informações sobre o CELE, consultar os relatórios sobre o mercado do carbono publicados anualmente pela Comissão Europeia.

⁴⁸ Para mais informações sobre a evolução do CELE, ver [Development of EU ETS \(2005-2020\)](#), Comissão Europeia.

⁴⁹ [Diretiva \(UE\) 2018/410 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de março de 2018, que altera a Diretiva 2003/87/CE para reforçar a relação custo-eficácia das reduções de emissões e o investimento nas tecnologias hipocarbónicas, e a Decisão \(UE\) 2015/1814 \(JO L 76 de 19.3.2018, p. 3\)](#). Ver também [Diretiva 2003/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de outubro de 2003, relativa à criação de um \[sistema\] de comércio de licenças de emissão de gases com efeito de estufa na Comunidade e que altera a Diretiva 96/61/CE do Conselho \(JO L 275 de 25.10.2003, p. 32\)](#).

Quadro A

As quatro fases do CELE

FASE 1: 2005 a 2007	FASE 2: 2008 a 2012
<ul style="list-style-type: none">• Geografia: UE27• Limite máximo: sem trajetória de redução• Licenças: gratuitas• Setores: energia e calor, refinação de petróleo, produção de coque, ferro e aço, cimento, vidro, cal, tijolos, cerâmica, pasta de papel, papel e cartão• Caracterizada por uma oferta excessiva de licenças, com os preços a diminuírem para zero no final da fase	<ul style="list-style-type: none">• Geografia: UE27 + Noruega, Islândia e Liechtenstein• Limite máximo: sem trajetória de redução• Licenças: sobretudo gratuitas• Setores: inclusão do setor da aviação em 2012• A crise financeira de 2008 reduziu a atividade industrial e as emissões dos países da UE, conduzindo a um desequilíbrio entre a oferta e a procura
FASE 3: 2013 a 2020	FASE 4: 2021 a 2030
<ul style="list-style-type: none">• Geografia: Croácia adere ao CELE• Limite máximo: no conjunto da UE, redução de 1,74% em cada ano• Licenças: transição progressiva para leilões; licenças gratuitas distribuídas por meio de indicadores de referência harmonizados (empresas "mais ecológicas" obtêm licenças gratuitas)• Setores: inclusão dos setores de captura e armazenamento de carbono, produção de petroquímicos, amoníaco, metais não ferrosos e ferrosos, gesso, alumínio e ácidos nítrico, adípico e glixílico (com vários limiares)• Introdução de mecanismos de mercado para corrigir os desequilíbrios entre a procura e a oferta (diferimento de licenças excedentárias até 2019-2020; licenças não atribuídas transferidas para uma reserva de estabilização do mercado)• Entrada em vigor da revisão da diretiva relativa ao CELE para a quarta fase	<p>Em vigor:</p> <ul style="list-style-type: none">• Geografia: Reino Unido sai do CELE• Limite máximo: aumento do fator de redução anual de 1,74% para 2,2%• Duplicação das entradas para a reserva de estabilização do mercado (de 12% para 24%) até 2023• A partir de 2023, as licenças na reserva de estabilização do mercado serão limitadas e os volumes excedentários tornam-se inválidos <p>Proposta ao abrigo do pacote "Objetivo 55":</p> <ul style="list-style-type: none">• Limite máximo: aumento do fator de redução anual de 2,2% para 4,2%• Licenças: manutenção da condicionalidade para as licenças gratuitas com base nos esforços de descarbonização; redução gradual das licenças gratuitas• Setores: inclusão do setor do transporte marítimo• Introdução de um sistema de comércio de licenças de emissão distinto para as emissões dos edifícios e dos transportes• Conservação das entradas na reserva de estabilização do mercado em 24%

O preço das licenças de emissão negociadas no CELE aumentou de 8 euros por tonelada de equivalente de CO₂, no início de 2018, para cerca de 60 euros, mais recentemente (gráfico A). Importantes fatores impulsionadores do preço a médio prazo incluíram a introdução da reserva de estabilização do mercado e uma redução mais rápida do número de licenças de emissão da UE disponíveis para as empresas abrangidas pelo CELE. Além disso, tal como atrás referido, a revisão de 2018 da diretiva relativa ao CELE – que estabeleceu o quadro para o quarto período de negociação (quarta fase) de 2021 a 2030 – parece ter elevado a credibilidade do sistema. Mais recentemente, é provável que a perceção de uma mudança para políticas climáticas mais rigorosas a nível mundial e a probabilidade de uma cessação antecipada da atribuição de licenças de emissão gratuitas, como exposto no pacote "Objetivo 55", tenham contribuído para o aumento de preço. O anúncio do Pacto Ecológico Europeu⁵⁰ e os subsequentes adiamentos dos leilões do CELE em 2021 também apoiaram um preço mais elevado. Para além destas alterações na configuração do mercado, a subida de preço pode também refletir um aumento da procura de produtos energéticos, devido a padrões meteorológicos e a uma reabertura da economia, na sequência do fim das restrições relacionadas com a pandemia de coronavírus (COVID-19), assim como especulação por parte de alguns intervenientes no mercado que estão a assumir posições longas no mercado do CELE, antecipando novos aumentos de preço nos próximos meses. Até à data, a curva de preços dos futuros tem permanecido relativamente horizontal, se bem que com uma ligeira inclinação em sentido ascendente. A principal razão para tal é o facto de as licenças excedentárias poderem ser mantidas para cobrir necessidades futuras, criando uma forte ligação entre os preços à vista e os preços

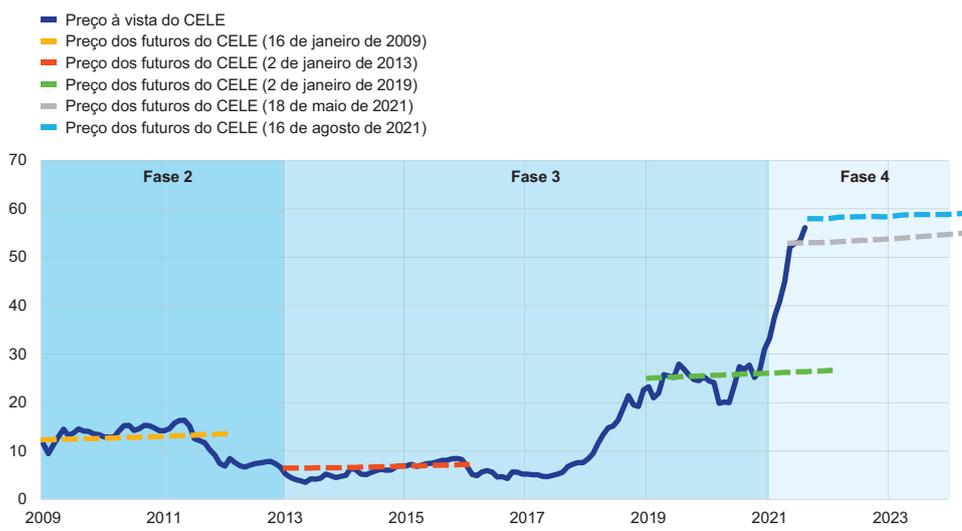
⁵⁰ Ver [Pacto Ecológico Europeu](#), Comissão Europeia.

dos futuros. O custo de guarda de tais licenças é reduzido e não existe qualquer benefício aparente, como acontece com matérias-primas físicas. Por conseguinte, a principal diferença entre uma licença de emissão à vista e uma futura é o custo de oportunidade da detenção dos fundos pagos pela licença à vista⁵¹.

Gráfico A

Licenças de emissão da UE – Preços à vista e dos futuros do CELE

(euros por tonelada métrica)



Fontes: Refinitiv, Bloomberg e cálculos do BCE.

Notas: Os preços anuais dos futuros do CELE são calculados como médias dos preços trimestrais dos futuros num determinado ano. Última observação: agosto de 2021 para os preços à vista do CELE (dados mensais) e dezembro de 2023 para os preços dos futuros do CELE (dados trimestrais).

Até à data, é provável que os preços das licenças de emissão tenham afetado apenas a inflação da componente de preços dos produtos energéticos do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) – em especial, os preços da eletricidade – devido a licenças gratuitas noutros setores e à abrangência ainda limitada em termos de setores. Em 2020, nos vários países, a maioria das licenças para instalações industriais do setor da indústria transformadora e da aviação no EEE foi efetivamente atribuída a título gratuito, ao passo que a maioria das licenças de emissão para a combustão de combustíveis fósseis foi leiloadada (gráfico B). O último pico dos preços das licenças de emissão é considerado como uma das causas dos recentes aumentos dos preços da eletricidade em alguns países da área do euro. Tal é o caso, em particular, quando os preços da eletricidade não são, ou são apenas parcialmente, regulados e as famílias optam por tarifas variáveis⁵². Noutros países, é provável que os preços da eletricidade

⁵¹ É possível que a inclinação da curva se altere no futuro, o que poderá acontecer, por exemplo, se a taxa de rentabilidade da conveniência, atualmente ligeiramente negativa, se tornar mais negativa. Poderá ser o caso se os titulares de licenças físicas estiverem preocupados com alterações das regras que reduzam o valor de licenças físicas, mas não o valor de contratos de futuros. Uma preocupação que alguns participantes no mercado parecem ter a este respeito é o facto de as entidades de regulamentação poderem restringir o direito de transferir licenças de um ano para o outro. Ver também Bredin, D. e Parsons, J., "Why is Spot Carbon so Cheap and Future Carbon so Dear? The Term Structure of Carbon Prices", *The Energy Journal*, vol. 37, n.º 3, 2016.

⁵² Ver Pacce, M., Sánchez, I. e Suárez-Varela, M., [Recent developments in Spanish retail electricity prices: the role played by the cost of CO₂ emission allowances and higher gas prices](#), *Documentos Ocasionales*, n.º 2120, Banco de España, 2021.

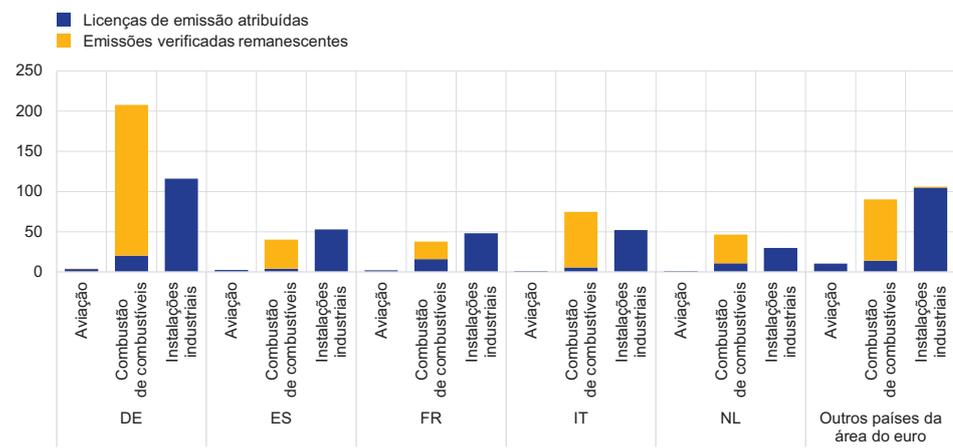
reajam com atraso, devido à regulamentação dos preços, ou sejam menos afetados graças à produção de eletricidade hipocarbónica⁵³. A mais longo prazo, o impacto direto dos preços das licenças de emissão na inflação dependerá também do ritmo da descarbonização, incluindo a transição de eletricidade produzida a partir de combustíveis fósseis hipercarbónicos para eletricidade obtida de fontes neutras em termos de emissões de carbono. De acordo com dados do Eurostat, a quota-parte de combustíveis fósseis utilizados na produção de eletricidade na UE diminuiu de cerca de 45% em 2018 para 40% em 2020, mas a percentagem variou substancialmente entre países. No entanto, este ano, a produção de eletricidade a partir de carvão aumentou, não obstante a subida dos preços das licenças de emissão, o que reflete provavelmente os atuais preços elevados do gás. De um modo geral, o risco de os preços das licenças de emissão no atual CELE poderem traduzir-se numa inflação global significativamente mais elevada no curto prazo afigura-se limitado, tendo em conta que, até à data, a componente do IHPC afetada foi sobretudo a dos preços dos produtos energéticos.

Em termos prospetivos e em consonância com o plano de ação recentemente anunciado pelo BCE, estas e outras políticas de mitigação das alterações climáticas terão de ser mais exploradas no tocante às suas implicações para a inflação e o produto. Tal exigirá que a modelização macroeconómica continue a ser desenvolvida, sendo esse desenvolvimento essencial para apoiar a condução da política monetária.

Gráfico B

Licenças de emissão atribuídas e emissões remanescentes para as quais é necessário adquirir licenças, por setor

(milhões de toneladas de equivalente de CO₂, 2020)



Fontes: Agência Europeia do Ambiente e cálculos do BCE.

Notas: As restantes emissões verificadas são calculadas como o total das emissões verificadas menos as licenças de emissão atribuídas. As emissões de instalações industriais correspondem à soma das emissões de todos os setores industriais abrangidos. A cobertura de emissões verificadas pelas licenças atribuídas varia entre os setores industriais: as emissões de alguns setores não são totalmente cobertas pelas licenças que lhes foram atribuídas, enquanto as emissões de outros setores são inferiores às licenças que lhes foram atribuídas.

⁵³ A percentagem de eletricidade produzida a partir de energia renovável ou nuclear hipocarbónica varia consideravelmente entre os diferentes países da área do euro e, por conseguinte, também a percentagem de eletricidade produzida a partir de combustíveis fósseis. Ver, por exemplo, [Energy, transport and environment statistics](#), Eurostat, 2020.

© **Banco Central Europeu, 2021**

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

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

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

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

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-21-006-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep