



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 8 / 2020



Índice

Evolução económica e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	9
2 Evolução financeira	18
3 Atividade económica	25
4 Preços e custos	31
5 Moeda e crédito	37
6 Evolução orçamental	45
Caixas	49
1 Marcas de crises anteriores na economia mundial	49
2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 22 de julho a 3 de novembro de 2020	56
3 Avaliação da evolução económica a curto prazo no contexto da COVID-19	62
4 Entender o impacto da pandemia de COVID-19 através de uma desagregação corrigida de importações da procura agregada da área do euro	67
5 Evolução no setor do turismo durante a pandemia de COVID-19	72
6 Os efeitos de longo prazo da pandemia: informações obtidas num inquérito a empresas líderes	76
7 Avaliação da dinâmica salarial durante a pandemia de COVID-19: podem os dados relativos aos salários negociados ser úteis?	80
8 Projetos de planos orçamentais para 2021: análise no contexto da crise da COVID-19	84

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Na sua reunião de política monetária de 10 de dezembro de 2020, o Conselho do BCE decidiu recalibrar os seus instrumentos de política monetária.

Embora a recuperação da atividade económica no terceiro trimestre tenha sido mais robusta do que o esperado e as perspetivas de uma rápida disponibilização de vacinas sejam encorajadoras, a pandemia de coronavírus (COVID-19) continua a colocar riscos graves para a saúde pública e para as economias mundiais e da área do euro. O ressurgimento de casos de COVID-19 e as medidas de contenção associadas a estes estão a restringir significativamente a atividade económica da área do euro, que se prevê que tenha registado uma contração no quarto trimestre de 2020. Embora a atividade no setor da indústria transformadora continue a resistir bem, a atividade no setor dos serviços está a ser gravemente atingida pelo aumento das taxas de infeção e pelas novas restrições à interação social e à mobilidade. A inflação permanece muito reduzida no contexto de uma procura fraca e de uma considerável margem disponível nos mercados de trabalho e do produto. No geral, os dados disponibilizados e as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema sugerem um impacto mais substancial de curto prazo da pandemia na economia e um enfraquecimento mais prolongado da inflação do que o anteriormente previsto. Neste contexto, o Conselho do BCE decidiu recalibrar os seus instrumentos de política monetária na reunião de 10 de dezembro de 2020.

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

A economia mundial recuperou fortemente no terceiro trimestre de 2020, ao que se seguiu um dinamismo de crescimento contínuo no início do quarto trimestre, mas fatores adversos ensombram as perspetivas económicas de curto prazo.

Embora notícias recentes sobre o desenvolvimento de vacinas eficazes contra o coronavírus tenham dado azo a otimismo nos mercados financeiros, as perspetivas económicas mundiais no curto prazo permanecem ensombradas pela pandemia. O aumento significativo do número de novas infeções por COVID-19, em particular nas economias avançadas, levou à reintrodução de medidas de contenção, embora estas perturbem menos a atividade económica do que as implementadas durante a primeira vaga da pandemia. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o PIB real mundial (excluindo a área do euro) diminuirá 3,0% este ano e aumentará 5,8% em 2021, antes de crescer 3,9% e 3,6% em 2022 e 2023, respetivamente. O comércio mundial (excluindo a área do euro) registou uma contração mais acentuada do que o PIB real em 2020,

mas prevê-se que registre uma recuperação mais robusta em 2021. Tal reflete sobretudo a pró-ciclicidade mais acentuada do comércio, em particular durante recessões económicas. Estes efeitos adversos deverão ser menos graves no contexto do recente ressurgimento de infeções. Considera-se que o saldo dos riscos em torno das perspetivas económicas mundiais é menos negativo do que o anteriormente previsto, visto que, dadas as notícias quanto à viabilidade de várias vacinas, se torna menos provável a materialização do cenário grave.

No geral, as condições financeiras na área do euro diminuíram um pouco mais desde a reunião do Conselho do BCE de setembro de 2020, num contexto de melhoria do sentimento de risco em resultado de anúncios positivos sobre vacinas. Ao longo do período em análise (10 de setembro a 9 de dezembro de 2020), a curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) flutuou um pouco, mas acabou por se manter globalmente inalterada. Esta situação reflete preocupações quanto à propagação acelerada da COVID-19 na Europa num contexto de notícias positivas sobre vacinas. A curva continua a registar apenas uma ligeira inversão nos prazos curtos. As taxas de rendibilidade e os diferenciais das obrigações soberanas de longo prazo diminuíram significativamente na área do euro ao longo deste período, num contexto de expectativas de continuação do apoio monetário e orçamental, a par de uma melhoria, a nível mundial, do sentimento de risco, desencadeada, em particular, pelas notícias de ensaios de vacinas bem-sucedidos. Os preços dos ativos de risco aumentaram em conformidade. Nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira depreciação em termos ponderados pelo comércio.

Após uma contração substancial no primeiro semestre de 2020, o PIB real da área do euro recuperou fortemente, aumentando 12,5%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre, embora permanecendo bem abaixo dos níveis observados antes da pandemia. A segunda vaga da pandemia e a intensificação das medidas de contenção a esta associada observada desde meados de outubro deverão originar uma nova redução substancial da atividade no quarto trimestre, embora em muito menor medida do que a observada no segundo trimestre do ano. A evolução económica continua a ser desigual nos vários setores, com a atividade no setor dos serviços a ser mais negativamente afetada pelas novas restrições à interação social e à mobilidade do que a atividade no setor da indústria. Embora as medidas de política orçamental estejam a apoiar as famílias e as empresas, os consumidores mantêm-se cautelosos perante a pandemia e as ramificações da mesma para o emprego e os rendimentos. Além disso, balanços das empresas mais fracos e a incerteza no tocante às perspetivas económicas estão a afetar negativamente o investimento empresarial. Em termos prospetivos, avanços recentes no desenvolvimento de vacinas contra o COVID-19 permitem uma maior confiança quanto ao pressuposto de uma resolução gradual da crise sanitária. Porém, demorará algum tempo até que se alcance uma imunidade generalizada, sendo que não são de excluir novos ressurgimentos de infeções, com desafios à saúde pública e às perspetivas económicas. No médio prazo, a retoma da economia da área do euro deverá ser apoiada por condições de financiamento favoráveis, uma orientação orçamental expansionista e uma recuperação da procura à medida que as medidas de contenção são levantadas e a incerteza diminui.

Esta avaliação encontra-se globalmente refletida no cenário de base das projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema.

Estas projeções indicam que o crescimento real anual do PIB se situará em -7,3% em 2020, 3,9% em 2021, 4,2% em 2022 e 2,1% em 2023. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a atividade económica foram revistas em baixa no curto prazo, mas considera-se que recuperarão globalmente para o nível projetado no cenário de base de setembro no médio prazo. No geral, os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro mantêm-se enviesados no sentido descendente, mas tornaram-se menos pronunciados. Embora as notícias quanto às perspetivas de disponibilização de vacinas sejam encorajadoras, persistem riscos em sentido descendente relacionados com as implicações da pandemia para as condições económicas e financeiras.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga da área do euro manteve-se inalterada, em -0,3%, em novembro.

Com base na dinâmica dos preços do petróleo e tendo em conta a redução temporária da taxa do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) na Alemanha, é provável que a inflação global se mantenha negativa até inícios de 2021. Posteriormente, prevê-se que aumente devido ao término da redução temporária do IVA na Alemanha e efeitos de base em sentido ascendente na inflação dos preços dos produtos energéticos. Paralelamente, as pressões subjacentes sobre os preços deverão permanecer moderadas devido à procura reduzida, nomeadamente nos setores relacionados com viagens e turismo, bem como às pressões salariais reduzidas e aos níveis historicamente elevados da taxa de câmbio efetiva do euro. Quando o impacto da pandemia se desvanecer, a recuperação da procura, apoiada pelo caráter acomodatório da política monetária e das políticas orçamentais, exercerá pressão em sentido ascendente sobre a inflação no médio prazo. Os indicadores baseados no mercado e as medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo assentes em inquéritos mantêm-se em níveis baixos.

Esta avaliação encontra-se globalmente refletida no cenário de base das projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, que indica que a inflação homóloga se situará em 0,2% em 2020, 1,0% em 2021, 1,1% em 2022 e 1,4% em 2023.

Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para inflação foram revistas em baixa para 2020 e 2022. A inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá ser de 0,7% em 2020, 0,8% em 2021 e 1,0% em 2022, antes de aumentar para 1,2% em 2023.

A pandemia de coronavírus continuou a influenciar a dinâmica monetária na área do euro.

O crescimento do agregado monetário largo (M3) manteve-se globalmente inalterado em 10,5% em outubro de 2020. O forte crescimento da moeda foi apoiado pela continuação das compras de ativos pelo Eurosistema, que se tornaram a maior fonte de criação de moeda. No contexto de uma preferência ainda elevada por liquidez e um custo de oportunidade reduzido de

detenção das formas mais líquidas de moeda, o agregado monetário estreito M1 continua a dar o principal contributo para o crescimento do agregado monetário largo. O crescimento dos empréstimos ao setor privado estabilizou, embora registre ainda taxas de crescimento superiores às observadas antes da pandemia de COVID-19. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às sociedades não financeiras caiu para 6,8% em outubro, o que compara com 7,1% em setembro. Esta desaceleração ocorreu no contexto da atenuação das necessidades de liquidez de emergência, fraco investimento e critérios de concessão de crédito às empresas mais restritivos. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias situou-se em 3,1% em outubro, mantendo-se inalterada face a setembro. As medidas de política do Conselho do BCE, a par das medidas adotadas pelos governos nacionais e pelas instituições europeias, são ainda essenciais para apoiar as condições de crédito bancário e o acesso dos bancos a financiamento, em particular pelos mais afetados pelas ramificações da pandemia.

O apoio orçamental substancial mitigou o impacto negativo considerável da pandemia de coronavírus na economia real. O custo orçamental deste apoio foi muito significativo para todos os países da área do euro, embora varie acentuadamente de país para país. Em resultado do abrandamento económico e do apoio orçamental, projeta-se que o défice orçamental das administrações públicas na área do euro aumente de forma considerável, situando-se em 8,0% do PIB em 2020, face a 0,6% em 2019, de acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Subsequentemente, espera-se uma diminuição do rácio do défice para 6,1% do PIB em 2021, 3,9% em 2022 e 3,0% em 2023. A melhoria deverá ser conduzida pela descontinuação gradual das medidas de contenção de emergência, ao passo que a componente cíclica registará uma melhoria significativa apenas a partir de 2022. Continua a ser crucial uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada, à luz da contração acentuada da economia da área do euro, embora as medidas orçamentais tomadas devam ser direcionadas e temporárias. Ao mesmo tempo, a procura fraca das empresas e das famílias e o risco acrescido de uma recuperação retardada perante os novos confinamentos devido à segunda vaga da pandemia justificam um apoio continuado por parte das políticas orçamentais nacionais. O fundo “Next Generation EU”, que complementa as medidas orçamentais a nível nacional, contribuirá para uma recuperação mais rápida, forte e uniforme e aumentará a resiliência económica e o potencial de crescimento das economias dos Estados-Membros da UE, em particular se os fundos forem utilizados para despesas públicas produtivas e estiverem aliados a políticas estruturais centradas na melhoria da produtividade.

Pacote de medidas de política monetária

Perante as repercussões económicas do ressurgimento da pandemia e do enfraquecimento prolongado da inflação daí resultante, o Conselho do BCE recalibrou os seus instrumentos de política monetária para preservar condições de financiamento favoráveis durante o período da pandemia, acabando por

apoiar a atividade económica e a convergência robusta da inflação para níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

1. O Conselho do BCE decidiu não alterar as taxas de juro diretoras do BCE. Espera-se que estas se mantenham nos níveis atuais ou em níveis inferiores até se observar que as perspetivas de inflação estão a convergir de forma robusta no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente.
2. O Conselho do BCE decidiu aumentar a dotação do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) em 500 mil milhões de euros, passando este para um total de 1850 mil milhões de euros. Também alargou o horizonte das aquisições líquidas ao abrigo do PEPP, no mínimo, até ao final de março de 2022. Em qualquer caso, o Eurosistema procederá a aquisições líquidas até que o Conselho do BCE considere que o período de crise do coronavírus terminou. O Eurosistema conduzirá aquisições ao abrigo do PEPP, a fim de preservar condições de financiamento favoráveis durante este período prolongado. As aquisições serão realizadas de forma flexível em função das condições do mercado e com vista a evitar um aumento da restritividade das condições de financiamento não compatível com as medidas para contrariar o impacto em sentido descendente da pandemia na projetada trajetória de inflação. Além disso, a flexibilidade das aquisições ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições continuará a apoiar a transmissão regular da política monetária. Caso as condições de financiamento favoráveis possam ser asseguradas com fluxos de aquisições de ativos que não esgotem a dotação no horizonte das aquisições líquidas ao abrigo do PEPP, esta não tem de ser utilizada na totalidade. De igual modo, se necessário, a dotação pode ser recalibrada para manter condições de financiamento favoráveis, a fim de ajudar a contrariar o choque negativo da pandemia sobre a trajetória de inflação. O alargamento do horizonte das aquisições ao abrigo do PEPP reflete as repercussões prolongadas da pandemia na economia e na inflação. Permite uma presença contínua no mercado e um apoio mais duradouro do estímulo monetário do Conselho do BCE. A preservação de condições de financiamento favoráveis durante o período da pandemia ajudará a reduzir a incerteza e a reforçar a confiança, estimulando, assim, o consumo privado e o investimento das empresas, bem como, em última instância, apoiando a recuperação económica e contribuindo para compensar o impacto em sentido descendente da pandemia na projetada trajetória de inflação. Por último, o Conselho do BCE decidiu igualmente prolongar o reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no contexto do PEPP, pelo menos, até ao final de 2023. De qualquer forma, a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada.
3. O Conselho do BCE decidiu recalibrar novamente as condições da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III). Mais especificamente, decidiu prolongar o período de

aplicação de condições consideravelmente mais favoráveis por doze meses, ou seja, até junho de 2022. O Conselho do BCE conduzirá também três operações adicionais entre junho e dezembro de 2021. Além disso, decidiu aumentar o montante total que as contrapartes poderão solicitar em empréstimos no âmbito das ORPA direcionadas III de 50% para 55% dos respetivos empréstimos elegíveis. A fim de proporcionar um incentivo para que os bancos mantenham o atual nível de concessão de crédito, as condições dos empréstimos no contexto das ORPA direcionadas III recalibradas só serão acessíveis a bancos que atinjam um novo objetivo de desempenho em termos de disponibilização de crédito. O prolongamento do período de taxas de juro baixas relacionado com a pandemia nos termos das ORPA direcionadas III, a adição de mais operações e o aumento do montante que pode, potencialmente, ser concedido preservarão as condições de financiamento muito atrativas para os bancos. Tal ajudará a assegurar que possam continuar a oferecer condições de crédito favoráveis e disponham de ampla liquidez para conceder empréstimos às famílias e às empresas.

4. O Conselho do BCE decidiu prorrogar até junho de 2022 a duração do conjunto de medidas de flexibilização dos ativos de garantia por este adotadas em 7 e 22 de abril de 2020. A prorrogação destas medidas continuará a assegurar que os bancos podem utilizar plenamente as operações de liquidez do Eurosistema, em especial as ORPA direcionadas recalibradas. O Conselho do BCE reavaliará as medidas de flexibilização dos ativos de garantia antes de junho de 2022, assegurando que a participação das contrapartes do Eurosistema nas ORPA direcionadas III não é negativamente afetada.
5. O Conselho do BCE decidiu ainda disponibilizar quatro operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica adicionais em 2021, as quais continuarão a proporcionar um mecanismo de apoio à liquidez eficaz.
6. As aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) prosseguirão a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros. O Conselho do BCE continua a esperar que as aquisições mensais líquidas de ativos no contexto do APP decorram enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas diretoras do BCE e que cessem pouco antes de o Conselho do BCE começar a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE. Além disso, o Conselho do BCE pretende continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do APP durante um período prolongado após a data em que comece a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.
7. A facilidade de operações de reporte do Eurosistema com bancos centrais (*Eurosystem Repo Facility for Central Banks* – EUREP) e todas as linhas de *swap* e de operações de reporte temporárias com bancos centrais de países não pertencentes à área do euro serão prolongadas até março de 2022.

8. Por último, o Conselho do BCE decidiu continuar a conduzir as operações regulares de refinanciamento como procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total sob as condições prevalecentes, enquanto for necessário.

As medidas de política monetária adotadas pelo Conselho do BCE contribuirão para preservar condições de financiamento favoráveis durante o período da pandemia, apoiando, assim, o fluxo de crédito a todos os setores da economia, reforçando a atividade económica e salvaguardando a estabilidade de preços no médio prazo. Ao mesmo tempo, a incerteza permanece elevada, incluindo no que respeita à dinâmica da pandemia e ao momento da disponibilização de vacinas. O Conselho do BCE continuará também a acompanhar a evolução da taxa de câmbio no que toca a possíveis implicações para as perspetivas de inflação a médio prazo. Deste modo, o Conselho do BCE continua a estar preparado para ajustar todos os instrumentos, consoante apropriado, a fim de garantir que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.

Embora desenvolvimentos recentes no que toca a vacinas contra o coronavírus (COVID-19) tenham dado azo a otimismo nos mercados financeiros, as perspetivas económicas mundiais no curto prazo permanecem ensombradas pela pandemia. O aumento significativo do número de novas infeções por COVID-19, em particular nas economias avançadas, levou à reintrodução de medidas de contenção, embora estas perturbem menos a atividade económica do que as observadas durante a primeira vaga da pandemia. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o PIB real mundial (excluindo a área do euro) diminuirá 3,0% este ano e aumentará 5,8% em 2021, antes de crescer 3,9% e 3,6% em 2022 e 2023, respetivamente. O comércio mundial (excluindo a área do euro) registou uma contração mais acentuada do que o PIB real em 2020, mas também se prevê que a recuperação em 2021 seja mais robusta. Tal reflete sobretudo a pró-ciclicidade mais acentuada do comércio, em particular durante recessões económicas. Além disso, prevê-se que as medidas de contenção introduzidas em resposta ao recente ressurgimento de infeções prejudiquem menos o comércio do que observadas na primeira vaga. Considera-se que o saldo dos riscos em torno das perspetivas mundiais é menos negativo, dado que as notícias quanto à viabilidade de várias vacinas reduzem a probabilidade de materialização do cenário grave considerado nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Visto que os resultados das negociações do Brexit permaneciam incertos aquando da finalização das projeções, as projeções macroeconómicas têm por base o pressuposto técnico de que, a partir de 1 de janeiro de 2021, a União Europeia (UE) e o Reino Unido comercializarão no âmbito das cláusulas da nação mais favorecida da Organização Mundial do Comércio. Outros riscos dizem respeito à possibilidade de que, num esforço para reduzir a sua dependência de fornecedores externos, os países comecem a diversificar os fornecedores a nível mundial (potencialmente aumentando a resiliência) e/ou relocalizem a produção (afetando negativamente as complexas cadeias de valor mundiais).

Atividade económica e comércio a nível mundial

A economia mundial registou uma retoma acentuada no terceiro trimestre de 2020, a qual foi mais robusta do que o anteriormente previsto. À medida que o número de infeções gradualmente diminuía e as medidas de contenção eram levantadas, a economia mundial começou a recuperar significativamente. A retoma económica, em particular nas economias avançadas, foi apoiada sobretudo pelo consumo privado, o qual também foi sustentado pelo apoio de política generoso oferecido no pico da crise. Nas economias de mercado emergentes, as exportações líquidas também deram um contributo positivo, dada a recuperação da procura externa. Na China, enquanto o investimento privado continuou a ser o maior fator impulsionador da retoma, o consumo privado deu um contributo positivo para o crescimento do PIB pela primeira vez este ano. Em termos globais, o PIB real mundial (excluindo a área do euro) expandiu-se a um ritmo mais robusto do que o

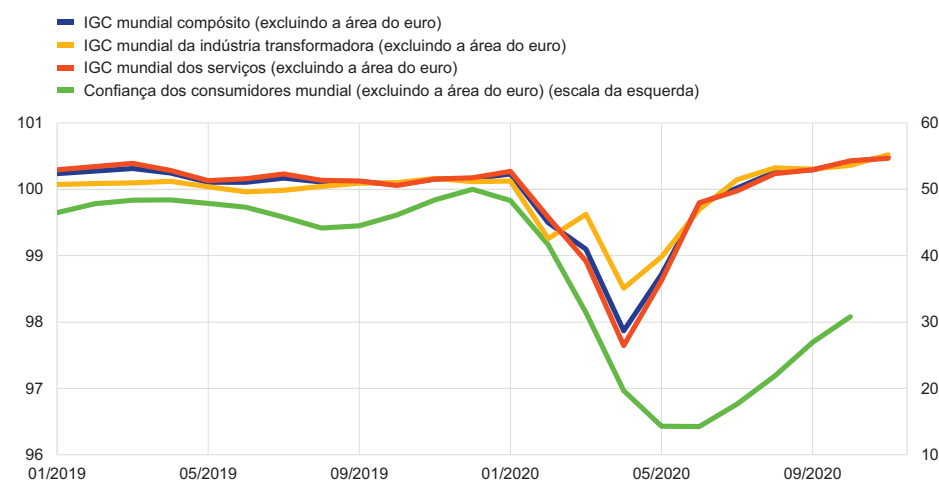
previsto nas projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE.

Dados recentes de inquéritos apontam para a continuação do dinamismo do crescimento no início do quarto trimestre, embora a confiança dos consumidores permaneça fraca. Em novembro, o Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) melhorou novamente, para 54,8 (o que compara com 54,1 em outubro), sustentado pela melhoria dos setores dos serviços e da indústria transformadora, o que sugere uma expansão da retoma económica (ver o gráfico 1). A evolução divergiu entre países, visto que o IGC compósito do produto continuou a aumentar nos Estados Unidos, mas caiu para níveis contracionistas no Reino Unido, enquanto se manteve globalmente inalterado e ainda em níveis contracionistas no Japão. No caso das economias de mercado emergentes, o IGC compósito continuou a aumentar na China, o que aponta para um crescimento robusto da atividade, mas diminuiu na Índia e no Brasil, embora a partir de níveis muito elevados, indicando assim a continuação da expansão da atividade. Paralelamente, a confiança dos consumidores a nível mundial, apesar da recuperação face ao mínimo registado no segundo trimestre de 2020, permanece abaixo dos níveis observados antes da crise, o que sugere uma retoma muito modesta do consumo.

Gráfico 1

IGC mundial compósito do produto e confiança dos consumidores mundial

(índices de difusão)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a novembro de 2020 para o IGC e a setembro de 2020 para a confiança dos consumidores.

Vários fatores adversos, em particular a renovação das medidas de contenção em resposta aos números crescentes de infeções por COVID-19, ensombram as perspetivas económicas no curto prazo. O ressurgimento de infeções por COVID-19 pesa sobre a recuperação económica a nível mundial. Em comparação com as respostas dos governos à COVID-19 na primavera, as medidas de contenção durante a segunda vaga, embora heterogêneas entre países, tendem a ser mais direcionadas e menos perturbadoras da atividade económica. No entanto, prevê-se que o ressurgimento do vírus pese sobre o comportamento dos agentes, particularmente nos setores onde há mais contacto. Além disso, o desvanecimento

do apoio temporário concedido por governos ao longo de 2020 pode levar a um “abismo orçamental” em 2021, em particular nas economias avançadas, a não ser que seja previsto um estímulo orçamental adicional nos respetivos planos orçamentais para 2021. Por último, prevê-se que a incerteza elevada quanto à natureza das relações comerciais pós-transição entre a UE e o Reino Unido, incluindo as referentes aos serviços, pese sobre as perspectivas de crescimento.

As condições financeiras mundiais continuaram a perder restritividade nos últimos meses no contexto de alguma volatilidade. A recuperação dos ativos de risco, que se tinha iniciado no final de março, estagnou temporariamente em setembro devido ao aumento de casos mundiais de COVID-19, à maior incerteza relacionada com as eleições presidenciais nos Estados Unidos de 3 de novembro e à deterioração das hipóteses de um acordo orçamental antes das eleições. Posteriormente, as notícias sobre vacinas que seriam disponibilizadas em breve originaram uma subida dos preços das ações em todo o mundo, enquanto os diferenciais das ações das empresas e dos soberanos se contraíram e os investidores perderam alguma da apetência por ativos seguros, como o ouro e ativos denominados em dólares dos Estados Unidos, o que também conduziu a uma depreciação generalizada do dólar dos Estados Unidos. Os resultados das eleições nos Estados Unidos também ajudaram a reduzir a incerteza e a sustentar a apetência dos investidores pelo risco. Este otimismo foi travado à medida que os casos de COVID-19 continuavam a aumentar e os confinamentos eram repostos. As condições financeiras mundiais situam-se agora em níveis muito acomodatórios quer nas economias avançadas quer nas economias de mercado emergentes. Porém, continuam a ser muito dependentes do apoio das políticas monetárias e são sensíveis ao risco mundial.

Após uma contração de 3,0% em 2020, projeta-se que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) recupere em 2021, antes de se moderar em 2022 e 2023. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) para 2020 foi revisto em alta (+0,7% pontos percentuais) devido à recuperação mais robusta do que o esperado no terceiro trimestre. A previsão para 2021 aponta para uma flexibilização gradual das medidas de contenção à medida que soluções médicas, como, por exemplo, vacinas eficazes, forem cada vez mais disponibilizadas e ministradas a toda a população. Porém, o ritmo de recuperação difere entre regiões, projetando-se que as economias de mercado emergentes deem o maior contributo para a retoma do crescimento do PIB mundial ao longo do horizonte de projeção. A China representa cerca de metade da recuperação pós-pandemia. Conteve eficazmente a propagação do vírus desde cedo e concedeu estímulos de política substanciais, de tal forma que o crescimento tinha já regressado aos níveis pré-pandemia em meados de 2020. A China é a única grande economia que se prevê irá registar um crescimento positivo em 2020. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, projeta-se que o PIB real mundial (excluindo a área do euro) se expanda à taxa de 5,8% e 3,9% em 2021 e 2022, respetivamente (revisto em -0,4 pontos percentuais e +0,1 pontos percentuais, respetivamente). Dada a natureza complexa do choque devido à COVID-19, os seus efeitos de longo prazo na economia mundial continuam em aberto. Em particular, visto que a pandemia

atingiu mais gravemente setores com grande intensidade de mão de obra, as marcas de longo prazo podem materializar-se inicialmente por via da oferta de mão de obra, mas também por via do *stock* de capital, à semelhança de crises financeiras anteriores (ver a caixa 1).

Nos Estados Unidos, o ressurgimento das infeções por COVID-19 e o desvanecimento do estímulo orçamental ensombram as perspetivas no curto prazo. O PIB real subiu 33,1%, em termos anualizados (7,4% em termos trimestrais em cadeia) no terceiro trimestre. Tal ficou a dever-se à recuperação robusta do consumo e do investimento, o que, por sua vez, se refletiu numa retoma acentuada das importações reais. Não obstante a recuperação excecionalmente robusta, a atividade nos Estados Unidos permanece abaixo do seu nível pré-pandemia. À medida que o número de novas infeções e hospitalizações por COVID-19 ultrapassava picos anteriores, foram implementadas novas restrições à mobilidade em vários estados. Os efeitos atenuadores do estímulo orçamental no rendimento das famílias, num contexto de incapacidade para chegar a acordo quanto a um novo pacote de estímulos, apenas foram contrabalançados pela reversão de poupanças acumuladas em trimestres anteriores. Consequentemente, prevê-se que o consumo abrande no presente trimestre, como sugerido pelos indicadores de frequência elevada sobre dados de cartões de crédito e débito. As condições no mercado de trabalho melhoraram, mas a recuperação é ainda incompleta. A taxa de desemprego caiu num contexto de diminuição das suspensões temporárias do trabalho (*lay-offs*), mas o número de novas vagas de trabalho mantém-se reduzido, o que sugere aumentos do emprego fracos no curto prazo. A inflação global homóloga medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) diminuiu para 1,2% em outubro face a 1,4% em setembro, refletindo a queda dos preços dos produtos energéticos, enquanto os preços dos produtos alimentares se mantiveram inalterados. A inflação subjacente reduziu-se ligeiramente para 1,6%, face a 1,7% em setembro, visto que uma nova subida da inflação dos bens essenciais subjacente, particularmente no caso de automóveis ligeiros e pesados usados, foi mais do que compensada por uma descida dos serviços essenciais, principalmente em serviços médicos.

Na China, a retoma económica foi rápida e alargou-se ao setor dos serviços.

Após uma recuperação substancial no segundo trimestre (+11,7% em termos trimestrais em cadeia), o PIB da China continuou a expandir-se no terceiro trimestre, embora a um ritmo mais moderado (+2,7% em termos trimestrais em cadeia). O consumo final deu um contributo positivo para o crescimento, enquanto o investimento se mostrou mais resiliente, devido também ao apoio governamental às despesas em infraestruturas, o que ajudou a estimular a recuperação após a contração inicial acentuada. As exportações líquidas deram um contributo positivo para o crescimento, refletindo em parte o papel da China no fornecimento de bens médicos e de tecnologia por todo o mundo. Os dados mensais apontam para a continuação de um crescimento robusto no quarto trimestre. Os IGC do produto na indústria transformadora e nos serviços apontam para novas melhorias da atividade em novembro. A produção industrial registou uma recuperação robusta e as vendas a retalho continuaram a fortalecer-se em outubro. A inflação global homóloga diminuiu em outubro para 0,5%, face a 1,7% no mês anterior, devido sobretudo a uma redução dos preços dos produtos alimentares.

No Japão, a procura interna e externa apoiou a recuperação económica, mas prevê-se que o ritmo de expansão desacelere num contexto de aumento das infeções por COVID-19.

O PIB real no terceiro trimestre expandiu-se 5,3% (em termos trimestrais em cadeia). Em particular, a flexibilização das medidas de contenção a nível nacional, uma forte resposta em termos de políticas e uma retoma da procura externa sustentaram o consumo privado e as exportações, embora a atividade de investimento tenha permanecido moderada num contexto de incerteza ainda elevada. Prevê-se que a recuperação prossiga, ainda que a um ritmo moderado. Em certa medida, tal reflete preocupações crescentes relacionadas com um recente aumento de novas infeções. O banco central nacional do Japão anunciou uma facilidade de depósito especial para aumentar a resiliência do sistema financeiro regional, enquanto o governo anunciou recentemente o terceiro orçamento retificativo para o exercício de 2020, sendo que ambos deverão dar algum apoio à atividade nos próximos trimestres. A inflação global homóloga medida pelo IPC diminuiu novamente em outubro, para -0,4%, face a 0% em setembro, embora refletindo sobretudo fatores idiossincráticos, como a dissipação do impacto da subida do IVA introduzida em outubro de 2019.

No Reino Unido, a recuperação económica está a perder vigor num contexto de novas medidas de confinamento.

A economia recuperou no terceiro trimestre (+15,5% em termos trimestrais em cadeia), suportada pela forte retoma do consumo, enquanto o contributo das exportações líquidas foi negativo. Porém, prevê-se que o dinamismo do crescimento se inverta. Inquéritos recentes sugerem um abrandamento significativo do dinamismo do crescimento desde agosto, mesmo antes do confinamento nacional de um mês imposto em novembro nos setores não essenciais de retalho, alimentação, alojamento e de lazer (representando cerca de 12% do valor acrescentado da economia). Embora estas medidas restrinjam menos a atividade em comparação com o confinamento rigoroso imposto na primavera, o IGC composto recuou para níveis contracionistas em novembro. Entretanto, as perspetivas modestas no mercado de trabalho restringem o consumo, e a incerteza quanto às relações comerciais após a transição, incluindo os serviços, continuam a travar o investimento privado. Visto que as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema foram finalizadas antes do recente acordo do Brexit, a referência para o Reino Unido assenta no pressuposto técnico de que a relação comercial entre o Reino Unido e a UE acabará por transitar para as cláusulas da nação mais favorecida da OMC em 1 de janeiro de 2021. Em particular, prevê-se uma ligeira acumulação de importações no Reino Unido no quarto trimestre de 2020, que se desvaneceria no início de 2021. A inflação aumentou em outubro, um pouco antes do previsto, com a inflação global homóloga dos preços no consumidor a subir para 0,7%, o que compara com 0,5% no mês anterior. Esta subida foi impulsionada por uma recuperação dos preços dos bens face a níveis negativos, enquanto a inflação global homóloga dos preços dos serviços se manteve inalterada em 1,4%. A inflação subjacente medida pelo IPC também subiu ligeiramente, para 1,5%.

Nos países da Europa Central e de Leste, a recuperação económica deverá estagnar temporariamente, à medida que a situação pandémica se deteriora.

O PIB real na região recuperou acentuadamente no terceiro trimestre à medida que a produção se normalizou num contexto de afrouxamento das medidas de

contenção. Porém, a pandemia reintensificou-se na região, com novas infeções diárias a aumentar acima dos níveis registados na primeira vaga. Dado que os indicadores de rigor se têm tornado mais restritivos na maior parte dos países da Europa Central e de Leste, prevê-se que a retoma estagne até ao início de 2021. Posteriormente, o afrouxamento das restrições e preocupações sanitárias deverá reavivar o crescimento, também com o apoio de medidas orçamentais e monetárias robustas. Em termos prospetivos, prevê-se que a atividade permaneça abaixo dos seus níveis do final de 2019 até ao início de 2022.

Em grandes países exportadores de matérias-primas, prevê-se que o ritmo de recuperação abrande no contexto de um número ainda elevado de infeções e da pouca margem de manobra para apoio orçamental adicional. Na Rússia, a economia deverá recuperar no terceiro trimestre, devido ao apoio de políticas e ao melhor controlo das infeções. Além disso, o afrouxamento temporário dos cortes na produção por parte da OPEP+¹ sustentou a produção petrolífera recente, e a retoma do crescimento dos principais parceiros comerciais continuou a apoiar as exportações de produtos energéticos. Porém, visto que o número de infeções está a aumentar novamente, prevê-se que o crescimento abrande novamente no quarto trimestre. No Brasil, a economia recuperou, ajudada por medidas de apoio de política monetária e orçamental robustas que se situaram entre as mais substanciais na América Latina. Porém, o número de casos de COVID-19 continua elevado. Embora a adoção limitada de medidas de contenção tenha reduzido as repercussões económicas do choque inicial, tem intensificado a gravidade da própria pandemia. As taxas de infeção elevadas, em conjunto com a margem de manobra orçamental limitada no futuro, também travarão o investimento e o consumo e, em última instância, a trajetória de retoma económica, com taxas de crescimento modestas previstas no curto e médio prazo.

Na Turquia, o impacto económico da COVID-19 foi pronunciado, mas de curta duração, com a recuperação da atividade na indústria transformadora a impulsionar a retoma económica. A recuperação acentuada no terceiro trimestre (+15,6% em termos trimestrais em cadeia) reflete o forte consumo e investimento privados à luz das condições de financiamento muito favoráveis. O setor da indústria transformadora está a impulsionar a retoma, embora os serviços também tenham recuperado significativamente face à queda profunda observada no pico da crise. No geral, a atividade económica na Turquia regressou aos níveis pré-pandemia. No entanto, dado que os estímulos de política foram gradualmente reduzidos, prevê-se que o crescimento se modere, particularmente no consumo pessoal impulsionado pelo crédito.

O comércio mundial (excluindo a área do euro) também recuperou vigorosamente no terceiro trimestre e deverá moderar-se no quarto.

As importações mundiais de mercadorias (excluindo a área do euro) continuaram a expandir-se em setembro (3,4% em termos mensais em cadeia), após uma subida de 1,9% em agosto. No geral, estes dados confirmam a recuperação robusta do comércio mundial no terceiro trimestre (+9,4% em termos trimestrais em cadeia),

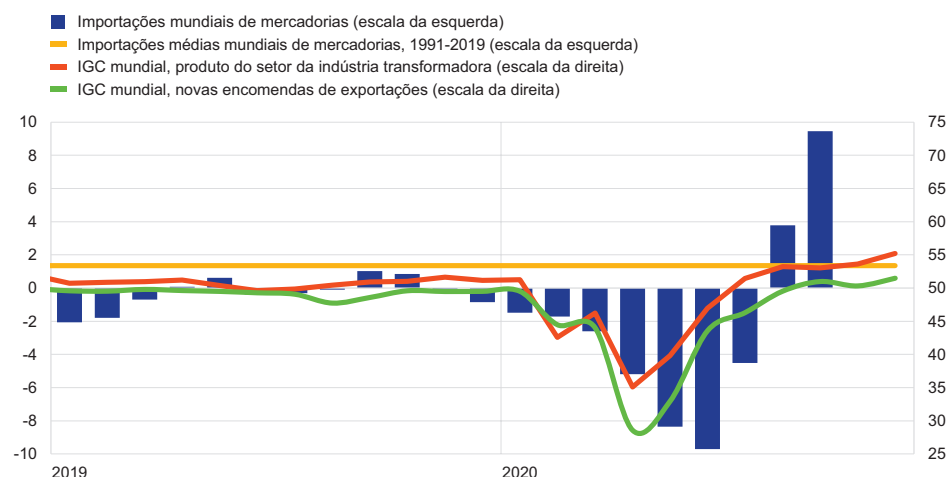
¹ A OPEP+ é uma coligação de produtores petrolíferos liderada pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e pela Rússia.

após a forte contração registada no segundo trimestre (-9,7% em termos trimestrais em cadeia) (ver o gráfico 2). A forte recuperação no terceiro trimestre reflete a composição da retoma económica e o funcionamento mais correto das cadeias de valor mundiais, mas considera-se ainda que o comércio de serviços pesa sobre o comércio mundial, visto que alguns setores (por exemplo, o turismo) colapsaram em resultado do choque da COVID-19. Os dados de inquéritos apontam para um ritmo de crescimento contínuo, mas menor, no quarto trimestre. O IGC mundial (excluindo a área do euro) relativo às novas encomendas de exportações na indústria transformadora, que está estreitamente correlacionado com o comércio mundial, aumentou em novembro para 51,5, face a 50,3 em outubro.

Gráfico 2

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

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



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

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

Após uma contração de 9,2% em 2020, projeta-se que o comércio mundial (excluindo a área do euro) recupere em 2021 e que se expanda a um ritmo mais moderado em 2022-23. A queda acentuada das importações mundiais (excluindo a área do euro) em 2020 em comparação com a atividade económica reflete a sua forte natureza pró-cíclica, em particular durante abrandamentos económicos. As perturbações temporárias nas cadeias de oferta mundiais e o aumento dos custos comerciais como resultado das medidas de contenção relacionadas com a COVID-19 também afetaram o comércio mundial no primeiro semestre de 2020. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, a taxa de crescimento do comércio mundial (excluindo a área do euro) em 2020 foi revista em alta (+4,5 pontos percentuais), refletindo sobretudo a forte recuperação no terceiro trimestre. Tal eleva o nível das importações mundiais em comparação com a trajetória prevista nas projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, o que implica um menor desvio face à trajetória de referência pré-COVID, mas apontando ainda para uma recuperação incompleta. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o comércio mundial deverá registar uma expansão de

7,1% em 2021, 3,9% em 2022 e 3,4% em 2023. Projeta-se que a procura externa da área do euro diminua 10,7% em 2020 e que cresça 6,6% em 2021, 4,1% em 2022 e 3,4% em 2023.

As perspetivas económicas mundiais permanecem sujeitas a vários riscos, embora o saldo dos riscos em torno das perspetivas seja considerado mais benigno.

Dado que a economia mundial permanece ainda rodeada de incerteza quanto ao momento de resolução plena da crise sanitária, nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a projeção de referência é complementada por dois cenários alternativos² – o cenário moderado e o cenário grave. Estes cenários podem ser vistos como uma ilustração da diversidade de possibilidades em torno da projeção de referência. Notícias sobre o desenvolvimento de vacinas eficazes reforçaram a confiança de que a pandemia possa ser contida com êxito e reduziram a probabilidade de materialização do cenário grave. Além disso, como a pandemia de COVID-19 expôs a dependência de vários países em relação a fornecedores externos, tal pode resultar em esforços para diversificar os fornecedores a nível mundial (possivelmente, aumentando a resiliência) e/ou para relocar a produção (afetando negativamente as complexas cadeias de valor mundiais).

Evolução dos preços a nível mundial

Os preços do petróleo subiram quase 25% desde meados de setembro. Após a forte recuperação ao longo do verão, os preços do petróleo estagnaram em setembro e outubro. Desde o início de novembro, os preços do petróleo subiram, na sequência de tendências positivas nos mercados financeiros mundiais, dado que as crescentes perspetivas de entrega de várias vacinas aumentam as hipóteses de regresso à normalidade em 2021. No entanto, nem a Agência Internacional da Energia nem a OPEP preveem um aumento significativo da procura de petróleo antes do final de 2021. De facto, a Agência Internacional da Energia prevê que a recuperação da procura de petróleo abrandará no quarto trimestre de 2020, num contexto de aumento de novos casos de COVID-19 em todo o mundo. Depois de permanecer numa situação de *contango* (ou seja, os preços do futuro do petróleo são superiores ao preço à vista) desde março, a curva de futuros regressou a uma situação de *backwardation* (ou seja, os preços do futuro do petróleo são inferiores ao preço à vista) no início de dezembro.

A inflação mundial mantém-se moderada num contexto de procura mundial fraca.

A inflação anual dos preços no consumidor nos países-membros da Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) reduziu-se ligeiramente, para 1,2%, em outubro. A inflação dos preços dos produtos alimentares manteve-se estável em 3,6%, enquanto o contributo negativo dos preços dos produtos energéticos para a inflação global aumentou novamente. A inflação homóloga medida pelo IPC nos países da OCDE, excluindo produtos

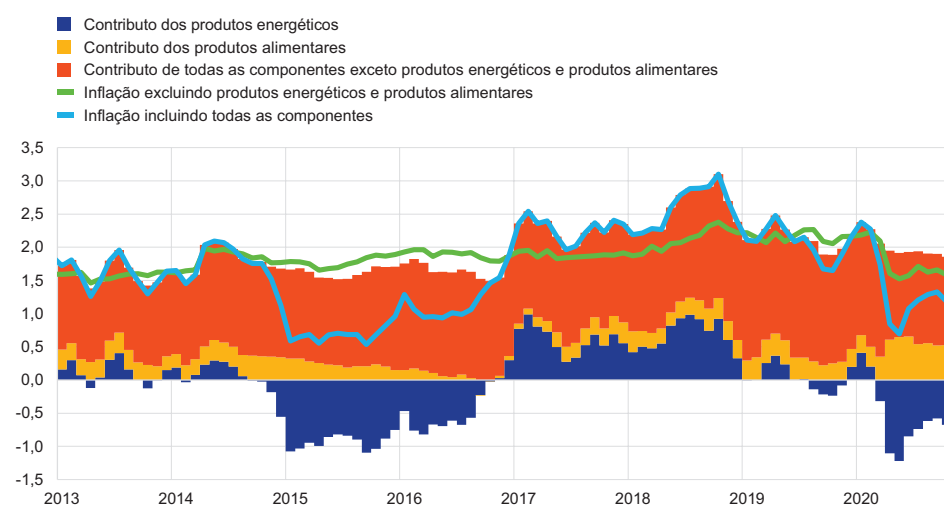
² Para mais pormenores, ver a caixa intitulada [Cenários alternativos para as perspetivas económicas da área do euro](#) nas projeções macroeconómicas para a área do euro de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

alimentares e produtos energéticos, desceu 0,1 pontos percentuais, para 1,6%, em outubro. Nas economias avançadas, a inflação global homóloga medida por preços no consumidor caiu nos Estados Unidos e tornou-se negativa no Japão (-0,4%) em outubro, mas subiu no Reino Unido e no Canadá. Entre as principais economias de mercado emergentes não pertencentes à OCDE, a inflação global homóloga aumentou em outubro na Rússia, Índia e, sobretudo, no Brasil, tendo diminuído na China.

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: A última observação refere-se a outubro de 2020.

As perspetivas para a inflação mundial deverão permanecer fracas, embora uma recuperação da procura possa sustentar os preços no futuro.

A composição da recuperação será um fator determinante nas perspetivas para a inflação mundial. Embora a procura não satisfeita possa apoiar a recuperação e impelir uma subida da inflação, as restrições na oferta poderão desvanecer rapidamente, criando pressões desinflacionistas. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro (em moeda nacional) deverão recuperar no início de 2021. Prevê-se que tal será impulsionado por uma melhoria da conjuntura mundial e uma recuperação dos preços das matérias-primas face aos mínimos observados em abril de 2020, embora se projete que a inflação dos preços no produtor dê um contributo negativo, refletindo a continuação da folga na economia mundial. Projeta-se que a inflação dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro regresse à sua média de longo prazo no início de 2022.

Ao longo do período em análise (10 de setembro a 9 de dezembro de 2020), a curva a prazo do índice overnight médio do euro (EONIA) flutuou um pouco, mas acabou por se manter globalmente inalterada. Esta situação reflete preocupações quanto à propagação acelerada do coronavírus (COVID-19) na Europa a par de notícias positivas sobre vacinas. Uma vez que continua a registar apenas uma ligeira inversão nos prazos curtos, a curva não sinaliza expectativas por parte das empresas de uma redução da taxa no muito curto prazo. Os diferenciais das obrigações soberanas de longo prazo diminuíram significativamente na área do euro, num contexto de novas expectativas de continuação do apoio monetário e orçamental, a par de uma melhoria, a nível mundial, do sentimento de risco, desencadeada, em particular, pelas notícias de ensaios de vacinas bem-sucedidos. Os preços dos ativos de risco aumentaram em conformidade. Nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira depreciação em termos ponderados pelo comércio.

No período em análise, a taxa de juro overnight média do euro (EONIA) e a nova taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situaram-se, em média, em -46 pontos base e -55 pontos base, respetivamente³. A liquidez excedentária aumentou 475 mil milhões de euros, para aproximadamente 3456 mil milhões de euros. Esta variação reflete principalmente a introdução do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) a par do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), bem como a liquidação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) em setembro.

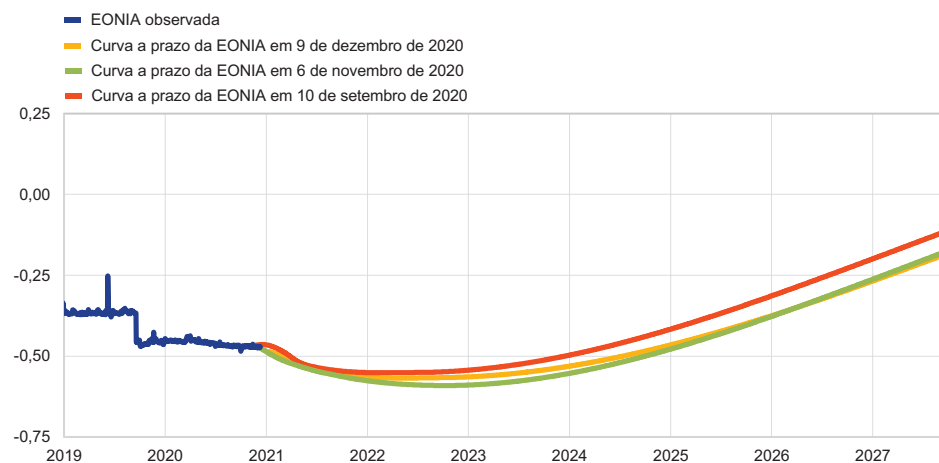
A curva a prazo da EONIA permaneceu globalmente inalterada face ao início do período em análise (ver o gráfico 4). Ao mesmo tempo, a curva a prazo apresentou flutuações visíveis entre períodos. A inversão da curva na primeira parte do período em análise refletiu preocupações quanto à propagação acelerada da COVID-19 na Europa, mas a curva tornou-se menos inclinada em 9 de novembro, com a primeira série de anúncios positivos sobre vacinas. Desde então, a curva permanece globalmente inalterada. O valor mínimo da curva, que se situa 10 pontos base abaixo do atual nível da EONIA de -47 pontos base, corresponde a abril de 2022. Por conseguinte, a curva indica que os mercados financeiros não estão a contar com uma redução iminente das taxas. Além disso, os inquéritos e os dados baseados em modelos sugerem uma expectativa de que as taxas isentas de risco de curto prazo se mantenham estáveis nos próximos meses.

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

Gráfico 4

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

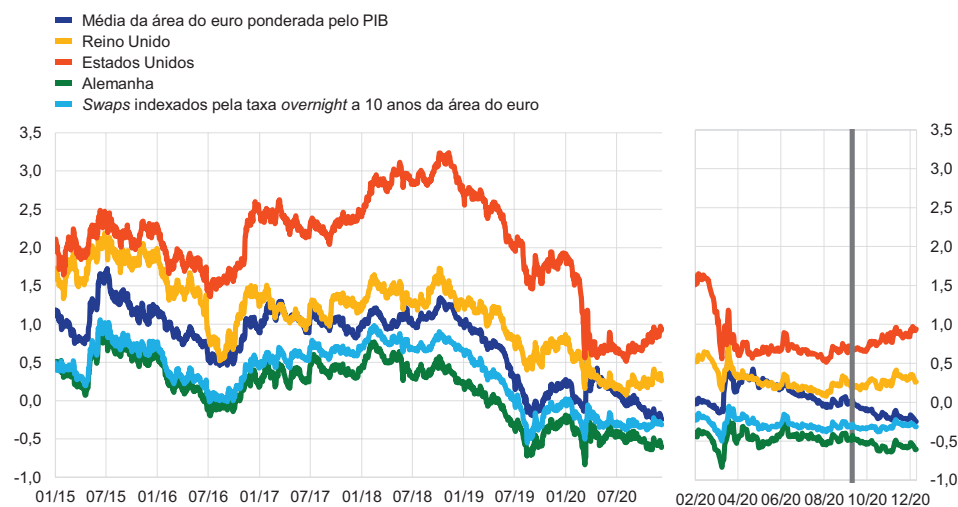
As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo baixaram significativamente na área do euro, tendo aumentado acentuadamente nos Estados Unidos (ver o gráfico 5). Em particular, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB passou a ser negativa, tendo caído 27 pontos base, para -0,25%. Em contrapartida, nos Estados Unidos, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos aumentou 26 pontos base, para 0,94%. A evolução divergente entre jurisdições reflete expectativas acrescidas de um aumento das compras de ativos ao abrigo do PEPP por parte do BCE. Além disso, é provável que o programa *Next Generation EU* (NGEU) e o programa de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* – SURE) tenham contribuído para uma descida das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro, através da compressão dos diferenciais com uma melhoria das perspetivas orçamentais e de crescimento dos Estados-Membros, bem como uma melhoria do sentimento de risco⁴.

⁴ No período em análise, a Comissão Europeia realizou as cinco primeiras emissões ao abrigo do programa SURE, com prazo entre 5 e 30 anos e a ascender a 39,5 mil milhões de euros. As emissões satisfizeram uma procura historicamente elevada, com um excesso de candidaturas mais de dez vezes superior ao permitido na carteira de encomendas.

Gráfico 5

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano)



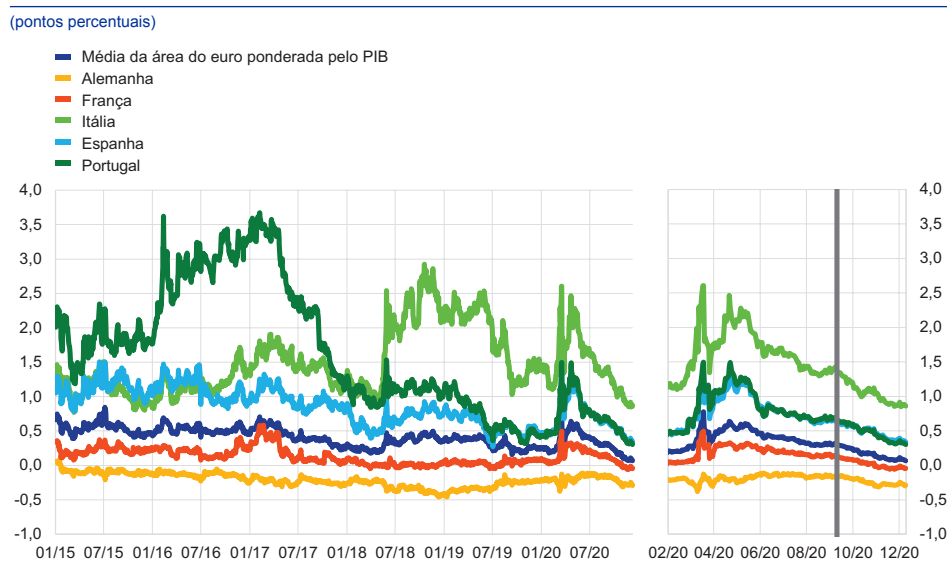
Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 10 de setembro de 2020. As últimas observações referem-se a 9 de dezembro de 2020.

Os diferenciais das obrigações soberanas a longo prazo da área do euro face às taxas dos swaps indexados pelo prazo *overnight* diminuíram novamente, no contexto de expetativas da continuação do apoio monetário e orçamental e de uma melhoria do sentimento quanto ao risco a nível mundial (ver o gráfico 6). O diferencial das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderado pelo PIB caiu 24 pontos base, atingindo 0,07%, um valor abaixo do nível anterior à pandemia. A descida foi particularmente pronunciada em Itália, Portugal e Espanha, onde os diferenciais a 10 anos diminuíram em 50, 36 e 30 pontos base, respetivamente, para 0,86%, 0,30% e 0,34%. Os diferenciais a 10 anos de França e da Alemanha diminuíram de forma mais modesta, em 19 e 15 pontos base, respetivamente, situando-se em -0,05% e -0,29%.

Gráfico 6

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



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

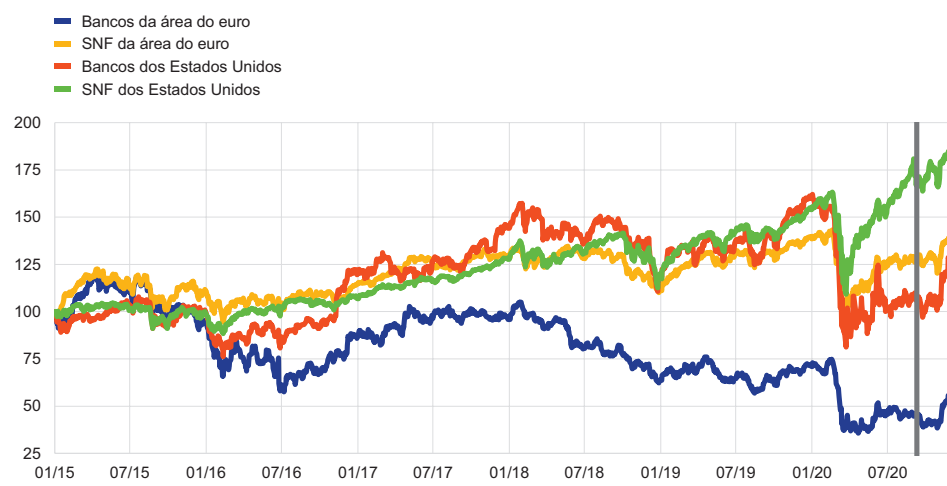
Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 10 de setembro de 2020. As últimas observações referem-se a 9 de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

Os preços das ações da área do euro e dos Estados Unidos foram negociados num intervalo estável durante grande parte do período em análise, apesar da intensificação da pandemia, antes de aumentarem significativamente em resultado das notícias da vacina (ver o gráfico 7). Os preços das ações foram sustentados por uma melhoria contínua das expetativas de crescimento dos lucros a curto prazo, ao passo que as expetativas de lucros a mais longo prazo foram revistas em baixa, assinalando riscos macroeconómicos em sentido descendente e o potencial de marcas económicas a mais longo prazo decorrentes da pandemia. Ao mesmo tempo, o sentimento de risco melhorou com as notícias de vacinas que começaram a surgir no início de novembro, reduzindo o prémio de risco das ações e apoiando os preços das ações. De um modo geral, os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) na área do euro e nos Estados Unidos aumentaram 9,2% e 10,0%, respetivamente. Os preços das ações dos bancos da área do euro e dos Estados Unidos beneficiaram em maior medida das notícias de ensaios de vacinas bem-sucedidos, com os índices a aumentar 23,1% e 21,9%, respetivamente, recuperando, em parte, face às maiores perdas (em comparação com as SNF) registadas desde o início da pandemia.

Gráfico 7

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

(Índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 10 de setembro de 2020. As últimas observações referem-se a 9 de dezembro de 2020.

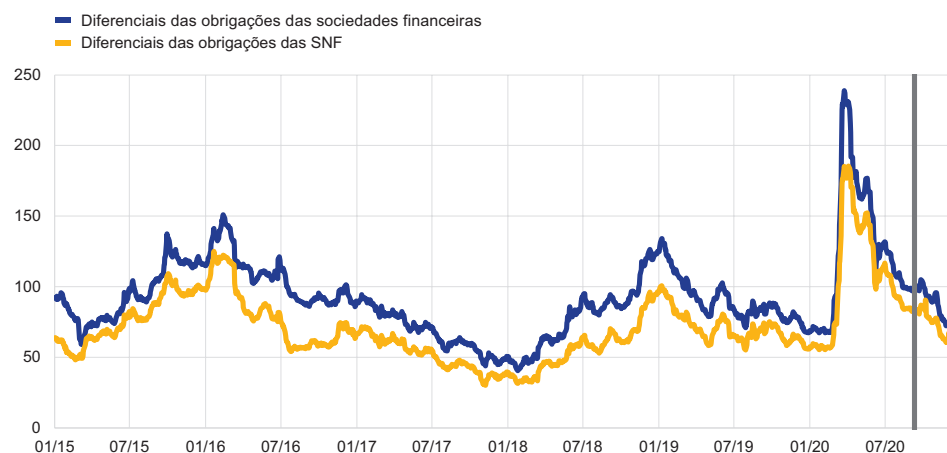
Os diferenciais das obrigações de empresas com uma notação de investimento diminuíram ao longo do período em análise, incluindo uma queda significativa após as notícias dos primeiros ensaios de vacinas bem-sucedidos (ver o gráfico 8). Os diferenciais das obrigações das SNF com

categoria de investimento e das obrigações do setor financeiro em relação à taxa isenta de risco diminuíram 25 e 30 pontos base, respetivamente, tendo caído cerca de 5 pontos base em 9 de novembro, quando as notícias de ensaios de vacinas bem-sucedidos chegaram pela primeira vez ao mercado. A descida global reflete, sobretudo, uma diminuição do prémio excedentário das obrigações, ou seja, a componente dos diferenciais das obrigações das empresas que não é explicada pelos fundamentos do crédito (medidos pelas notações e frequência de incumprimento esperada), que se mantiveram globalmente estáveis. Apesar de uma nova compressão significativa, os diferenciais das obrigações de empresas permanecem ligeiramente acima dos níveis anteriores à pandemia. Os diferenciais das obrigações de empresas com elevado nível de rentabilidade também diminuíram significativamente ao longo do período em análise.

Gráfico 8

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



Fontes: Índices iBoxx da Markit e cálculos do BCE.

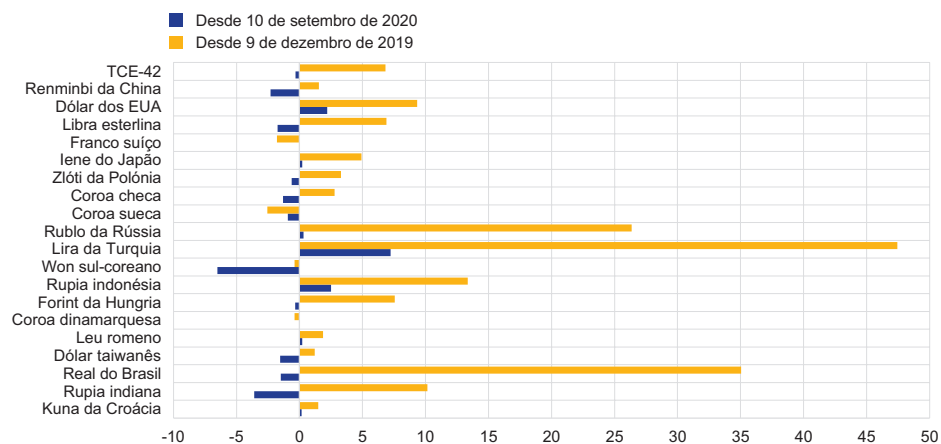
Notas: Os diferenciais são calculados como diferenciais de swap de ativos em relação à taxa isenta de risco. Os índices compreendem obrigações com diferentes prazos (com um prazo de vencimento residual de pelo menos 1 ano) com notação de investimento. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 10 de setembro de 2020. As últimas observações referem-se a 9 de dezembro de 2020.

Nos mercados cambiais, o euro registou uma ligeira depreciação em termos ponderados pelo comércio (ver o gráfico 9). A taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro, depreciou-se 0,3% no período em análise, apesar de se manter apenas 1,9% abaixo do seu máximo histórico atingido em dezembro de 2008. No que respeita à evolução das taxas de câmbio bilaterais, o euro continuou a registar uma apreciação acentuada face ao dólar dos Estados Unidos (2,2%), refletindo o novo enfraquecimento geral do dólar dos Estados Unidos, num contexto de melhoria do sentimento de risco. Neste contexto, o euro registou também uma ligeira apreciação face ao iene do Japão (0,2%), mas manteve-se praticamente inalterado face ao franco suíço. Ao mesmo tempo, o euro enfraqueceu face à libra esterlina (1,7%), bem como face às moedas da maioria das principais economias de mercado emergentes, em particular o renminbi da China (2,3%) e o won sul-coreano (6,5%).

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 9 de dezembro de 2020.

O PIB real da área do euro registou um aumento considerável de 12,5%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2020. A atividade económica na área do euro foi suportada por uma forte retoma em todas as componentes da procura, à medida que as medidas de contenção da pandemia de coronavírus (COVID-19) começaram a ser levantadas a partir de maio de 2020. Tal refletiu-se em contributos positivos do consumo privado, do investimento e do comércio líquido para o crescimento do PIB. Contudo, o nível do PIB no terceiro trimestre de 2020 permaneceu 4,4% abaixo do nível registado antes da pandemia, no quarto trimestre de 2019. A informação disponível sobre a economia, incluindo de inquéritos e indicadores de elevada frequência, está em linha com a queda significativa da atividade no último trimestre de 2020, embora em muito menor medida do que o observado no segundo trimestre do ano, em resultado de um forte ressurgimento da pandemia e da necessária reintrodução de medidas de contenção a partir de meados de outubro, que afetaram principalmente o setor dos serviços. Enquanto se estima que o PIB real tenha registado uma contração no quarto trimestre de 2020, as perspetivas para 2021 e anos seguintes continuam fortemente associadas à evolução da pandemia e à disponibilização de vacinas contra a COVID-19. De acordo com as projeções macroeconómicas para a área do euro de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o PIB real anual diminuirá 7,3% em 2020 e aumentará 3,9% em 2021, 4,2% em 2022 e 2,1% em 2023. Em comparação com as projeções de setembro de 2020, o crescimento do PIB real foi revisto em alta em 0,7 pontos percentuais para 2020, em baixa em 1,1 pontos percentuais para 2021 e em alta em 1,0 pontos percentuais para 2022, recuperando, assim, globalmente para o nível projetado no cenário de base de setembro no médio prazo. Embora os riscos descendentes para as perspetivas se tenham tornado menos pronunciados devido a notícias da perspectiva de disponibilização de vacinas no futuro próximo, permanecem enviesados em sentido descendente devido às implicações da pandemia para as condições económicas e financeiras.

O crescimento na área do euro registou uma forte retoma no terceiro trimestre de 2020, mas estima-se que tenha voltado a regredir no último trimestre do ano.

O PIB real registou uma recuperação de 12,5%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2020, recuperando parcialmente da brusca e profunda queda acumulada de 15,0% registada no primeiro semestre (ver o gráfico 10). Em termos globais, o nível do PIB no terceiro trimestre de 2020 permaneceu 4,4% abaixo do nível registado no último trimestre de 2019. A procura interna deu um contributo positivo para o crescimento no terceiro trimestre de 2020, que contrapõe com um ligeiro contributo negativo da variação de existências. A evolução do setor externo também apoiou o crescimento da área do euro, conforme refletido no contributo positivo do comércio líquido. Quando se tem em consideração o conteúdo importado de cada componente da procura, os fatores externos deram um contributo particularmente significativo para a dinâmica de crescimento em 2020 (ver a caixa 4). Do lado da produção, a recuperação no terceiro trimestre foi impulsionada pela indústria transformadora e pelos serviços. No entanto, os setores registaram uma evolução muito diferenciada, em particular no caso dos serviços, onde a produção permaneceu consideravelmente abaixo do nível registado antes da pandemia.

Gráfico 10

PIB real da área do euro e respetivas componentes

(variações trimestrais em cadeia (%) e contributos em pontos percentuais trimestrais em cadeia)



Fonte: Eurostat.

Nota: As observações mais recentes dizem respeito ao terceiro trimestre de 2020.

A situação no mercado de trabalho melhorou ligeiramente no terceiro trimestre, devido à forte retoma da atividade.

O emprego aumentou 1,0% no terceiro trimestre de 2020, após uma diminuição de 3,0% no segundo trimestre (ver o gráfico 11). Apesar desta melhoria, o emprego caiu 2,2% no terceiro trimestre de 2020 face ao quarto trimestre de 2019. As horas trabalhadas continuaram a desempenhar um papel importante no ajustamento do mercado de trabalho da área do euro. O total de horas trabalhadas aumentou 14,8% no terceiro trimestre, após ter diminuído 13,6% no segundo trimestre, mas permaneceu 4,6% abaixo do valor registado no quarto trimestre de 2019. A taxa de desemprego situou-se em 8,4% em outubro, após ter atingido 8,7% em julho, e manteve-se cerca de 1,2 pontos percentuais acima do valor registado em fevereiro, antes da pandemia. Os regimes de manutenção de postos de trabalho continuam a apoiar o mercado de trabalho. Estima-se que os trabalhadores em regime de manutenção de postos de trabalho tenham representado cerca de 5% da população ativa em outubro, face a aproximadamente 18% em abril, mas os valores começaram a subir novamente em alguns países em resposta às últimas medidas de confinamento⁵.

Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho recuperaram parcialmente, mas continuam a sinalizar uma evolução contracionista.

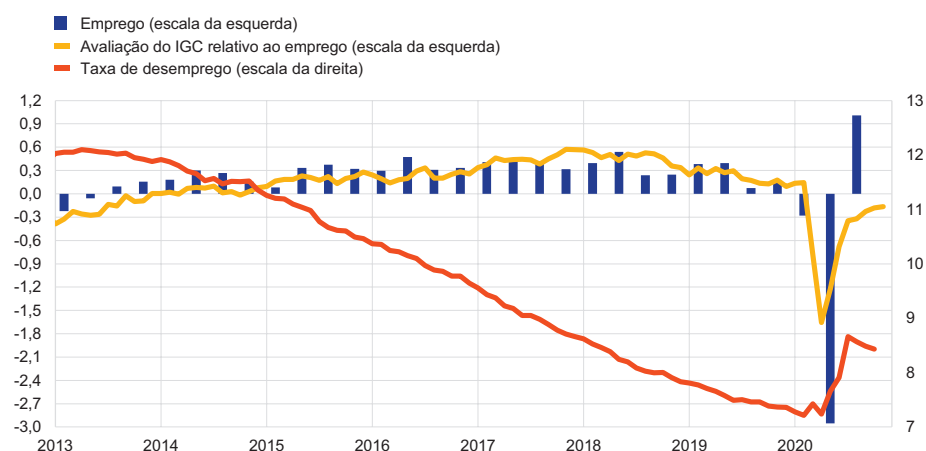
O Índice de Gestores de Compras (IGC) para o emprego aumentou ligeiramente para 48,3 em novembro face a 48,2 em outubro. Este índice tem registado uma recuperação significativa desde abril, altura em que atingiu um mínimo histórico. Contudo, o atual nível do IGC continua a sugerir uma contração do emprego, podendo ser interpretado como um indicador precoce de perspectivas de emprego moderadas no período que se avizinha.

⁵ Ver o artigo intitulado [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#) na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 11

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

Notas: O IGC é expresso num desvio face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2020 para o emprego, a novembro de 2020 para o IGC e a outubro de 2020 para a taxa de desemprego.

Após uma recuperação significativa no terceiro trimestre, de 14,0% em termos trimestrais em cadeia, as despesas de consumo começaram a enfraquecer novamente no quarto trimestre.

Enquanto os registos de automóveis oscilaram em torno do respetivo nível antes da pandemia (uma queda de 4,1% em termos homólogos) em outubro, o comércio a retalho aumentou 1,5%, em termos mensais em cadeia, no mesmo mês. É provável que estes valores ainda não captem o impacto da reintrodução das medidas de contenção a partir de meados de outubro. Pelo contrário, a confiança dos consumidores continuou a descer em novembro, situando-se em -17,6, face a -14,5, em média, no terceiro trimestre. Em alguns países da área do euro, o consumo de bens duradouros já excedia os níveis observados antes da pandemia por uma pequena margem no terceiro trimestre. Contudo, este valor foi ensombrado pelo impacto negativo do consumo de serviços, que se mantém consideravelmente abaixo das tendências históricas. As famílias estão cada vez mais preocupadas com a deterioração da respetiva situação financeira, pelo que as intenções de efetuar aquisições avultadas permaneceram no nível mais baixo desde a crise da dívida soberana. Devido ao comportamento cauteloso dos consumidores e a medidas de confinamento mais restritivas, espera-se um novo aumento da taxa de poupança no quarto trimestre.

O investimento empresarial (representado pelo investimento em outros setores exceto construção) registou um forte aumento, de 13,6%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2020, mas a recuperação enfraqueceu no quarto trimestre. Apesar da retoma acentuada, o nível de investimento em outros setores exceto construção permanece 15,7% abaixo do nível registado antes da crise. Não obstante os valores positivos registados no IGC para o setor dos bens de investimento de outubro e novembro (55,6 em novembro, face a 54,7 em setembro), prevê-se que o investimento diminua no quarto trimestre, dado que se espera que a segunda vaga da pandemia também tenha tido um impacto nos lucros das empresas. Além disso, a confiança no investimento empresarial desceu novamente em novembro, enquanto a utilização da capacidade

produtiva permanece consideravelmente abaixo do nível observado antes da crise, o que significa que existe margem de manobra para expandir a produção com o *stock* de capital existente. Simultaneamente, a resiliência relativa do setor da indústria transformadora aos novos confinamentos pode ser vista como um sinal positivo para as perspetivas de investimento no curto prazo. Contudo, em termos prospetivos, o aumento dos encargos com a dívida, refletido em rácios de alavancagem do setor empresarial mais elevados, apresenta riscos em sentido descendente para a recuperação do investimento.

O investimento das famílias (representado pelo investimento na construção residencial) também registou uma forte recuperação, de 12,3%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2020, mas as perspetivas de curto prazo mantêm-se incertas. A forte retoma no terceiro trimestre de 2020 ficou aquém de uma recuperação plena, uma vez que o investimento na construção residencial ainda se situou 3,8% abaixo do respetivo nível no final de 2019. A diversidade pronunciada entre países na dinâmica do setor da habitação durante os primeiros três trimestres de 2020 deve atenuar-se no curto prazo, dado que as perspetivas são fracas para todos os países de maior dimensão da área do euro, apesar de alguns sinais positivos no início do quarto trimestre. Os dados mais recentes sobre a emissão de licenças de construção registaram uma desaceleração considerável no primeiro semestre, o que sugere uma diminuição dos planos de construção por concretizar. Em outubro, o IGC para o produto no setor da construção e os serviços imobiliários registou uma contração ainda mais severa. Após um ligeiro aumento em outubro, a confiança das empresas nos setores da construção e do imobiliário diminuiu em novembro, uma vez que o novo conjunto de medidas destinadas a conter a segunda vaga do coronavírus a partir de meados de outubro teve repercussões nas empresas. No mesmo período, as empresas dos setores da construção e do imobiliário reportaram um aumento das restrições do lado da oferta sobre a produção, especialmente relacionadas com as respetivas condições financeiras. Do lado da procura, de acordo com o inquérito da Comissão Europeia aos consumidores, as novas restrições e a maior incerteza relacionada com o ressurgimento da pandemia desencorajaram compras onerosas por parte das famílias, incluindo habitações novas ou existentes, em novembro.

O comércio da área do euro registou uma forte recuperação e deu um contributo positivo para o crescimento do PIB no terceiro trimestre de 2020, mas a retoma deverá desacelerar nos próximos meses. Enquanto as exportações reais de bens da área do euro mais do que recuperaram o que tinham perdido no trimestre anterior, aumentando 20,1%, em termos trimestrais em cadeia, as exportações reais de serviços da área do euro apenas recuperaram 9,2%, após uma descida de 21,0%. O contributo do comércio líquido para o crescimento do PIB foi claramente positivo (2,4 pontos percentuais). Os dados sobre comércio de bens mostram que as exportações registaram uma expansão generalizada em setembro. As exportações de bens transformados excluindo produtos químicos, em particular de maquinaria e equipamento de transporte, registaram uma recuperação trimestral mais forte em termos relativos no terceiro trimestre de 2020. Este foi o caso, em especial, das exportações de automóveis. Contudo, é provável que novas medidas de confinamento causem perturbações no padrão de recuperação do comércio da área do euro nos próximos meses.

Embora ainda aponte para novas melhorias no comércio de bens, o IGC da área do euro para novas encomendas de exportações do setor da indústria transformadora diminuiu para 53 em novembro, enquanto a avaliação da Comissão Europeia dos níveis da carteira de encomendas de exportações melhorou apenas ligeiramente, permanecendo em terreno negativo. Por outro lado, as novas restrições relacionadas com a COVID-19 estão a pesar sobre o comércio de serviços, que já se encontra fragilizado, e o IGC sobre novas encomendas de exportações de serviços voltou a diminuir, para 39,2.

Os indicadores de elevada frequência e os últimos resultados de inquéritos estão em linha com uma queda do PIB no último trimestre de 2020.

Os indicadores de mobilidade de elevada frequência relativos aos países da área do euro têm seguido uma clara tendência em sentido descendente nos últimos meses, acompanhando um índice de severidade compósito que permaneceu sensivelmente a meio caminho entre o pico de abril e o mínimo subsequente de julho. Os indicadores com base em inquéritos apontam para uma nova contração da atividade, que afetará principalmente o setor dos serviços. Em particular no caso do turismo, é provável que novas restrições de viagem em outubro reforcem a substituição do turismo externo por turismo interno observada durante a primeira vaga da pandemia, o que sugere uma deterioração global dos serviços de turismo no último trimestre do ano (ver a caixa 5). O índice provisório do IGC compósito do produto diminuiu substancialmente de 50,0 em outubro para 45,3 em novembro, impulsionado, em grande medida, por uma descida substancial do índice para o setor dos serviços (de 46,9 para 41,7). Entretanto, o índice para a produção na indústria transformadora também registou uma diminuição, ainda que em muito menor grau, de 58,4 para 55,3, mantendo-se consistente com a expansão da atividade. No entanto, as perspetivas de curto prazo permanecem rodeadas de elevada incerteza, designadamente em virtude das variações involuntárias nas relações estatísticas e económicas durante a pandemia de COVID-19 (ver a caixa 3 para uma descrição das inovações no conjunto de instrumentos de análise do BCE utilizado para avaliar o impacto de curto prazo da pandemia).

Em termos prospetivos, as expetativas de crescimento no médio prazo continuam fortemente associadas à evolução gradual da pandemia e à disponibilização bem-sucedida das vacinas contra a COVID-19.

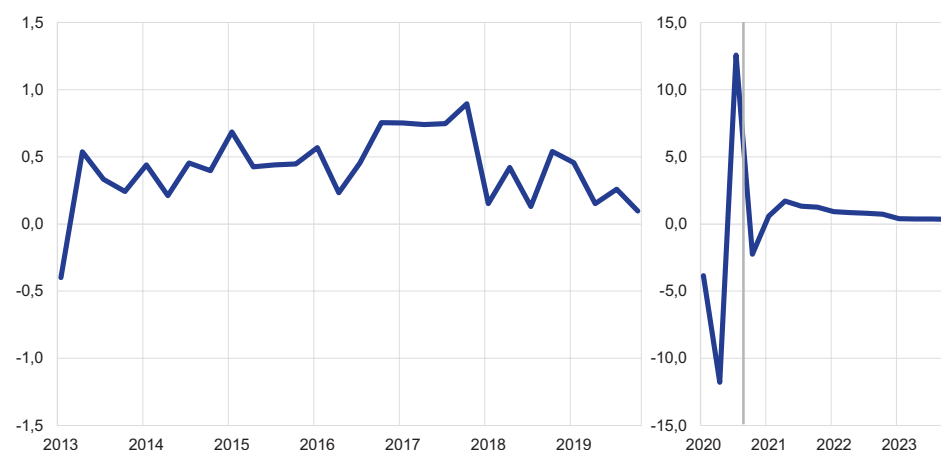
Embora a distribuição atempada das vacinas desempenhe um papel fundamental no apoio às expetativas de uma rápida recuperação, demorará algum tempo até que se atinja uma imunidade generalizada e a área do euro e a economia mundial possam regressar à “normalidade”. De acordo com um inquérito a grandes empresas realizado para testar o que seria a “normalidade” no longo prazo, espera-se que a pandemia conduza a um aumento da digitalização e do teletrabalho, prevendo-se uma produtividade persistentemente maior, mas também uma procura persistentemente menor (ver a caixa 6). No atual contexto incerto, e no sentido de reduzir riscos de histerese, as condições monetárias acomodáticas do BCE continuarão a suportar a procura interna, enquanto as medidas orçamentais e de emprego em curso deverão continuar a apoiar o consumo privado.

De acordo com as projeções macroeconómicas para a área do euro de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o PIB real anual diminuirá 7,3% em 2020 e aumentará 3,9% em 2021, 4,2% em 2022 e 2,1% em 2023 (ver o gráfico 12). Em comparação com as projeções de setembro de 2020, o crescimento do PIB real foi revisto em alta em 0,7 pontos percentuais para 2020, em baixa em 1,1 pontos percentuais para 2021 e em alta em 1,0 pontos percentuais para 2022, recuperando globalmente para o nível projetado no cenário de base de setembro no médio prazo. Embora os riscos descendentes para as perspectivas se tenham tornado menos pronunciados devido a notícias da perspectiva de disponibilização de vacinas no futuro próximo, permanecem enviesados em sentido descendente devido às implicações da pandemia para as condições económicas e financeiras.

Gráfico 12

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem)



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

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

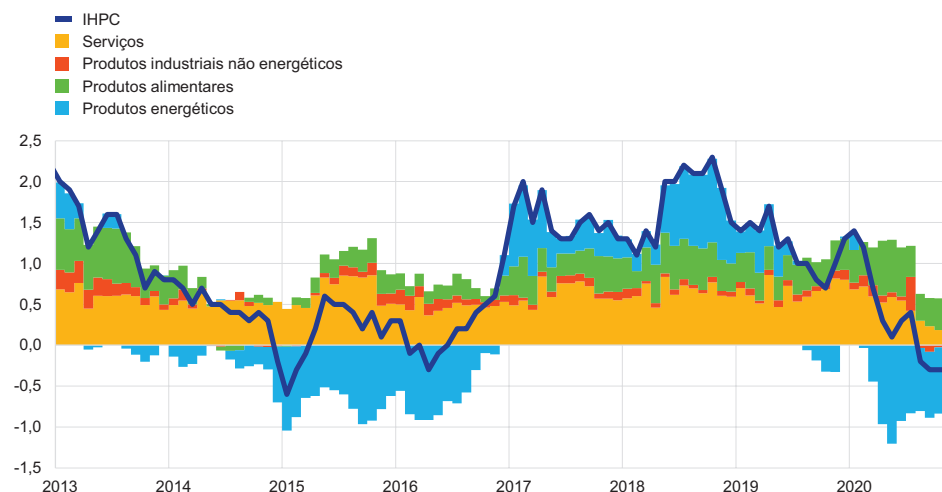
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga da área do euro manteve-se inalterada em -0,3% em novembro. Com base na dinâmica dos preços do petróleo e tendo em conta a redução temporária da taxa do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) na Alemanha, é provável que a inflação global se mantenha negativa até inícios de 2021. Posteriormente, espera-se que aumente devido ao fim da redução temporária do IVA na Alemanha e aos efeitos de base em sentido ascendente na inflação dos preços dos produtos energéticos. Ao mesmo tempo, prevê-se que as pressões subjacentes sobre os preços no curto prazo permaneçam fracas devido à procura reduzida, nomeadamente nos setores relacionados com viagens e turismo, bem como às pressões salariais baixas e à apreciação da taxa de câmbio do euro. Quando o impacto da pandemia se desvanecer, a recuperação da procura, apoiada pelo caráter acomodatório da política monetária e das políticas orçamentais, exercerá pressão em sentido ascendente sobre a inflação no médio prazo. Os indicadores baseados no mercado e as medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo assentes em inquéritos mantêm-se em níveis baixos. Esta avaliação encontra-se também globalmente refletida no cenário de base das projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, que prevê que a inflação homóloga medida se situará em 0,2% em 2020, 1,0% em 2021, 1,1% em 2022 e 1,4% em 2023. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação foram revistas em baixa para 2020 e 2022.

A inflação global manteve-se inalterada em novembro de 2020. A taxa de inflação inalterada de -0,3% ocultou pequenos movimentos nas principais componentes: uma inflação dos produtos energéticos ligeiramente mais negativa e uma inflação marginalmente menor da componente de produtos alimentares e dos produtos industriais não energéticos, por um lado, e um aumento da inflação dos serviços, por outro (ver o gráfico 13).

Gráfico 13

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

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

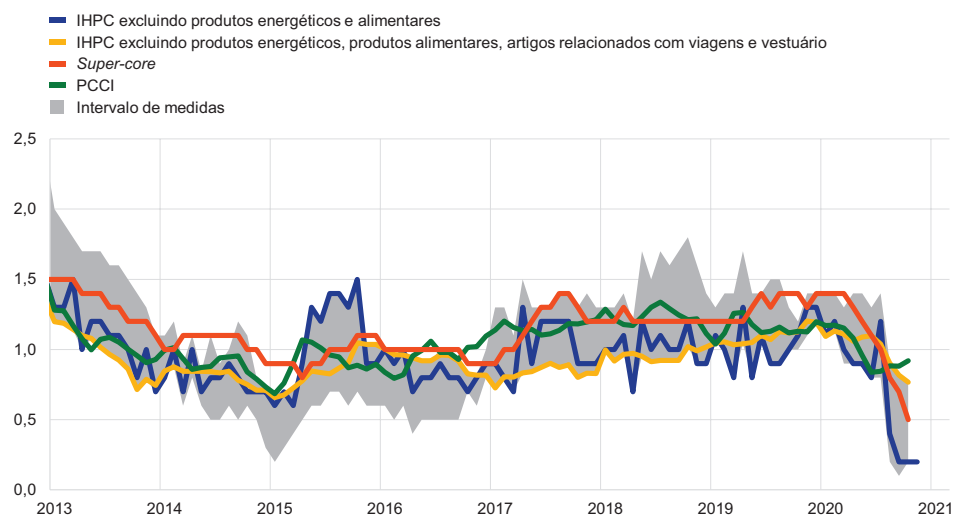
As medidas da inflação subjacente estabilizaram em níveis baixos. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares manteve-se inalterada pelo terceiro mês consecutivo, no mínimo histórico de 0,2% em novembro. A inflação inalterada oculta um aumento da inflação medida pelos preços dos serviços, que subiu para 0,6% em novembro, face a 0,4% em outubro, ao passo que a inflação medida pelos produtos industriais não energéticos caiu para -0,3% em novembro, face a -0,1% em outubro. Outras medidas da inflação subjacente, disponíveis até outubro, estabilizaram em níveis baixos. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, artigos relacionados com viagens e vestuário e o indicador da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) mantiveram-se inalterados em outubro, em 0,8% e 0,9%, respetivamente, enquanto o indicador *super-core* desceu de 0,7% em setembro para 0,5% em outubro (ver o gráfico 14)⁶. Os recentes valores baixos das medidas de inflação subjacente refletem igualmente a redução temporária das taxas de IVA na Alemanha desde julho de 2020.

⁶ Para mais informações sobre esta e outras 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 14

Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a novembro de 2020 para o IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos e a outubro de 2020 no que respeita a todas as outras medidas. O intervalo de medidas da inflação subjacente inclui as seguintes: IHPC excluindo produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, artigos relacionados com viagens e vestuário; média aparada a 10% do IHPC; média aparada a 30% do IHPC; e mediana ponderada do IHPC. Entende-se por PCCI o indicador da componente persistente e comum da inflação, em inglês *Persistent and Common Component of Inflation*. As taxas de crescimento do IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares referentes a 2015 estão distorcidas em sentido ascendente, em virtude de uma alteração metodológica (ver caixa intitulada *Novo método para o índice de preços de férias organizadas na Alemanha e o seu impacto nas taxas de inflação medidas pelo IHPC do Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019).

As pressões acumuladas sobre os preços da componente dos produtos

industriais não energéticos do IHPC fortaleceram-se ligeiramente. A inflação dos preços dos bens de consumo não alimentares importados aumentou para -1,2% em outubro, face a -1,9 % em setembro. A inflação dos preços no produtor internos de bens de consumo não alimentares manteve-se inalterada em 0,7% em outubro, similar ao mês de setembro e próximo da sua média de longo prazo. Nas fases iniciais dos fatores de produção, a taxa de variação homóloga dos preços no produtor de bens intermédios aumentou ligeiramente de -1,6%, em setembro, para -1,3%, em outubro, ao passo que a taxa de variação homóloga dos preços das importações de bens intermédios recuperou de -3,0%, em setembro, para -2,5%, em outubro. A evolução da inflação dos preços das importações, tanto para os bens de consumo não alimentares como para os bens intermédios, poderá potencialmente refletir, pelo menos em parte, o facto de a apreciação da taxa de câmbio do euro, numa comparação com o observado um ano antes, não ter continuado em outubro.

As pressões salariais são esbatidas pelo impacto das medidas de apoio do Estado na remuneração.

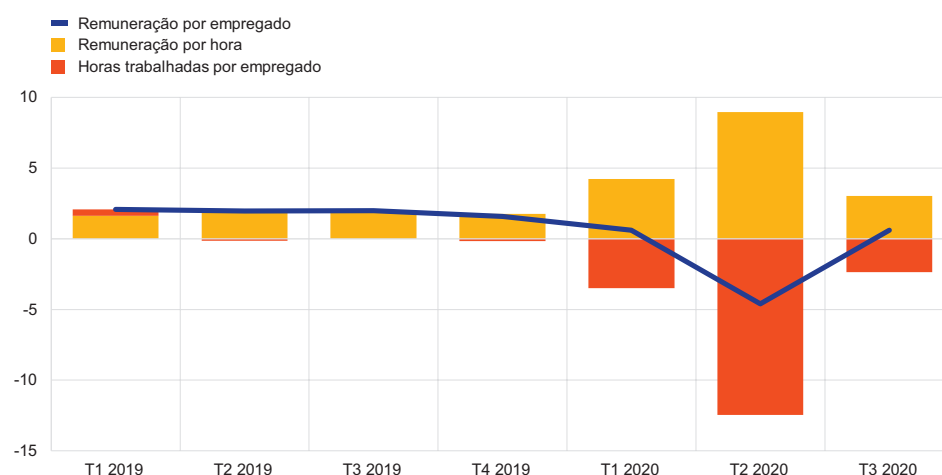
A evolução observada da remuneração por empregado e da remuneração por hora revelou uma volatilidade e divergência significativas entre as duas medidas durante os três primeiros trimestres de 2020. O crescimento homólogo da remuneração por empregado aumentou para 0,6% no terceiro trimestre, depois de cair para -4,7% no segundo trimestre, face a 0,6% no primeiro trimestre e 1,7% no quarto trimestre de 2019. Por sua vez, o crescimento homólogo da remuneração por hora aumentou de 2,0%, no quarto trimestre de 2019, para 4,3%, no primeiro trimestre de 2020, e continuou a subir para 9,3% no segundo

trimestre, antes de cair para 3,0% no terceiro trimestre de 2020 (ver o gráfico 15). Esta evolução divergente reflete o impacto dos regimes de trabalho a tempo parcial e de *lay-off*, ao abrigo dos quais os trabalhadores mantiveram o seu estatuto de emprego, tendo, no entanto, recebido apenas parte da sua remuneração habitual, enquanto as horas efetivamente trabalhadas por indivíduo diminuíram acentuadamente. Este efeito foi parcialmente invertido no terceiro trimestre, em linha com a recuperação da atividade. Ao mesmo tempo, a diminuição da remuneração por empregado sobrestima a perda real de rendimentos do trabalho, visto que alguns países registam o apoio estatal, para efeitos estatísticos, como transferências em vez de remuneração⁷. Os salários negociados, que não são diretamente afetados pela evolução das horas trabalhadas e pelo registo de benefícios dos regimes de manutenção de postos de trabalho, desceram para 1,6% no terceiro trimestre de 2020, face a 1,7% no segundo trimestre, após registarem 1,9% no primeiro trimestre. Embora tal implique apenas um enfraquecimento lento, os dados incluem também acordos celebrados antes do início da pandemia⁸.

Gráfico 15

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

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As observações mais recentes dizem respeito ao terceiro trimestre de 2020.

Os indicadores baseados no mercado das expectativas de inflação aumentaram ligeiramente na sequência de notícias positivas sobre ensaios bem-sucedidos de vacinas contra o coronavírus (COVID-19), que elevaram o sentimento de risco a nível mundial, tendo, no entanto, permanecido em níveis muito moderados (10 de setembro a 9 de dezembro). Depois de terem registado uma descida no final de outubro face a novos confinamentos, as medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação aumentaram, nomeadamente após o primeiro anúncio de uma série de ensaios bem-sucedidos de vacinas contra a COVID-19 no

⁷ Para mais informações, ver a caixa intitulada [Regimes de trabalho a tempo parcial e os seus efeitos nos salários e no rendimento disponível](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020.

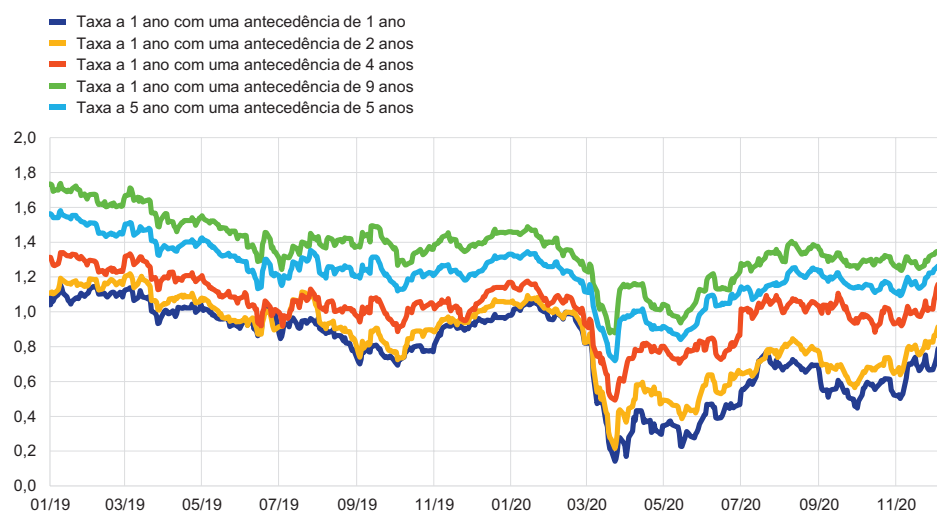
⁸ Para mais informações, ver a caixa intitulada “Avaliação da dinâmica salarial durante a pandemia de COVID 19: podem os dados relativos aos salários negociados ser úteis?” da presente edição do *Boletim Económico*.

início de novembro. Por exemplo, a taxa de *swap* indexada à inflação (*inflation-linked swap* – ILS) a cinco anos com uma antecedência de cinco anos – situando-se em 1,25% em 9 de dezembro – foi cotada globalmente dentro do intervalo observado entre meados de 2019 e o início da pandemia. Embora os indicadores das expectativas de inflação baseados no mercado a mais curto prazo se tenham revelado, até à data, ligeiramente mais resistentes do que na primeira vaga da pandemia, todo o perfil a prazo dos indicadores baseados no mercado das expectativas de inflação continua a indicar um período prolongado de inflação baixa. Os indicadores das expectativas de inflação com base em inquéritos permaneceram em níveis historicamente baixos. De acordo com o Inquérito do BCE a Analistas Profissionais relativo ao quarto trimestre de 2020, realizado na primeira semana de outubro de 2020, e com a mais recente informação divulgada pela Consensus Economics e pelo Barómetro da Zona Euro em outubro, as expectativas de inflação a mais longo prazo baseadas em inquéritos situaram-se em mínimos históricos, ou em níveis próximos.

Gráfico 16

Indicadores das expectativas de inflação baseadas no mercado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

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

As projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento progressivo da inflação global ao longo do horizonte de projeção.

As projeções de referência apontam para que a inflação global medida pelo IHPC se situe, em média, em 0,2% em 2020, 1,0% em 2021, 1,1 % em 2022 e 1,4% em 2023 (ver o gráfico 17). Em comparação com as projeções de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, a projeção para a inflação medida pelo IHPC é revista em baixa, em 0,1 pontos percentuais, para 2020, mantém-se inalterada para 2021 e é revista em baixa, em 0,2 pontos percentuais, para 2022, devido a dados disponibilizados mais fracos sobre a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares e a uma reavaliação em baixa das pressões inflacionistas desde as projeções anteriores, no contexto de uma margem disponível abundante, embora decrescente, nos mercados de bens e de trabalho. A recuperação em 2021 reflete,

em grande medida, efeitos de base na inflação da componente dos produtos energéticos do IHPC relacionados com a queda acentuada dos preços do petróleo no início do surto mundial de COVID-19, bem como com a inversão da redução da taxa do IVA na Alemanha. A inflação global a médio prazo deverá aumentar gradualmente, refletindo principalmente um ligeiro aumento do contributo da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e alimentares, que, no entanto, se afigura permanecer bastante moderada. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá ser de 0,7% em 2020, de 0,8% em 2021 e de 1,0% em 2022, antes de aumentar para 1,2% em 2023.

Gráfico 17

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

(taxas de variação homólogas (%))



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

Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2020 (dados) e ao quarto trimestre de 2023 (projeções). A data de fecho dos dados incluídos nas *Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2020* foi 25 de novembro de 2020.

A dinâmica monetária na área do euro continuou a refletir o impacto da pandemia de coronavírus (COVID-19). Em outubro, o crescimento monetário estabilizou em taxas duas vezes mais elevadas do que as observadas antes da pandemia, devido à implementação de medidas de política monetária e à preferência por ativos líquidos. O crédito interno continuou a ser a principal fonte de criação de moeda, impulsionado por empréstimos às sociedades não financeiras (SNF) e pelas compras líquidas de obrigações de dívida pública pelo Eurosistema. As medidas atempadas e consideráveis tomadas pelas autoridades monetárias, orçamentais e de supervisão asseguraram o fluxo de crédito à economia da área do euro em condições favoráveis. O financiamento externo total das empresas estabilizou no terceiro trimestre de 2020. As pequenas e médias empresas (PME), que são extremamente dependentes dos bancos para obter financiamento, reportaram uma ligeira melhoria no acesso ao financiamento externo no período entre abril e outubro, mas preveem uma deterioração nos meses seguintes. O custo global do financiamento por dívida das empresas está agora próximo dos níveis pré-pandemia, dado que o custo da dívida baseada no mercado se moderou novamente, e as taxas ativas bancárias permaneceram próximo dos seus mínimos históricos. Porém, são de prever pressões ascendentes sobre as taxas ativas bancárias, visto que a conjuntura de deterioração do risco de crédito está a minar os balanços e a rentabilidade dos bancos.

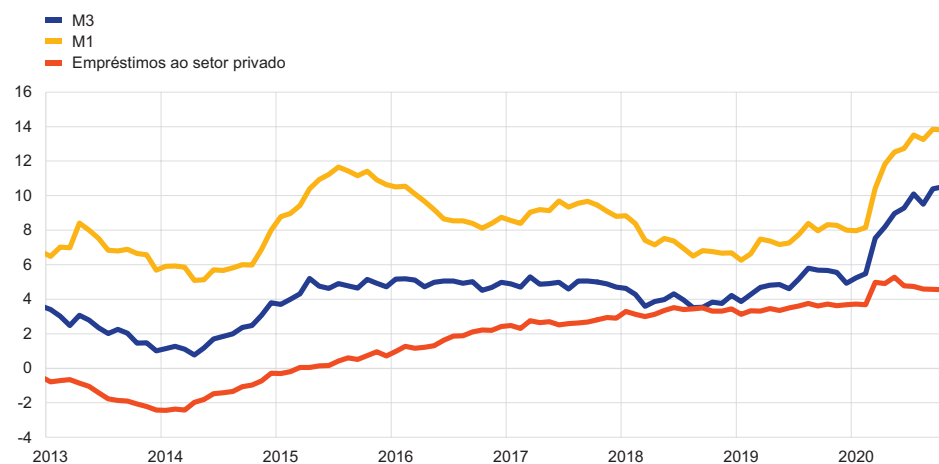
O crescimento do agregado monetário largo manteve-se globalmente inalterado em outubro.

A dinâmica monetária continuou a sofrer os efeitos da pandemia de COVID-19, os quais desencadearam uma preferência excecional por liquidez. A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo (M3) aumentou ligeiramente em outubro, para 10,5%, face a 10,4% em setembro, estabilizando num nível duas vezes mais elevado do que o observado antes do início da pandemia (ver o gráfico 18). A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário mais líquido, o M1, o qual engloba depósitos *overnight* e a moeda em circulação, manteve-se estável num nível elevado, de 13,8% em outubro, dando assim um forte contributo para o crescimento do M3. Esta evolução reflete a liquidez acumulada pelas empresas e pelas famílias num contexto de maior incerteza, mas também – no caso das famílias – algumas poupanças forçadas devido às reduzidas oportunidades para consumir. O forte crescimento do agregado monetário foi também o resultado de medidas de apoio substanciais tomadas pelo BCE e por autoridades de supervisão, bem como por governos nacionais, para assegurar que é disponibilizada liquidez suficiente à economia para lidar com as consequências económicas da pandemia.

Gráfico 18

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 caixaacionais (*notional cash pooling*). A última observação refere-se a outubro de 2020.

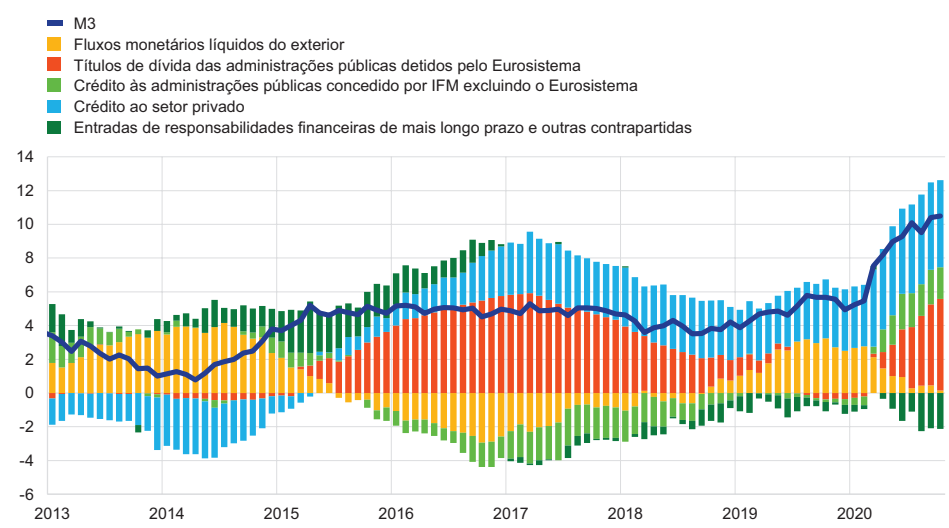
O crescimento robusto dos depósitos *overnight* continua a refletir a incerteza elevada. Os depósitos *overnight*, que têm dado o maior contributo para o crescimento do M3, continuaram a expandir-se a uma taxa homóloga relativamente estável, mas muito elevada, de 14,3% em outubro. A preferência dos detentores de moeda por depósitos *overnight* continuou a refletir motivos de precaução e o nível muito reduzido das taxas de juro, que reduz os custos de oportunidade da detenção desses instrumentos, particularmente quando comparado com outros depósitos menos líquidos. O crescimento dos depósitos foi impulsionado sobretudo pelas detenções de empresas e famílias. No caso das empresas, o crescimento das detenções de depósitos variou entre jurisdições, refletindo diferenças na magnitude como as necessidades de liquidez das empresas se materializaram e na forma e dimensão das medidas de apoio entre países. Além disso, a moeda em circulação aumentou a uma taxa homóloga globalmente estável de 10,7% em outubro. Em comparação, outros depósitos de curto prazo e instrumentos negociáveis continuaram a dar um pequeno contributo para o crescimento homólogo do M3, refletindo o nível reduzido das taxas de juro e o comportamento de procura de rentabilidade dos investidores.

O crédito interno continuou a ser a principal fonte de criação de moeda, à medida que o contributo das compras líquidas de ativos pelo Eurosistema aumentava. Entre o início de 2018 e setembro de 2020, o crescimento do crédito ao setor privado foi o principal fator impulsionador do crescimento do M3 do ponto de vista das contrapartidas (ver a parte a azul nas barras do gráfico 19). Porém, em outubro de 2020, as compras líquidas pelo Eurosistema de títulos de dívida pública no contexto do programa de compra de ativos do BCE (*asset purchase programme* – APP) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) passaram a dar o maior contributo para o crescimento do M3 (ver a parte a vermelho nas barras do gráfico 19). Paralelamente, o fluxo de crédito do setor bancário (excluindo o Eurosistema) ao setor público moderou-se nos últimos meses (ver a parte a verde-claro nas barras do gráfico 19). Os fluxos monetários externos líquidos foram globalmente

equilibrados nos 12 meses até outubro (ver a parte a amarelo nas barras do gráfico 19), enquanto as responsabilidades financeiras de mais longo prazo e outras contrapartidas tiveram um impacto negativo no crescimento do agregado monetário (ver a parte a verde-escuro nas barras do gráfico 19). Tal ficou a dever-se sobretudo à evolução das outras contrapartidas (em particular, acordos de recompra), enquanto as condições favoráveis das ORPA direcionadas continuaram a apoiar a substituição do financiamento dos bancos, dando origem a reembolsos líquidos de obrigações bancárias de longo prazo.

Gráfico 19 M3 e respetivas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

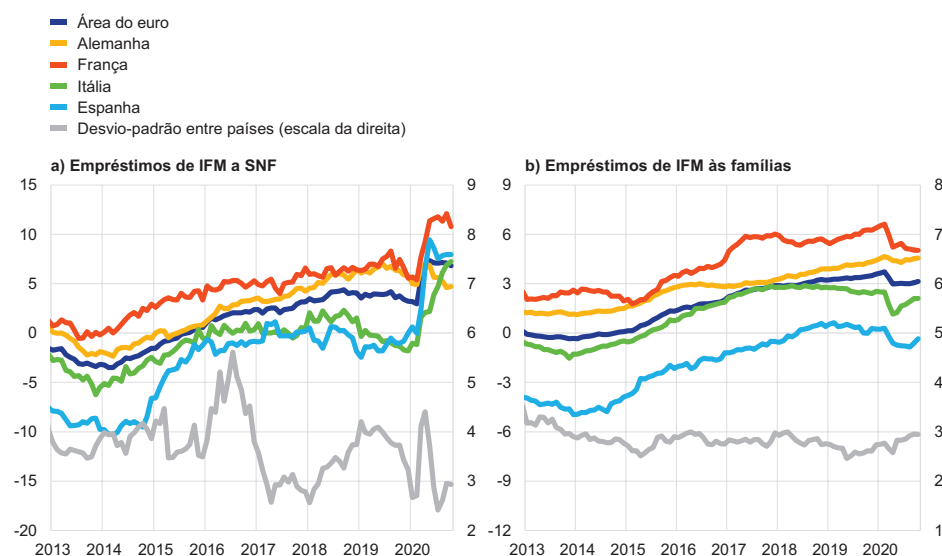
Notas: O crédito ao setor privado inclui empréstimos das IFM ao setor privado e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Como tal, abrange igualmente compras pelo Eurosistema de títulos de dívida de instituições financeiras não monetárias ao abrigo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

Os fluxos de empréstimos ao setor privado moderaram-se. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de instituições financeiras monetárias (IFM) ao setor privado manteve-se inalterada em 4,6% em outubro, 1 ponto percentual acima do valor observado antes do início da pandemia (ver o gráfico 18). No entanto, a dinâmica de mais curto prazo aponta para um abrandamento, como evidenciado pelos fluxos mensais de empréstimos substancialmente mais baixos desde junho. O crescimento do crédito continuou a ser impulsionado sobretudo pelos empréstimos às empresas, com uma taxa de crescimento homóloga de 6,8% em outubro, após 7,1% em setembro, enquanto o crescimento dos empréstimos às famílias permaneceu estável em 3,1% (ver o gráfico 20). A desaceleração da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às empresas ocorreu no contexto da atenuação das necessidades de liquidez de emergência, fraco investimento e critérios de concessão de crédito mais restritivos. A dependência das empresas de empréstimos de mais longo prazo continuou a aumentar em detrimento de empréstimos de mais curto prazo. A divergência na dinâmica dos empréstimos às empresas e às famílias reflete a natureza específica da crise de COVID-19, que levou ao colapso dos fluxos de caixa das empresas e forçou as empresas a aumentar a sua dependência do financiamento externo.

Gráfico 20

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

(variação anual, em percentagem)



Fonte: BCE.

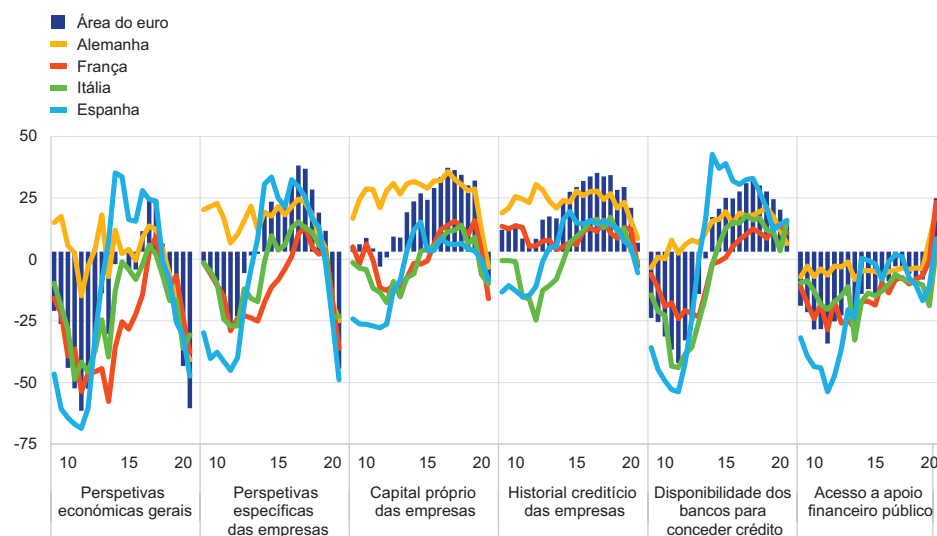
Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nomenclais (*notional cash pooling*). O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a outubro de 2020.

As pequenas e médias empresas (PME) reportaram uma ligeira melhoria no acesso ao financiamento externo durante os últimos seis meses em comparação com o início de 2020, embora prevejam uma deterioração no futuro. De acordo com o [inquérito sobre o acesso a financiamento das empresas](#) (*Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE*) de novembro de 2020, as PME reportaram uma melhoria no acesso ao apoio financeiro público pela primeira vez desde 2009, o que sugere que as iniciativas tomadas por alguns governos com o objetivo de proporcionar garantias estatais de empréstimos bancários durante a pandemia de COVID-19 se repercutiram nestas empresas (ver o gráfico 21). Paralelamente, as empresas consideraram que o seu acesso ao financiamento foi negativamente afetado pelas perspetivas económicas gerais, bem como pelas perspetivas e posição de capital específicas da própria empresa. As empresas da área do euro reportaram igualmente uma deterioração substancial do respetivo volume de negócios e lucros, uma situação generalizada entre países e setores. Dado que a procura de fundos externos para colmatar lacunas de liquidez aumentou consideravelmente, o desvio de financiamento (a diferença entre a procura e a disponibilidade de financiamento externo) expandiu-se um pouco mais. Além disso, os resultados do SAFE mostraram que as PME e, em menor medida, as grandes empresas, esperavam uma deterioração da disponibilidade da maior parte das fontes de financiamento externo, em particular, empréstimos bancários e linhas de crédito.

Gráfico 21

Fatores que afetam a disponibilidade de financiamento externo às PME

(percentagens líquidas)



Fonte: BCE (SAFE).

Nota: Os dados referem-se às rondas 3 (março-setembro de 2010) a 23 (abril de 2020-outubro de 2020) do SAFE.

Os bancos enfrentam condições de financiamento favoráveis, mas o risco de crédito pesa sobre os respetivos balanços e rentabilidade.

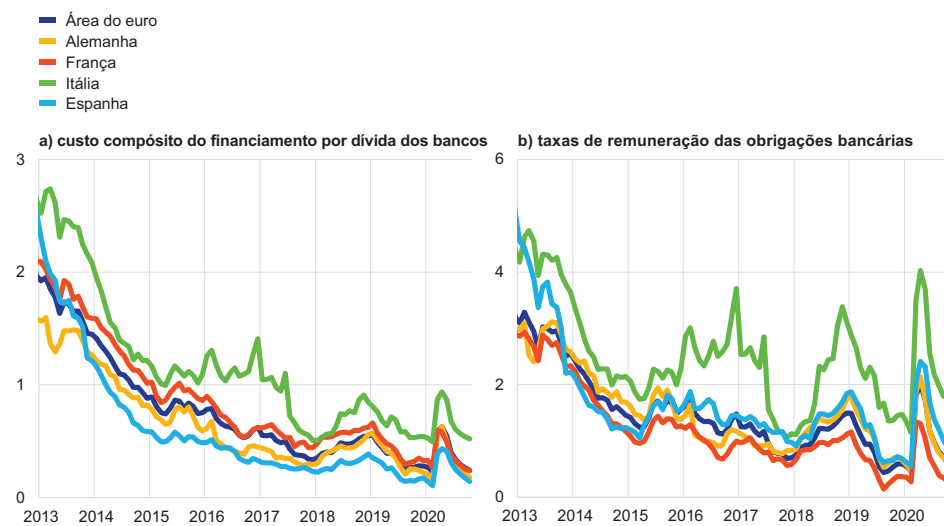
O custo composto do financiamento por dívida dos bancos da área do euro, que tinha aumentado no seguimento do surto de COVID-19, baixou novamente para níveis próximo do seu mínimo histórico pré-pandemia de fevereiro de 2020 (ver o gráfico 22). Tal ficou a dever-se sobretudo a uma queda das taxas de rentabilidade das obrigações, sustentada pelas medidas de política monetária do BCE. Os programas APP e PEPP do BCE estão a ter um impacto favorável nas taxas de rentabilidade das obrigações, o que beneficia igualmente a fixação de preços dos títulos emitidos por bancos. Além do mais, os bancos substituíram em parte o financiamento baseado no mercado por ORPA direcionadas, colocando assim pressões em sentido descendente sobre as taxas de rentabilidade das obrigações bancárias. 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). Além disso, as taxas de depósito dos bancos da área do euro, que representam a maior parte do financiamento dos bancos, mantiveram-se em mínimos históricos em outubro de 2020, contribuindo assim para condições de financiamento por dívida dos bancos favoráveis. Os bancos da área do euro têm vindo, cada vez mais, a cobrar taxas de juro negativas sobre os depósitos de SNF por eles detidos desde o início da crise de COVID-19. Ao mesmo tempo, grande parte do financiamento dos bancos com base em depósitos, em particular, depósitos de retalho, tem ainda um patamar de juro zero, o que comprime as margens de juro líquidas dos bancos. Embora os bancos estejam a beneficiar de condições de financiamento favoráveis, a deterioração da capacidade de endividamento dos mutuários devido à pandemia está a ter um impacto negativo na respetiva rentabilidade e posição de capital. Como evidenciado pelo [inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro](#) de outubro de 2020, os bancos aumentaram a reestruturização dos respetivos

critérios de concessão de crédito no terceiro trimestre de 2020, refletindo a sua perceção de um risco acrescido em resultado da pandemia.

Gráfico 22

Custo composto do financiamento por dívida dos bancos

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



Fontes: BCE, Markit iBoxx e cálculos do BCE.

Notas: O custo composto dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas a depósitos *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As taxas de rentabilidade das obrigações bancárias referem-se a médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. A última observação refere-se a outubro de 2020.

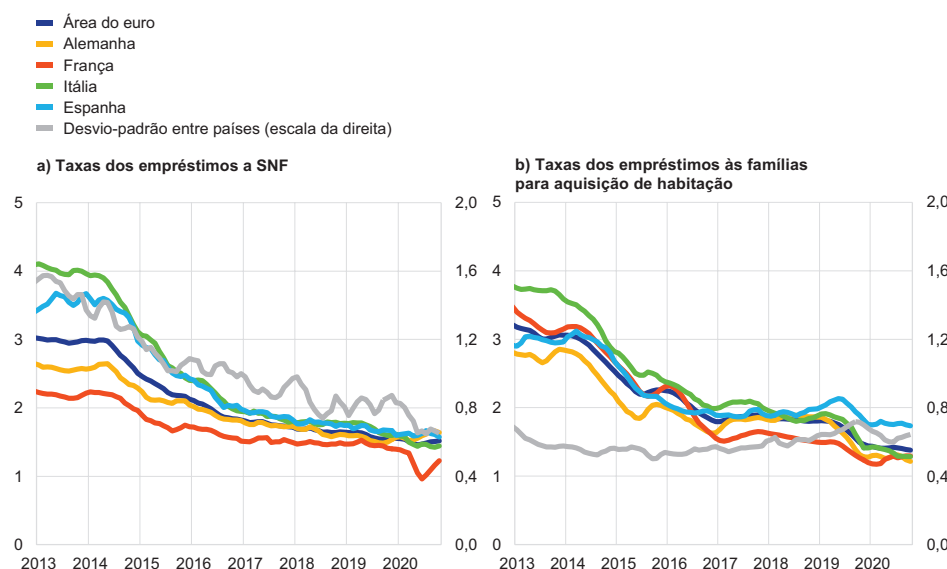
As taxas ativas bancárias permanecem muito favoráveis, mas são de prever pressões em sentido ascendente.

Em outubro, as taxas ativas bancárias compósitas dos empréstimos às empresas permaneceram próximo dos seus mínimos históricos, de 1,53%, enquanto as taxas ativas bancárias compósitas dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação caíram para um novo mínimo histórico de 1,36% (ver o gráfico 23). Esta evolução foi generalizada aos países da área do euro. Acresce que o diferencial entre as taxas bancárias ativas aplicadas a empréstimos de reduzido montante e a empréstimos de grande montante estabilizou em níveis abaixo dos observados antes da pandemia. Ao mesmo tempo, o impacto económico grave da pandemia sobre as receitas das empresas, as perspetivas de emprego das famílias e a capacidade de endividamento global dos mutuários continuou a exercer pressões em sentido ascendente sobre as taxas ativas bancárias. A reação benigna das taxas ativas bancárias à pandemia até ao momento parece refletir dois fatores. Primeiro, a eficácia das medidas tomadas pelo BCE, pelos supervisores bancários e pelos governos para contrabalançar o impacto pró-cíclico do choque da pandemia sobre a oferta de crédito. A este respeito, a prorrogação de regimes de garantia do Estado para empréstimos em alguns países, pelo menos até junho de 2021, continuará a proteger as taxas ativas bancárias de desenvolvimentos adversos no risco de crédito por parte dos mutuários. Segundo, há uma relativa rigidez das taxas ativas bancárias no curto prazo à medida que os bancos absorvem temporariamente algumas flutuações nas respetivas componentes de custos no sentido de manter as relações com os clientes.

Gráfico 23

Taxas ativas compósitas em países da área do euro selecionados

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



Fonte: BCE.

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

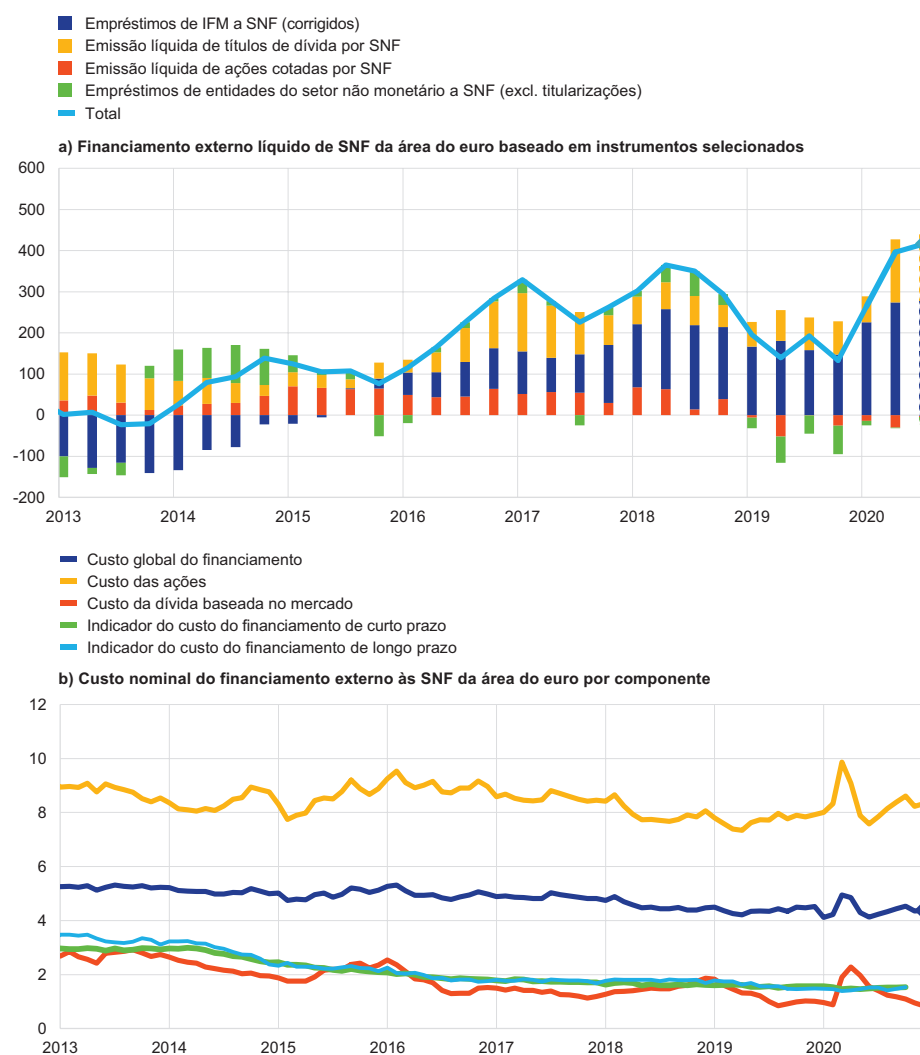
Estima-se que o fluxo anual do financiamento externo total a SNF da área do euro tenha estabilizado no terceiro trimestre de 2020. Esta estabilização reflete um abrandamento do financiamento bancário e da emissão líquida de títulos de dívida ao longo desse trimestre, tendo atingido máximos históricos no segundo trimestre (ver o painel A do gráfico 24). A deterioração dos fluxos de caixa operacionais das empresas e as necessidades de financiamento elevadas daí resultantes foram temporariamente mitigadas em resultado da flexibilização das medidas de confinamento no terceiro trimestre, dada a redução das taxas de infeção por COVID-19. O abrandamento do financiamento externo também esteve relacionado com a constituição de amortecedores de liquidez por parte das empresas numa parte inicial do ano (entre março e junho), o que levou à redução da procura de crédito no terceiro trimestre. Paralelamente, o terceiro trimestre registou um aumento da emissão líquida de ações cotadas, mas concentrado em poucas empresas, sobretudo no setor da tecnologia. Os volumes de empréstimos de não-bancos (setor não monetário) mantiveram-se moderados no terceiro trimestre. Em termos globais, os fluxos totais de financiamento externo foram ainda mais elevados no terceiro trimestre de 2020 do que a média trimestral observada entre 2016 e 2019, num contexto de condições de financiamento favoráveis. O custo nominal global do financiamento externo das SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações, situou-se em 4,5% no final de outubro (ver o painel B do gráfico 24). Este nível era cerca de 40 pontos base inferior ao pico local de março de 2020 e 40 pontos base superior ao mínimo histórico de junho de 2020. A redução entre março e junho ficou a dever-se a uma queda acentuada do custo das ações e da dívida baseada no mercado. Entre o final de outubro e o final do período de referência (9 de dezembro de 2020), estima-se que o custo de

financiamento global tenha registado uma diminuição de cerca de 15 pontos base, para 4,4%, devido ao menor custo quer da dívida baseada no mercado quer das ações.

Gráfico 24

Financiamento externo das SNF da área do euro

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



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

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

O apoio orçamental substancial, tanto através de estabilizadores automáticos como de medidas discricionárias adotadas pelos governos dos países da área do euro, mitigou o impacto negativo considerável da pandemia de coronavírus (COVID-19) na economia real. O custo orçamental deste apoio foi muito significativo para todos os países da área do euro, embora varie acentuadamente de país para país. Em resultado do abrandamento económico e do apoio orçamental, projeta-se que o défice orçamental das administrações públicas na área do euro aumente de forma considerável, situando-se em 8,0% do PIB em 2020, face a 0,6% em 2019, de acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Subsequentemente, espera-se uma diminuição do rácio do défice para 6,1% do PIB em 2021 e para 3,9% e 3,0% nos dois anos seguintes. A melhoria deverá ser conduzida pela descontinuação gradual das medidas de emergência, ao passo que a componente cíclica registará uma melhoria significativa apenas a partir de 2022. Refletindo as medidas orçamentais e a deterioração da situação económica, estima-se que o rácio agregado da dívida da área do euro tenha aumentado de forma pronunciada em 2020 e atinja um máximo em 2021, diminuindo depois apenas muito lentamente. Continua a ser crucial uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada, à luz da contração acentuada da economia da área do euro, embora as medidas orçamentais tomadas em resposta à emergência pandémica devam, tanto quanto possível, ser direcionadas e temporárias. Ao mesmo tempo, a procura fraca das empresas e das famílias e o risco acrescido de uma recuperação retardada perante os novos confinamentos devido à segunda vaga da pandemia justificam um apoio continuado por parte das políticas orçamentais nacionais. O fundo “Next Generation EU” (NGEU), que complementa as medidas orçamentais a nível nacional, contribuirá para uma recuperação mais rápida, forte e uniforme e aumentará a resiliência económica e o potencial de crescimento das economias dos Estados-Membros da UE, em particular se os fundos forem utilizados para despesas públicas produtivas e estiverem aliados a políticas estruturais centradas na melhoria da produtividade.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, projeta-se que o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro registe uma forte diminuição em 2020 e recupere depois de forma gradual⁹. Com base nestas

projeções, espera-se que o rácio do défice das administrações públicas da área do euro aumente de 0,6% do PIB em 2019 para 8,0% do PIB em 2020, diminuindo depois para 6,1% em 2021 e 3,9% e 3,0% em 2022 e 2023, respetivamente (ver o gráfico 25). A diminuição do saldo orçamental em 2020 deve-se, em larga escala, a uma deterioração do saldo primário corrigido do ciclo, devido a medidas de apoio económico que ascendem a cerca de 4,5% do PIB, sendo a maioria despesas adicionais, em particular sob a forma de transferências e subsídios para empresas e famílias, incluindo através de regimes de tempo de trabalho reduzido ou de *lay-off*. Esta diminuição resulta igualmente de uma componente cíclica negativa elevada,

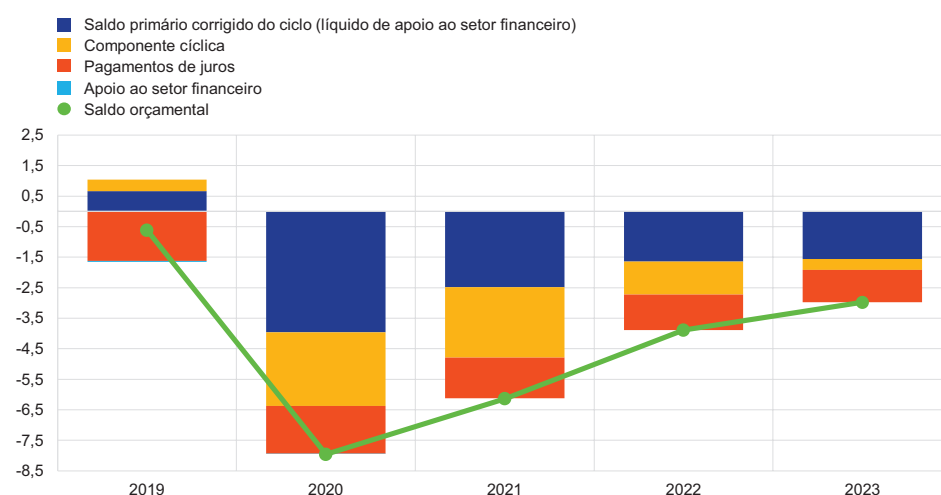
⁹ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2020](#), publicadas no sítio do BCE em 10 de dezembro de 2020.

em conformidade com uma deterioração acentuada do produto na área do euro¹⁰. Projeta-se que a melhoria subsequente do saldo orçamental seja inicialmente impulsionada por uma recuperação do saldo primário corrigido do ciclo, em virtude da descontinuação gradual de parte das medidas de emergência a partir de 2021. O contributo do ciclo económico deverá melhorar significativamente apenas a partir de 2022 e permanecer negativo ao longo do horizonte de projeção. Estas projeções orçamentais apresentam, contudo, uma incerteza excecional, desde logo no tocante à dimensão, à calendarização e à composição da despesa relacionada com o NGEU, mas também, de um modo mais geral, à forma como as políticas económicas têm necessariamente de reagir à evolução da pandemia.

Gráfico 25

Saldo orçamental e respetivas componentes

(percentagem do PIB)



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

Além do apoio orçamental às respetivas economias, os países da área do euro proporcionaram consideráveis pacotes de garantia de empréstimos, a fim de reforçar a situação de liquidez das empresas. No total, estas garantias ascendem a cerca de 17% do PIB do conjunto da área do euro, embora a dimensão dos pacotes difira de forma substancial entre países. As garantias de empréstimos constituem uma responsabilidade contingente para as administrações públicas e o montante de garantias utilizado representará, assim, despesa pública adicional que aumenta a dívida pública.

Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2020 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas orçamentais para a área do euro deverão ser menos negativas em 2020, mas mais negativas tanto em 2021 como em 2022. O saldo orçamental das administrações públicas da área do euro em percentagem do PIB foi objeto de uma revisão em alta de 0,8 pontos percentuais para 2020 e de uma revisão em baixa de 1,2 e 0,3 pontos percentuais

¹⁰ Note-se que existe um grau de incerteza invulgarmente elevado em torno da decomposição de ciclo e tendência na atual conjuntura.

para 2021 e 2022, respetivamente. O défice orçamental mais baixo em 2020 deve-se sobretudo a um saldo corrigido do ciclo menos negativo, mas também a uma componente cíclica ligeiramente menos negativa. A expectativa é de que este panorama seja revertido nos próximos dois anos, em que tanto o saldo corrigido do ciclo como a componente cíclica deverão ser mais negativos do que o anteriormente esperado.

A orientação orçamental agregada foi extremamente expansionista em 2020, mas espera-se uma redução moderada do apoio em 2021 e 2022, com a descontinuação gradual das medidas de emergência¹¹. Estima-se que a orientação orçamental tenha sido ligeiramente expansionista em 2019, mas esperase que seja altamente acomodatória em 2020, situando-se em 4,8% do PIB. Em contraste, projeta-se que, em 2021 e 2022, registre um aumento moderado da restritividade, de 1,5% e 0,8% do PIB, respetivamente, e que seja globalmente neutra em 2023. Esta trajetória espelha uma descontinuação gradual das medidas excecionais adotadas em resposta à emergência pandémica a partir de 2021. Não obstante o aumento gradual da restritividade, o saldo orçamental geral permanecerá substancialmente negativo, com os instrumentos orçamentais a continuarem a apoiar a retoma económica durante todo o horizonte de previsão.

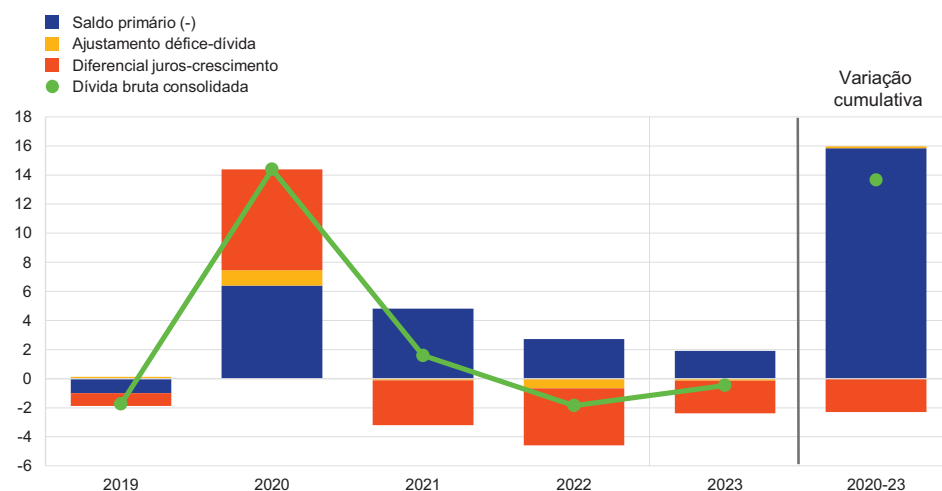
O rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro aumentou fortemente em 2020 e projeta-se que atinja um máximo em torno de 100% em 2021, descendo depois de forma muito gradual. Os aumentos do rácio da dívida de 14,5 e 1,5 pontos percentuais em 2020 e 2021, respetivamente, espelham, em grande medida, défices primários elevados e, em 2020, diferenciais entre taxa de juro e crescimento muito desfavoráveis. Em 2020, o aumento deve-se igualmente a um ajustamento défice-dívida significativo, devido às medidas de política relacionadas com a pandemia, designadamente o apoio em termos de liquidez concedido às empresas e às famílias. Em 2022 e 2023, os défices primários decrescentes, mas ainda significativos, serão mais do que compensados por contributos favoráveis da melhoria dos diferenciais entre taxa de juro e crescimento, em virtude da projetada recuperação da atividade económica, e também por um ajustamento défice-dívida negativo em 2022 (ver o gráfico 26). Em resultado, o rácio da dívida em relação ao PIB deverá situar-se em 97,8% no final do horizonte de projeção em 2023.

¹¹ 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 aqui como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido de auxílios estatais ao setor financeiro. Para mais pormenores sobre o conceito de "orientação orçamental" da área do euro, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

Gráfico 26

Fatores impulsionadores da variação na dívida pública

(pontos percentuais do PIB)



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

Levará um tempo significativo até que os balanços regressem aos níveis anteriores à crise. A redução dos desequilíbrios orçamentais depende, entre outros aspetos, do ritmo da recuperação em 2021, em especial após as notícias positivas sobre diversas vacinas contra a COVID-19. Além disso, as medidas orçamentais coordenadas tomadas na UE devem proporcionar um estímulo ao crescimento económico. Paralelamente, as condições de financiamento favoráveis continuam a conter os custos do serviço da dívida. Em termos prospetivos, é ainda importante que os Estados-Membros da UE regressem a posições orçamentais sólidas, incluindo níveis mais baixos de dívida pública, assim que a atividade económica tiver registado uma recuperação¹².

¹² Para mais pormenores sobre os projetos de planos orçamentais para 2021 e os pareceres da Comissão Europeia, ver a caixa intitulada “Projetos de planos orçamentais para 2021: análise no contexto da crise da COVID-19” na presente edição do *Boletim Económico*.

Caixas

1 Marcas de crises anteriores na economia mundial

Por Natalia Martín Fuentes e Isabella Moder

A pandemia de coronavírus (COVID-19) constitui um choque sem precedentes para a economia mundial. Primeiro, o choque é multifacetado, sendo a emergência de saúde pública agravada por um choque induzido do lado da oferta (ou seja, na sequência da adoção de medidas de confinamento rigorosas) e por um choque do lado da procura como consequência do desemprego mais elevado e da incerteza acrescida. Segundo, desencadeou uma resposta multidimensional e considerável em termos de políticas, que atenuou os efeitos adversos sobre a atividade económica, mas pode exacerbar os desequilíbrios da economia mundial e suscitar preocupações quanto ao excesso de dívida pública e privada e às necessidades de desendividamento no futuro. Por último, determinados setores foram afetados de modo particularmente forte pelas medidas de confinamento e pelas mudanças comportamentais dos consumidores, as quais deverão persistir, pelo menos até que seja implementada uma solução médica eficaz.

Atendendo à natureza complexa do choque da COVID-19, é necessário ter em conta as implicações para o potencial de crescimento a longo prazo da economia mundial. A presente caixa reexamina crises anteriores e os canais de transmissão por meio dos quais o produto potencial é afetado¹³. A análise está sujeita a uma elevada incerteza, dado que o produto potencial é uma variável não observada. Além disso, a crise da COVID-19 é, em muitos aspetos, única e, por conseguinte, crises anteriores podem não ser indicadores fiáveis dos efeitos duradouros que pode ter na economia mundial, nomeadamente porque a sua duração – um dos parâmetros fundamentais para avaliar potenciais marcas deixadas – continua a ser desconhecida.

A perspetiva tradicional de que as flutuações do ciclo económico não influenciam o crescimento a longo prazo tem sido contestada na literatura económica. Por exemplo, a existência de efeitos de histerese no mercado de trabalho (ou seja, um efeito persistente dos choques sobre o desemprego) é um fenómeno que tem sido amplamente analisado e debatido¹⁴. Além disso, contributos de literatura recente, suscitada pela recuperação lenta após a crise financeira mundial, demonstraram que as recessões têm efeitos persistentes ou “deixam

¹³ Ver também o artigo intitulado [The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2020.

¹⁴ Ver, por exemplo, Blanchard, O.J. e Summers, L.H., [Hysteresis and the European Unemployment Problem](#), *NBER Working Papers*, n.º 1950, Gabinete Nacional de Estudos Económicos (*National Bureau of Economic Research* – NBER) dos Estados Unidos, 1986.

marcas” no nível do produto interno bruto (PIB)¹⁵, na medida em que os eventos cíclicos afetam o lado da oferta da economia através de vários canais, moldando assim a tendência de longo prazo.

A avaliação das marcas deixadas por crises anteriores fornece efetivamente indicações da forma como o choque da COVID-19 poderá afetar o produto potencial¹⁶.

Uma análise de projeções locais de epidemias anteriores sugere que o impacto inicial no nível do produto potencial é relativamente curto, tendendo a dissipar-se dois anos após o termo da epidemia (ver o painel superior esquerdo do gráfico A)¹⁷. Contudo, é de notar que as epidemias anteriores consideradas na análise foram, na sua maioria, eventos localizados que não são comparáveis a uma grande pandemia mundial¹⁸. Por conseguinte, é avaliado o impacto de dois tipos de crises exógenas adicionais no produto potencial, designadamente o embargo petrolífero de 1973 e 1974 imposto pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que pode ser visto como um choque negativo exógeno sobre a oferta para os países visados¹⁹, e o efeito de grandes guerras²⁰. Os resultados sugerem que o embargo petrolífero só teve um efeito negativo sobre o produto potencial no primeiro ano após o choque (painel superior direito). Por seu lado, os resultados de grandes guerras (painel inferior esquerdo) indicam que, na sequência de um grave impacto inicial, a recuperação económica no pós-guerra tende a ser acentuada, sem marcas a mais longo prazo (ou seja, para além de quatro

¹⁵ Ver, por exemplo, Cerra, V., Fatás, A. e Saxena, S.C., “Hysteresis and Business Cycles”, *CEPR Discussion Papers*, n.º DP14531, Centro de Estudos de Política Económica (Centre for Economic Policy Research – CEPR), 2020; Jordà, O., Schularick, M. e Taylor, A.M., [Disasters Everywhere: The Costs of Business Cycles Reconsidered](#), *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, n.º 2020-11, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2020; e Bluedorn, J. e Leigh, D., [Is the Cycle the Trend? Evidence from the Views of International Forecasters](#), *IMF Working Papers*, n.º 18/163, Fundo Monetário Internacional (FMI), 2018.

¹⁶ Os resultados que se seguem baseiam-se em projeções locais de um modelo de painel de dados que abrange 117 países, no período de 1970 a 2017. As variáveis independentes representam o crescimento cumulativo do produto potencial em cada ano. Os regressores incluem termos autorregressivos de quatro defasamentos, variáveis artificiais (*dummies*) para os eventos correspondentes, assim como efeitos fixos por país. As fontes dos dados para o produto potencial e correspondentes subcomponentes são os quadros mundiais Penn (*Penn World Tables*) e, para as crises financeiras, Laeven, L. e Valencia, F., [Systemic Banking Crises Revisited](#), *IMF Working Papers*, n.º 18/206, FMI, 2018.

¹⁷ As epidemias anteriores incluem os surtos de SARS (*Severe Acute Respiratory Syndrome*/síndrome respiratória aguda grave), em 2003, de gripe suína, em 2009 e 2010, de MERS (*Middle East Respiratory Syndrome*/síndrome respiratória do Médio Oriente), em 2013, e os surtos virais de Ébola, em 2014 e 2015, e de Zika, em 2016. Os países são tratados como “afetados” se tiverem registado, pelo menos, dez casos.

¹⁸ Ver também Jordà, O., Singh, S.R. e Taylor, A.M., [Longer-Run Economic Consequences of Pandemics](#), *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, n.º 2020-09, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2020, que identifica consequências macroeconómicas significativas e duradouras em 15 grandes pandemias desde o século XIV.

¹⁹ A amostra utilizada para a estimativa inclui os seguintes países visados pelo embargo petrolífero da OPEP: África do Sul, Canadá, Estados Unidos, Japão, Países Baixos, Portugal e Reino Unido. Embora o embargo petrolífero da OPEP tenha tido apenas um efeito de curta duração nos países embargados, em comparação com os países não sujeitos ao embargo, o aumento permanente dos preços do petróleo devido aos choques dos preços do petróleo na década de 1970, em especial o segundo choque de preços do petróleo, poderá ter tido um efeito mais permanente sobre o produto potencial mundial. Ver também o artigo intitulado [The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2020.

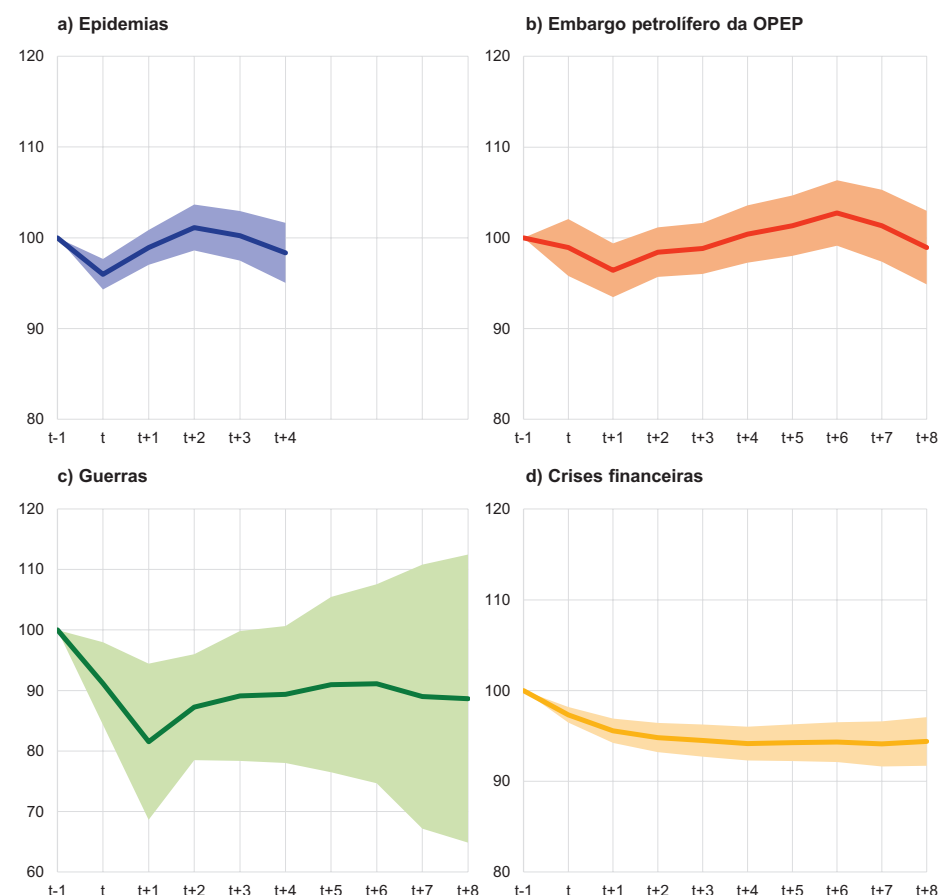
²⁰ A amostra incluiu as guerras seguintes; a guerra civil libanesa (1975-1990), a guerra do Golfo no Iraque (1990-1991), as guerras da Jugoslávia (1991-1999), a guerra civil da Serra Leoa (1991-2002), a segunda guerra do Congo (1999-2003), a guerra do Iraque (2003-2011), a guerra civil na Síria (2011-presente) e a guerra civil no Iraque (2014-2017).

anos). Todavia, os intervalos de confiança muito alargados apontam para uma heterogeneidade considerável no impacto a longo prazo das guerras.

Gráfico A

Marcas de pandemias anteriores e de outras crises nos níveis do produto potencial

(índices)



Fontes: Cálculos do BCE baseados nos quadros mundiais Penn e em Laeven e Valência (ver a nota de rodapé 4).

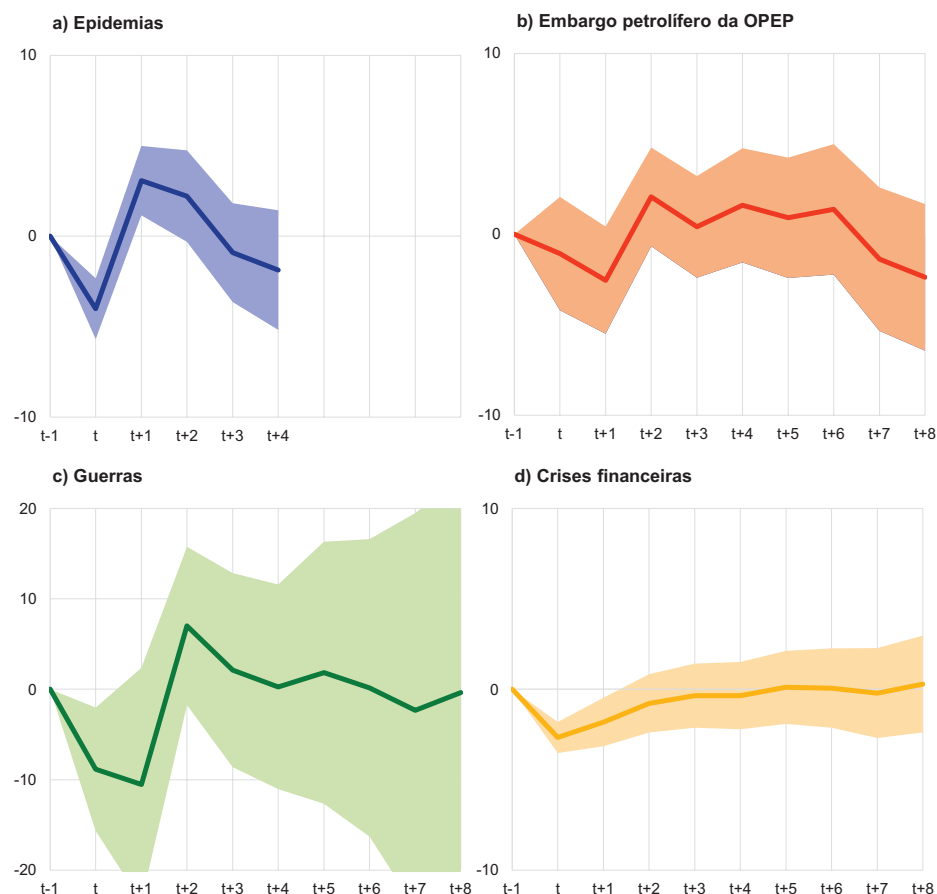
Notas: As linhas contínuas indicam o impacto, do evento em causa no ano t , no nível do produto potencial até ao período $t+8$, ou seja, oito anos após o termo do evento, e as zonas sombreadas representam o intervalo de confiança de 95%. O impacto no produto potencial é estimado utilizando um método de projeções locais, assente num painel global que inclui todos os eventos simultaneamente, quatro desfasamentos do crescimento do produto potencial, para controlar a endogeneidade, e efeitos fixos por país. Visto que a maioria das epidemias consideradas na análise são relativamente recentes, a amostra só permite calcular o seu impacto até quatro anos após o termo da epidemia. O produto potencial é definido como o nível de produção coerente com a capacidade produtiva de uma economia.

Em contrapartida, as crises financeiras estão associadas a uma deslocação em baixa muito persistente do produto potencial. Os resultados das crises financeiras anteriores (como exemplos de crises endógenas, ou seja, as desencadeadas pela acumulação de desequilíbrios económicos) sugerem uma perda de cerca de 5%, mesmo passados oito anos, segundo a literatura recente atrás referida. Tal é corroborado pelo facto de, nas recessões provocadas por crises financeiras, não se observar qualquer “excesso” nas taxas de crescimento após o termo da recessão, apontando para marcas duradouras no nível do produto potencial (ver o gráfico B). As constatações são diferentes no caso das crises exógenas (ou seja, nas crises resultantes de epidemias, do embargo da OPEP e de guerras), em que a contração inicial é seguida de taxas de crescimento superiores às normais, o que faz com que o produto potencial da economia regresse à sua trajetória tendencial de longo prazo.

Gráfico B

Impacto de pandemias anteriores e de outras crises no crescimento do produto potencial

(taxas de crescimento em percentagem)



Fontes: Cálculos do BCE baseados nos quadros mundiais Penn e em Laeven e Valência (ver a nota de rodapé 4).

Notas: As linhas contínuas indicam o impacto, do evento em causa no ano t , na taxa de crescimento do produto potencial até ao período $t+8$, ou seja, oito anos após o termo do evento, e as zonas sombreadas representam o intervalo de confiança de 95%. O impacto no produto potencial é estimado utilizando um método de projeções locais, assente num painel global que inclui todos os eventos simultaneamente, quatro desfasamentos do crescimento do produto potencial, para controlar a endogeneidade, e efeitos fixos por país. Visto que a maioria das epidemias consideradas na análise são relativamente recentes, a amostra só permite calcular o seu impacto até quatro anos após o termo da epidemia. O produto potencial é definido como o nível de produção coerente com a capacidade produtiva de uma economia.

Os dados revelam que, nas recessões após crises financeiras, o impacto da crise foi particularmente persistente no tocante ao *stock* de capital²¹. É útil avaliar o impacto de crises financeiras anteriores nas componentes específicas do produto potencial. As três componentes do lado da oferta da função de produção são inicialmente afetadas por uma crise financeira (ver o gráfico C). Apesar de o impacto negativo sobre a produtividade total dos fatores e o fator trabalho começar a diminuir ao fim de, aproximadamente, três anos, verificam-se efeitos adversos e persistentes sobre o *stock* de capital, o que constitui a principal fonte das marcas duradouras deixadas pelas crises financeiras.

²¹ Tal como o impacto de curta duração no crescimento potencial atrás abordado, o impacto das epidemias, do embargo da OPEP e das guerras nas várias componentes do lado da oferta é de curta duração ou irrisório, não sendo, portanto, aqui debatido em mais pormenor. A única exceção é o impacto adverso das epidemias na oferta de trabalho (incluindo capital humano), o qual se intensifica com o tempo. Os resultados para as epidemias são, em grande medida, semelhantes aos resultados obtidos num estudo recente do Banco Mundial. Ver Dieppe, A. (ed.), *Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies*, Banco Mundial, 2020.

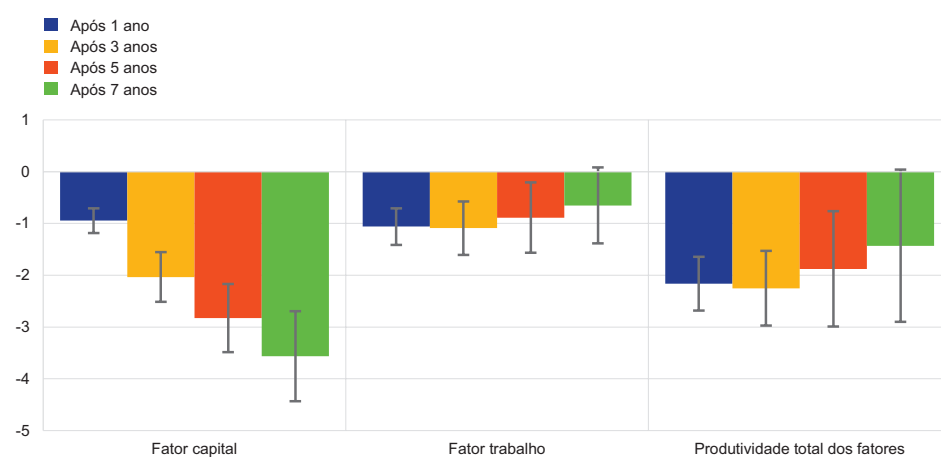
A COVID-19 pode afetar negativamente o *stock* de capital, como foi observado em crises financeiras anteriores.

É provável que a depreciação do capital tenha aumentado em resultado da COVID-19, sobretudo nos setores com grande intensidade de capital afetados pela crise, como o setor do transporte aéreo, em que partes do *stock* de capital podem tornar-se obsoletas, assim como noutros setores que enfrentam dificuldades devido ao choque sobre a procura. Além disso, as necessidades de consolidação das finanças públicas após a crise, aliadas a perspetivas económicas difíceis para as empresas, poderão contribuir para um período prolongado de subinvestimento²².

Gráfico C

Impacto das crises financeiras nas componentes do lado da oferta do produto potencial

(taxas de crescimento cumulativas)



Fontes: Cálculos do BCE baseados nos quadros mundiais Penn e em Laeven e Valência (ver a nota de rodapé 4).

Notas: As barras indicam o impacto das crises financeiras nas componentes do lado da oferta correspondentes após o número de anos indicado desde o final da crise. As barras de erro representam um intervalo de confiança de 95%. O impacto no produto potencial é estimado utilizando um método de projeções locais, assente num painel global que inclui todos os eventos simultaneamente, quatro desfasamentos do crescimento do produto potencial, para controlar a endogeneidade, e efeitos fixos por país. O produto potencial é definido como o nível de produção coerente com a capacidade produtiva de uma economia.

Como o choque da COVID-19 afetou sobretudo setores com grande intensidade do fator trabalho, o impacto inicial na oferta de trabalho poderá ser mais forte em comparação com crises financeiras anteriores.

À exceção dos transportes, os setores mais afetados pelas medidas de contenção da COVID-19 (designadamente, o comércio a retalho, os serviços de alojamento e restauração e as atividades artísticas, de espetáculos e recreativas) tendem a ser os com uma maior intensidade do fator trabalho do que do fator capital (ver o gráfico D). Ao mesmo tempo, mesmo setores que não tenham sido alvo de medidas de confinamento poderão ter sido afetados indiretamente, em virtude da redução de

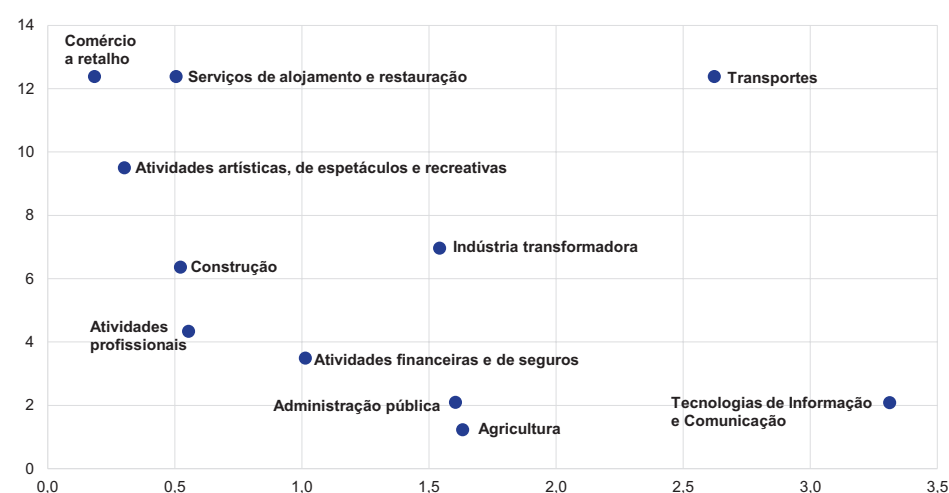
²² No primeiro semestre de 2020, o investimento mundial (excluindo a área do euro) desceu cerca de 11%, o que é mais do que após a crise financeira mundial: entre o terceiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, o investimento mundial diminuiu 8% em termos cumulativos. De acordo com as projeções da Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE), o investimento mundial continuará a ser 4% mais baixo no quarto trimestre de 2021 do que no quarto trimestre de 2019 (os números baseiam-se numa média não ponderada da Austrália, Canadá, Coreia, Estados Unidos, Japão e Reino Unido). Ver [OECD Economic Outlook No 107 – Single-hit scenario - Edition 2020/1](#), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections* (base dados), OCDE, 2020.

vendas de bens intermédios aos setores afetados²³. A possibilidade de essas perdas de postos de trabalho se tornarem, ou não, mais permanentes dependerá da rapidez da reafetação de trabalhadores entre os setores e as empresas. As consequências para o mercado de trabalho relacionadas com a pandemia, tais como uma redução da população ativa devido a um aumento do número de trabalhadores desencorajados ou a fluxos migratórios mundiais para as economias avançadas mais limitados, poderão resultar numa contração sustentada da população ativa. Esta contração, combinada com o impacto na acumulação de capital humano decorrente do encerramento generalizado dos estabelecimentos de ensino, poderá agravar a perda da oferta de trabalho²⁴. Simultaneamente, é de reconhecer que as perdas dependem da resposta em termos de políticas e do êxito das políticas do mercado de trabalho na atenuação destes efeitos²⁵.

Gráfico D

Perdas setoriais em resultado das medidas de contenção da COVID-19 e rácio de intensidade do fator capital/trabalho

(eixo dos x: stock de capital fixo por trabalhador; eixo dos y: perdas estimadas de valor acrescentado em percentagem)



Fontes: Cálculos do BCE e base de dados EU KLEMS (ou seja, EU KLEMS Accounts (Capital (K), Labour (L), Energy (E), Material (M) and Service inputs (S))).

Notas: As perdas setoriais em resultado das medidas de confinamento devido à COVID-19 baseiam-se numa avaliação de especialistas do BCE de uma amostra de países sistémicos a nível mundial e são calculadas como uma média não ponderada. O rácio de intensidade do fator capital/trabalho é calculado como o stock de capital fixo (em 2017) dividido pelo fator trabalho (em termos de número de trabalhadores em 2017) para cada setor, com base na média não ponderada de uma amostra de 19 países.

Por último, embora a crise da COVID-19 possa também ter um impacto negativo na produtividade, o impulso no sentido das tecnologias digitais poderá ser positivo a mais longo prazo. A crise da COVID-19 pode afetar a produtividade total dos fatores de várias formas. Em primeiro lugar, o impacto da COVID-19 pode reter temporariamente recursos em setores improdutivos, sendo provável que a reafetação de recursos produtivos para as indústrias em rápido

²³ Ver Laeven, L., [Pandemics, Intermediate Goods, and Corporate Valuation](#), CEPR Discussion Papers, n.º DP15022, CEPR, 2020.

²⁴ Ver Burgess, S. e Sievertsen, H.H., [Schools, skills, and learning: The impact of COVID-19 on education](#), VoxEU, 2020, onde se defende que mesmo um período relativamente curto de ausência escolar terá consequências no desenvolvimento de competências.

²⁵ Ver a caixa intitulada [A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), Boletim Económico, Número 5, BCE, 2020.

crescimento demore algum tempo²⁶. Além disso, a inovação pode ser prejudicada por uma redução das despesas em investigação e desenvolvimento, tanto no setor público, devido à necessidade de consolidação, como no setor privado, em virtude da incerteza elevada. Acresce que a realocação das cadeias de valor mundiais na sequência da crise da COVID-19 pode entrar a propagação da inovação e do conhecimento entre os países. Ao mesmo tempo, o maior recurso a tecnologias digitais impulsionado pela crise da COVID-19 tem potencial para acelerar a transformação digital da economia mundial e, por conseguinte, contribuir positivamente para a produtividade total dos fatores²⁷.

²⁶ Quando isso se concretize, a produtividade agregada poderá, contudo, beneficiar de uma tal reafetação de recursos para setores mais produtivos. Além disso, o choque da COVID-19 poderá ter um impacto mais forte em empresas com baixa produtividade, o que poderá, em princípio, ter um efeito positivo na produtividade agregada. Ver a caixa 2 do artigo intitulado [The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2020.

²⁷ Com efeito, num recente inquérito a empresas líderes da área do euro, mais teletrabalho e uma aceleração da digitalização foram os efeitos de longo prazo da pandemia mais frequentemente citados do lado da oferta (ver a caixa intitulada “Os efeitos de longo prazo da pandemia: informações obtidas num inquérito a empresas líderes”, no presente *Boletim Económico*).

Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 22 de julho a 3 de novembro de 2020

Por Simon Forsyth e Ross Murphy

A presente caixa descreve as operações de política monetária e a evolução da liquidez do BCE durante o quinto e sexto períodos de manutenção de reservas de 2020, que decorreram de 22 de julho a 15 de setembro e de 16 de setembro a 3 de novembro de 2020, respetivamente. Neste período, assistiu-se a uma estabilização da volatilidade do mercado associada à crise do coronavírus (COVID19) no início do ano. As medidas anunciadas pelos bancos centrais continuaram a apoiar o funcionamento do mercado ao longo do verão.

Os níveis de liquidez do banco central no sistema bancário continuaram a aumentar durante o quinto e sexto períodos de manutenção de 2020. Tal ficou a dever-se sobretudo à liquidação de operações da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e às aquisições de ativos realizadas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP).

Necessidades de liquidez

As necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas obrigatórias, situaram-se em 2044,5 mil milhões de euros no período em análise. Este valor era 109,8 mil milhões de euros mais elevado do que a média do terceiro e quarto períodos de manutenção de 2020 (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”). Os fatores autónomos líquidos aumentaram 107,3 mil milhões de euros, passando para 1901,6 mil milhões de euros, enquanto as reservas mínimas obrigatórias aumentaram 2,6 mil milhões de euros, passando para 142,9 mil milhões de euros.

No período em análise, os depósitos das administrações públicas continuaram a ser, de longe, o principal fator de absorção de liquidez. Os depósitos das administrações públicas mantiveram a sua tendência ascendente, embora com um ritmo de aumento mais lento em comparação com o período anterior, tendo subido, em média, 146,7 mil milhões de euros para 727,9 mil milhões de euros. Os depósitos das administrações públicas de países da área do euro atingiram máximos históricos, representando, em média, mais de 11% do balanço do Eurosistema durante o período em análise, o que compara com cerca de 9% durante o período anterior e 6% nos dois primeiros períodos de manutenção do ano. Os fatores de cedência de liquidez aumentaram 41,6 mil milhões de euros, compensando apenas parcialmente o efeito do aumento dos depósitos das administrações públicas. Mais especificamente, os ativos líquidos denominados em

euros aumentaram 83,7 mil milhões de euros, o que foi parcialmente compensado por uma redução de 42,1 mil milhões de euros dos ativos líquidos em moeda estrangeira (ver a secção do quadro A intitulada “Ativo”).

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

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 22 de julho de 2020 a 3 de novembro de 2020						Período analisado anterior: 6 de maio de 2020 a 21 de julho de 2020
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 22 de julho a 15 de setembro		Sexto período de manutenção: 16 de setembro a 3 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção
Fatores de liquidez autónomos	2 998,3	(+149,0)	2 976,9	(+37,5)	3 022,9	(+46,0)	2 849,3 (+339,1)
Notas em circulação	1 384,9	(+27,3)	1 381,2	(+15,6)	1 389,1	(+7,9)	1 357,6 (+58,1)
Depósitos das administrações públicas	729,7	(+146,7)	712,9	(+41,7)	749,0	(+36,0)	583,0 (+261,5)
Outros fatores autónomos ¹⁾	883,7	(-25,1)	882,8	(-19,7)	884,8	(+2,0)	908,8 (+19,5)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	2 562,7	(+529,6)	2 483,3	(+278,6)	2 653,5	(+170,2)	2 033,1 (+437,5)
Reservas mínimas obrigatórias²⁾	142,9	(+2,6)	142,4	(+1,2)	143,6	(+1,2)	140,4 (+4,7)
Facilidade permanente de depósito	435,4	(+104,8)	413,2	(+57,2)	460,7	(+47,5)	330,5 (+72,3)
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) “Reservas mínimas obrigatórias” é uma rubrica por memória que não consta do balanço do Eurosistema e, por conseguinte, não deve ser incluída no cálculo do total do passivo.

Ativo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 22 de julho de 2020 a 3 de novembro de 2020						Período analisado anterior: 6 de maio de 2020 a 21 de julho de 2020
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 22 de julho a 15 de setembro		Sexto período de manutenção: 16 de setembro a 3 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção
Fatores de liquidez autónomos	1 097,0	(+41,6)	1 097,9	(+26,9)	1 096,0	(-1,9)	1 055,4 (+22,6)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	865,2	(-42,1)	865,9	(-5,3)	864,4	(-1,6)	907,3 (+60,5)
Ativos líquidos denominados em euros	231,8	(+83,7)	232,0	(+32,2)	231,6	(-0,4)	148,2 (-37,9)
Instrumentos de política monetária	5 020,5	(+728,6)	4 897,3	(+338,0)	5 161,4	(+264,1)	4 291,9 (+824,7)
Operações de mercado aberto	5 020,5	(+728,6)	4 897,3	(+338,0)	5 161,4	(+264,1)	4 291,9 (+824,7)
Operações de leilão	1 625,9	(+419,8)	1 573,7	(+182,6)	1 685,6	(+111,9)	1 206,1 (+464,3)
Operações principais de refinanciamento	1,3	(+0,7)	1,3	(+0,5)	1,3	(-0,0)	0,6 (-0,4)
ORPA com prazo de 3 meses	1,6	(-0,6)	2,0	(-0,3)	1,1	(-0,8)	2,2 (-0,9)
ORPA direcionadas II	40,4	(-242,4)	45,9	(-124,1)	34,0	(-11,9)	282,8 (-188,3)
ORPA direcionadas III	1 582,7	(+890,8)	1 524,5	(+436,1)	1 649,1	(+124,6)	691,9 (+541,5)
ORPA intercalares		(-228,6)		(-129,6)		(+0,0)	228,6 (+112,4)
Carteiras definitivas	3 394,6	(+308,8)	3 323,6	(+155,3)	3 475,8	(+152,2)	3 085,8 (+360,4)
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	0,5	(-0,2)	0,5	(-0,1)	0,5	(-0,0)	0,6 (-0,5)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,8	(-0,1)	2,9 (-0,0)
Terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	285,8	(+3,5)	285,0	(+1,2)	286,8	(+1,9)	282,3 (+9,3)
Programa dos mercados de títulos de dívida	33,1	(-3,6)	34,0	(-1,1)	32,0	(-2,0)	36,7 (-5,5)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	29,6	(-1,2)	29,9	(-0,8)	29,3	(-0,6)	30,8 (+0,9)
Programa de compra de ativos do setor público	2 283,2	(+53,1)	2 268,6	(+24,0)	2 299,9	(+31,4)	2 230,2 (+79,4)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	232,3	(+15,3)	227,2	(+6,3)	238,2	(+11,0)	217,0 (+18,0)
Programa de compra de ativos devido a emergência pandémica	527,3	(+242,0)	475,6	(+125,8)	586,3	(+110,7)	285,3 (+258,7)
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: 22 de julho de 2020 a 3 de novembro de 2020						Período analisado anterior: 6 de maio de 2020 a 21 de julho de 2020
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 22 de julho a 15 de setembro		Sexto período de manutenção: 16 de setembro a 3 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	2 044,5	(+109,8)	2 021,6	(+11,6)	2 070,7	(+49,2)	1 934,7 (+321,3)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	1 901,6	(+107,3)	1 879,2	(+10,4)	1 927,2	(+48,0)	1 794,3 (+316,6)
Liquidez excedentária ³⁾	2 998,0	(+634,5)	2 896,5	(+335,8)	3 114,1	(+217,6)	2 363,6 (+509,8)

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: 22 de julho de 2020 a 3 de novembro de 2020						Período analisado anterior: 6 de maio de 2020 a 21 de julho de 2020
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 22 de julho a 15 de setembro		Sexto período de manutenção: 16 de setembro a 3 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção
Operações principais de refinanciamento	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Facilidade permanente de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50 (+0,00)
EONIA ¹⁾	-0,468	(-0,01)	-0,467	(-0,00)	-0,469	(-0,00)	-0,460 (-0,01)
€STR	-0,553	(-0,01)	-0,552	(+0,00)	-0,554	(-0,00)	-0,545 (-0,01)

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 de 1 de outubro de 2019. As diferenças nas variações apresentadas para o índice *overnight* médio do euro (*euro overnight index average* – EONIA) e para a €STR devem-se a arredondamentos.

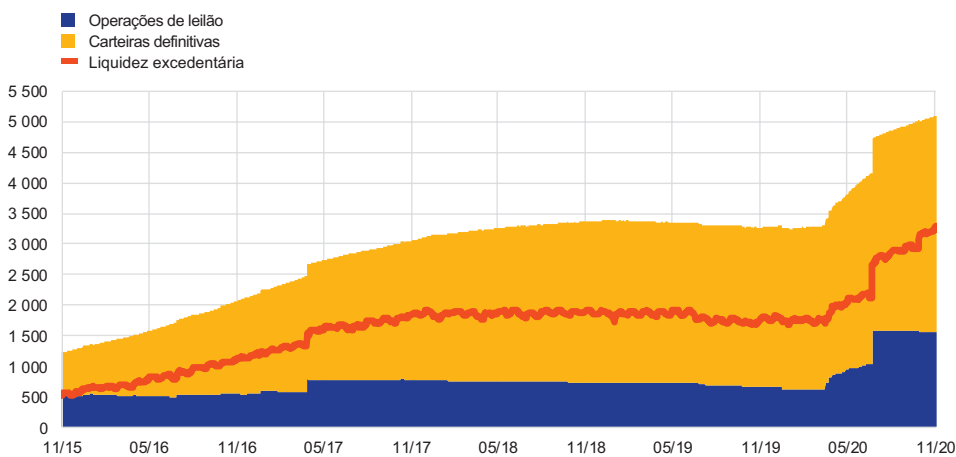
Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

O montante médio de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária aumentou 728,6 mil milhões de euros, passando para 5050,5 mil milhões de euros (ver o gráfico A). Mais de metade (58%) deste aumento resultou de operações de crédito relacionadas com a colocação de ORPA direcionadas III e os restantes 42% devem-se a aquisições de ativos a título definitivo.

Gráfico A

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

(mil milhões de euros)



O montante médio da liquidez cedida através de operações de crédito do Eurosistema aumentou 419,8 mil milhões de euros durante o período em análise, em grande parte devido à liquidação da quarta e quinta operações das ORPA direcionadas III. O aumento médio de 890,8 mil milhões de euros proporcionado por esta operação foi, em parte, compensado pelo vencimento e/ou reembolso voluntário de operações da segunda série de ORPA direcionadas (ORPA direcionadas II), uma vez que as contrapartes se mudaram para as ORPA direcionadas III, cujas condições são financeiramente mais convenientes, e pelo vencimento das ORPA intercalares. Em média, o reembolso de operações das ORPA direcionadas II ascenderam a 242,4 mil milhões de euros. As ORPA intercalares foram introduzidas em 12 de março de 2020, como instrumento de transição, para proporcionar acesso imediato a financiamento sob condições particularmente favoráveis e permitir, ao mesmo tempo, uma renovação de fundos no quadro das ORPA direcionadas III, que também se venceram em virtude da transição das contrapartes para as ORPA direcionadas III, contribuindo para o montante total de 228,6 mil milhões de euros. No período em análise, o BCE realizou também a terceira, quarta e quinta operações de uma série de sete operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica (*pandemic emergency longer-term refinancing operations* – PELTRO) anunciada em abril de 2020. Estas operações visam apoiar o funcionamento regular dos mercados monetários, proporcionando um mecanismo de apoio eficaz para as taxas do mercado monetário, tendo adicionado um montante de 7,5 mil milhões de euros de liquidez. As operações principais de refinanciamento e as ORPA com prazo de 3 meses desempenharam apenas um papel reduzido, tendo registado uma subida agregada média de 0,1 mil milhões de euros, em comparação com o período analisado anterior.

Ao mesmo tempo, as carteiras definitivas aumentaram 308,8 mil milhões de euros, passando para 3394,6 mil milhões de euros, devido à continuação das aquisições líquidas ao abrigo do APP e do PEPP. As posições médias no contexto do PEPP ascenderam a 527,3 mil milhões de euros, representando um aumento de 242,0 mil milhões de euros em relação ao período analisado precedente. As aquisições ao abrigo do PEPP representaram, de longe, o maior aumento no conjunto dos programas de compra de ativos, seguidas das realizadas no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) e do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP), com aumentos médios de, respetivamente, 53,1 mil milhões de euros para 2283,2 mil milhões de euros e de 15,3 mil milhões de euros para 232,3 mil milhões de euros.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média aumentou 634,5 mil milhões de euros, passando para 2998,0 mil milhões de euros (ver o gráfico A). Os depósitos à ordem das instituições de crédito que ultrapassam as reservas mínimas aumentaram 529,6 mil milhões de euros para 2562,7 mil milhões de euros, enquanto a utilização média da facilidade permanente de depósito registou um crescimento de 104,8 mil milhões de euros, para 435,4 mil milhões de euros. A isenção parcial da liquidez excedentária de uma remuneração negativa à taxa de juro da facilidade permanente de depósito só é aplicável a saldos em conta corrente. Por conseguinte, as instituições de crédito têm um incentivo económico para deter reservas em conta corrente em vez de na facilidade permanente de depósito.

Evolução das taxas de juro

Em média, a €STR desceu 0,8 pontos base, em comparação com o período analisado anterior, devido à crescente liquidez excedentária. Situou-se, em média, em -55,3 pontos base no período em análise, o que compara com uma média de -54,5 pontos base no período analisado precedente²⁸. As taxas diretoras do BCE, incluindo a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro das facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez, mantiveram-se inalteradas no período em análise.

²⁸ A EONIA, que desde outubro de 2019 é calculada como correspondendo à €STR acrescida de um diferencial fixo de 8,5 pontos base, seguiu uma trajetória paralela à da €STR.

Avaliação da evolução económica a curto prazo no contexto da COVID-19

Por Niccolò Battistini, Gabe de Bondt, Roberto A. De Santis e Lorena Saiz

A recessão repentina e profunda desencadeada pelo surto de coronavírus (COVID-19) justificou um ajuste das ferramentas padrão utilizadas para prever o crescimento do PIB real da área do euro em tempo real. As consequências económicas graves da COVID-19 causaram sérios transtornos às relações estatísticas e económicas estabelecidas²⁹. Deste modo, os modelos de previsão de curto prazo padrão não conseguiram captar a magnitude da contração observada nos dois primeiros trimestres de 2020 – com descidas trimestrais em cadeia de 3,7% e 11,7% nos primeiros e segundo trimestres, respetivamente – nem a retoma no terceiro trimestre – com uma subida de 12,5%. Esta dinâmica excecional requereu uma atualização do conjunto de ferramentas tipicamente utilizadas para prever o crescimento do PIB real da área do euro em tempo real. A presente caixa descreve quatro abordagens desenvolvidas por especialistas do BCE para interpretar as características específicas e as implicações da pandemia de COVID-19.

A primeira abordagem explora o conteúdo informativo das diferentes medidas de contenção implementadas nos vários países. Uma metodologia simples avalia o impacto económico das restrições ao comportamento dos indivíduos impostas em vários países para conter a pandemia³⁰. Uma regressão com dados combinados em painel, o chamado “modelo transnacional da pandemia”, avalia a relação entre as medidas de contenção, de acordo com o *Oxford Stringency Index* (OSI, um índice de rigor), e o PIB real³¹. Com base nos dados relativos aos três primeiros trimestres de 2020 em todos os países da área do euro, um modelo linear parece coadunar-se razoavelmente bem com a heterogeneidade entre países no que respeita à relação entre o PIB real e o OSI (ver o gráfico A). As estimativas em tempo real do modelo transnacional da pandemia indicaram uma contração trimestral do PIB real da área do euro de 7,9% no segundo trimestre e uma recuperação de 6,3% no terceiro trimestre de 2020 (ver o gráfico B).

²⁹ Ver também Lenza, M. e Primiceri, G.E., [How to estimate a VAR after March 2020](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2461, BCE, agosto de 2020.

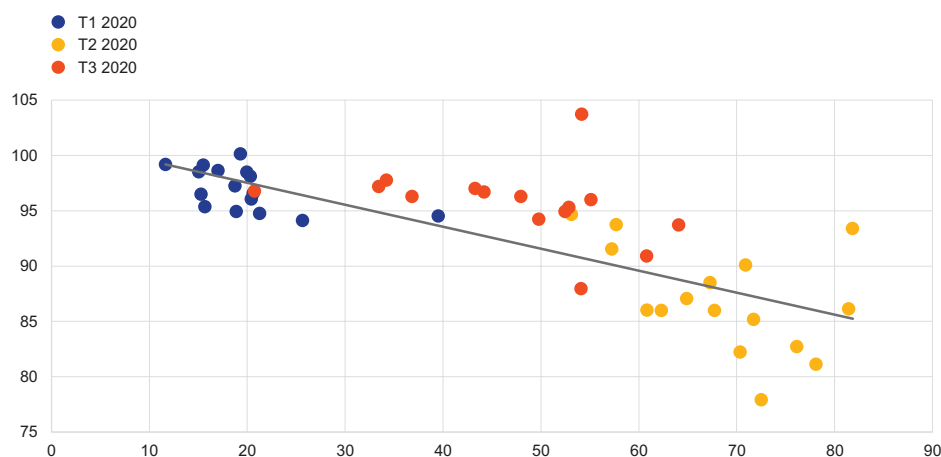
³⁰ Para mais pormenores, ver também Battistini, N. e Stoevsky, G., [Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2020.

³¹ Ver também Hale, T., Angrist, N., Cameron-Blake, E., Hallas, L., Kira, B., Majumdar, S., Petherick, A., Phillips, T., Tatlow, H., e Webster, S., *Oxford COVID-19 Government Response Tracker*, Blavatnik School of Government, 2020.

Gráfico A

PIB real e *Oxford Stringency Index* entre países da área do euro em 2020

(eixo dos x: índice, PIB real no T4 2019 = 100; eixo dos y: índice, máx. = 100)



Fontes: Eurostat, Hale *et al.* (2020) e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: A linha no gráfico indica a tendência linear (ou seja, os valores extrapolados) da regressão com dados combinados em painel com base nos dados relativos aos 19 países da área do euro nos três primeiros trimestres do ano. O coeficiente de declive apresenta a elasticidade estimada do OSI sobre o PIB real.

A segunda abordagem explora o conteúdo informativo dos indicadores de elevada frequência, visto que estes indicadores conseguem captar rapidamente alterações súbitas nas condições económicas.

Embora os indicadores mensais sejam muito informativos quanto à atual conjuntura económica, são publicados com algum desfasamento. Os dados diários ou semanais não padronizados (por exemplo, pagamentos com cartão de crédito, consumo de eletricidade e indicadores de mobilidade) proporcionam uma visão mais tempestiva do impacto económico da pandemia. Porém, visto que estes dados podem ser ruidosos, estar apenas disponíveis por um período de tempo limitado e sujeitos a padrões sazonais complexos, devem ser interpretados com cautela³². Tendo em conta estes desafios de medição, o conjunto padrão de instrumentos para a previsão de curto prazo do PIB real da área do euro foi alargado para incluir informação sobre pagamentos com cartão de crédito semanais³³. Esta informação adicional, que capta em parte a evolução em tempo real das duas componentes do PIB mais gravemente afetadas pela pandemia (ou seja, a produção no setor dos serviços no lado da oferta e o consumo privado no lado da despesa), melhorou o desempenho previsional dos modelos de previsão de curto prazo padrão. Contrariamente à ligeira contração e retoma sugeridas pelos modelos padrão, os modelos de previsão de curto prazo ajustados apontaram para uma contração média do PIB real da área do euro de 7,0% no segundo trimestre de 2020 e para uma rápida recuperação de 8,4% no terceiro trimestre (ver o gráfico B).

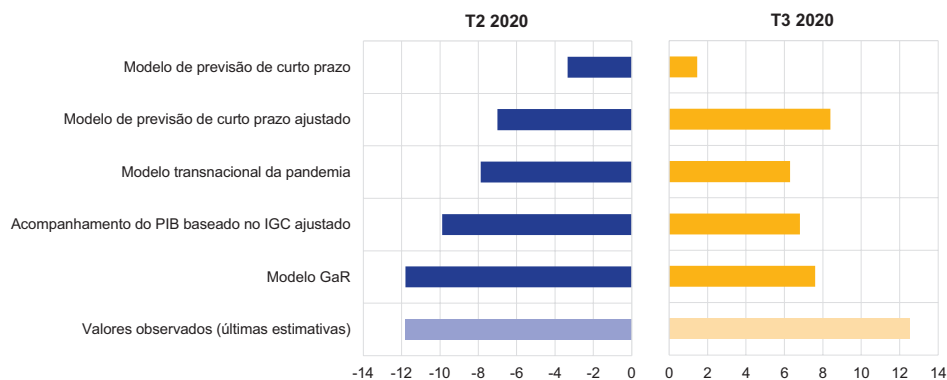
³² Ver Hinge, D., [COVID-19 policy-making and the need for high-speed data](#), centralbanking.com, agosto de 2020.

³³ Ver Bańbura, M. e Saiz, L., [Short-term forecasting of euro area economic activity at the ECB](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2020.

Gráfico B

Previsões do crescimento do PIB real da área do euro utilizando modelos não padronizados

(percentagens; taxa de crescimento trimestral em cadeia)



Fontes: Eurostat, Hale *et al.* (2020), IHS Markit, BCE e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O modelo de previsão de curto prazo ajustado inclui informação sobre pagamentos com cartão de crédito semanais e outros indicadores padrão que estavam disponíveis 15 dias antes da divulgação da estimativa provisória preliminar do PIB. O acompanhamento do PIB com base no IGC ajustado refere-se a uma regra não linear baseada no IGC composto do produto, que toma em linha de conta quer a variação trimestral do índice quer o anterior crescimento do PIB. O modelo relativo ao PIB em risco (*GDP-at-risk*) utiliza os 5% da aba esquerda da distribuição condicionada para o segundo trimestre de 2020 e, à luz da forte retoma esperada, o 1% da aba direita da distribuição condicionada para o terceiro trimestre de 2020. Todas as previsões reportadas do PIB real são estimativas em tempo real.

A terceira abordagem consiste em ajustar a relação linear entre o PIB e o Índice dos Gestores de Compras (IGC). O IGC composto do produto com base em inquéritos é um índice difundido mensalmente com um intervalo entre 0 e 100, com 50 a indicar a ausência de variações no produto ao longo do mês anterior para empresas nos setores da indústria transformadora e dos serviços. Antes da pandemia, uma regra linear relativa ao IGC (isto é, o chamado “acompanhamento do PIB real”) tinha funcionado razoavelmente bem na previsão do crescimento do PIB real da área do euro em termos trimestrais em cadeia³⁴. Porém, esta relação tornou-se disfuncional desde a eclosão da crise resultante da COVID-19. Foram implementados dois tipos de ajustamento para extrair todo o conteúdo informativo possível do IGC. O primeiro ajustamento consistiu em considerar apenas a aba esquerda da distribuição do crescimento do PIB real nos dois primeiros trimestres de 2020. A regra do acompanhamento com base no IGC ajustado daí resultante previu, em tempo real, uma diminuição de 2,7% do PIB real da área do euro no primeiro trimestre e de 9,8% no segundo trimestre. Previa-se também que a regra linear relativa ao IGC falhasse em termos da estimativa da retoma elástica esperada no terceiro trimestre. Assim, o segundo ajustamento consistiu em extrair igualmente informação da variação no IGC e em considerar como ponto de partida

³⁴ A regra linear relativa ao IGC significa que o crescimento do PIB real equivale a 10% da (média trimestral da) diferença do IGC a partir de 50. Para mais pormenores sobre esta regra relativa ao acompanhamento do PIB com base no IGC, ver de Bondt, G.J., *A PMI-based real GDP tracker for the euro area*, *Journal of Business Cycle Research*, Springer, Centre for International Research on Economic Tendency Surveys (CIRET), Vol. 15(2), dezembro, 2019, pp. 147-170.

o crescimento do PIB face ao trimestre anterior³⁵. Este ajustamento implicou uma recuperação estimada de 6,1% no terceiro trimestre de 2020 (ver o gráfico B).

A abordagem final extrai informação de eventos extremos utilizando um modelo não linear. As variáveis económicas reagem de modo heterogéneo em períodos de recessão e expansão. Por forma a abordar a não linearidade da resposta, utilizámos o modelo com base no PIB em risco (*GDP-at-risk* – GaR), que emprega regressões de quantis para ligar cada quantil de crescimento do PIB real (por exemplo, o percentil 5) para variáveis macroeconómicas (por exemplo, o IGC compósito do produto) e financeiras selecionadas³⁶. No que respeita a este último fator, o Indicador Compósito de *Stress* Sistémico (CISS, no acrónimo em língua inglesa) e os diferenciais das obrigações das empresas atuam como medidas alternativas de *stress* financeiro e prémios de risco. O valor esperado do crescimento do PIB real nos 5% da aba esquerda da distribuição condicionada foi utilizado para prever a contração excecional da atividade nos dois primeiros trimestres de 2020. Em contrapartida, o valor esperado no 1% da aba direita da distribuição condicionada foi empregue para delinear a retoma inédita do crescimento do PIB real no terceiro trimestre. Em linha com a natureza dos eventos extremos, a dinâmica da atividade económica nos três primeiros trimestres de 2020 foi razoavelmente bem captada em tempo real pelos quantis extremos da distribuição do crescimento do PIB real (ver o gráfico C). Os valores esperados destas densidades calculados em conformidade com essas abas caracterizam as previsões pelo modelo GaR. Estes valores indicaram descidas drásticas do PIB real da área do euro na ordem dos 2,9% e 11,8% nos primeiro e segundo trimestres de 2020, respetivamente, seguidas de um aumento acentuado de 7,6% no terceiro trimestre (ver o gráfico B)³⁷.

³⁵ Uma regra não linear relativa ao IGC, aplicada aos dados mensais, soma o IGC compósito do produto quadrático à regra linear, sendo esta última corrigida de 10% para 15%, no seu total com base em estimativas de regressão de quantis pré-COVID-19 utilizando as observações correspondentes aos 10% de menor crescimento. Uma regra não linear relativa ao IGC utilizando uma abordagem baseada no rácio significa que o crescimento do PIB real equivale ao crescimento do PIB real no trimestre anterior multiplicado pelo rácio de uma medida baseada no IGC no trimestre atual face ao seu valor no trimestre anterior. Esta medida baseada no IGC equivale a 15% da (média trimestral da) diferença do IGC a partir de 50, menos 5% do que a mesma diferença no trimestre anterior.

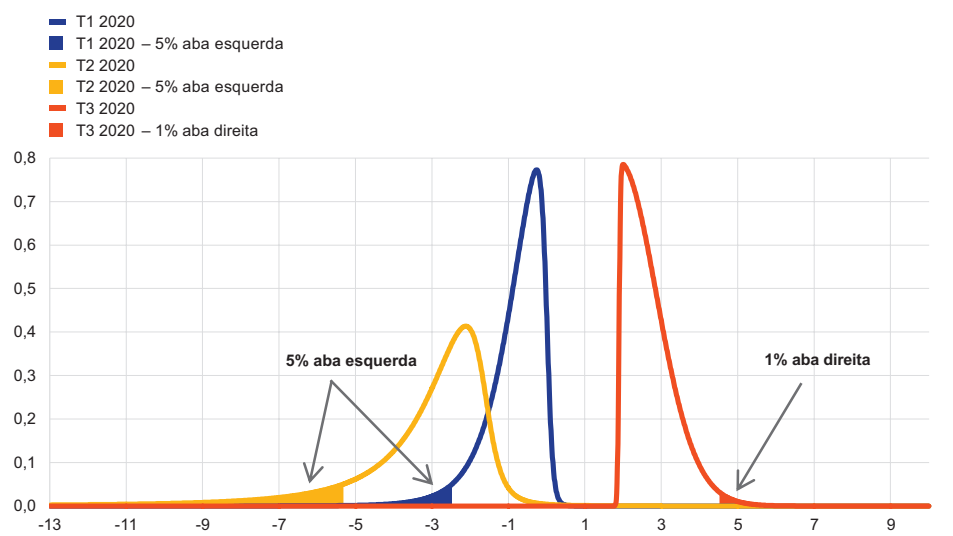
³⁶ Ver Adrian, T., Boyarchenko, N. e D. Giannone, *Vulnerable Growth*, *American Economic Review*, 109 (4), 2019, pp.1263-89. Para uma aplicação à pandemia num painel, ver De Santis, R.A. e W. Van der Veken, *Macroeconomic risks across the globe due to the Spanish Flu*, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2466, BCE, novembro de 2020. Para uma aplicação à área do euro, ver também Figueres, J.M. e M. Jarociński, *Vulnerable growth in the euro area: Measuring the financial conditions*, *Economic Letters*, Vol. 191, junho de 2020.

³⁷ Os 5% da aba direita da distribuição condicionada preveem que o crescimento do PIB real se situe em 5,6% no terceiro trimestre de 2020.

Gráfico C

Crescimento real do GaR da área do euro em 2020

(eixo dos y: densidade de probabilidade; eixo dos x: percentagens, taxa de crescimento do PIB real em termos trimestrais em cadeia)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Em termos gerais, dado o nível excecionalmente elevado de incerteza, as quatro abordagens captam razoavelmente bem algumas das características específicas da pandemia. As duas primeiras abordagens conduziram a previsões em tempo real ainda abaixo do padrão em forma de “V” muito íngreme observado; porém, captaram mais eficientemente a simetria da evolução nos segundo e terceiro trimestres de 2020. As outras duas abordagens refletiram bastante bem a magnitude do colapso da atividade no segundo trimestre, embora não tenham explicado na totalidade a retoma robusta no terceiro trimestre, provavelmente devido à resposta assimétrica do IGC.

A utilização de abordagens não padronizadas na avaliação da evolução económica de curto prazo na área do euro no contexto da COVID-19 justifica alguma cautela. Por um lado, algumas das ferramentas partilham a natureza *ad hoc* da avaliação (por exemplo, a seleção de quantis extremos) e dos ajustamentos às especificações de modelos (por exemplo, o acompanhamento do PIB com base no IGC) para captar os efeitos da crise. Por outro lado, alguns dos dados não padronizados (por exemplo, indicadores de elevada frequência, o *Oxford Stringency Index*) caracterizam-se por padrões sazonais complexos ou amostras muito curtas. Tal implica que a utilização de cada ferramenta individual está sujeita a um grau considerável de ponderação, em particular no que se refere ao tipo de ajuste necessário. Algumas destas ferramentas foram especificamente concebidas para o choque da pandemia e podem tornar-se redundantes assim que a dinâmica económica se normalize. Apesar das suas deficiências, estas ferramentas melhoraram significativamente o conjunto padrão de instrumentos utilizados na avaliação do PIB real da área do euro em tempo real e continuarão a ser empregues para instruir a ponderação exercida e incluída nas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE e necessária para avaliar o impacto da segunda vaga da pandemia na economia. Visto que um regresso à “normalidade” se afigura improvável no curto prazo, as abordagens corrigidas dos efeitos da COVID-19 descritas deverão continuar a ser elucidativas no que toca ao crescimento do PIB real até que se atinja uma fase de imunidade generalizada.

Entender o impacto da pandemia de COVID-19 através de uma desagregação corrigida de importações da procura agregada da área do euro

Por Malin Andersson, Leyla Beck e Yiqiao Sun

A presente caixa apresenta um método alternativo de desagregação do PIB, tendo em conta o facto de que cada componente da procura contém bens e serviços importados. A desagregação corrente do PIB em componentes da despesa interna e exportações líquidas permite avaliar os fatores impulsionadores do crescimento internos face aos fatores externos. Tradicionalmente, esta desagregação subtrai o contributo do total das importações como um agregado autónomo do total das exportações para calcular as exportações líquidas. Na realidade, porém, as importações contribuem para todas as componentes individuais do PIB, ou seja, também contribuem para a variação de existências e a procura interna, dando um maior contributo para o investimento do que para o consumo público e privado. Por conseguinte, esta prática contabilística nacional corrente encontra-se limitada pelo facto de amplificar o contributo dado exclusivamente pela procura interna para o crescimento do PIB, diminuindo simultaneamente a influência de fatores externos sobre a atividade económica interna.

Com uma medida do PIB corrigida de importações, as importações são atribuídas a cada componente da despesa e deduzidas separadamente da mesma com base na respetiva intensidade de importação. Este método alternativo pode clarificar dois mecanismos de propagação que, de outra forma, permanecem ocultos, os quais tiveram influência durante o choque do coronavírus (COVID-19). Primeiro, toma em consideração o impacto das importações extra-área do euro diretas e intermédias sobre a procura interna – que também foi afetada pelas medidas de confinamento a nível mundial – ao considerar as intensidades de importação observadas a nível das componentes. Segundo, sublinha o papel dos fatores externos nas exportações, que se torna mais visível quando apenas a percentagem das importações extra-área do euro associada às exportações é retirada do total das exportações extra-área do euro. Esta caixa apresenta evidência da importância das intensidades de importação na decomposição da dinâmica de crescimento económico na área do euro durante a pandemia. Em seguida, descreve uma análise alargada com base em dados aproximados a nível setorial, a fim de corrigir de possíveis variações nas intensidades de importação nas componentes da despesa durante o período da pandemia.

Uma desagregação do PIB da área do euro corrigido das intensidades de importação extra-área do euro³⁸ mostra que o conteúdo importado da procura

³⁸ A desagregação da despesa do PIB corrigida de importações mostra a importância das exportações extra-área do euro na recuperação a partir de 2013, ver [The importance of external and domestic stimuli for the economic upturn in the euro area](#), *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, agosto de 2017. A composição da procura corrigida de importações também desempenhou um papel fundamental na dinâmica do comércio durante a crise financeira mundial, de acordo com Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G. e Yamano, N., [Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009](#), *American Economic Journal*, Vol. 5, n.º 3, pp. 118-151.

interna tem sido um importante fator amplificador da dinâmica da procura interna em 2020. Com base na definição contabilística nacional tradicional do

PIB, a procura interna da área do euro contribuiu 14,0 pontos percentuais para a diminuição acumulada de 15,0% do produto da área do euro no primeiro semestre de 2020 e 11,3 pontos percentuais para o aumento de 12,5% em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre de 2020 (ver o gráfico A, painel A). Um ajustamento às componentes da despesa em 2020 face às intensidades de importação prevalentes em 2019 mostra um contributo mais limitado da componente da procura exclusivamente interna para as perdas económicas observadas no primeiro semestre do ano e um contributo mais significativo das exportações (ver o gráfico A, painel B). Na retoma subsequente, o aumento registado na procura interna foi menor com base neste cálculo do que de acordo com a desagregação tradicional. Em termos globais, a comparação revela que, devido às ligações entre produção e produto, a economia da área do euro esteve mais exposta a choques externos durante a pandemia do que o sugerido pela desagregação tradicional³⁹. Tal deve-se ao facto de as importações estarem intrinsecamente dependentes dos padrões de produção interna através das cadeias de valor mundiais. Além disso, pode ocorrer uma propagação e amplificação dos choques externos em resultado das complementaridades entre setores que decorram da presença de ligações entre produção e produto⁴⁰. As intensidades de importação diretas e intermédias das componentes do PIB podem ser calculadas com base nos dados anuais sobre a produção e o produto para a área do euro⁴¹ disponibilizados pelo Eurostat para o período de 2005 a 2019. As estimativas resultantes mostram que a intensidade de importação foi particularmente elevada para as exportações e o investimento, ligeiramente inferior para o consumo privado e particularmente reduzida para a despesa de consumo público (ver o gráfico B, painel A). Também é consideravelmente mais elevada para a indústria transformadora do que para os serviços.

³⁹ Tal está em consonância com anteriores conclusões sobre a importância das cadeias de valor mundiais para o desempenho do comércio mundial durante a pandemia. Ver a caixa intitulada [The great trade collapse of 2020 and the amplification role of global value chains](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2020.

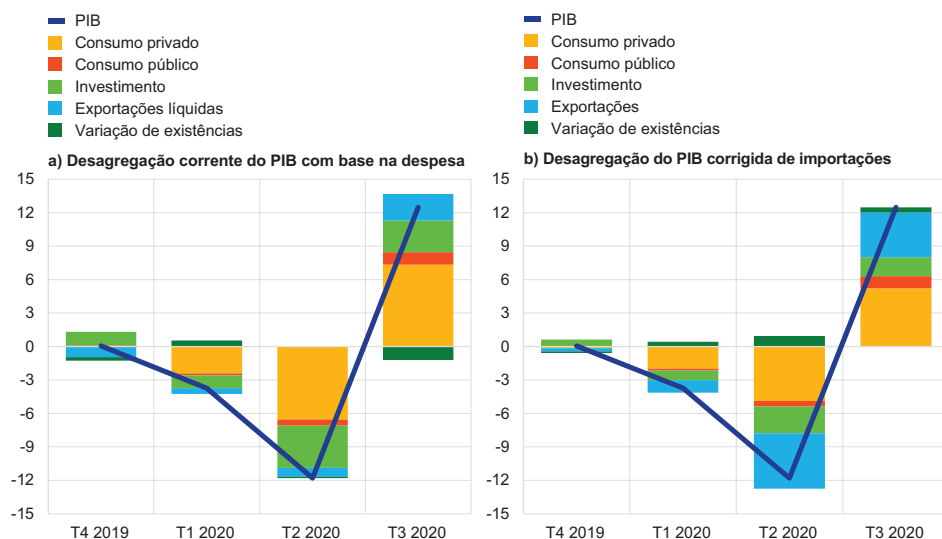
⁴⁰ Ver, por exemplo, Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L. e Werning, I., [Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?](#), *NBER Working Paper Series*, n.º w26918, National Bureau of Economic Research, 2020; e Acemoğlu, D., Akcigit, U. e Kerr, W. [Networks and macroeconomic shocks](#), *VoxEU*, 2016.

⁴¹ Os dados simétricos sobre a produção e o produto do Eurostat desagregados por produto para o período de 2005 a 2019 permitem calcular a intensidade de importação por componente da procura e por setor.

Gráfico A

Crescimento do PIB real da área do euro e respetivas componentes desde o quarto trimestre de 2019

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Painel A): o método de desagregação corrente do PIB com base na despesa é o utilizado nos dados das contas nacionais. O total de importações extra-área do euro é deduzido das exportações extra-área do euro para calcular o contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB. Painel B): a desagregação do PIB corrigida de importações é calculada em três etapas. Primeiro, a intensidade de importação anual de cada componente da despesa é calculada através dos dados simétricos sobre a produção e o produto do Eurostat desagregados por produto para a área do euro. Segundo, as intensidades de importação são utilizadas como ponderadores para calcular os fluxos de importações extra-área do euro nominais reais para o total do consumo privado, do consumo público, do investimento e das exportações. Dado não ser possível calcular a percentagem das importações na variação de existências, pressupõe-se uma percentagem das importações de 50%. Terceiro, os fluxos de importações estimados são deduzidos separadamente de cada componente da despesa, em termos nominais e reais, e é calculado o contributo corrigido de importações de cada componente para o crescimento. Note-se que o total dos fluxos de importações nominais calculado a partir dos dados sobre a produção e o produto nem sempre está em linha com o total dos fluxos de importações das contas nacionais. Tal significa que é necessário utilizar pressupostos adicionais para calcular a decomposição final do PIB corrigida de importações.

É provável que as intensidades de importação extra-área do euro se tenham alterado durante a pandemia.

O ajustamento das importações apresentado no painel B do gráfico A tem por base intensidades de importação observadas antes da crise e o pressuposto de que a intensidade de importação da procura interna não foi afetada pela pandemia. Contudo, embora relativamente estáveis em períodos normais, as intensidades de importação tendem a sofrer alterações de forma mais acentuada em recessões (ver o gráfico B, painel A).⁴² Uma tendência gradual em sentido ascendente em períodos normais refletiria um aumento da globalização, alargamento de cadeias de valor mundiais e especialização internacional, o que levaria as taxas de crescimento do comércio a ultrapassar o crescimento da procura interna⁴³.

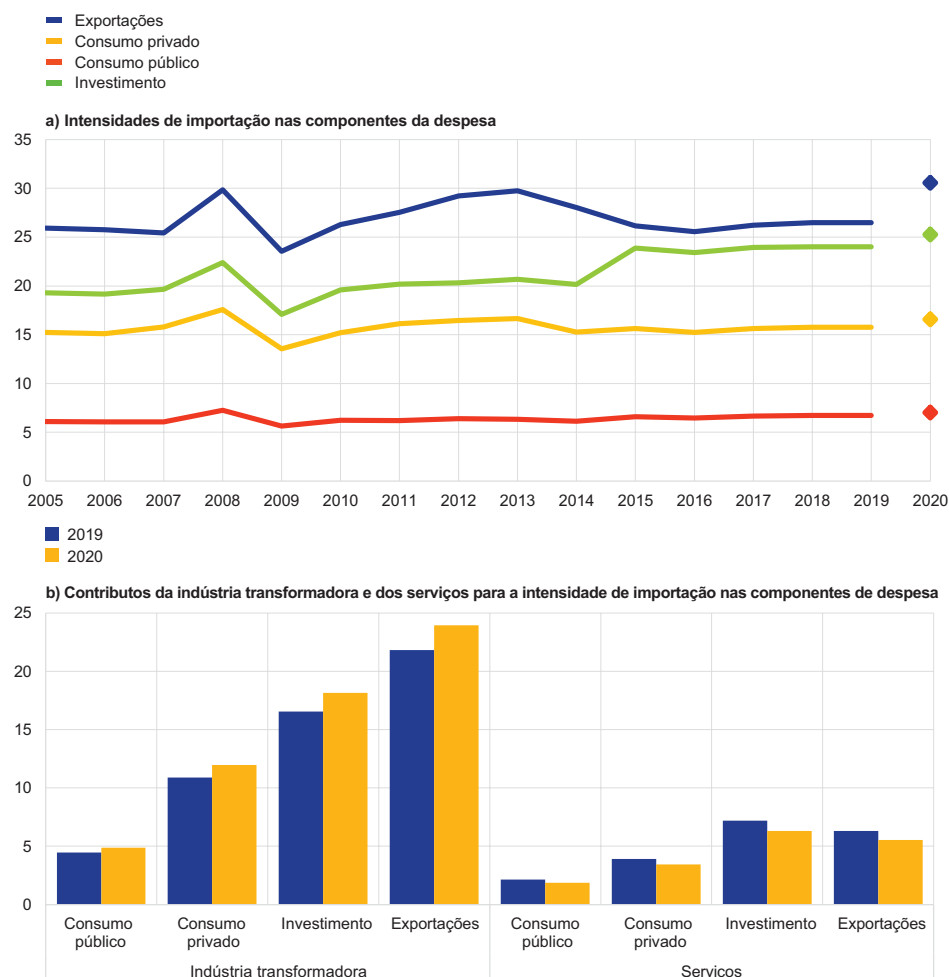
⁴² Ver Bems, R., Johnson, R.C. e Yi, K.-M., [Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession](#), *IMF Working Papers*, n.º WP/10/142, junho de 2010.

⁴³ Ver Kranendonk, H. e Verbruggen, J., [Decomposition of GDP Growth in Some European Countries and the United States](#), *De Economist*, Vol. 156, n.º 3, Springer, 2008, pp. 295-306.

Gráfico B

Intensidades de importação nas componentes da despesa do PIB e nos principais setores

(percentagens; contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: No painel A, as intensidades de importação resultam da soma das intensidades diretas e intermédias. As intensidades de importação relativas a 2020, assinaladas por losangos, são uma aproximação, calculada com base na variação do rácio entre as importações e o valor acrescentado nas componentes da despesa, como visto nos dados do comércio observados e do valor acrescentado dos três primeiros trimestres de 2020. Os valores para 2020 apresentados no painel B são aproximações dos contributos da indústria transformadora e dos serviços, respetivamente, para o total das intensidades de importação nas componentes da despesa. Os dados para 2020 têm por base a média relativa aos três primeiros trimestres de 2020. A dimensão e variação do contributo dos setores da agricultura e construção para as intensidades de importação nas componentes da despesa são consideravelmente mais reduzidas, pelo que foram omitidas.

Durante a pandemia de COVID-19, a intensidade de importação extra-área do euro da indústria transformadora parece ter aumentado ligeiramente, tendo a dos serviços diminuído.

Visto que os dados sobre a produção e o produto elaborados pelo Eurostat ainda não se encontram disponíveis para 2020, utilizamos, ao invés, o rácio entre as importações extra-área do euro a nível setorial e o valor acrescentado nos principais setores como uma aproximação das respetivas intensidades de importação, a fim de avaliar o possível impacto da pandemia até ao terceiro trimestre de 2020⁴⁴. É interessante notar que estes dados mostram que, em geral, durante a pandemia, ou seja, incluindo a retoma observada no terceiro

⁴⁴ Saber-se-á mais sobre a evolução das intensidades de importação quando os quadros relativos à produção e ao produto do Eurostat para 2020 forem publicados, possivelmente no verão de 2021.

trimestre, o valor acrescentado da indústria transformadora registou uma perda pronunciada, no seguimento do choque sobre a oferta resultante de confinamentos que abrangeram toda a economia, enquanto a redução registada nas importações foi mais reduzida. Tal implica que a intensidade de importação aumentou no setor da indústria transformadora (ver o gráfico B, painel B). Para o setor dos serviços, pelo contrário, a perda total das importações extra-área do euro para o período ultrapassou a perda de valor acrescentado, uma vez que as viagens e o turismo⁴⁵ tiveram um impacto particularmente adverso nas importações. Dado que o setor da indústria transformadora representa uma percentagem muito mais significativa do conteúdo importado de todas as componentes da despesa do que o setor dos serviços, as intensidades de importação aumentaram em geral durante os três primeiros trimestres de 2020. No entanto, este possível aumento do conteúdo importado não teria um impacto significativo no resultado da desagregação do PIB corrigida de importações, em comparação com o apresentado no painel B do gráfico A.

Em conclusão, a utilização de intensidades de importação para destrinçar os contributos internos e externos para o crescimento da área do euro sugere que o contributo externo nos três primeiros trimestres de 2020 foi mais significativo em termos absolutos do que o sugerido pela desagregação tradicional, enquanto o papel da procura interna foi mais reduzido. Uma aproximação com base em dados recentes que capta variações nos contributos dos setores da indústria transformadora e dos serviços durante a pandemia sugere que as intensidades de importação poderão ter aumentado em termos agregados durante a crise. Contudo, esta variação no conteúdo importado não teria tido um impacto significativo na desagregação corrigida de importações.

⁴⁵ Ver as caixas intituladas [Impacto do confinamento devido à COVID-19 no comércio de serviços de viagens](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020, e “Evolução no setor do turismo durante a pandemia de COVID-19”, na presente edição do *Boletim Económico*.

Evolução no setor do turismo durante a pandemia de COVID-19

Por Vanessa Gunnella, Georgi Krustev e Tobias Schuler

Uma característica notória da pandemia de coronavírus (COVID-19) tem sido a diminuição acentuada e profunda da mobilidade, que causou uma contração do turismo, do comércio de serviços de viagens e do consumo por não residentes. Os confinamentos e as medidas de distanciamento social provocaram fortes descidas do consumo de serviços, que, em outras circunstâncias, seria estável. A presente caixa analisa a evolução no setor do turismo, discute a forma como o impacto da mesma no consumo variou entre países e examina as perspetivas de recuperação do turismo e das viagens no curto prazo.

A contração do turismo e das viagens, refletindo restrições e incertezas relacionadas com a circulação transfronteiras de pessoas (por exemplo, devido a medidas de quarentena), levou a um colapso do consumo por não residentes. Os efeitos deste colapso são visíveis observando a diferença entre consumo interno e consumo nacional (ver o painel A do gráfico A). O primeiro inclui o consumo por não residentes, ao passo que o último inclui apenas o consumo por residentes⁴⁶. Por exemplo, em Itália e Espanha, o consumo interno por não residentes registou uma queda de mais de 90%, em termos homólogos, no segundo trimestre de 2020 e foram registadas descidas semelhantes das despesas de consumo de residentes destes países no estrangeiro, as quais excederam significativamente a queda do consumo nacional.

Em virtude do declínio das viagens transfronteiras, os desvios do consumo – o excedente do consumo interno face ao consumo nacional devido às despesas líquidas efetuadas por não residentes – foram praticamente eliminados no segundo trimestre de 2020 (ver o painel B do gráfico A)⁴⁷. Por outras palavras, o turismo funcionou como canal de amplificação de choques durante a pandemia de COVID-19 em países que são exportadores líquidos de serviços de viagens (ou seja, países que recebem muitos turistas, como Espanha, Grécia e Portugal), visto que registaram uma contração acentuada do consumo privado a nível interno, e como canal de amortecimento de choques em países que são importadores líquidos de serviços de viagens (por exemplo, a Alemanha)⁴⁸. Mais especificamente, nos

⁴⁶ O conceito nacional de “despesas de consumo privado” (DCP) capta as despesas de consumo privado dos residentes de um país, independentemente de essas despesas ocorrerem a nível interno ou no estrangeiro. “DCP nacionais” é o conceito utilizado para reportar o consumo privado total das famílias do lado da despesa do PIB nas contas nacionais. “DCP internas” amplia o conceito de “DCP nacionais” ao adicionar o saldo líquido das despesas dos residentes estrangeiros a nível interno menos as despesas dos residentes internos no estrangeiro. Para mais informações sobre as diferenças entre estes conceitos, ver a caixa 1 do artigo intitulado [Consumption of durable goods in the euro area](#), publicado no *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2020.

⁴⁷ Os desvios do consumo, tal como definidos na presente caixa (ou seja, a diferença entre DCP internas e DCP nacionais), incluem, além das despesas relacionadas com o turismo, outros tipos de comércio transfronteiras de serviços, como despesas referentes a educação e saúde.

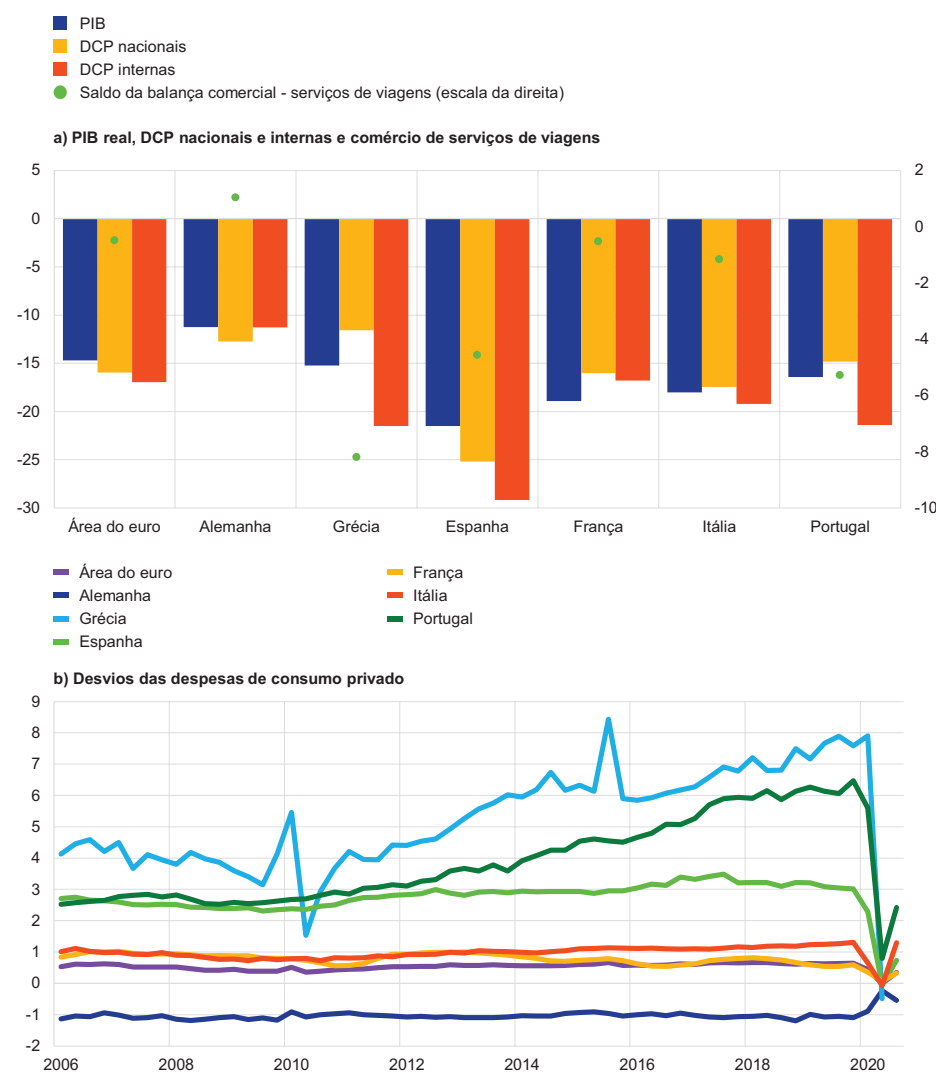
⁴⁸ Para mais pormenores sobre as viagens e o turismo como parte do comércio de serviços da área do euro, ver a caixa intitulada [Impacto do confinamento devido à COVID-19 no comércio de serviços de viagens](#), publicada no *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020.

países que são credores líquidos de serviços de viagens, o colapso das despesas de consumo por não residentes provocou uma descida do consumo interno mais acentuada do que a do consumo nacional, ao passo que se verificou o oposto em países que eram devedores líquidos de serviços de viagens antes da eclosão da pandemia de COVID-19. Este padrão reflete-se também na deterioração pronunciada do saldo da balança comercial no tocante a viagens dos países que são exportadores líquidos de serviços de viagens e na melhoria do saldo da balança comercial dos países que são importadores líquidos (ver o painel A do gráfico A). Os dados disponíveis para o terceiro trimestre de 2020 indicam um regresso parcial e incompleto dos desvios do consumo aos níveis observados antes da pandemia.

Gráfico A

Despesas de consumo privado (DCP) nacionais e internas e comércio de serviços de viagens

(painel A: variação homóloga em percentagem (escala da esquerda) e em percentagem do PIB (escala da direita) no segundo trimestre de 2020; painel B: percentagem do PIB)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Área do euro representa o agregado da área do euro. No painel A, o saldo da balança comercial no que respeita a serviços de viagens é apresentado em percentagem do PIB. No painel B, os desvios das DCP são calculados como a diferença entre as DCP internas e as DCP nacionais, o que corresponde ao saldo líquido das despesas dos residentes estrangeiros a nível interno menos as despesas dos residentes internos no estrangeiro. No painel B, as observações mais recentes dizem respeito ao terceiro trimestre de 2020, exceto no caso da Grécia. Relativamente à área do euro, o terceiro trimestre de 2020 foi estimado com base em informação parcialmente disponível para os países da área do euro, não incluindo dados para a Grécia e o Luxemburgo.

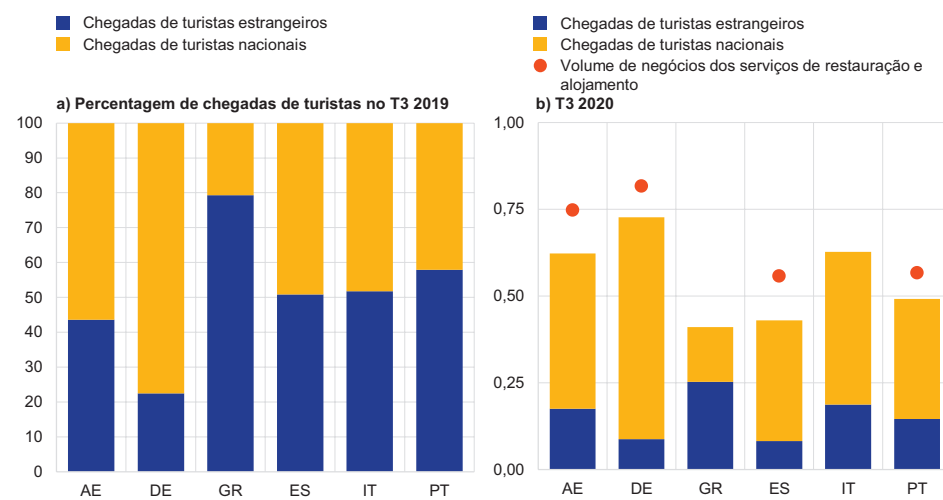
Não obstante uma recuperação parcial, os dados revelam que o setor do turismo estrangeiro permaneceu em níveis baixos no terceiro trimestre de 2020.

Os dados sobre chegadas de turistas continuaram a mostrar valores significativamente reduzidos para chegadas do estrangeiro em comparação com a situação antes do início da COVID-19 (ver o painel B do gráfico B). Em contraste, o turismo nacional manteve-se relativamente resiliente, tendo compensado em parte a perda de turismo estrangeiro, apesar de ter permanecido abaixo dos níveis registados em 2019. Durante o verão, os destinos de curta distância foram objeto de maior procura e vários governos lançaram iniciativas promocionais⁴⁹. Contudo, os dados disponíveis mais recentes apontam para uma recuperação frágil e incompleta. Na área do euro, as chegadas de turistas situaram-se em menos de dois terços dos níveis observados um ano antes. O turismo nos países que dependem de chegadas do estrangeiro, como a Grécia e Portugal (ver o painel A do gráfico B) ainda permanece muito abaixo dos níveis normais. De igual modo, o volume de negócios nos restaurantes, e um pouco menos no alojamento, registou uma recuperação, embora se tenha situado em níveis muito baixos, apoiado pelos turistas nacionais e pela população local.

Gráfico B

Chegadas de turistas e volume de negócios dos serviços

(painel A: percentagem do total; painel B: rácio face ao mesmo trimestre do ano anterior)



Fonte: Eurostat.

Notas: Devido à disponibilidade dos dados, os rácios de chegadas de turistas referem-se a agosto e setembro no caso da Grécia. Os rácios do volume de negócios dos serviços de restauração e alojamento não estão disponíveis para a Grécia e a Itália.

Na sequência do ressurgimento generalizado de casos de COVID-19, a maioria dos países da área do euro tem vindo a repor restrições desde outubro. Os

visitantes estão presentemente sujeitos a testes ou a quarentena na maioria dos países e a entrada de visitantes de países não pertencentes à UE só é permitida

⁴⁹ Em Itália e na Grécia, foram introduzidos incentivos financeiros para promover o turismo a nível interno, enquanto outros governos lançaram campanhas publicitárias. Ver Organização Mundial do Turismo, *Understanding Domestic Tourism and Seizing its Opportunities*, UNWTO Briefing Note – *Tourism and COVID-19*, n.º 3, Madrid, setembro de 2020.

para países considerados seguros⁵⁰. Na maior parte dos países da área do euro, os governos voltaram a impor o recolher obrigatório e encerraram as atrações turísticas e os espaços recreativos como museus, teatros, bares e restaurantes. A reintrodução de restrições às viagens desde outubro implicará provavelmente que a substituição do turismo estrangeiro pelo turismo nacional continuará a afetar a dinâmica dos serviços de turismo no curto prazo. As restrições mais recentes podem também alterar o impacto geográfico da crise no setor, uma vez que os destinos de turismo de inverno serão agora afetados com mais gravidade.

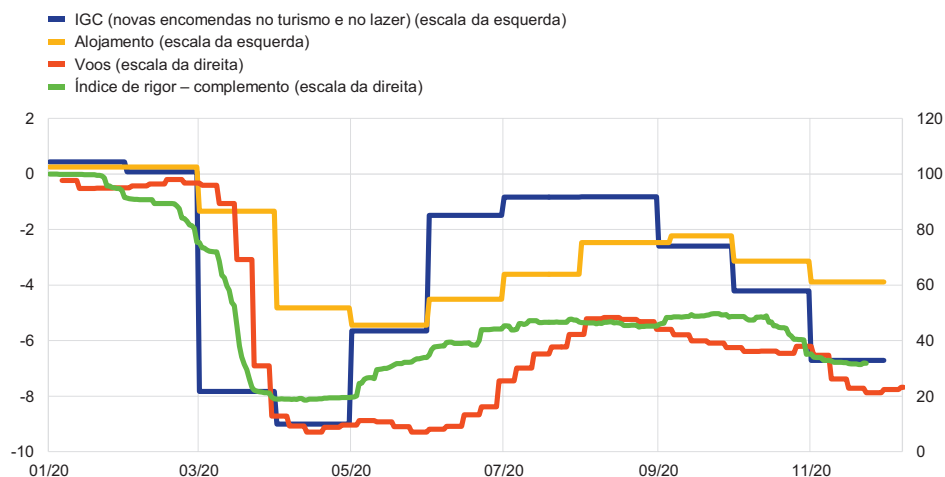
Os indicadores prospetivos apontam para uma nova deterioração do setor do turismo, à medida que as restrições são reintroduzidas (ver o gráfico C).

Devido à proibição de deslocações, às restrições e à renovação das medidas de confinamento (ilustradas pela linha verde), as viagens diminuíram após o verão e os efeitos sobre a confiança estão a pesar fortemente ao nível das reservas. Tal é ilustrado por uma inversão da recuperação da capacidade dos voos (linha vermelha) ocorrida nos países da área do euro. De acordo com os dados mais recentes, a capacidade dos voos situa-se atualmente em cerca de 25% dos níveis anteriores à COVID-19. Indicadores prospetivos como o IGC relativo a novas encomendas nos setores do turismo e do lazer registaram novamente uma descida em novembro, situando-se em níveis contracionistas. A confiança no setor do alojamento também permanece reduzida e muito abaixo da média histórica, como sugere o respetivo indicador da confiança da Comissão Europeia.

Gráfico C

Evolução mais recente do turismo

(escala da esquerda: índice padronizado; escala da direita: percentagem face ao mesmo período do ano anterior)



Fontes: Markit, Haver, Comissão Europeia, OAG, Eurostat e identificador das respostas governamentais à COVID-19, criado pela Universidade de Oxford (*Oxford COVID-19 Government Response Tracker*).

Notas: O IGC refere-se à UE. O alojamento é medido pelo indicador da confiança europeu. Os dados sobre voos dizem respeito apenas à Alemanha, Espanha, França e Itália. O índice de rigor é uma média dos países da área do euro ponderada pela percentagem de chegadas de turistas em 2019. São reportados complementos (valor de 100, em que 100 é o rigor máximo) do índice de rigor para que um aumento da série corresponda a um menor rigor e uma diminuição a um maior rigor.

⁵⁰ O Conselho da União Europeia publicou, a título de orientação, uma [lista](#) de países não pertencentes à UE que são epidemiologicamente seguros. A lista é revista regularmente e, se necessário, atualizada. Muitos países da área do euro levantaram as restrições para os países incluídos nesta lista.

Os efeitos de longo prazo da pandemia: informações obtidas num inquérito a empresas líderes

Por Eduardo Maqui e Richard Morris

A presente caixa sintetiza as conclusões de um inquérito *ad hoc* do BCE a empresas líderes da área do euro que analisa os efeitos de longo prazo da pandemia de coronavírus (COVID-19) sobre a economia. Ao mesmo tempo que causava a maior descida no curto prazo da atividade económica em séculos, a pandemia de COVID-19 originou mudanças na forma como as empresas funcionam e os consumidores se comportam, sendo que algumas delas deverão persistir mesmo após a atual crise. Por sua vez, estas poderão influenciar agregados como o produto, o emprego e os preços – e a relação entre eles – no longo prazo⁵¹.

O principal objetivo do inquérito foi o de apurar de que forma empresas líderes da área do euro consideram o impacto de longo prazo da pandemia de COVID-19 no respetivo negócio. Para efeitos do inquérito, definimos longo prazo como “um novo normal quando, devido – por exemplo – ao desenvolvimento de uma vacina e/ou tratamentos mais eficazes, a economia deixará de estar sujeita a perturbações significativas e/ou a mudanças súbitas devido ao vírus ou às medidas necessárias para o conter”. O inquérito foi dividido em três partes. A primeira parte questionou quais os efeitos de longo prazo, se existentes, que se previa que a pandemia de COVID-19 teria no negócio dos inquiridos, por exemplo, em termos de organização empresarial ou dos mercados em que operam. Na segunda parte, perguntou-se aos inquiridos se concordavam ou discordavam com uma série de afirmações sobre narrativas respeitantes ao “novo normal” resultante da pandemia. A terceira parte perguntou sobre o impacto de longo prazo esperado em agregados como as vendas, o emprego e os preços. As respostas foram enviadas por 72 empresas não financeiras líderes, divididas em cerca de 60% e 40% entre “indústria” e “serviços”. Aquando da interpretação dos resultados, deve-se ter em conta que a dimensão e a distribuição das atividades destas empresas provavelmente as tornam mais capazes de responder aos desafios colocados pela pandemia do que as outras empresas.

O aumento do teletrabalho e uma aceleração da digitalização foram os efeitos de longo prazo da pandemia no lado da oferta enumerados com maior frequência. Pediu-se aos inquiridos que explicassem em breves palavras, por ordem de importância, até três formas pelas quais a pandemia teria um impacto de longo prazo no respetivo negócio, por exemplo, no que respeita à organização empresarial ou aos mercados em que operam. O gráfico A sintetiza as respostas recebidas a esta questão em aberto. Mais de 40% dos inquiridos mencionaram a maior utilização do “escritório doméstico”, ao passo que quase tantos inquiridos disseram que a pandemia tinha levado a respetiva empresa a acelerar a adoção de

⁵¹ Para consultar um estudo recente dos efeitos de longo prazo de pandemias anteriores e do modo como são comparáveis a guerras, ver Jordà, Ò., Singh, S.R. e Taylor, A.M., “The Longer-Run Economic Consequences of Pandemics”, *Working Paper Series*, n.º 9, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2020.

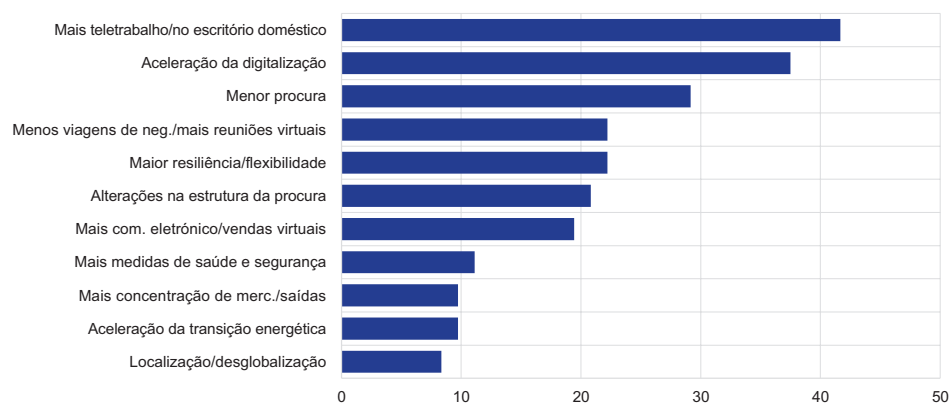
tecnologias digitais, o que irá mudar a forma como funcionam no longo prazo. Cerca de um quinto dos inquiridos citaram uma redução mais permanente de viagens de negócios e/ou o aumento de reuniões virtuais, e um número parecido apontou para uma subida do comércio eletrónico ou – em segmentos empresa-a-empresa (*business-to-business*) – “vendas virtuais”. Aproximadamente um quinto deles sublinharam o facto de que as medidas tomadas em resposta à pandemia tornarão o seu negócio mais resiliente e/ou mais flexível no longo prazo.

Uma percentagem substancial dos inquiridos mencionaram que a redução da procura e/ou mudanças na estrutura da procura suscitavam particular preocupação. Quase 30% citaram a redução da procura dos seus produtos ou serviços como uma das principais consequências de longo prazo da pandemia para o respetivo negócio, enquanto mais de 20% apontaram para mudanças duradouras na estrutura da procura. Em grande medida, tal parece refletir a visão de que algumas mudanças nos hábitos de vida e trabalho originadas pela pandemia se enraizarão, especialmente o aumento da condução de negócios e do consumo *online* e uma consequente redução das viagens.

Gráfico A

Principais efeitos de longo prazo da pandemia reportados por empresas líderes

(percentagem de inquiridos)



Notas: A questão do inquérito colocada aos inquiridos foi a seguinte: “Que efeitos de longo prazo, se existentes, prevê que a pandemia de COVID-19 terá no seu negócio (por exemplo, em termos de organização empresarial ou dos mercados em que opera)? Por favor, liste até três impactos por ordem de importância.” As respostas foram subsequentemente agrupadas por categoria.

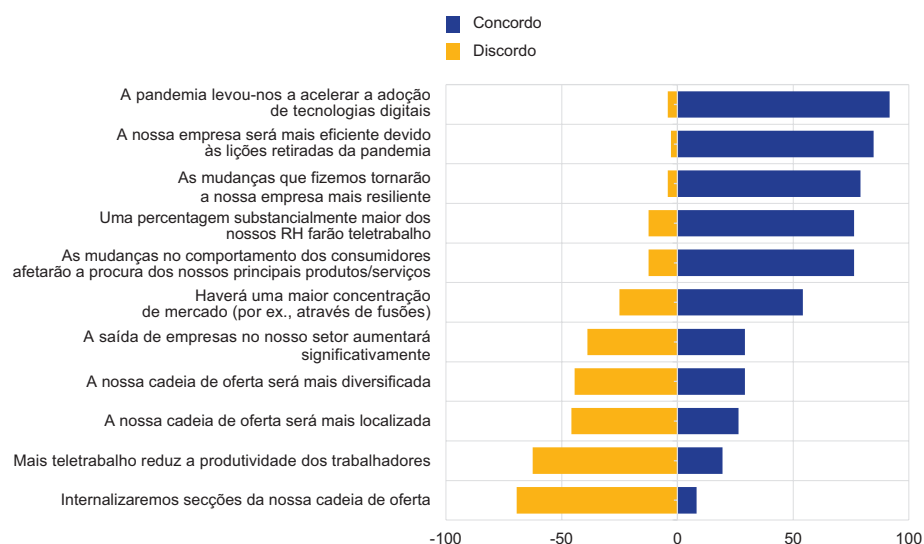
Mais de três quartos dos inquiridos concordaram que o respetivo negócio seria mais eficiente e mais resiliente a seguir à pandemia. O gráfico B sintetiza a resposta dos inquiridos à pergunta sobre se concordavam ou discordavam de uma série de afirmações destinadas a testar certas narrativas sobre o “novo normal” resultante da pandemia. Mais de 75% concordaram que o que tinha sido aprendido durante a pandemia tornaria o respetivo negócio mais eficiente e que as mudanças implementadas o tornariam mais resiliente. Nove em dez confirmaram que tinham acelerado a adoção de tecnologias digitais e/ou da automação, enquanto mais de três quartos concordaram que uma percentagem substancialmente mais elevada dos respetivos recursos humanos permaneceria em regime de teletrabalho. Cerca de 60% discordaram quando questionados sobre se um aumento do teletrabalho reduzia a produtividade, em comparação com apenas 20% que concordaram com a afirmação. A este respeito, embora a menor interação informal e pessoal fosse

considerada uma desvantagem, também foram observadas várias vantagens, incluindo a redução do tempo perdido devido à deslocação para o trabalho, a possibilidade de conciliar melhor os compromissos familiares e de trabalho e a maior conectividade⁵².

Gráfico B

Testar narrativas sobre os efeitos de longo prazo da pandemia

(percentagem de inquiridos)



Notas: A questão colocada aos inquiridos foi a seguinte: "Por favor indique se concorda ou discorda das seguintes afirmações relativamente aos efeitos de longo prazo da pandemia de COVID-19." Os inquiridos podiam responder: i) concordo, ii) discordo ou iii) não tenho a certeza/é irrelevante. No gráfico, a "concordo" é atribuída a pontuação de 1 e a "discordo" a pontuação de -1.

Considerou-se que a pandemia alterou o comportamento dos consumidores no longo prazo e que deveria conduzir a uma maior concentração de mercado, mas que teve um impacto muito menor nas cadeias de oferta. Três quartos dos inquiridos concordaram que as mudanças no comportamento dos consumidores em resultado da pandemia afetariam a procura do seu principal produto ou serviço no longo prazo. Mais de metade pensavam que a concentração de mercado aumentaria no respetivo setor (em comparação com um quarto que discordava da afirmação), sendo que esperavam que as fusões desempenhassem um papel mais preponderante do que a saída do mercado pelas empresas. Quando questionados acerca do efeito de longo prazo da pandemia sobre as cadeias de oferta, entre as empresas para quem estas questões eram relevantes, a maioria discordou de que a respetiva cadeia de oferta se tornaria mais diversificada ou localizada; a esmagadora maioria não previa que o respetivo negócio procurasse internalizar mais secções da cadeia de oferta.

A maior parte dos inquiridos consideraram que a pandemia teria um impacto de longo prazo positivo na produtividade, mas um impacto negativo no emprego.

Quando lhes pediram que avaliassem o efeito de longo prazo global sobre agregados selecionados, 60% disseram que a produtividade na respetiva empresa ou setor

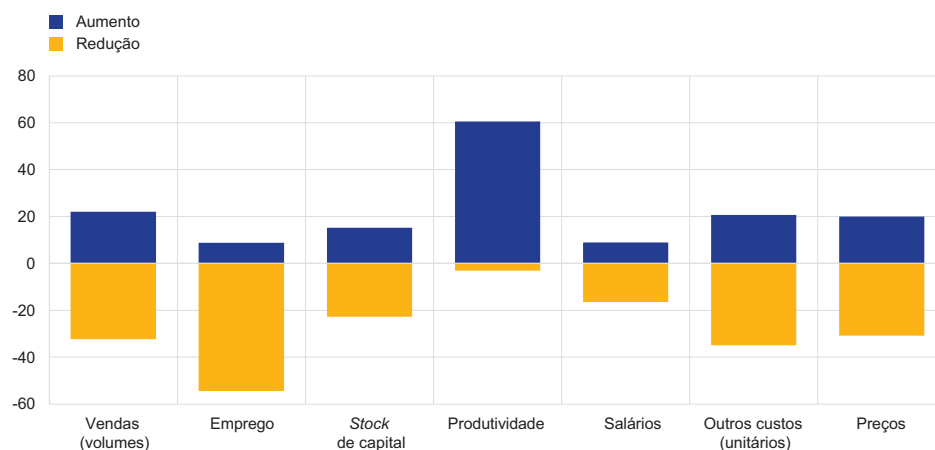
⁵² Notou-se, por exemplo, que, em resultado do teletrabalho, os trabalhadores estavam agora quase sempre acessíveis, enquanto no passado tal não acontecia devido a viagens de deslocação de e para o trabalho ou a viagens de trabalho. Notou-se igualmente como algumas funções, como, por exemplo, as vendas, se tinham tornado muito mais produtivas quando realizadas num ambiente virtual.

aumentaria, enquanto muito poucos previam que a redução da produtividade fosse uma consequência de longo prazo da pandemia. Pelo contrário, 55% previam um impacto de longo prazo negativo no emprego, em comparação com cerca de 10% que esperavam um efeito positivo. Tal poderia parecer refletir de que modo as empresas aprenderam a manter a produção apesar das restrições aplicadas ao fator trabalho devido ao distanciamento social e à identificação de ganhos de eficiência conexos. Entretanto, relativamente poucos previam que a pandemia teria um efeito de longo prazo no *stock* de capital da respetiva empresa. O efeito de longo prazo da pandemia esperado sobre as vendas (volumes), os preços e custos foi ligeiramente negativo, no geral, mas a maioria dos inquiridos indicaram que não previam – nem se sentiam inseguros sobre – efeitos de longo prazo.

Gráfico C

Como os inquiridos previam o efeito de longo prazo da pandemia sobre os agregados empresariais

(percentagem de inquiridos)



Notas: A questão do inquérito colocada aos inquiridos foi a seguinte: "Concentrando-se apenas na sua empresa/setor, de que forma avaliaria os efeitos de longo prazo globais da pandemia de COVID-19 nos elementos apresentados em seguida?" Os inquiridos podiam responder com i) aumento, ii) redução, iii) sem alteração ou iv) não sei. No gráfico, a "aumento" é atribuída a pontuação de 1 e a "redução" a pontuação de -1.

Avaliação da dinâmica salarial durante a pandemia de COVID-19: podem os dados relativos aos salários negociados ser úteis?

Por Gerrit Koester, Nicola Benatti e Aurelian Vlad

A confluência das consequências económicas e das respostas em termos de políticas à pandemia de coronavírus (COVID-19) coloca desafios à interpretação da evolução do mercado de trabalho, incluindo da evolução salarial. Por exemplo, as alterações substanciais observadas nos últimos trimestres nas horas trabalhadas por empregado, a par da aplicação generalizada de regimes de trabalho a tempo parcial e questões relacionadas com o respetivo registo estatístico, complicam a interpretação de indicadores salariais, tais como a “remuneração por hora” ou “remuneração por empregado”⁵³. O indicador dos salários negociados do BCE capta o resultado dos processos de negociação coletiva, não sendo diretamente afetado por estes fatores especiais⁵⁴. Tende também a ser publicado cerca de um mês antes dos indicadores salariais baseados nas contas nacionais trimestrais. No entanto, é possível que a pandemia tenha também tido impacto nas propriedades de indicador dos salários negociados, uma vez que resultou na celebração de menos acordos salariais do que em circunstâncias normais. A presente caixa analisa o papel que o indicador dos salários negociados pode desempenhar na avaliação e previsão da evolução salarial na conjuntura atual.

Embora os dados sobre os salários negociados estejam disponíveis de forma mais atempada, tendencialmente, a reação do crescimento dos salários negociados ocorre com algum desfasamento face a alterações das condições no mercado de trabalho. Normalmente, é necessário tempo até que alterações no desemprego que refletem a restritividade no mercado de trabalho se reflitam nas negociações salariais. Por conseguinte, o indicador dos salários negociados tende a responder à evolução cíclica do mercado de trabalho com um desfasamento temporal de vários trimestres (ver o gráfico A). Este desfasamento advém de processos de negociação salarial em países da área do euro de grande dimensão (que ocorrem sobretudo a nível setorial), com uma diversidade de datas de início e durações e que frequentemente fixam salários para períodos superiores a um ano. Em consonância com esta característica institucional, a recente evolução do crescimento dos salários negociados não indicia, até à data, um impacto significativo das perturbações no mercado de trabalho relacionadas com a pandemia. Embora o crescimento homólogo tenha diminuído para 1,9%, 1,7% e 1,6% nos primeiro, segundo e terceiro trimestres de 2020, respetivamente, tal reflete, em parte, efeitos

⁵³ Estas questões foram já debatidas em anteriores edições do *Boletim Económico* do BCE. Ver a caixa intitulada [Regimes de trabalho a tempo parcial e os seus efeitos nos salários e no rendimento disponível](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020, e a caixa intitulada “Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic” do artigo intitulado “The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market” da presente edição do *Boletim Económico*.

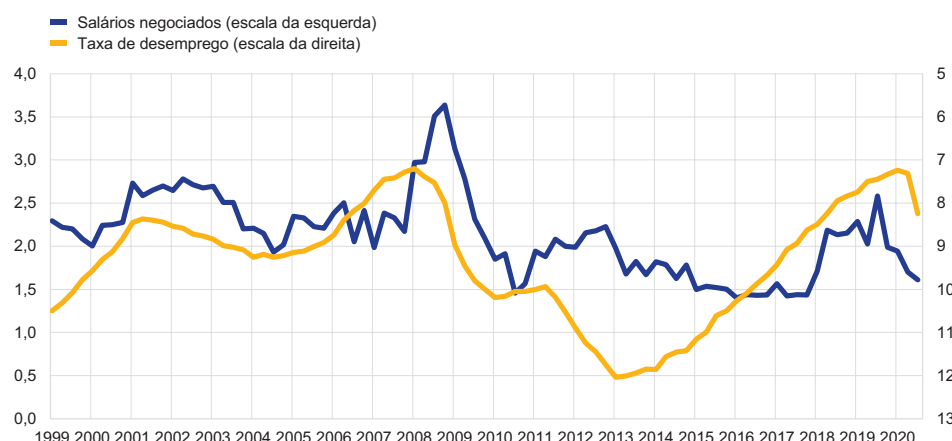
⁵⁴ O indicador dos salários negociados é compilado pelo BCE desde 2001, com base em dados não harmonizados por país, como um indicador de possíveis pressões salariais. Para mais pormenores, ver a caixa intitulada [Acompanhamento da evolução salarial: um indicador dos acordos salariais](#), *Boletim Mensal*, BCE, setembro de 2002.

de base – significando que, por exemplo, o valor baixo do terceiro trimestre de 2020 está, em parte, relacionado com o impacto em sentido ascendente do terceiro trimestre de 2019, associado a pagamentos especiais na Alemanha ocorridos nessa altura⁵⁵.

Gráfico A

Evolução do crescimento dos salários negociados e da taxa de desemprego

(escala da esquerda: variação anual, em percentagem; escala da direita: percentagens)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2020. A escala da direita é invertida.

Os acordos salariais celebrados antes do início da pandemia continuam a ter um papel preponderante na evolução mais recente do indicador dos salários negociados.

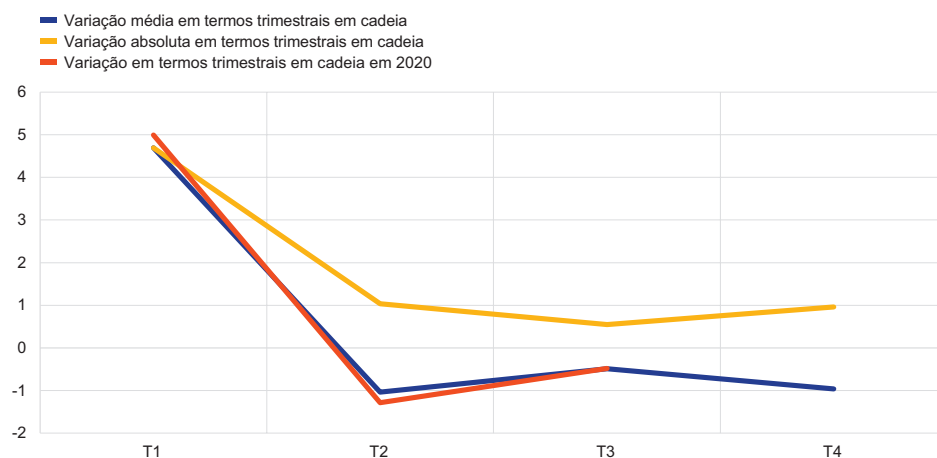
A variação em termos trimestrais em cadeia do indicador mostra que, em 2020 e até à data, a dinâmica dos salários negociados tem sido bastante consentânea com o perfil observado, em média, desde 1999 (ver o gráfico B). A variação dos salários negociados tende a ocorrer sobretudo no primeiro trimestre de cada ano. Isto é válido tanto para a variação média do indicador dos salários negociados como para a variação absoluta média. O facto de a variação absoluta média do indicador dos salários negociados, que refletem o montante absoluto médio de aumentos e descidas, se concentrar igualmente no primeiro trimestre mostra que a variação dos salários negociados ocorre, de facto, sobretudo no início de cada ano. Informações mais pormenorizadas sugerem que, no primeiro trimestre de 2020, praticamente todos os aumentos de salários negociados eram imputáveis a aumentos salariais de janeiro, ou seja, antes do choque da pandemia. O papel preponderante dos acordos salariais no início de cada ano implica que os principais efeitos da pandemia nos salários negociados só poderão começar a vislumbrar-se no início de 2021, momento em que deve ser renegociada grande parte dos acordos salariais em vários países da área do euro.

⁵⁵ Para mais pormenores, ver [Monthly Report](#), vol. 71, n.º 11, Deutsche Bundesbank, novembro de 2019, p. 8.

Gráfico B

Padrão sazonal da variação dos salários negociados

(variação em termos trimestrais em cadeia, em percentagem; período analisado: 1999-2020, salvo indicação em contrário)



Fontes: Estimativas internas do BCE e cálculos do BCE.

Notas: A última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2020. A variação absoluta é calculada adicionando os montantes absolutos dos aumentos e descidas.

Nesta conjuntura, o desvio salarial pode incorporar algumas informações prospectivas.

O desvio salarial pode ser calculado como a diferença entre as taxas de crescimento da remuneração real, medida pelos salários e vencimentos brutos por empregado, e as taxas de crescimento dos salários negociados⁵⁶. Com base nesta abordagem, o desvio salarial negativo nos três primeiros trimestres de 2020 (ver o gráfico C) capta o facto de a massa salarial efetiva das empresas ter sido, de um modo geral, mais baixa por força das medidas de apoio do Governo e também de menos bónus e promoções, entre outros fatores. No entanto, este cálculo do desvio salarial é inevitavelmente afetado por mudanças na composição do emprego e na média de horas trabalhadas por indivíduo empregado, sendo estas mudanças muito significativas na conjuntura atual. É provável que a composição do emprego tenha mudado, uma vez que a pandemia provocou a perda de postos de trabalho, em especial no setor dos serviços, um setor com empregos relativamente menos remunerados, aumentando assim mecanicamente a remuneração média e compensando parcialmente os impactos negativos no desvio salarial agregado⁵⁷. O desvio salarial indica a pressão em sentido descendente que poderá surgir nos salários negociados caso a situação no mercado de trabalho se deteriore, com trabalhadores atualmente com horários reduzidos a ficarem desempregados.

⁵⁶ Tal implica que o crescimento global dos salários, medido em termos de remuneração por empregado, pode ser desagregado em crescimento dos salários negociados, desvio salarial e impacto de alterações nas contribuições para a segurança social, sendo este último definido como a diferença entre a taxa de crescimento homóloga da remuneração por empregado e a taxa homóloga do crescimento dos salários e vencimentos brutos por empregado.

⁵⁷ Para mais pormenores sobre estes efeitos de composição, ver, por exemplo, Crust, E.E., Daly, M.C. e Hobijn, B., [The Illusion of Wage Growth](#), *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, agosto de 2020, e o artigo intitulado [The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2019.

Gráfico C

Desvio salarial e contributo das horas trabalhadas para o crescimento da remuneração por empregado

(contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos do BCE.

Notas: A última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2020. "Outros" refere-se a todos os outros setores. As colunas representam os contributos dos setores dos serviços, da indústria transformadora e de outros setores para o contributo global das horas trabalhadas para o crescimento da remuneração por empregado.

O atual crescimento dos salários negociados continua a ser impulsionado por acordos salariais celebrados antes da eclosão da pandemia, o que limita o seu valor informativo para a previsão do crescimento real dos salários no futuro. É provável que os principais efeitos da pandemia no crescimento dos salários negociados só sejam visíveis a partir de 2021, quando deverá ser renegociada uma parte substancial dos acordos salariais nos países da área do euro. A evolução dos desvios salariais, a par das informações sobre as horas trabalhadas e o desemprego, pode fornecer algumas indicações acerca do ambiente em que ocorrem estas negociações. A disponibilidade de dados mais granulares, por exemplo sobre o crescimento dos salários negociados em diferentes setores, seria muito útil para uma análise mais pormenorizada da evolução salarial na área do euro.

Por Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Steffen Osterloh

Em 18 de novembro de 2020, a Comissão Europeia publicou a sua avaliação dos projetos de planos orçamentais dos governos da área do euro para 2021.

Em contraste com anos anteriores e no contexto da pandemia de coronavírus (COVID-19), a avaliação deste ano da Comissão Europeia foi de natureza qualitativa e não se centrou no cumprimento das regras orçamentais em termos numéricos. Tal deveu-se à ativação da cláusula de derrogação de âmbito geral⁵⁸, que permite que os Estados-Membros se desviem dos requisitos de ajustamento do Pacto de Estabilidade e Crescimento em determinadas situações específicas e definidas, tais como uma grave recessão económica no conjunto da área do euro ou da União Europeia. A avaliação da Comissão baseou-se, ao invés, nas recomendações orçamentais específicas por país adotadas pelo Conselho em 20 de julho de 2020, assim como nas orientações emitidas em setembro, sob a forma de cartas enviadas a todos os Estados-Membros, a indicar que a cláusula de derrogação de âmbito geral permaneceria ativada também em 2021, com vista a garantir o apoio necessário das políticas orçamentais. A Comissão clarificou igualmente na sua avaliação que, quando as condições económicas o permitirem, os Estados-Membros devem prosseguir políticas orçamentais destinadas a alcançar posições orçamentais prudentes no médio prazo e a assegurar a sustentabilidade da dívida, reforçando simultaneamente o investimento. A fim de conciliar a necessidade de proporcionar estabilização macroeconómica e de garantir, ao mesmo tempo, a sustentabilidade orçamental a médio prazo, a Comissão indicou que as medidas de apoio devem ser direcionadas e temporárias, dado que medidas permanentes não financiadas por medidas compensatórias podem afetar a sustentabilidade orçamental no médio prazo.

Os projetos de planos orçamentais indicam uma mudança na composição das medidas, passando estas de medidas de emergência para medidas de recuperação em 2021, mas ainda não refletem plenamente o apoio proporcionado pelo *Next Generation EU* (NGEU).

De acordo com a Comissão Europeia, os Estados-Membros tomaram medidas orçamentais consideráveis em resposta à pandemia, as quais correspondem a 4,2% do PIB em 2020 e a 2,4% do PIB em 2021. A composição dos pacotes orçamentais em 2020 consistiu, em grande escala, em medidas de emergência destinadas a atenuar os efeitos imediatos da crise, nomeadamente para fazer face à situação da saúde pública e limitar as marcas deixadas na economia. Segundo a avaliação da Comissão, essas medidas de emergência ascenderam a aproximadamente 80% dos pacotes

⁵⁸ A cláusula foi introduzida no âmbito do “pacote de seis medidas” (*Six-Pack*) de reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento de 2011. Pode ser ativada no caso de uma ocorrência excecional não controlável pelo Estado-Membro em causa e que tenha um impacto significativo na situação das finanças públicas ou em períodos de recessão económica grave na área do euro ou na União Europeia no seu todo. Quando ativada, permite que os Estados-Membros se desviem temporariamente dos requisitos de ajustamento orçamental ao abrigo das vertentes preventiva e corretiva do Pacto, desde que tal não ponha em risco a sustentabilidade orçamental no médio prazo.

orçamentais de 2020 a nível agregado da área do euro. A partir de 2021, projeta-se uma supressão progressiva das medidas relacionadas com a prestação de ajuda de emergência e uma mudança para medidas de apoio à recuperação. A avaliação da Comissão Europeia dos projetos de planos orçamentais indica que as medidas de recuperação, como os cortes dos impostos indiretos e um maior investimento público, representam mais de 60% das medidas orçamentais em 2021. O NGEU – em especial o seu pilar central, o Mecanismo de Recuperação e Resiliência – deverá começar a ser implementado em 2021. No entanto, tendo em conta o ponto da situação dos preparativos relativos, em especial, aos planos nacionais de recuperação e resiliência, só uma pequena parte da receita e da despesa relacionadas com o mecanismo é refletida nas previsões do outono da Comissão Europeia e em alguns dos projetos de planos orçamentais.

A Comissão Europeia indicou que os projetos de planos orçamentais para 2021 estão globalmente em conformidade com a recomendação de política orçamental adotada pelo Conselho, mas destacou os riscos nos casos em que as medidas planeadas são de carácter permanente. A Comissão considerou

que, na maior parte dos países da área do euro, as medidas para 2021 são (maioritariamente) temporárias, com apenas os planos da França, Itália, Lituânia⁵⁹ e Eslováquia a apontarem para medidas que não se afiguram temporárias nem acompanhadas de medidas compensatórias. No caso da Bélgica, da Grécia, de Espanha, de França, de Itália e de Portugal, a Comissão salientou que “[t]endo em conta os respetivos níveis de dívida pública e os elevados desafios para a sustentabilidade a médio prazo (...) é importante garantir que as medidas orçamentais de apoio adotadas preservam a sustentabilidade orçamental a médio prazo”. A grande incerteza que prevalece dificulta a avaliação das medidas, tanto mais que as medidas temporárias e mais estruturais nem sempre podem ser distinguidas, dado os países estarem a adotar medidas em resposta à evolução das vagas de crise.

A avaliação da Comissão Europeia tem de ser vista à luz não só do impacto significativo e divergente que a gravidade do choque da COVID-19 e as medidas de apoio orçamental estão a ter nas finanças públicas, como também da grande incerteza prevalecente. Em média, cerca de 30% da projetada

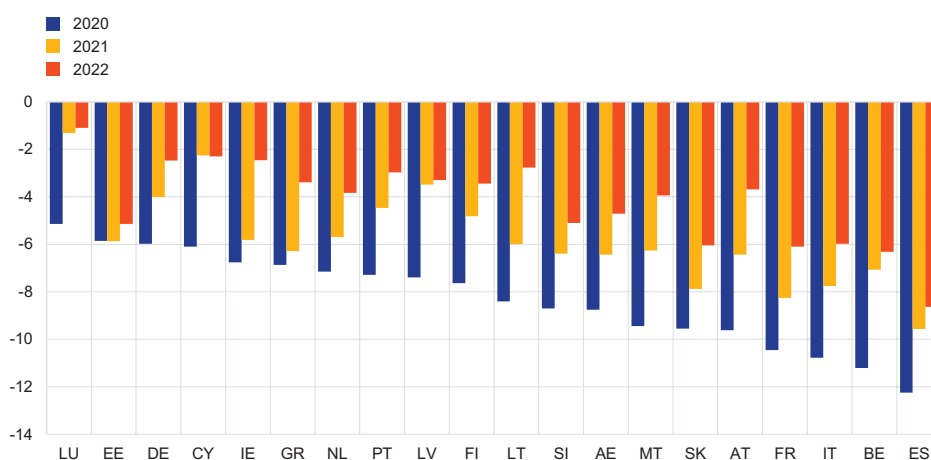
deterioração orçamental em 2020 deverá ser revertida em 2021, devendo os rácios do défice manter-se acima do valor de referência de 3% do PIB em todos os países da área do euro, exceto no Luxemburgo e em Chipre (ver o gráfico A). Projeta-se que a Espanha, a França, a Itália e a Eslováquia apresentem os défices mais elevados, superiores a 7,5% do PIB em 2021. Em 2022, com base num cenário de políticas inalteradas, os défices permaneceriam acima do valor de referência de 3% em treze dos Estados-Membros pertencentes à área do euro. Além disso, projeta-se que muitos dos países que entraram na crise com rácios da dívida elevados, em torno de 100% e superiores, sejam mais atingidos pelo choque da COVID-19 em termos de endividamento crescente (ver o gráfico B). Apenas cinco países da área do euro deverão manter rácios da dívida inferiores ao valor de referência de 60% do PIB em 2022, ou seja, a Estónia, a Letónia, a Lituânia, o Luxemburgo e Malta.

⁵⁹ A Lituânia apresentou um projeto de plano orçamental com base num cenário de políticas inalteradas.

Gráfico A

Saldos orçamentais das administrações públicas, 2020 a 2022

(em percentagem do PIB)

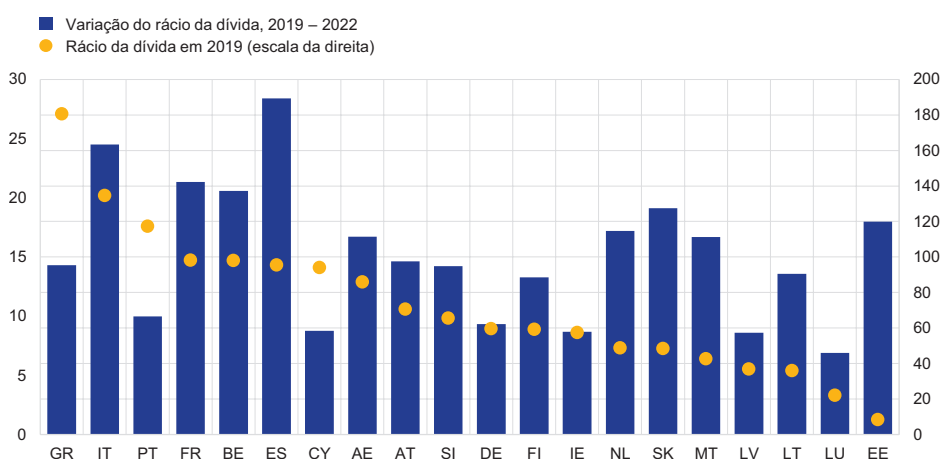


Fontes: Base de dados macroeconómicos anuais (AMECO) da Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Gráfico B

Dívida bruta das administrações públicas, 2019 a 2022

(em percentagem do PIB)



Fontes: Base de dados macroeconómicos anuais (AMECO) da Comissão Europeia e cálculos do BCE.

A Comissão Europeia não tenciona, na atual fase, desencadear procedimentos relativos a défices excessivos por violações do valor de referência para o défice de 3% do PIB e da regra relativa à dívida. Atualmente, apenas a Roménia se encontra sujeita a um procedimento por défice excessivo – desde abril de 2020. No pacote de novembro, a Comissão considerou que, “[t]endo em conta a incerteza criada pelo surto de COVID-19 e o seu extraordinário impacto macroeconómico e orçamental, nomeadamente para a conceção de uma trajetória credível de política orçamental, (...) não deveria tomar decisões sobre a possibilidade de sujeitar os Estados-Membros ao procedimento relativo aos défices excessivos”. Aplicando o mesmo raciocínio, indicou que, na presente conjuntura, não podia ser tomada qualquer decisão sobre novas medidas a título do procedimento relativo aos défices

excessivos da Roménia, o qual foi lançado em abril de 2020 com base no défice orçamental de 2019. Contudo, a Comissão avaliou que, na Roménia, “[n]ão foram feitas alterações no que respeita a importantes fatores subjacentes à situação orçamental já existente antes da eclosão da pandemia em 2020”. A Comissão Europeia reconsiderará o lançamento de novos procedimentos relativos aos défices excessivos na primavera de 2021, com base em dados validados para 2020 e nas suas previsões da primavera de 2021.

Tendo em conta a forte contração da economia da área do euro, continua a ser crucial uma orientação orçamental ambiciosa e coordenada até que vigore uma recuperação duradoura que permitirá a reposição de posições orçamentais prudentes a médio prazo. Na sequência de uma orientação orçamental extremamente expansionista em 2020, as previsões do outono de 2020 da Comissão Europeia apontam para uma supressão progressiva das medidas de emergência, projetando-se, porém, que o apoio orçamental continue a ser substancial em virtude da adoção de novas medidas destinadas a apoiar a retoma. Enquanto a emergência sanitária persistir e a recuperação não se tornar autossustentada, será importante prolongar as medidas temporárias para evitar efeitos abruptos. Não obstante, é fundamental que as medidas sejam atempadas, temporárias e direcionadas, de modo a proporcionar apoio orçamental da forma mais eficaz possível, sem criar efeitos persistentes sobre as posições orçamentais no período pós-crise e garantir, assim, a sustentabilidade orçamental. Quando as condições epidemiológicas e económicas o permitirem, a atenção deve ser transferida para a prossecução de políticas orçamentais destinadas a alcançar posições orçamentais prudentes a médio prazo, reforçando, ao mesmo tempo, o investimento. Neste aspeto, a NGEU oferece a oportunidade de apoiar o investimento e contribuir para uma recuperação sustentável.

© **Banco Central Europeu, 2020**

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

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

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

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

ISSN	2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE	QB-BP-20-008-PT-N (pdf)

Execução Gráfica	Publirep
------------------	----------