



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 8 / 2021



Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	8
2 Evolução financeira	18
3 Atividade económica	25
4 Preços e custos	34
5 Moeda e crédito	42
6 Evolução orçamental	51
Caixas	55
1 Perturbação nas cadeias de oferta e efeitos na economia mundial	55
2 Os mercados de trabalho nos Estados Unidos e no Reino Unido na recuperação pós-pandemia	63
3 Condições de financiamento na ótica das empresas da área do euro	68
4 Decomposição das medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação em expectativas de inflação e prémios de risco	76
5 Condições de liquidez e operações de política monetária de 28 de julho a 2 de novembro de 2021	81
6 Comunicação do BCE sobre as perspetivas económicas: uma análise comparativa	88
7 Fontes de perturbações nas cadeias de oferta e respetivo impacto na indústria transformadora da área do euro	93
8 Políticas orçamentais em 2022 – implicações dos projetos de planos orçamentais para 2022	99

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

Atividade económica

A economia mundial prossegue uma trajetória de recuperação, embora os estrangulamentos persistentes do lado da oferta, a subida de preços das matérias-primas e o aparecimento da variante Ómicron do coronavírus (COVID-19) continuem a pesar sobre as perspetivas de crescimento no curto prazo. Inquéritos recentes sobre a atividade económica sugerem que o dinamismo do crescimento permaneceu fraco no início do quarto trimestre, em particular no setor da indústria transformadora devido aos referidos estrangulamentos do lado da oferta, enquanto o setor dos serviços beneficiou da reabertura das grandes economias. Em comparação com as projeções anteriores, as perspetivas de crescimento para a economia mundial das projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema foram revistas em baixa para 2021, mantendo-se inalteradas para 2022 e revistas em alta para 2023. Estima-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) aumente para 6,0% em 2021, desacelerando depois para 4,5% em 2022, 3,9% em 2023 e 3,7% em 2024. Prevê-se que a procura externa da área do euro se expanda 8,9% em 2021, 4,0% em 2022, 4,3% em 2023 e 3,9% em 2024. No entanto, a procura externa foi revista em baixa para 2021 e 2022 face às projeções anteriores, o que reflete o impacto adverso dos atuais estrangulamentos do lado da oferta nas importações mundiais. Espera-se que os estrangulamentos do lado da oferta se comecem a atenuar a partir do segundo trimestre de 2022 e que se desvançam totalmente até 2023. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos em alta para 2021 e 2022, num contexto de confluência de preços das matérias-primas mais elevados, de estrangulamentos do lado da oferta e de recuperação da procura. A trajetória futura da pandemia continua a constituir o principal risco a afetar as projeções de referência para a economia mundial. Considera-se que os outros riscos para as perspetivas de crescimento se encontram enviesados em sentido descendente, enquanto existe uma maior incerteza relativamente ao balanço de riscos para a inflação mundial.

A economia da área do euro continua a registar uma recuperação. O crescimento apresenta uma moderação, mas espera-se que a atividade recupere fortemente de novo no decurso deste ano. Prevê-se que a continuação da recuperação económica seja impulsionada por uma procura interna robusta. O mercado de trabalho está a melhorar, com mais pessoas empregadas e menos em regimes de manutenção de postos de trabalho. Tal apoia a perspetiva de um aumento do rendimento das famílias e do consumo. A poupança acumulada durante a pandemia também apoiará o consumo. A atividade económica apresentou uma moderação no último trimestre do ano passado e é provável

que este crescimento mais lento se estenda ao início deste ano. Espera-se agora que, no primeiro trimestre de 2022, o produto ultrapasse o nível registado antes da pandemia. Para lidar com a atual vaga da pandemia, alguns países da área do euro reintroduziram medidas de contenção mais rigorosas, o que pode atrasar a recuperação, sobretudo nos setores das viagens, do turismo, da hotelaria e restauração e do entretenimento. A pandemia pesa sobre a confiança dos consumidores e das empresas e a propagação de novas variantes do vírus está a gerar incerteza adicional. Além disso, os crescentes custos dos produtos energéticos são um fator adverso para o consumo. A escassez de equipamento, de materiais e de mão de obra em alguns setores está a restringir a produção de bens transformados, a provocar atrasos na construção e a travar a recuperação em alguns segmentos do setor dos serviços. Estes estrangulamentos persistirão durante algum tempo, mas deverão abrandar em 2022.

Embora a crise da COVID-19 tenha continuado a pesar significativamente nas finanças públicas em 2021, as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema mostram que o saldo orçamental segue já uma trajetória de melhoria. Tendo atingido um pico de 7,2% do PIB em 2020, estima-se que o rácio do défice tenha caído para 5,9% em 2021 e projeta-se que continue a cair para 3,2% em 2022, estabilizando depois disso num valor ligeiramente inferior a 2% no final do horizonte de previsão em 2024. Estas melhorias devem-se a uma combinação de saldos primários corrigidos do ciclo mais elevados e, especialmente a partir de 2022, a um contributo significativamente maior do ciclo económico. Relativamente à orientação orçamental da área do euro, verificou-se uma forte expansão em 2020 seguida de um aumento de restritividade apenas marginal em 2021, uma vez corrigida das subvenções do “Next Generation EU” (NGEU). Em 2022, projeta-se um aumento considerável da restritividade na orientação orçamental, ainda que muito menos do que o anteriormente projetado, devido sobretudo à inversão de uma parte significativa do apoio de emergência à crise. Projeta-se que esta maior restritividade se prolongue ao longo do horizonte de previsão, se bem que numa escala muito menor, dado que medidas significativas de apoio à economia continuarão a aplicar-se nos próximos anos. É necessário que medidas orçamentais direcionadas e favoráveis ao crescimento continuem a complementar a política monetária. Esse apoio ajudará igualmente a economia a adaptar-se às alterações estruturais em curso. Uma aplicação eficaz do programa do NGEU e do pacote climático “Objetivo 55” contribuirá para uma recuperação mais forte, mais ecológica e mais uniforme nos países da área do euro.

Espera-se que o crescimento registe uma forte recuperação ao longo de 2022. As projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema de dezembro indicam que o crescimento real anual do PIB se situará em 5,1% em 2021, 4,2% em 2022, 2,9% em 2023 e 1,6% em 2024. Em comparação com as projeções de setembro elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas foram revistas em baixa para 2022 e em alta para 2023.

Inflação

A inflação registou nova subida, situando-se em 4,9% em novembro.

Permanecerá acima de 2% durante a maior parte de 2022. Espera-se que a inflação permaneça elevada no curto prazo, mas que decresça no decurso deste ano. A subida da inflação reflete principalmente um aumento acentuado dos preços dos combustíveis, do gás e da eletricidade. Em novembro, a inflação dos preços dos produtos energéticos representou mais de metade da inflação global. A procura também continua a ser superior à oferta limitada em determinados setores. As consequências são visíveis, em especial, nos preços dos bens duradouros e dos serviços de consumo que reabriram recentemente. Efeitos de base relacionados com a inversão da redução do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) na Alemanha ainda estão a contribuir para uma inflação mais elevada, mas só até ao final de 2021. Existe incerteza sobre quanto tempo demorará a resolução destas questões. Não obstante, no decurso de 2022, espera-se que os preços dos produtos energéticos estabilizem, os padrões de consumo se normalizem e as pressões sobre os preços decorrentes de estrangulamentos do lado da oferta a nível mundial diminuam. Ao longo do tempo, o regresso gradual da economia a um funcionamento com capacidade total e novas melhorias no mercado de trabalho deverão apoiar um crescimento mais rápido dos salários. As medidas, baseadas no mercado e em inquéritos, das expectativas de inflação a mais longo prazo mantiveram-se globalmente estáveis desde a reunião de política monetária realizada em outubro. Todavia, de um modo geral, aproximaram-se de 2% nos últimos meses. Estes fatores ajudarão a inflação subjacente a subir e farão a inflação global regressar ao objetivo do BCE de 2% no médio prazo.

As projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema apontam para uma inflação anual de 2,6% em 2021, 3,2% em 2022, 1,8% em 2023 e 1,8% em 2024 – sendo estes valores significativamente mais elevados do que os avançados nas projeções anteriores, publicadas em setembro.

Projeta-se que a inflação excluindo produtos alimentares e produtos energéticos se situe, em média, em 1,4% em 2021, 1,9% em 2022, 1,7% em 2023 e 1,8% em 2024, sendo estes valores também mais elevados do que os indicados nas projeções de setembro.

Análise dos riscos

O Conselho do BCE considera que os riscos para as perspetivas económicas se apresentam globalmente equilibrados.

A atividade económica poderá superar as expectativas do BCE, se os consumidores se sentirem mais confiantes e pouparem menos do que o esperado. Em contrapartida, o recente agravamento da pandemia, incluindo a propagação de novas variantes, poderá representar um entrave mais persistente ao crescimento. A trajetória dos preços dos produtos energéticos e o ritmo de resolução dos estrangulamentos do lado da oferta constituem riscos para a recuperação e as perspetivas de inflação. Se as pressões sobre os preços se repercutirem em aumentos de salários mais elevados do que o previsto ou a economia regressar mais rapidamente a um funcionamento com capacidade total, a inflação poderá ser mais elevada.

Condições monetárias e financeiras

As taxas de juro de mercado permaneceram globalmente estáveis desde a reunião de outubro do Conselho do BCE. Ao longo do período em análise (9 de setembro a 15 de dezembro de 2021), os mercados financeiros da área do euro foram predominantemente influenciados por alterações nas perspetivas de inflação e por novas incertezas quanto a novas repercussões económicas relacionadas com a pandemia de COVID-19. As notícias sobre a nova variante Ómicron geraram volatilidade, mas o forte impacto inicial negativo, especialmente sobre os ativos de risco, inverteu-se parcialmente no final do período em análise.

A criação de moeda na área do euro aumentou em outubro de 2021, refletindo uma maior incerteza relacionada com a pandemia de COVID-19 e medidas de apoio em termos de políticas. As compras de ativos pelo Eurosistema continuaram a ser a principal fonte de criação de moeda. As taxas ativas bancárias aplicadas às empresas e às famílias mantiveram-se em níveis historicamente baixos. No conjunto, as condições de financiamento da economia continuam a ser favoráveis. A disponibilização de crédito às empresas é, em parte, impulsionada por necessidades de financiamento de curto prazo decorrentes de estrangulamentos do lado da oferta que aumentam as suas despesas com existências e fundos de tesouraria. Paralelamente, a procura de empréstimos pelas empresas permanece moderada, devido à não distribuição de lucros e a reservas de caixa substanciais, assim como a níveis de dívida elevados. O crédito às famílias mantém-se robusto, sendo impulsionado pela procura de empréstimos para aquisição de habitação. Os bancos da área do euro reforçaram os balanços, graças a rácios de fundos próprios mais elevados e menos créditos não produtivos. Os bancos são agora tão rentáveis como antes da pandemia. As condições de financiamento dos bancos mantêm-se, em geral, favoráveis.

Em conformidade com a nova estratégia de política monetária, o Conselho do BCE procede, duas vezes por ano, a uma análise aprofundada da interrelação entre a política monetária e a estabilidade financeira. Uma política monetária acomodatória apoia o crescimento – que, por seu lado, apoia os balanços das empresas e das instituições financeiras – e previne os riscos de fragmentação do mercado. Simultaneamente, o impacto da política monetária acomodatória nos mercados imobiliários e financeiros requer um acompanhamento atento, dado que uma série de vulnerabilidades de médio prazo se intensificaram. No entanto, a política macroprudencial constitui a primeira linha de defesa na preservação da estabilidade financeira e na resposta às vulnerabilidades de médio prazo.

Decisões de política monetária

Na reunião de política monetária de dezembro, o Conselho do BCE considerou que o progresso da recuperação económica e no sentido do objetivo de inflação do BCE no médio prazo permite uma redução gradual do ritmo das aquisições de ativos nos próximos trimestres. Todavia, continua a ser necessária uma política monetária acomodatória para que a inflação estabilize no objetivo do BCE de 2%

no médio prazo. Perante a atual incerteza, o Conselho do BCE precisa de manter a flexibilidade e as opções em aberto na condução da política monetária. À luz do exposto, o Conselho do BCE tomou as decisões que se seguem.

Primeiro, no primeiro trimestre de 2022, o Conselho do BCE espera realizar aquisições líquidas de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) a um ritmo inferior ao do trimestre anterior. As aquisições líquidas ao abrigo do PEPP serão descontinuadas no final de março de 2022.

Segundo, o Conselho do BCE decidiu prolongar o horizonte de reinvestimento no âmbito do PEPP. Pretende agora reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no contexto do PEPP até, pelo menos, ao final de 2024. De qualquer forma, a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada.

Terceiro, a pandemia mostrou que, em condições de tensão, a flexibilidade na conceção e realização de aquisições de ativos ajudou a resolver as dificuldades na transmissão da política monetária do BCE e tornou os esforços no sentido de atingir o objetivo do Conselho do BCE mais eficazes. No âmbito do mandato do BCE, em condições de tensão, a flexibilidade permanecerá um elemento da política monetária sempre que ameaças à transmissão da política monetária comprometam a consecução da estabilidade de preços. Mais especificamente, em caso de uma fragmentação renovada do mercado relacionada com a pandemia, os reinvestimentos no contexto do PEPP podem, em qualquer momento, ser ajustados de forma flexível ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições. Tal poderá incluir aquisições de obrigações emitidas pela República Helénica num montante acima e para além das renovações de reembolsos, a fim de evitar uma interrupção das aquisições nessa jurisdição, que poderia dificultar a transmissão da política monetária à economia grega enquanto esta ainda se encontra a recuperar das consequências da pandemia. As aquisições líquidas no contexto do PEPP podem também ser retomadas, se necessário, para contrariar choques negativos relacionados com a pandemia.

Quarto, em consonância com uma redução gradual das aquisições de ativos e para assegurar que a orientação da política monetária permanece coerente com a estabilização da inflação no objetivo de 2% do BCE no médio prazo, o Conselho do BCE decidiu estabelecer um ritmo mensal de aquisições líquidas de 40 mil milhões de euros no segundo trimestre e de 30 mil milhões de euros no terceiro trimestre ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP). A partir de outubro de 2022, as aquisições líquidas de ativos ao abrigo do APP prosseguirão a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros, enquanto for necessário, para reforçar o impacto acomodatório das taxas de juro diretoras. O Conselho do BCE espera que as aquisições líquidas cessem pouco antes de começar a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE.

O Conselho do BCE confirmou também as restantes medidas de apoio ao mandato de estabilidade de preços do BCE, nomeadamente o nível das taxas de juro diretoras do BCE e as suas indicações sobre a trajetória futura das mesmas.

Tal é crucial com vista a manter o grau de acomodação adequado para estabilizar a inflação no objetivo de 2% do BCE no médio prazo.

O Conselho do BCE continuará a acompanhar as condições de financiamento bancário e a assegurar que o vencimento dos fundos cedidos no âmbito da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) não dificulta a transmissão regular da política monetária. Avaliará também com regularidade o modo como as operações de refinanciamento direcionadas estão a contribuir para a orientação da política monetária. Como anunciado, o Conselho do BCE espera que as condições especiais aplicáveis no contexto das ORPA direcionadas III cessem em junho deste ano. Será avaliada igualmente a calibração apropriada do seu sistema de dois níveis para a remuneração de reservas, com vista a que a política de taxas de juro negativas não limite a capacidade de intermediação dos bancos num enquadramento de ampla liquidez excedentária.

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

1 Conjuntura externa

As projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema em dezembro de 2021 sugerem que a economia mundial prossegue uma trajetória de recuperação, embora os fatores adversos relacionados com estrangulamentos do lado da oferta e preços elevados das matérias-primas e o aparecimento da variante Ómicron do coronavírus (COVID-19) continuem a pesar sobre as perspetivas de crescimento no curto prazo. Inquéritos recentes sobre a atividade económica sugerem que o dinamismo do crescimento permaneceu fraco no início do quarto trimestre, em particular no setor da indústria transformadora devido aos estrangulamentos do lado da oferta, enquanto o setor dos serviços beneficiou da reabertura das grandes economias. Em comparação com as projeções anteriores, as perspetivas de crescimento para a economia mundial foram revistas em baixa para 2021, mantendo-se inalteradas para 2022 e revistas em alta para 2023. Prevê-se que o crescimento do PIB mundial (excluindo a área do euro) aumente para 6,0% em 2021, antes de abradar para 4,5% em 2022, 3,9% em 2023 e 3,7% em 2024. Prevê-se que a procura externa da área do euro se expanda 8,9% em 2021, 4,0% em 2022, 4,3% em 2023 e 3,9% em 2024. No entanto, a procura externa foi revista em baixa em 2021 e 2022 face às projeções anteriores, o que reflete sobretudo o impacto adverso dos atuais estrangulamentos do lado da oferta nas importações mundiais. Espera-se que os estrangulamentos do lado da oferta comecem a atenuar a partir do segundo trimestre de 2022 e que se desvançam totalmente até 2023. Os preços das exportações dos concorrentes da área do euro foram revistos em alta para 2021 e 2022, num contexto de confluência de preços das matérias-primas mais elevados, de estrangulamentos do lado da oferta e de recuperação da procura. A trajetória futura da pandemia continua a constituir o principal risco a afetar as projeções de referência para a economia mundial. Considera-se que os outros riscos para as perspetivas de crescimento se encontram enviesados em sentido descendente, enquanto existe uma maior incerteza relativamente ao balanço de riscos para a inflação mundial.

Atividade económica e comércio a nível mundial

Em 2021, a recuperação da atividade económica e do comércio a nível mundial foi menos regular do que o anteriormente esperado.

A evolução da pandemia abalou a confiança dos consumidores, mesmo na ausência de fortes medidas de contenção. Mais recentemente, o surgimento da variante Ómicron ameaçou intensificar a pandemia à escala mundial e aumentou ainda mais a incerteza quanto à sua evolução futura. Entretanto, outros fatores adversos condicionaram a atividade e o comércio e exerceram pressões ascendentes sobre os preços. As tensões nas redes de produção mundiais intensificaram-se no decurso de 2021, tendo afetado sobretudo as economias avançadas de grande dimensão e o setor da indústria transformadora (especialmente a indústria automóvel). A turbulência no mercado imobiliário residencial da China e a maior restritividade da política monetária em algumas economias de mercado emergentes limitaram ainda mais a velocidade de recuperação. Por último, a subida dos preços das matérias-primas conduziu

à acumulação de pressões inflacionistas em todo o mundo. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento do PIB real no terceiro trimestre foi decepcionante em vários países, incluindo os Estados Unidos, a China e o Reino Unido. No entanto, o panorama mundial mostra-se influenciado pela Índia, onde um forte ressurgimento de infeções por COVID-19 no segundo trimestre do ano passado provocou uma contração acentuada da atividade económica, seguindo-se uma recuperação em forma de V no terceiro trimestre – contrariamente a várias outras economias que enfrentaram novos picos no número de infeções nessa altura. A considerável dimensão da descida e da subsequente recuperação da atividade na Índia implica um aumento do crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) no terceiro e quarto trimestres, o que, no entanto, não é apoiado pela evolução noutras grandes economias.

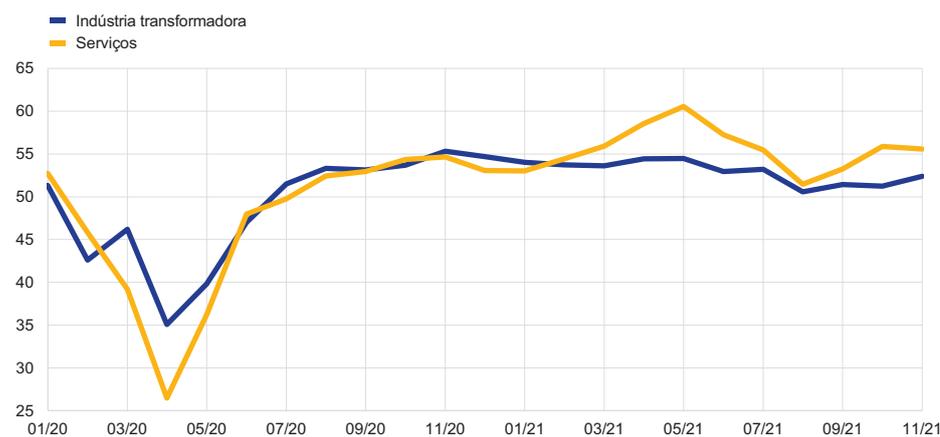
Os indicadores baseados em inquéritos confirmam um fraco dinamismo da atividade na passagem para o quarto trimestre de 2021, num contexto de perturbações persistentes do lado da oferta.

A produção industrial mundial estagnou em agosto, num contexto de continuação da escassez de “chips”, com o setor automóvel a constituir um entrave significativo. O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto referente a novembro confirma uma dinâmica fraca no setor da indústria transformadora, enquanto o setor dos serviços permaneceu comparativamente mais forte num contexto de reabertura gradual das grandes economias. Em termos gerais, os dados recentes do IGC sugerem uma recuperação a duas velocidades nos vários setores no início do quarto trimestre (gráfico 1).

Gráfico 1

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

(índices de difusão)



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

As condições financeiras mundiais mantiveram-se estáveis até as notícias sobre a variante Ómicron terem desencadeado uma venda generalizada de ativos de risco elevado e uma maior volatilidade.

As condições financeiras subjacentes às projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema permaneceram acomodáticas e globalmente estáveis

em comparação com a anterior ronda de projeções. Esta estabilidade refletiu um aumento constante dos preços das ações, apoiado por resultados dinâmicos dos lucros, que foram globalmente compensados por expectativas crescentes de uma orientação mais restritiva da política monetária num contexto de aumento da inflação, bem como por um novo aumento súbito das infeções por COVID-19 na Europa. Na sequência da comunicação do Comité de Operações de Mercado Aberto (*Federal Open Market Committee – FOMC*) em novembro, os mercados financeiros começaram a ter em consideração as expectativas de uma rápida redução das compras de ativos e pela trajetória anterior e mais acentuada de maior restritividade implícita na taxa da curva dos futuros dos fundos federais. As preocupações quanto à Evergrande, promotor imobiliário na China, limitaram-se, em grande medida, aos mercados financeiros locais. Os diferenciais das obrigações soberanas e das obrigações de empresas noutras economias de mercado emergentes mantiveram-se globalmente estáveis. Após a data de fecho para as projeções de dezembro, as notícias sobre a variante Ómicron desencadearam uma venda generalizada de ativos de maior risco, o que se traduziu numa maior restritividade das condições financeiras nas economias avançadas e nas economias emergentes. Desde então, os mercados acionistas mundiais recuperaram parte das suas perdas, mantendo-se a tendência ascendente da curva dos futuros dos fundos federais.

As perspetivas de curto prazo para a atividade económica e o comércio a nível mundial serão determinadas pela evolução da pandemia e pelo ritmo a que os estrangulamentos do lado da oferta se desvanecerem. A evolução da pandemia intensificou-se em algumas regiões, especialmente na Europa, embora tenha melhorado noutras. O ressurgimento de medidas de contenção poderá ensombrar significativamente as perspetivas mundiais no curto prazo e aumentar a dispersão dos resultados do crescimento entre países. O comércio mundial de bens continua a ser restringido por estrangulamentos do lado da oferta, enquanto a procura mundial de bens permanece forte¹. Tal reflete-se, por exemplo, na produção de semicondutores e nos volumes de transporte marítimo, que se situam muito acima das respetivas tendências pré-pandemia. As tensões nas redes de produção mundiais poderão, de facto, ser ainda amplificadas pela acumulação, por motivos de precaução, de bens intermédios em alguns setores, à medida que as empresas procuram constituir reservas para fazer face a eventual escassez.

Estima-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) se situe em 6,0% em 2021, projetando-se o registo de uma moderação gradual ao longo do horizonte de projeção. Este valor é ligeiramente mais fraco (0,3 pontos percentuais) do que o previsto nas projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE. O enfraquecimento da atividade deve-se ao ressurgimento de infeções por COVID-19, ao impacto prejudicial dos estrangulamentos do lado da oferta e ao crescimento mais fraco na China. Projeta-se que os estrangulamentos do lado da oferta continuem a afetar a atividade nas economias avançadas em 2022, embora em menor grau do que no comércio, uma vez que os consumidores podem substituir os produtos estrangeiros indisponíveis por produtos nacionais. Além disso, a progressiva rotação da procura

¹ Ver a caixa 1, intitulada “Perturbações na cadeia de oferta e os efeitos na economia mundial”, na presente edição do *Boletim Económico*.

de consumo dos bens para os serviços também deverá mitigar o impacto de estrangulamentos no consumo de bens. Em termos prospetivos, projeta-se que o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) seja de 4,5% em 2022, antes de registar uma moderação, atingindo 3,9% em 2023 e 3,7% em 2024. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento permanece inalterado para 2022, tendo sido revisto ligeiramente em alta para 2023 (em 0,2 pontos percentuais). Embora o PIB real mundial (excluindo a área do euro) tenha ultrapassado o seu nível pré-pandemia no final de 2020, projeta-se que permaneça um pouco abaixo da sua trajetória pré-pandemia ao longo do horizonte de projeção. De facto, embora as economias avançadas e a China tenham regressado às trajetórias anteriores à crise, a recuperação continua a apresentar um desfasamento em outras economias emergentes e afetará o nível de atividade mundial no futuro.

Nos Estados Unidos, a atividade económica está a recuperar na sequência de um crescimento moderado no terceiro trimestre causado pelo ressurgimento de infeções por COVID-19.

De um modo geral, os dados sobre a atividade relativos a outubro recuperaram, sugerindo expectativas de crescimento sólidas a curto prazo. Desde abril, a procura por parte dos consumidores passou para os serviços, afastando-se dos bens duradouros, que também estiveram sujeitos a estrangulamentos do lado da oferta num contexto de forte procura. Nas últimas semanas, houve uma diminuição dos tempos de espera e dos custos do transporte marítimo entre a China e os Estados Unidos. No entanto, os volumes de existências de bens duradouros permanecem abaixo dos níveis pré-pandemia, o que deverá apoiar o crescimento assim que os atuais estrangulamentos se desvanecem. A inflação global homóloga dos preços no consumidor (IPC) aumentou para 6,8% em novembro. Os preços dos produtos energéticos aceleraram, para 33% em termos anuais, enquanto a inflação homóloga dos preços dos produtos alimentares aumentou de novo para 6,1%. Excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, a inflação homóloga subjacente aumentou para 4,9% em novembro, face a 4,6% no mês anterior. As pressões sobre os preços foram mais visíveis nos bens, num contexto de estrangulamentos persistentes na cadeia de oferta, embora tenham permanecido, em geral, mais contidas nos serviços. De um modo geral, as pressões inflacionistas deverão manter-se elevadas nos próximos meses, prevendo-se que a inflação global homóloga medida pelo IPC comece apenas a baixar gradualmente dos seus níveis atualmente elevados a partir do início de 2022. Entretanto, as pressões salariais estão a aumentar, tal como sugerido pelo índice dos custos do emprego, que aumentou cerca de 4% em termos anuais no terceiro trimestre. Este aumento foi substancialmente mais forte e também mais generalizado nos vários setores, em comparação com os resultados do início do ano.

Na China, a atividade desacelerou acentuadamente devido à escassez de energia, à turbulência no setor dos imóveis destinados à habitação e a novos surtos de COVID-19.

Os inquéritos à confiança dos consumidores deram sinais contraditórios relativamente ao consumo privado, enquanto a produção e o investimento estão possivelmente a ser restringidos por estrangulamentos do lado da oferta. A procura de produtos energéticos mantém-se elevada, mas surgiram recentemente sinais de abrandamento das pressões, em parte devido às políticas destinadas a impulsionar a oferta de carvão e à utilização de reservas nacionais,

num esforço para reduzir os preços internos do petróleo e assegurar a segurança energética. A turbulência no setor dos imóveis destinados à habitação persistiu pelo facto de o promotor imobiliário Evergrande ter sido declarado em “incumprimento limitado” por uma agência de notação. O incumprimento era, em grande medida, esperado e seguiu-se ao de empresas de menor dimensão. A Evergrande já tinha iniciado num processo de reestruturação gerido, com representantes estatais a juntarem-se a uma comissão de gestão de risco para supervisionar a Evergrande, conservar as suas operações e reestruturar as respetivas dívidas. As autoridades forneceram apoio em termos de políticas, com o banco central da China a cortar o rácio das reservas mínimas dos bancos em dezembro e a administração pública a sinalizar uma orientação mais favorável ao setor imobiliário. Estas medidas de política visam gerir o abrandamento e evitar uma contração mais acentuada quer no setor residencial quer na economia em geral. A inflação global homóloga medida pelo IPC aumentou para 2,3% em novembro, face a 1,5% em outubro, em grande parte devido a efeitos de base, a subidas dos preços dos combustíveis e a aumentos dos preços dos produtos alimentares num contexto de perturbações nas colheitas devido a condições meteorológicas adversas.

No Japão, a economia abrandou no terceiro trimestre face aos estrangulamentos do lado da oferta e o ressurgimento de infeções por COVID-19. A atividade económica deverá recuperar no quarto trimestre, refletindo um levantamento gradual das medidas de contenção, os progressos na vacinação e a continuação do apoio em termos de políticas. Estes fatores deverão também apoiar uma recuperação mais sólida no início de 2022. Projeta-se que a inflação homóloga medida pelo IPC regresse a terreno positivo e aumente de novo ao longo do horizonte de projeção, mantendo-se, porém, abaixo do objetivo do banco central.

No Reino Unido, os dados disponíveis sugerem que a atividade permanece moderada após resultados fracos no terceiro trimestre de 2021. Uma combinação de perturbações nas cadeias de oferta e escassez de mão de obra, devido às condições mundiais e ao Brexit, conduziu a uma moderação do crescimento para 1,3% no terceiro trimestre (face a 5,5% no trimestre anterior)². O consumo privado continuou a ser um fator impulsionador da atividade real, à medida que as restrições da COVID-19 voltaram a diminuir, enquanto o investimento, em contrapartida, continuou a ser muito fraco. Prevê-se que os fatores que afetaram a atividade ao longo dos meses de verão se mantenham nos próximos meses. Consequentemente, a atividade económica no Reino Unido deverá atingir os seus níveis pré-pandemia no primeiro trimestre de 2022, um pouco mais tarde do que o anteriormente esperado. O emprego e a participação na população ativa têm vindo a aumentar lentamente nos últimos meses, enquanto os postos de trabalho por preencher aumentaram fortemente, contribuindo para um aumento acentuado da restritividade no mercado de trabalho. Esta restritividade resulta de uma menor oferta de trabalhadores da UE e de uma participação dos trabalhadores nacionais na população ativa ainda abaixo dos níveis anteriores à pandemia. A escassez é particularmente pronunciada em setores como a hotelaria, a construção e o setor alimentar. A inflação global medida pelo IHPC aumentou para

² Ver a caixa 2, intitulada “Os mercados de trabalho nos Estados Unidos e no Reino Unido na recuperação pós-pandemia”, na presente edição do *Boletim Económico*.

4,2% em outubro, o que compara com 3,1% em setembro. O aumento da inflação global homóloga foi impulsionado sobretudo pelos preços dos produtos energéticos, refletindo o aumento do limite máximo dos preços dos produtos energéticos para as famílias, uma medida regulamentar redefinida em abril e outubro. Embora a inflação subjacente permaneça mais contida, as pressões inflacionistas começaram a generalizar-se e deverão manter-se sustentadas no curto prazo, devido sobretudo às atuais perturbações na cadeia de oferta e à subida dos preços dos produtos energéticos. Espera-se que a inflação atinja um pico em abril de 2022, devido ao ajustamento programado do limite máximo para os preços dos produtos energéticos, que será muito provavelmente considerável, uma vez que absorverá os aumentos dos preços dos produtos energéticos a partir da segunda metade de 2021.

Nos Estados-Membros da UE da Europa Central e de Leste, a atividade manteve-se sólida no terceiro trimestre, mas espera-se que registe uma moderação. Esta moderação reflete uma deterioração significativa da situação epidemiológica e estrangulamentos persistentes do lado da oferta. Espera-se que a subida dos preços dos produtos energéticos exerça pressão adicional sobre a inflação medida pelo IPC, que deverá atingir um pico em 2022, diminuindo depois gradualmente ao longo do resto do horizonte de projeção.

Em grandes países exportadores de matérias-primas, a atividade económica depende da capacidade de combater os surtos de COVID-19 e da margem de manobra disponível para políticas. Na Rússia, o aumento acentuado do número de infeções por COVID-19 levou a uma maior restritividade das medidas de contenção, ao passo que o aumento da procura mundial de petróleo e de gás e o efeito positivo associado dos termos de troca deverão apoiar a atividade económica. De acordo com as projeções, os preços dos produtos alimentares e as pressões da procura deverão manter a inflação elevada no curto prazo, projetando-se, no entanto, que regresse ao objetivo do banco central no médio prazo. No Brasil, a atividade económica é condicionada por uma orientação mais restritiva da política monetária e uma margem de manobra orçamental limitada. Espera-se que a inflação medida pelo IPC, que continua a aumentar e atingiu recentemente os dois dígitos, diminua ao longo do horizonte de projeção.

Na Turquia, a atividade económica desacelerou num contexto de enfraquecimento da procura interna. Uma conjuntura externa favorável foi o principal fator impulsionador do crescimento em 2021. A inflação aumentou e espera-se que permaneça nos dois dígitos ao longo do horizonte de projeção, em resultado de uma orientação demasiado expansionista da política monetária, que levou a lira a registar mínimos históricos face ao dólar dos Estados Unidos, não obstante as intervenções do banco central.

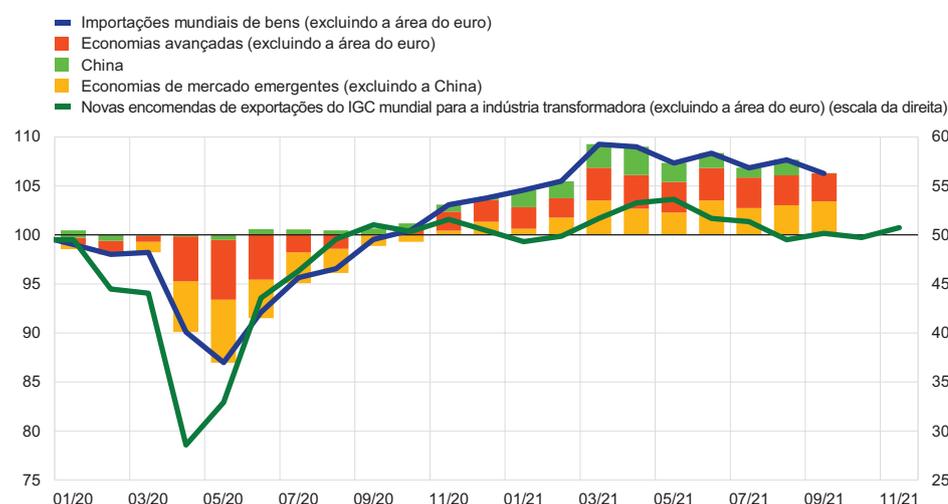
O crescimento do comércio mundial (excluindo a área do euro) registou uma moderação em 2021, refletindo a intensificação dos estrangulamentos do lado da oferta. A forte recuperação do comércio mundial que se concretizou após a reabertura da economia mundial em meados de 2020 começou a registar uma moderação em 2021. O comércio mundial de bens atingiu o seu pico em março e, desde então, desacelerou progressivamente, mantendo-se muito acima dos seus níveis pré-pandemia (gráfico 2). Os dados disponibilizados sobre o comércio

mundial de mercadorias (excluindo a área do euro) no terceiro trimestre apontam para riscos em sentido descendente das estimativas do comércio mundial, que se devem sobretudo a estrangulamentos persistentes do lado da oferta, evidentes no alargamento dos prazos de entrega por parte dos fornecedores. Além disso, o enfraquecimento do setor logístico afeta mais o comércio do que a produção industrial, uma vez que uma mudança para bens e fornecedores internos ajuda a atenuar o impacto na produção industrial. O impacto da contração do comércio de mercadorias no comércio mundial é algo mitigado pelo crescimento do comércio de serviços, que tem vindo a ganhar dinamismo na sequência da flexibilização das restrições de viagem internacionais.

Gráfico 2

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

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



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

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

As tensões nas redes de produção mundiais, também referidas como estrangulamentos do lado da oferta, são um fenómeno multifacetado.

Refletem uma combinação de desequilíbrios na procura e na oferta, resultando em escassez de fatores de produção intermédios, particularmente sentida nas grandes economias avançadas e no setor da indústria transformadora (especialmente a indústria automóvel)³. Nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, os estrangulamentos do lado da oferta deverão afetar um maior número de países e setores do que o previsto na anterior ronda de projeções. De acordo com dados de inquéritos, estes estrangulamentos intensificaram-se de novo nos últimos meses e pressupõe-se que comecem a diminuir gradualmente a partir do segundo trimestre de 2022, antes de se desvanecerem por completo em 2023.

³ Ver a caixa 1, intitulada "Perturbações na cadeia de oferta e os efeitos na economia mundial", na presente edição do *Boletim Económico*.

Estes fatores estão a afetar a procura externa da área do euro, que foi revista em baixa para 2021 e 2022, em comparação com as projeções anteriores.

O desvanecimento dos estrangulamentos do lado da oferta deverá, então, conduzir a uma procura externa da área do euro um pouco mais forte nos próximos anos do horizonte de projeção. Estima-se que o crescimento da procura externa da área do euro atinja 8,9% em 2021, antes de diminuir para 4,0% em 2022, 4,3% em 2023 e 3,9% em 2024, respetivamente. Espera-se que o nível da procura externa da área do euro se mantenha inicialmente abaixo do nível projetado nas projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, antes de regressar gradualmente ao nível anteriormente previsto até ao final do horizonte de projeção. A previsão da trajetória das importações mundiais (excluindo a área do euro) assemelha-se à da procura externa da área do euro: estima-se que aumente 11,1% em 2021, 3,9% em 2022, 4,4% em 2023 e 4,0% em 2024.

Os riscos em torno das projeções de referência estão relacionados sobretudo com a evolução da pandemia.

As projeções de referência para a economia mundial são complementadas por dois cenários alternativos de pandemia: um moderado e outro grave. Os principais parâmetros nestes cenários são a evolução da pandemia, a trajetória associada das medidas de contenção e a disponibilização de vacinas. O cenário grave pressupõe que, nas economias emergentes, os dois primeiros parâmetros são mais adversos e a disponibilização de vacinas mais lenta do que nas economias avançadas⁴. Os resultados da atividade mundial e da procura externa da área do euro, em resultado dos dois cenários alternativos da pandemia, são globalmente comparáveis aos apresentados nas projeções de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE. É provável que o aparecimento da variante Ómicron provoque uma maior volatilidade no crescimento mundial, mas, nesta fase, o seu impacto exato é muito incerto.

O balanço de outros riscos em torno das perspetivas de crescimento mundial (excluindo a área do euro) encontra-se enviesado no sentido descendente.

Um aumento mais rápido e antecipado da restritividade da política monetária nas grandes economias avançadas pode ter efeitos de repercussão nas condições financeiras das economias emergentes e representaria um risco em sentido descendente para o crescimento. Na China, um maior abrandamento do setor imobiliário do que o atualmente esperado representaria riscos em sentido descendente para as perspetivas para a atividade mundial. Os riscos em sentido ascendente para o crescimento incluem a possibilidade de o pacote orçamental nos Estados Unidos ter um multiplicador orçamental mais elevado do que o atualmente pressuposto e de o *stock* de poupança em excesso se desvanecer mais rapidamente do que o esperado nas economias avançadas.

⁴ Para mais informações, ver a caixa 5 das [Projeções macroeconómicas para a área do euro de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema](#).

Evolução dos preços a nível mundial

Os preços elevados dos produtos energéticos continuam a ser um fator adverso para a economia mundial.

Os preços dos produtos energéticos aumentaram desde as projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, com a subida dos preços do petróleo a refletir a recuperação da procura e a evolução do lado da oferta. A procura de petróleo recuperou à medida que mais países reabriram as suas economias, incluindo as fronteiras às viagens internacionais, o que conduziu a um aumento dos níveis de mobilidade. A procura de petróleo foi também apoiada pela subida acentuada dos preços do gás, que conduziu à substituição por outras fontes de produtos energéticos, incluindo o petróleo. Fatores do lado da oferta também contribuíram para preços mais elevados do petróleo, uma vez que a OPEP+ não atingiu os seus objetivos de produção e o furacão Ida causou perturbações prolongadas do lado da oferta nos Estados Unidos. No final de novembro, os preços dos produtos energéticos registaram uma ligeira moderação, no contexto de uma queda acentuada dos preços do petróleo causada pelo surgimento da variante Ómicron, refletindo preocupações de que o ressurgimento de casos de COVID-19 possa afetar a procura mundial de petróleo. Os preços das matérias-primas não energéticas diminuíram no período em análise. Tal ficou a dever-se a uma descida dos preços das matérias-primas metálicas, impulsionada por uma queda acentuada dos preços do minério de ferro, refletindo, em parte, a menor procura de aço por parte da China. Em contrapartida, os preços das matérias-primas alimentares aumentaram devido à restritividade nos mercados do café e do trigo.

Os dados disponibilizados apontam para a continuação das pressões inflacionistas.

As tensões nas redes logísticas e de produção mundiais – bem como fricções no mercado de trabalho nas principais economias avançadas – apontam para a continuação de pressões iminentes sobre os preços, tal como sinalizado pelo aumento dos preços no produtor a nível mundial⁵. A inflação medida pelo IPC nas economias avançadas manteve-se elevada e muito acima da sua média histórica ao longo das últimas duas décadas. Nas economias emergentes, a inflação medida pelo IPC também aumentou, mas a evolução tem sido mais diversificada e, em média, menos pronunciada. O impacto dos efeitos de base positivos da supressão dos níveis de preços durante o pico de confinamentos da pandemia em 2020 foi significativo para as economias avançadas, tal como evidenciado pela diferença das taxas de inflação calculadas ao longo de 12 e 24 meses. No caso das economias emergentes, este efeito parece menos pronunciado. Em termos prospetivos, o aumento da inflação mundial medida pelo IPC deverá ser mais persistente do que o anteriormente esperado e registar uma moderação gradual apenas no decurso de 2022. Nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), a inflação global homóloga medida pelo IPC aumentou para 5,2% em outubro, face a 4,6% em setembro (gráfico 3). Este aumento acentuado foi impulsionado pelo aumento acentuado da inflação dos preços dos produtos energéticos para o nível mais elevado observado nas últimas quatro décadas (24,2%), com os efeitos do

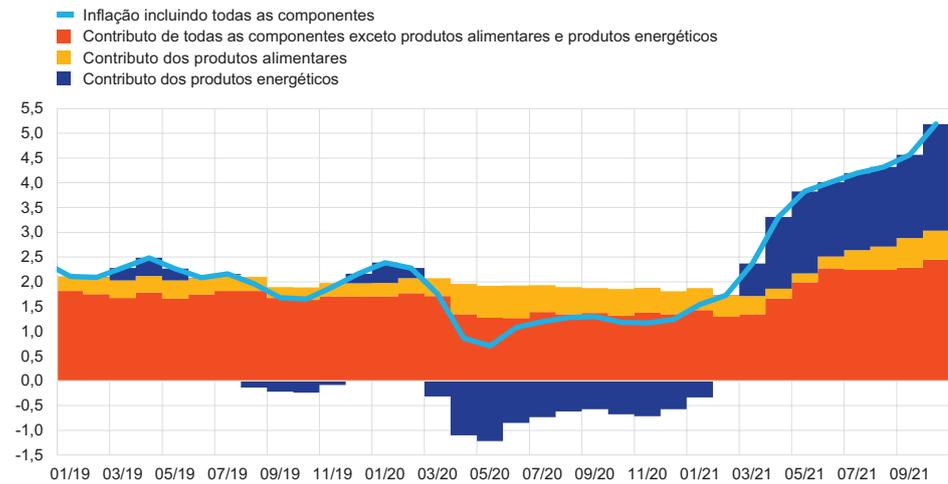
⁵ Ver a caixa 2, intitulada “Os mercados de trabalho nos Estados Unidos e no Reino Unido na recuperação pós-pandemia”, na presente edição do *Boletim Económico*.

ano de base também a desempenhar um papel. A inflação subjacente medida pelo IPC nos países da OCDE também aumentou em outubro para 3,5%, face a 3,2% no mês anterior.

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

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



Fontes: OCDE e cálculos do BCE.

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

Espera-se que as pressões inflacionistas permaneçam elevadas até meados de 2022 e que, posteriormente, se atenuem à medida que os fatores subjacentes se desvanecem. Embora os fatores que apoiam as pressões inflacionistas, tais como estrangulamentos do lado da oferta e escassez de mão de obra, estejam a revelar-se menos transitórios do que o previsto nas projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, pressupõe-se que comecem a dissipar-se a partir de meados de 2022. Ao longo do horizonte de projeção, a esperada subida da inflação global a nível mundial refletir-se-á em preços mais elevados das exportações dos concorrentes da área do euro. Este aumento é, em grande medida, explicado pela subida dos preços mundiais das matérias-primas, que reflete, em parte, os efeitos de base do choque pandémico na primavera de 2020.

2 Evolução financeira

Ao longo do período em análise (9 de setembro a 15 de dezembro de 2021), os mercados financeiros da área do euro foram predominantemente influenciados por alterações nas perspetivas de inflação e por uma incerteza renovada quanto a novas repercussões económicas relacionadas com o coronavírus (COVID-19). Mais especificamente, a informação sobre a nova variante Ómicron induziu uma volatilidade significativa durante o período, mas o forte impacto inicial, especialmente sobre os ativos de risco, inverteu-se parcialmente no final do período em análise. Os prazos curtos da curva a prazo da taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) aumentaram acentuadamente até ao final de outubro, antes de descerem ligeiramente, sinalizando, em geral, uma reavaliação significativa do preço do risco por parte dos participantes no mercado, aproximando-se de um aumento anterior da taxa face ao início do período em análise. Em linha com as taxas de curto prazo, as taxas a longo prazo isentas de risco dos swaps indexados pelo prazo overnight também mostram um padrão serrilhado de subidas e descidas frequentes, aumentando ligeiramente de um modo geral. Os diferenciais das obrigações soberanas em relação à taxa dos swaps indexados pelo prazo overnight aumentaram marginalmente numas jurisdições e estreitaram-se ligeiramente noutras, num contexto de volatilidade dentro do período. Os mercados acionistas a nível mundial registaram avanços até ao final de novembro, com base numa temporada de lucros robustos, tendo posteriormente sofrido o pior retrocesso em mais de um ano, num contexto de deterioração acentuada do sentimento face ao risco. Os diferenciais das obrigações de empresas da área do euro aumentaram ligeiramente durante o período, mas mantiveram-se praticamente inalterados de um modo geral. O euro depreciou-se face à maioria das principais moedas.

A média da taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) foi de -57 pontos base durante o período em análise. A liquidez excedentária aumentou aproximadamente 26 mil milhões de euros para cerca de 4430 mil milhões de euros, refletindo principalmente a compra de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) e do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), bem como o recurso à nona operação da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) no valor de 97,57 mil milhões de euros. Ao mesmo tempo, o crescimento da liquidez excedentária foi substancialmente limitado devido a reembolsos antecipados no montante de 79,24 mil milhões de euros de fundos disponibilizados no âmbito das anteriores ORPA direcionadas III e a uma diminuição líquida de outros ativos de cerca de 246 mil milhões de euros durante o período em análise. Esta descida líquida de outros ativos deveu-se predominantemente a um aumento, de cerca de 201 mil milhões de euros, das responsabilidades do Eurosistema para com não residentes na área do euro denominadas em euros no período em análise.

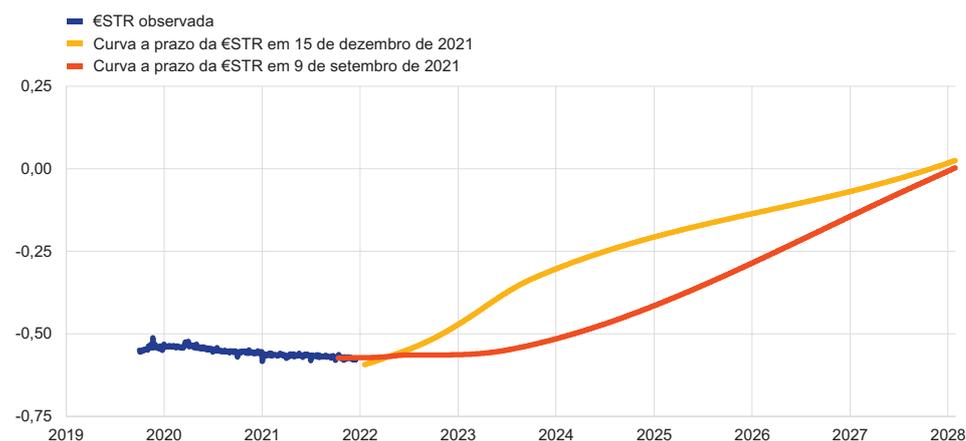
Os prazos curtos da curva a prazo da €STR deslocaram-se acentuadamente em sentido ascendente em comparação com a reunião de setembro do Conselho do BCE, sugerindo uma reavaliação significativa das expectativas de

forte aumento das taxas pelos participantes no mercado (gráfico 4)⁶. Os prazos curtos da curva a prazo da €STR deslocaram-se em sentido ascendente durante a primeira metade do período em análise, num contexto de crescentes medidas de compensação da inflação baseadas no mercado e de expectativas mais fortes de uma maior restritividade da política monetária a nível mundial. Na segunda metade do período em análise, a curva deslocou-se em sentido descendente no seguimento da comunicação de política monetária após a reunião de outubro do Conselho do BCE e num contexto de intensificação das preocupações relacionadas com o coronavírus. De um modo geral, a data de subida da taxa implícita no mercado – definida como a altura em que a curva a prazo da €STR ultrapassa o nível atual da €STR acrescida de 10 pontos base – foi atrasada em cerca de um ano, para o final de dezembro de 2022. Contudo, as previsões para a trajetória e data de subida da taxa têm estado rodeados de um elevado nível de incerteza, como refletido pela elevada volatilidade nos mercados monetários.

Gráfico 4

Taxas implícitas nos contratos a prazo da €STR

(percentagens por ano)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

As taxas de rendibilidade médias das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro continuaram a acompanhar de perto as taxas isentas de risco, ultrapassando-as ligeiramente no final do período em análise no contexto de alguma volatilidade ao longo do período (gráfico 5). Com a melhoria das perspetivas económicas de médio prazo a nível mundial, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro aumentaram entre o início de setembro e o final de outubro. Contudo, registaram posteriormente uma descida, após a comunicação dos bancos centrais e refletindo a perceção de riscos em sentido descendente para as perspetivas económicas, num contexto de receios quanto ao impacto de novas restrições relacionadas com o coronavírus,

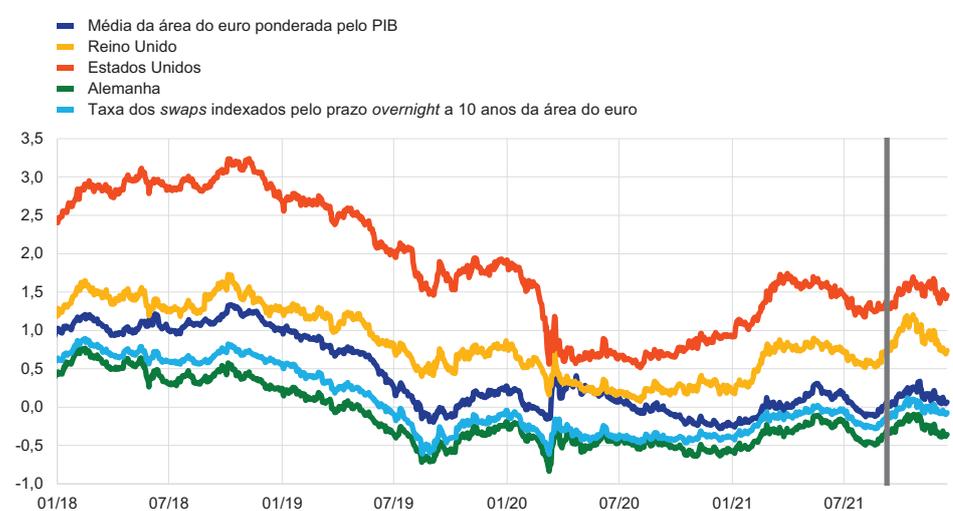
⁶ A partir de agora, em vez da curva a prazo da EONIA, será apresentada a curva a prazo da €STR para os *swaps* indexados pelo prazo *overnight*. Esta alteração acontece porque a EONIA foi descontinuada a 3 de janeiro de 2022, uma vez que deixou de cumprir os regulamentos relativos às taxas de referência. As duas curvas a prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* estão ligadas mecanicamente, uma vez que, desde 2 de outubro de 2019, a EONIA era calculada como correspondendo à €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.

impulsionados, em particular, por notícias sobre a variante Ómicron. Em termos globais, tanto a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB como a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos isenta de risco com base na €STR aumentaram quase 10 pontos base, para 0,06% e -0,07%, respetivamente. A evolução foi bastante semelhante nos Estados Unidos, onde a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos começou por aumentar, para mais tarde inverter parcialmente esta tendência, aumentando 16 pontos base para 1,46% no final do período em análise.

Gráfico 5

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

(percentagens por ano)



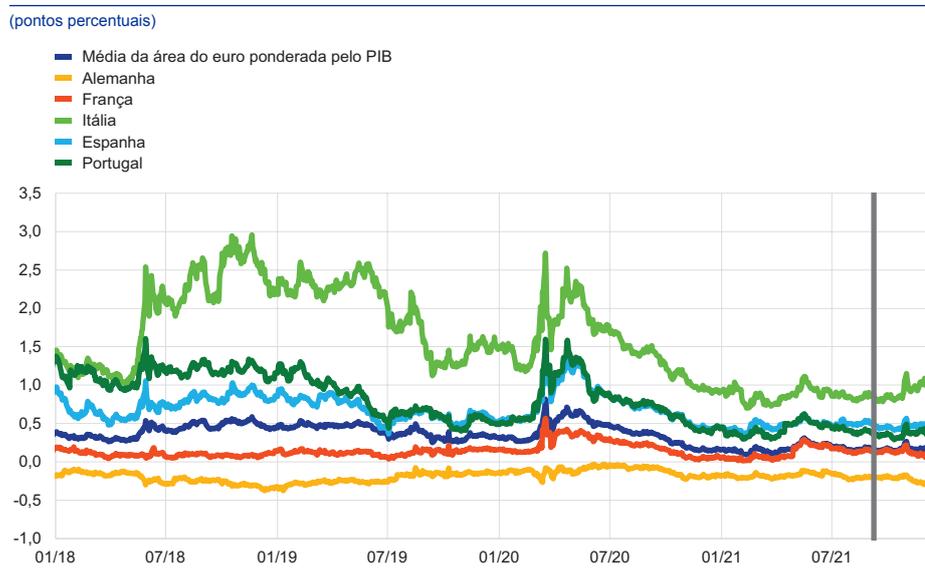
Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 9 de setembro de 2021. As últimas observações referem-se a 15 de dezembro de 2021.

Os diferenciais das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro em relação às taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* alargaram-se em algumas jurisdições e estreitaram-se ligeiramente noutras, num contexto de crescente incerteza (gráfico 6). Os mercados de obrigações soberanas apresentaram aumentos significativos, embora temporários, dos diferenciais na última semana de outubro (por exemplo, 32 pontos base em Itália, 18 pontos base em Portugal e 14 pontos base em Espanha). A partir de novembro, os diferenciais das obrigações soberanas de longo prazo diminuíram ligeiramente na Alemanha e em França, diminuindo, em geral, cerca de 10 pontos base, impulsionados pela elevada procura de investimentos seguros em obrigações num contexto de menor liquidez do mercado soberano, refletindo, em certa medida, o padrão típico de fim de ano. Em termos gerais, os diferenciais mantiveram-se relativamente estáveis em Portugal e Espanha, mas aumentaram em Itália cerca de 15 pontos base no período em análise.

Gráfico 6

Diferenciais das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro face à €STR 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 com base na €STR à taxa de rentabilidade das obrigações soberanas a 10 anos. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 9 de setembro de 2021. As últimas observações referem-se a 15 de dezembro de 2021.

Apoiados por uma forte temporada de lucros das empresas, os mercados acionistas mundiais continuaram a registar um aumento na primeira parte do período em análise, antes de descerem abruptamente em resposta a notícias sobre a variante Ómicron recentemente descoberta (gráfico 7).

Durante a maior parte do período em análise, as expectativas de crescimento sólido dos lucros serviram de base à evolução globalmente positiva dos preços das ações da área do euro, que aumentaram 2% em termos globais até 25 de novembro. A partir do final de novembro, porém, a incerteza quanto à rápida propagação da variante Ómicron e ao seu impacto sobre a economia mundial interrompeu a continuação da forte subida dos preços das ações em ambos os lados do Atlântico e os preços diminuíram acentuadamente, refletindo, em grande medida, um aumento do prémio de risco das ações. O impacto desta nova variante de coronavírus, potencialmente mais transmissível, nos mercados foi maior na área do euro do que nos Estados Unidos. Os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro diminuíram 1,1%, tendo aumentado 3,0% nos Estados Unidos. Os preços das ações dos bancos nos Estados Unidos registaram um aumento de 3%, tendo subido apenas 0,2% na área do euro.

Gráfico 7

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

(Índice: 1 de janeiro de 2018 = 100)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

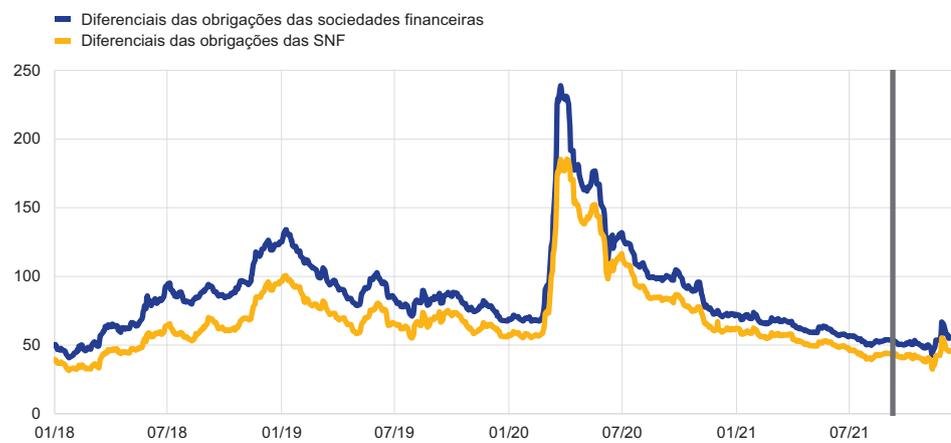
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 9 de setembro de 2021. As últimas observações referem-se a 15 de dezembro de 2021.

Refletindo a evolução dos preços das ações, os diferenciais das obrigações de empresas da área do euro registaram um ligeiro alargamento face às notícias sobre a variante Ómicron, tendo apresentado alguma volatilidade posteriormente (gráfico 8). No conjunto do período em análise, os diferenciais das obrigações das SNF com categoria de investimento e das obrigações do setor financeiro (em relação à taxa isenta de risco) permaneceram praticamente inalterados. Numa perspetiva de mais longo prazo, a continuação da tendência de descida nos últimos meses pode, em grande medida, ser atribuída a prémios excedentários das obrigações, ou seja, à componente dos diferenciais das obrigações de empresas da área do euro não explicada por fatores económicos, de crédito e relacionados com a incerteza.

Gráfico 8

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



Fontes: Índices iBoxx da Markit e cálculos do BCE.

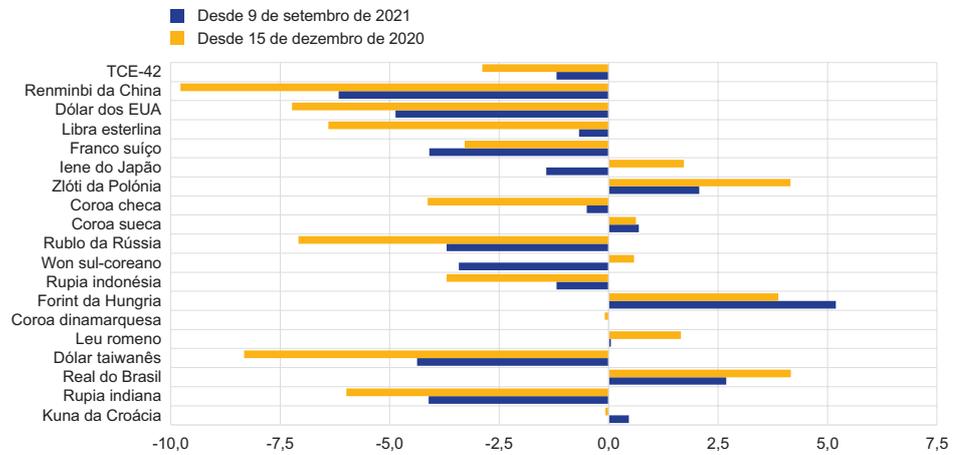
Notas: Os diferenciais correspondem à diferença entre as taxas dos swaps de ativos e a taxa isenta de risco. Os índices compreendem obrigações com diferentes prazos (com um prazo de vencimento residual de pelo menos 1 ano) com notação de investimento. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 9 de setembro de 2021. As últimas observações referem-se a 15 de dezembro de 2021.

Nos mercados cambiais, o euro registou uma depreciação em termos ponderados pelo comércio (gráfico 9), refletindo um enfraquecimento generalizado em relação ao dólar dos Estados Unidos e à maior parte das outras principais moedas. No período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 42 dos principais parceiros comerciais da área do euro, enfraqueceu 1,2%. O euro registou uma depreciação marcada face ao dólar dos Estados Unidos (4,9%), refletindo o alargamento do diferencial das expectativas para as taxas de juro de curto prazo entre a área do euro e os Estados Unidos, impulsionado pela retoma mais rápida da atividade económica, pela inflação mais elevada e pela política monetária dos Estados Unidos. O euro também enfraqueceu face a outras das principais moedas, incluindo o renminbi da China (6,2%), o franco suíço (4,1%), o iene do Japão (1,4%) e a libra esterlina (0,7%). Ao longo do mesmo período, o euro fortaleceu-se face às moedas de vários Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, entre elas o forint da Hungria (5,2%) e o zloti da Polónia (2,1%).

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 prevaletentes em 15 de dezembro de 2021.

3 Atividade económica

A área do euro continuou a recuperar no terceiro trimestre de 2021, tendo a atividade voltado a fortalecer para valores próximo do nível de produção anterior à pandemia. O consumo privado foi o principal fator impulsionador do crescimento no terceiro trimestre, tendo o comércio líquido dado um novo contributo modesto. A atividade no setor dos serviços registou um novo aumento considerável, dando um importante contributo, em particular nos segmentos da hospitalidade e do lazer, que beneficiaram de uma redução progressiva das restrições no decurso do verão. Entretanto, a indústria e a construção prejudicaram o crescimento global no contexto de uma crescente escassez de oferta nos meses do verão.

Estima-se que as perturbações do lado da oferta, os aumentos dos preços dos produtos energéticos e as novas restrições da atividade relacionadas com o ressurgimento da pandemia em alguns países da área do euro tenham condicionado a atividade no último trimestre do ano. É provável que o aumento acentuado das taxas de infeção por coronavírus (COVID-19) desde o final de novembro, a reintrodução de medidas de contenção em vários países da área do euro e preocupações crescentes acerca da variante Ómicron continuem a pesar sobre a confiança e a atividade no curto prazo.

Apesar das perturbações e incertezas no curto prazo, a base para a recuperação da área do euro em curso permanece intacta. As perspetivas de médio prazo continuam a prever um novo fortalecimento da procura interna, em paralelo com uma melhoria do mercado de trabalho, o fortalecimento do crescimento mundial e a continuação do apoio tanto da política monetária como das políticas orçamentais na transição para um crescimento autossuficiente. Esta avaliação encontra-se globalmente refletida no cenário de referência das projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, que prevê que o crescimento do PIB real anual se situe em 5,1% em 2021, 4,2% em 2022, 2,9% em 2023 e 1,6% em 2024 e que a atividade regresse aos níveis trimestrais registados antes da pandemia no primeiro trimestre de 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a atividade económica foram revistas em baixa para 2022, devido, em grande medida, à recente intensificação dos estrangulamentos do lado da oferta a nível mundial e às restrições mais rigorosas relacionadas com a pandemia em alguns países da área do euro. Contudo, a médio prazo, espera-se que a dissipação destes fatores adversos conduza a uma forte revisão em alta do crescimento em 2023 e a um crescimento cada vez mais autossustentado nos anos seguintes.

Em termos gerais, os riscos em torno das perspetivas de crescimento do PIB da área do euro são avaliados como globalmente equilibrados. Por um lado, o crescimento pode ficar aquém das expectativas, caso o recente agravamento da pandemia e a propagação de novas variantes resultem num entrave mais persistente ao crescimento. Por outro lado, é possível que se observe uma recuperação mais rápida caso a acumulação de stocks de poupança por parte das famílias provocada pela pandemia registre uma reversão mais acelerada do que o

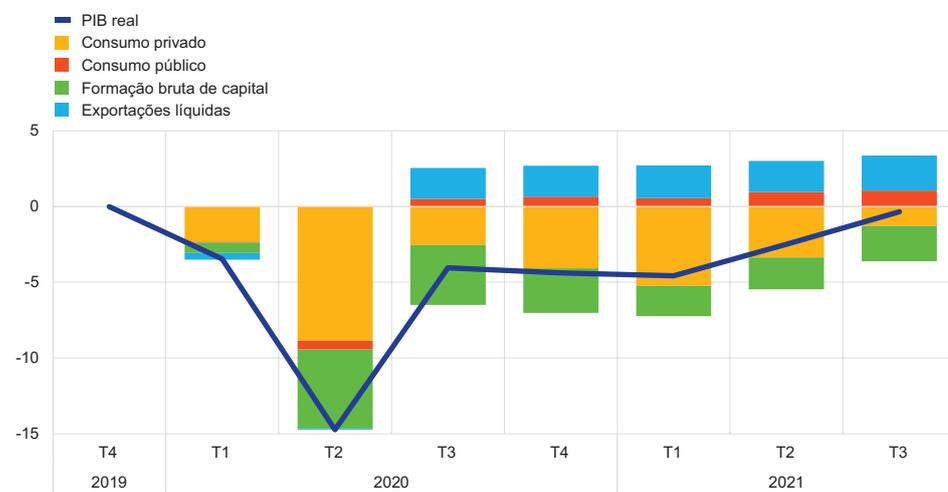
atualmente esperado ou os atuais estrangulamentos do lado da oferta diminuíam de forma mais célere do que o atualmente previsto.

A atividade económica da área do euro voltou a crescer, 2,2% no terceiro trimestre de 2021, o que confirma a existência de uma recuperação forte a meio do ano, apesar da intensificação das perturbações nas cadeias de oferta.

Após a recessão técnica no início de 2021, o crescimento do PIB real mostrou-se robusto no segundo e terceiro trimestres – apresentando uma taxa de crescimento trimestral em cadeia de 2,2% em ambos os trimestres – à medida que as medidas de contenção da pandemia foram progressivamente reduzidas. O resultado encontra-se globalmente em linha com o perfil previsto nas projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, situando-se a atividade trimestral apenas 0,3% abaixo do nível registado antes da pandemia no final de 2019 (gráfico 10). O crescimento no terceiro trimestre continuou a ser impulsionado, em grande medida, por uma forte recuperação do consumo privado, bem como por um pequeno contributo positivo adicional do comércio líquido. Após um bom desempenho no segundo trimestre, o investimento registou uma contração no terceiro trimestre, em particular no segmento de máquinas e equipamento. As existências também prejudicaram ligeiramente o crescimento global.

Gráfico 10
PIB real da área do euro e componentes

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Os estrangulamentos na cadeia de oferta continuaram a condicionar o produto na indústria transformadora no quarto trimestre (gráfico 11).

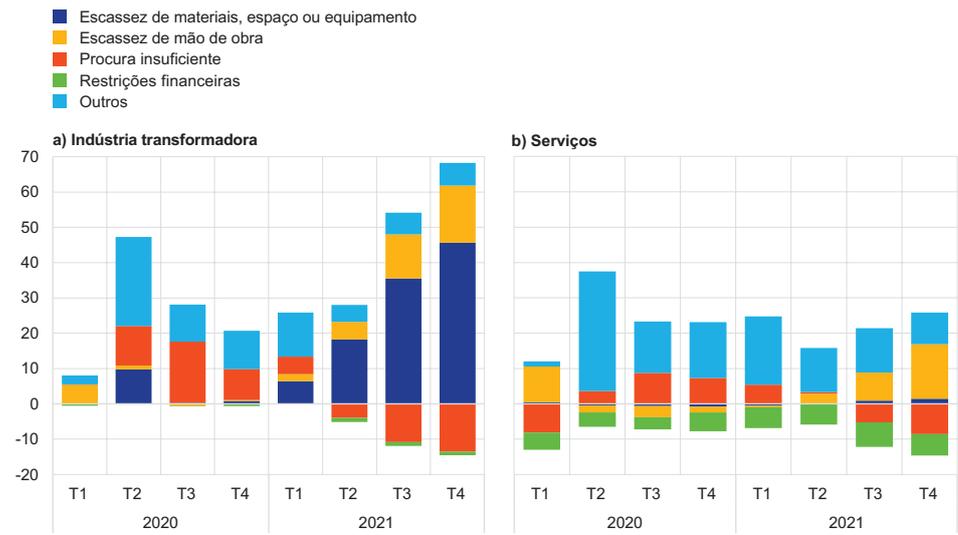
A escassez de materiais, equipamento e espaço aumentou para máximos históricos desde o segundo trimestre, existindo relatos generalizados de estrangulamentos da oferta de semicondutores, metais e plástico, a par de perturbações em curso no setor dos transportes. A escassez tem sido particularmente grave no setor industrial, restringindo o crescimento para apenas 0,1%, em termos trimestrais em cadeia, na indústria excluindo a construção e dando um contributo considerável para uma

contração de 0,6% no setor da construção no terceiro trimestre⁷. Ao invés, os setores de maior contacto direto com os clientes registaram um forte crescimento, apoiados pela flexibilização contínua das medidas de contenção e por elevados níveis de confiança dos consumidores⁸.

Gráfico 11

Fatores que limitam a atividade na área do euro

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



Fonte: Comissão Europeia.

Notas: A média de longo prazo é calculada relativamente ao período entre 2003 e 2019. Os inquéritos trimestrais são realizados no primeiro mês de cada trimestre. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2021 (outubro).

Prevê-se que o crescimento do PIB da área do euro tenha desacelerado consideravelmente no quarto trimestre, num contexto de elevados níveis de incerteza de curto prazo.

Embora se esperasse uma normalização das taxas de crescimento no seguimento da forte recuperação observada no verão, é provável que o atual abrandamento seja amplificado pelo efeito combinado da intensificação das perturbações nas cadeias de oferta, aumentos consideráveis dos preços dos produtos energéticos, um novo aumento acentuado das taxas de infeção por COVID-19 e novas preocupações acerca da variante Ómicron. A média do Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto para outubro e novembro desceu face à média registada no terceiro trimestre (de 58,4 para 54,8), embora o índice ainda apontasse para um crescimento. A queda foi generalizada, mas ligeiramente mais acentuada no setor da indústria transformadora do que nos serviços. O Indicador de Sentimento Económico disponibilizado pela Comissão Europeia registou uma ligeira deterioração em novembro, embora a média dos dois primeiros meses do quarto trimestre tenha permanecido em linha com a média registada no terceiro trimestre. Importa realçar, contudo, que os últimos inquéritos relativos ao IGC e ao Indicador de Sentimento Económico foram, em

⁷ Ver a caixa intitulada “Fontes de perturbações nas cadeias de oferta e respetivo impacto na indústria transformadora da área do euro”, na presente edição do *Boletim Económico*.

⁸ O setor do comércio, transporte e hospitalidade registou uma expansão de quase 7%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre, enquanto o setor das atividades artísticas e recreativas registou um crescimento de 12%. Contudo, ambos os setores ainda estavam algo longe dos respetivos níveis de atividade observados antes da pandemia.

geral, concluídos antes das recentes subidas acentuadas dos casos de COVID-19 e da subsequente reintrodução de restrições da atividade em alguns países da área do euro, além de terem sido realizados antes de serem identificados os primeiros casos da variante Ómicron na Europa. A confiança dos consumidores já havia diminuído – de níveis elevados – nos primeiros dois meses do quarto trimestre, após um ressurgimento da pandemia e fortes aumentos dos preços dos produtos energéticos, os quais limitaram o poder de compra das famílias. O inquérito trimestral da Comissão Europeia às empresas relativo ao quarto trimestre aponta para a intensificação da escassez de materiais e, cada vez mais, de mão de obra face ao terceiro trimestre (gráfico 11). É provável que esta escassez limite em maior grau do que anteriormente previsto a atividade de curto prazo através do comércio e do investimento. Embora a incerteza de curto prazo acerca do grau e da duração destes desafios permaneça elevada, os novos progressos nas campanhas de vacinação, os efeitos de aprendizagem de anteriores vagas da pandemia, a continuação de uma procura e de condições de crédito favoráveis para as empresas⁹ e o apoio direto às famílias para compensar grande parte do recente aumento dos preços dos produtos energéticos deverão conter o impacto da recente evolução negativa sobre a atividade.

O mercado de trabalho da área do euro continuou a melhorar no terceiro trimestre de 2021.

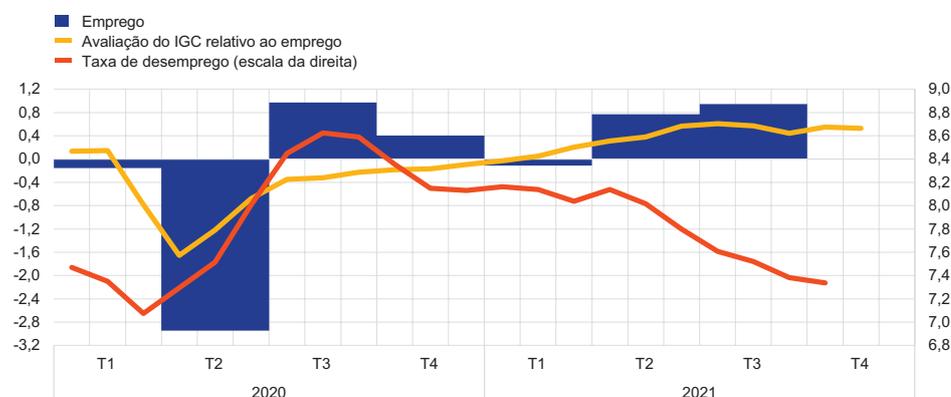
A procura de mão de obra voltou a aumentar no terceiro trimestre, como demonstrado pelo aumento das taxas de postos de trabalho por preencher. O emprego cresceu 0,9%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2021 (gráfico 12). Embora este aumento trimestral tenha sido o segundo mais elevado desde 1999, o emprego permaneceu 0,2% abaixo do nível registado antes da pandemia. A taxa de desemprego desceu novamente, situando-se em 7,3% em novembro, embora continue a ser apoiada em parte pelos trabalhadores abrangidos por regimes de manutenção de postos de trabalho. Estima-se que estes trabalhadores representem 2,0% da mão de obra no final do terceiro trimestre de 2021, tendo esta percentagem descido para 1,8% em outubro. Esta redução é considerável face à média de 6,3% nos primeiros cinco meses do ano, refletindo a flexibilização das restrições relacionadas com a pandemia. Além disso, a mão de obra continuou a aumentar, registando uma recuperação constante para apenas 0,5% abaixo do nível observado antes da pandemia no terceiro trimestre de 2021.

⁹ Ver igualmente a caixa intitulada “Condições de financiamento na ótica das empresas da área do euro”, na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 12

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

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

Os indicadores de curto prazo apontam para um novo fortalecimento do mercado de trabalho.

O indicador mensal do IGC compósito do emprego, que abrange tanto a indústria como os serviços, diminuiu ligeiramente para se situar em 55,3 em novembro, face a 55,5 em outubro, embora permaneça consideravelmente acima do limiar de 50, o qual indica uma expansão do emprego. O indicador do IGC para o emprego recuperou totalmente face ao mínimo histórico registado em abril de 2020, situando-se ainda perto do nível observado em julho de 2021, o mais elevado desde março de 2000.

O consumo privado continuou a registar uma retoma no terceiro trimestre, impulsionado pelo consumo de serviços.

O consumo privado aumentou 4,1%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2021. No entanto, o comércio a retalho cresceu apenas 0,8% no mesmo período. Um consumo agregado forte e um consumo de bens moderado sugerem que a retoma se deveu sobretudo aos serviços de maior contacto, em linha com a recuperação robusta das atividades turísticas durante os meses do verão. Ao invés, o consumo de bens prosseguiu uma dinâmica mais moderada no início do quarto trimestre, como mostram os dados de outubro relativos ao comércio a retalho (0,2% em termos mensais em cadeia) e aos registos de automóveis (-3,1% em termos mensais em cadeia).

Novos riscos relacionados com a pandemia constituem novamente uma fonte de preocupação para as famílias.

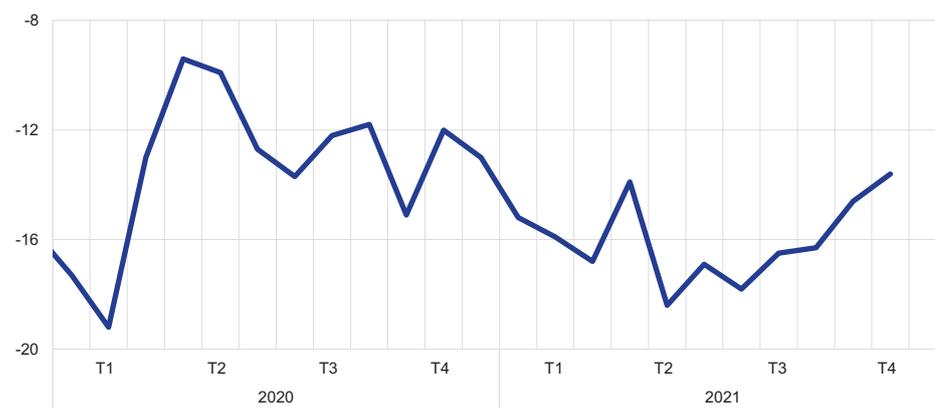
A confiança dos consumidores caiu para -6,8 em novembro, o valor mais baixo observado desde abril de 2021, parecendo refletir preocupações crescentes acerca da recente evolução da pandemia. Desde o verão, os inquiridos do inquérito mensal da Comissão Europeia aos consumidores têm demonstrado uma incerteza crescente sobre a sua situação financeira futura (gráfico 13). Dado que as notícias sobre a pandemia se tornaram mais negativas em novembro e dezembro, os valores mensais relativos à confiança dos consumidores podem ainda subestimar a

situação atual. Prevê-se que a evolução negativa da pandemia durante os meses do inverno condicione o consumo de serviços de maior contacto nos próximos trimestres.

Gráfico 13

Incerteza das famílias da área do euro acerca da sua situação financeira futura

(saldos em percentagem)



Fonte: Comissão Europeia.

Notas: Desde a primavera de 2019, o inquérito mensal da Comissão Europeia aos consumidores inclui uma pergunta adicional que questiona os inquiridos explicitamente sobre a facilidade com que as famílias são capazes de prever a sua situação financeira futura. As últimas observações referem-se a novembro de 2021.

O investimento das empresas (excluindo a construção) recuou no terceiro trimestre de 2021, apesar de uma forte procura de bens de investimento.

O investimento noutros setores exceto construção na área do euro (excluindo a Irlanda¹⁰) diminuiu 0,6%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2021, compensando uma expansão no trimestre precedente e permanecendo ligeiramente abaixo do nível anterior à pandemia, registado no último trimestre de 2019. Entre os países de maior dimensão da área do euro, o investimento noutros setores exceto construção aumentou na Itália e Espanha, tendo diminuído na Alemanha e nos Países Baixos e permanecido globalmente inalterado em França. No que se refere às componentes do investimento noutros setores exceto construção, o investimento em equipamento de transporte registou uma forte contração na área do euro pelo terceiro trimestre consecutivo, relacionada sobretudo com a escassez de fatores de produção, em resultado das perturbações em curso nas cadeias de oferta¹¹. Ao invés, o investimento em equipamento exceto equipamento de transporte e em produtos de propriedade intelectual continuou a registar uma expansão. Em paralelo com a escassez de equipamento e de mão de obra reportada, vista como um fator essencial que limita a produção na área do euro, os indicadores de curto prazo para o quarto trimestre de 2021 apontam para a continuação de uma forte procura de bens de investimento. As novas encomendas de bens de investimento continuam a aumentar, com o IGC referente a outubro a apontar claramente para um crescimento. A informação do inquérito aos bancos

¹⁰ A Irlanda foi excluída devido à elevada volatilidade dos dados sobre o investimento irlandeses, que, caso incluídos, ocultariam a evolução subjacente da área do euro.

¹¹ Para uma análise dos principais fatores subjacentes às perturbações nas cadeias de oferta e respetivo impacto na produção industrial da área do euro, ver a caixa intitulada "Fontes de perturbações nas cadeias de oferta e respetivo impacto na indústria transformadora da área do euro", na presente edição do *Boletim Económico*.

sobre o mercado de crédito da área do euro¹² também se encontra em consonância com uma expectativa otimista das atividades de investimento das empresas, dado que os bancos esperam um aumento da procura de empréstimos de longo prazo (tipicamente utilizados no financiamento do investimento) no quarto trimestre de 2021¹³.

O investimento em habitação diminuiu no terceiro trimestre do ano, sendo provável que se mantenha moderado devido à continuação de estrangulamentos do lado da oferta e incertezas relacionadas com a pandemia. O investimento na habitação no terceiro trimestre caiu 1,2% em relação ao nível observado no segundo trimestre. O indicador da Comissão Europeia relativo a tendências recentes na atividade de construção diminuiu consideravelmente, em média, nos primeiros dois meses do quarto trimestre, embora tenha permanecido consideravelmente acima da respetiva média de longo prazo. O IGC para a atividade no mercado da habitação aumentou ligeiramente, continuando a deslocar-se para terreno expansionista. Do lado das famílias, os dados do inquérito da Comissão Europeia mostram uma procura dinâmica, com as intenções a curto prazo dos consumidores de comprar ou construir uma casa a atingir o seu nível mais elevado desde o início de 2002, enquanto as intenções de renovar as suas casas atingiram o nível mais elevado de sempre no quarto trimestre de 2021. A procura favorável também se encontra refletida nos dados relativos às empresas, os quais revelam que a confiança voltou a melhorar, impulsionada por um novo aumento das avaliações das carteiras de encomendas por parte das empresas. Contudo, as preocupações em matéria de oferta também voltaram a aumentar, tendo as empresas reportado um novo aumento da escassez de materiais e de mão de obra, a qual já se encontrava em máximos históricos no terceiro trimestre. Estes estrangulamentos do lado da oferta também se refletem nos últimos inquéritos do IGC, os quais apresentam prazos de entrega dos fornecedores muito longos e deverão ter contribuído para a avaliação ligeiramente menos otimista das empresas de construção para a atividade empresarial nos próximos doze meses.

Embora o comércio líquido tenha dado um contributo positivo para o crescimento do PIB no terceiro trimestre, as exportações de bens foram condicionadas pela continuação de perturbações do lado da oferta. No terceiro trimestre de 2021, as exportações da área do euro aumentaram 1,2%, em termos trimestrais em cadeia, enquanto as importações registaram uma expansão de 0,7%, o que resultou num contributo de 0,3 pontos percentuais para o crescimento do PIB. O comércio de bens e serviços registou resultados divergentes. As exportações e importações de bens diminuíram (1,0% e 0,9%, respetivamente, em termos trimestrais em cadeia), dado que a procura mundial abrandou e as perturbações do lado da oferta persistiram. Ao invés, as exportações e importações de serviços registaram uma forte expansão (7,3% e 5,9%, respetivamente, em termos trimestrais em cadeia), tendo as exportações sido impulsionadas por taxas de crescimento de dois dígitos em países que são destinos turísticos no

¹² Ver [The euro area bank lending survey – Third quarter of 2021](#).

¹³ Para uma análise da perceção das condições de financiamento na área do euro com base no inquérito sobre o acesso a financiamento das empresas (*Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – SAFE*), ver a caixa intitulada “Condições de financiamento na ótica das empresas da área do euro”, na presente edição do *Boletim Económico*.

verão. Em termos prospetivos, os indicadores baseados em encomendas para as exportações de bens sinalizam uma moderação da procura. Além disso, a nova intensificação da pandemia ameaça a recuperação das exportações de serviços, em particular dos serviços relacionados com viagens. Os dados relativos a passageiros e voos mostram uma desaceleração da recuperação a partir de setembro de 2021, enquanto os indicadores prospetivos com base em encomendas e expectativas apontam para um abrandamento do dinamismo nos próximos meses.

Apesar das incertezas de curto prazo, espera-se que a atividade da área do euro exceda os níveis registados antes da crise no decurso de 2022.

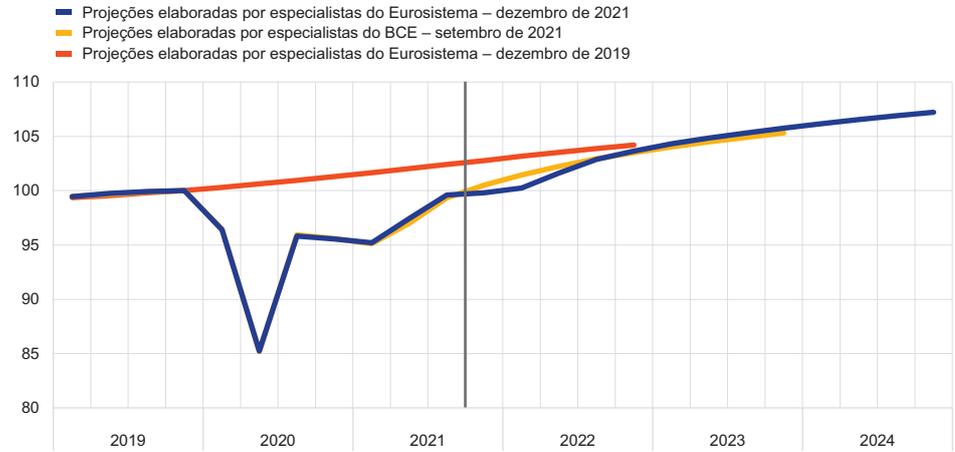
As perspetivas a médio prazo preveem um novo fortalecimento da procura interna, em paralelo com uma melhoria do mercado de trabalho e o fortalecimento do crescimento mundial, à medida que as perturbações de curto prazo se atenuam, bem como a continuação do apoio tanto da política monetária como das políticas orçamentais na transição para um crescimento autossuficiente. Acresce que os progressos na implementação do programa do “Next Generation EU” são um fator adicional que ajuda a suportar a retoma. Esta situação encontra-se refletida nas projeções macroeconómicas para a área do euro de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, segundo as quais o crescimento do PIB real anual se situará em 5,1% 2021, 4,2% em 2022, 2,9% em 2023 e 1,6% em 2024 (gráfico 14). Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, o perfil de crescimento foi revisto em baixa para 2022, mas em alta para 2023. As revisões em baixa no curto prazo refletem a recente intensificação dos estrangulamentos da oferta a nível mundial e as restrições mais rigorosas relacionadas com a pandemia face ao ressurgimento do número de casos de COVID-19 em alguns países da área do euro, que se espera agora que continuem em 2022. Por conseguinte, prevê-se agora que a atividade trimestral na área do euro regresse aos níveis registados antes da pandemia no primeiro trimestre de 2022 (um trimestre mais tarde do que o previsto nas projeções de setembro de 2021). Contudo, espera-se que o crescimento registre uma forte recuperação no final de 2022, à medida que se dissipam gradualmente estes fatores adversos. Consequentemente, prevê-se agora que o PIB da área do euro cresça acima do nível previsto nas projeções de setembro de 2021 até ao final de 2022, o que resultaria em efeitos de repercussão consideráveis em 2023 e numa revisão em alta do crescimento anual nesse ano¹⁴.

¹⁴ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2021](#).

Gráfico 14

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

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



Fontes: Eurostat e as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2021](#).

Nota: A linha vertical indica o início das projeções de dezembro de 2021, seguindo a última observação para o PIB real da área do euro, relativa ao terceiro trimestre de 2021.

A inflação homóloga na área do euro atingiu um máximo histórico de 4,9% em novembro de 2021 de acordo com a estimativa provisória do Eurostat. O aumento da inflação reflete sobretudo uma subida acentuada dos preços dos produtos energéticos. Em novembro, a inflação dos preços dos produtos energéticos representou mais de metade da inflação global. A procura continuou também a ser superior à oferta limitada em alguns setores. As consequências são particularmente visíveis nos preços dos bens duradouros e dos serviços de consumo que reabriram recentemente. Os efeitos de base relacionados com o fim da redução do IVA na Alemanha continuam a contribuir para uma inflação mais elevada, mas apenas até ao final de 2021. Espera-se que a inflação permaneça elevada no curto prazo, mas que diminua no decurso de 2022. Ao longo do tempo, o regresso gradual da economia a um funcionamento pleno e novas melhorias no mercado de trabalho deverão apoiar um crescimento mais rápido dos salários, sustentado por um movimento ascendente de expectativas de inflação no sentido do objetivo. Estes fatores ajudarão a inflação subjacente a subir e farão a inflação global regressar ao objetivo no médio prazo. Esta evolução reflete-se nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, que preveem uma inflação homóloga de 2,6% em 2021, 3,2% em 2022, 1,8% em 2023 e 1,8% em 2024 – revisto em alta face às projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE. Projeta-se que a inflação excluindo produtos alimentares e produtos energéticos se situe, em média, em 1,4% em 2021, 1,9% em 2022, 1,7% em 2023 e 1,8% em 2024, valores também superiores aos das projeções de setembro de 2021.

A inflação medida pelo IHPC atingiu um máximo histórico em novembro de 2021 (gráfico 15). De acordo com a estimativa provisória do Eurostat para novembro, a inflação medida pelo IHPC registou novamente um aumento acentuado, de 3,4% em setembro para 4,1% em outubro e 4,9% em novembro. Este é o valor mais elevado da inflação medida pelo IHPC desde o início da União Económica e Monetária em 1999. O aumento foi impulsionado por uma nova subida da inflação dos preços dos produtos energéticos, que representou pouco mais de metade da inflação global em novembro, atingindo um máximo histórico de 27,4% após 17,6% em setembro. No entanto, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos (IHPCX) também aumentou substancialmente, de 1,9% em setembro para 2,0% em outubro e 2,6% em novembro – o valor mais elevado desde 1999. Esta subida reflete aumentos acentuados tanto na inflação dos serviços (que subiu de 1,7% em setembro para 2,7% em novembro) como na inflação dos produtos industriais não energéticos (que passou de 2,1% em setembro para 2,4% em novembro)¹⁵. A taxa de inflação na área do euro também continuou a ser afetada pelas alterações à taxa do IVA na Alemanha em 2020 – afetando a inflação até

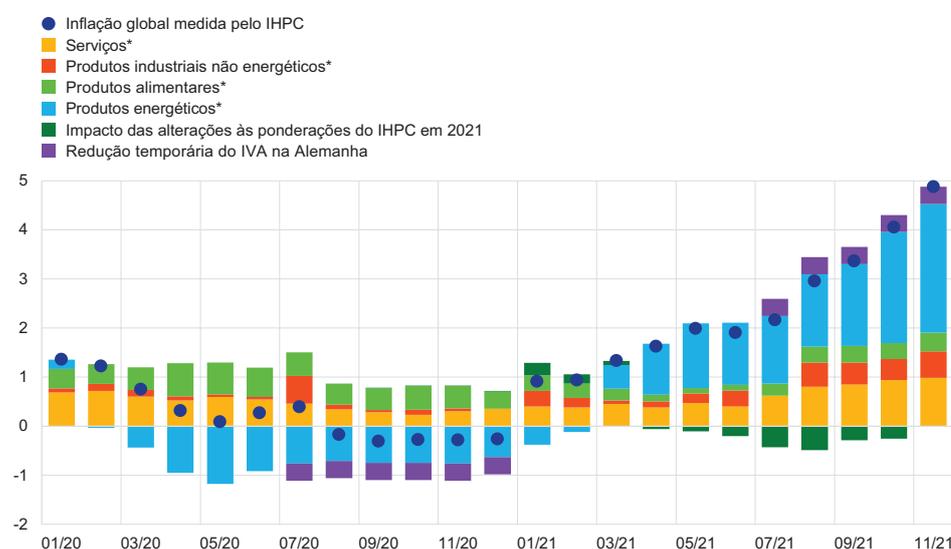
¹⁵ Excluindo o efeito da alteração às ponderações do IHPC, o aumento da inflação dos serviços foi um pouco mais moderado, subindo de 2,2% em setembro para 2,5% em novembro.

ao final de 2021 – e às ponderações do IHPC¹⁶. Excluir o impacto no sentido ascendente sobre as taxas de variação homólogas, provocado pela inversão da redução temporária da taxa do IVA na Alemanha em janeiro de 2021, reduziria a inflação global em 0,35 pontos percentuais para o período desde julho. Além disso, enquanto a alteração às ponderações do IHPC exerceu um impacto atenuante em outubro, não fez qualquer diferença em novembro. Excluindo o impacto da redução do IVA e das alterações às ponderações do IHPC, quer o nível da inflação, quer o movimento ascendente entre outubro e novembro seriam um pouco menos significativos.

Gráfico 15

Inflação global e respetivas componentes

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



Fontes: Eurostat, cálculos de especialistas do BCE e exercício de projeção da inflação a curto prazo (*Narrow Inflation Projection Exercise*).

Notas: As componentes assinaladas com * excluem o impacto das alterações às ponderações do IHPC em 2021 e a redução temporária do IVA na Alemanha em 2020. O impacto das alterações às ponderações do IHPC é estimado pelo BCE e o impacto em novembro pode alterar-se dependendo da divulgação integral do Eurostat para esse mês. As últimas observações referem-se a novembro de 2021 (estimativas provisórias).

O aumento da inflação dos preços dos produtos energéticos para um máximo histórico refletiu, em larga medida, a recuperação acentuada dos preços mundiais das matérias-primas. A evolução dos preços do petróleo deu origem a um contributo elevado da componente de combustíveis do IHPC. No entanto, os aumentos recentes dos preços no consumidor do gás e eletricidade resultaram também em maiores contributos destas componentes em novembro, representando mais de 0,8 pontos percentuais da inflação global (gráfico 16) pela primeira vez desde 1999. O maior contributo da componente do gás foi impulsionado pela subida dos preços do gás por grosso ao nível europeu e mundial, elevando os preços da eletricidade por grosso da União Europeia, dado que estes assentam nos custos marginais de curto prazo das centrais elétricas. Os preços das licenças de emissão mais elevados ao abrigo do Comércio

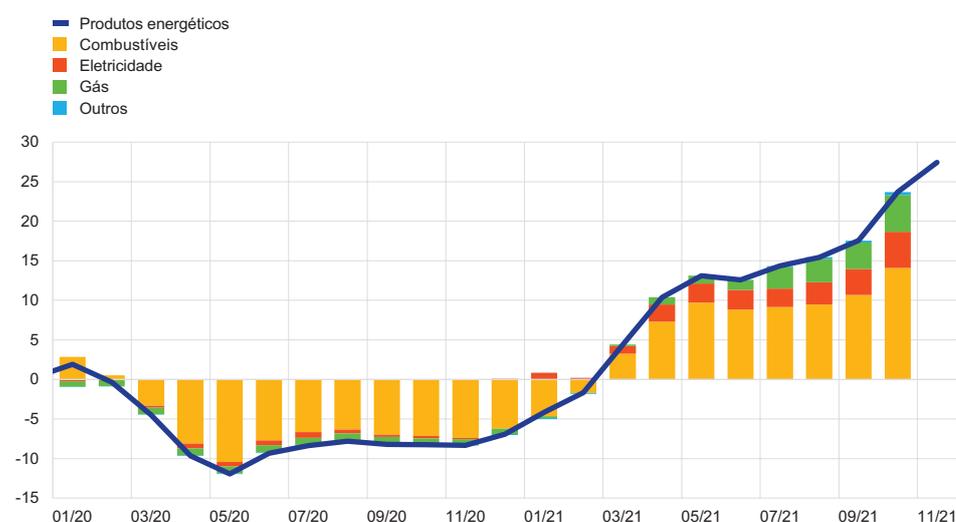
¹⁶ Para uma análise detalhada sobre o papel das alterações às ponderações do IHPC na medição da inflação em 2021, ver a caixa intitulada [Ponderações do IHPC para 2021 e as suas implicações para a medição da inflação](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2021.

Europeu de Licenças de Emissão também exerceram um impacto ascendente, ainda que muito menor. Para uma análise das perspetivas de inflação dos preços dos produtos energéticos relativamente a estes fatores, ver a caixa intitulada “Evolução dos preços das matérias-primas energéticas e implicações para as projeções relativas à componente de preços dos produtos energéticos do IHPC” nas [projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema](#).

Gráfico 16

Decomposição da inflação dos preços dos produtos energéticos

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: “Combustíveis” refere-se à componente do IHPC “combustíveis líquidos e combustíveis e lubrificantes para equipamento de transporte pessoal”. “Outros” inclui as rubricas “combustíveis sólidos” e “energia para aquecimento” no nível de agregação de 5 dígitos da COICOP. COICOP significa classificação do consumo individual por objetivo (*classification of individual consumption according to purpose*). As últimas observações referem-se a outubro de 2021 para as subcomponentes da COICOP e a novembro de 2021 para a inflação dos preços dos produtos energéticos.

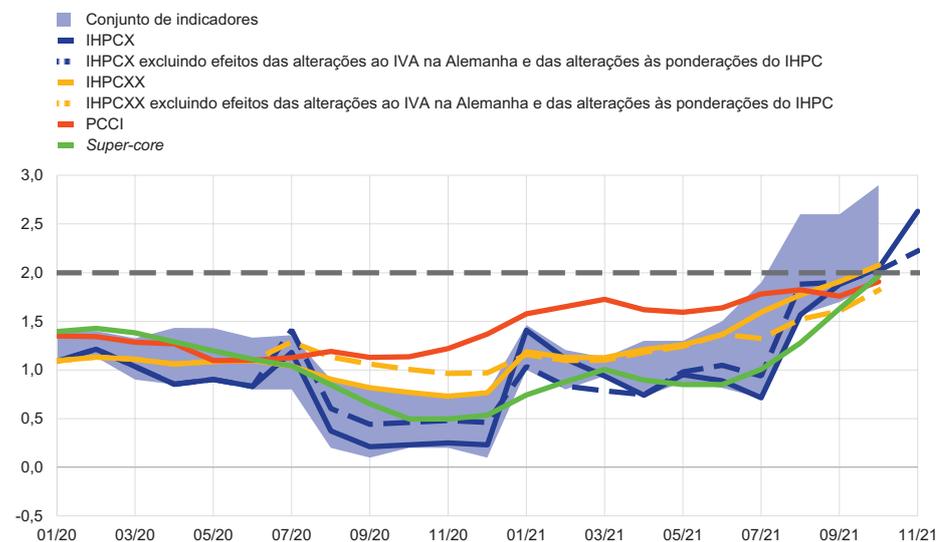
Os indicadores da inflação subjacente continuaram a aumentar (gráfico 17).

O IHPCX subiu para 2,6% em novembro (estimado em 2,5% excluindo os efeitos das alterações às ponderações do IHPC e em 2,2% considerando também a redução do IVA na Alemanha em 2020). Os dados relativos a outros indicadores da inflação subjacente só se encontram disponíveis até outubro. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado (IHPCXX) subiu de 1,9% em setembro para 2,1% em outubro, enquanto o indicador da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) baseado em modelos cresceu de 1,8% para 1,9% no mesmo período. O indicador *super-core*, que inclui rubricas sensíveis ao ciclo, aumentou pelo quarto mês consecutivo, situando-se em 2,0% em outubro comparando com 1,6% em setembro. Neste momento, a distribuição das taxas de inflação entre rubricas do IHPC é muito vasta e 46% das rubricas incluídas no IHPCX registaram taxas de inflação superiores a 2%. Tal implica que os indicadores da inflação subjacente baseados na exclusão, especialmente as denominadas médias aparadas, extraídas das rubricas do cabaz do IHPC, ainda incluem várias rubricas com taxas de crescimento relativamente elevadas e voláteis que, nos últimos meses,

elevaram as medidas correspondentes até ao limite superior do conjunto de indicadores da inflação subjacente¹⁷.

Gráfico 17 Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O conjunto de indicadores da inflação subjacente inclui IHPC excluindo produtos energéticos, IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados, IHPCX (IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares), IHPCXX (IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado), as médias aparadas de 10% e 30% e a mediana ponderada. As últimas observações referem-se a novembro de 2021 para o IHPCX e a outubro de 2021 para todos os outros indicadores.

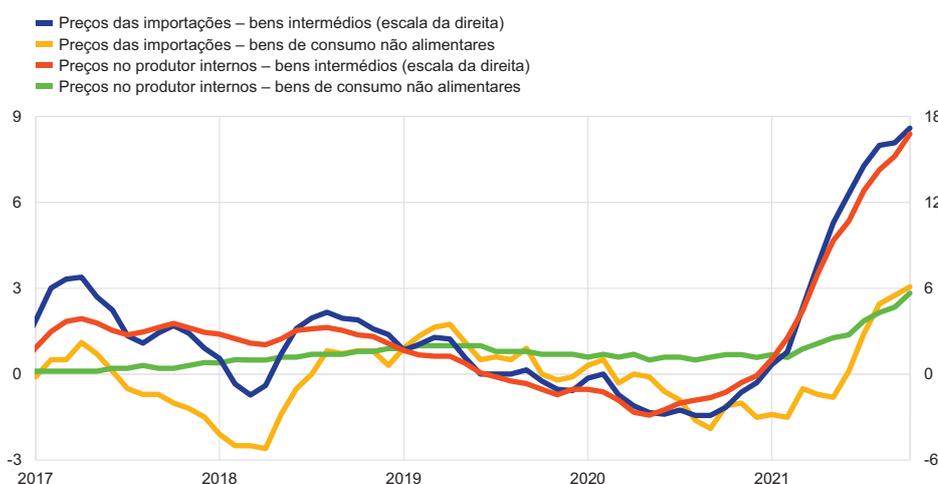
As pressões acumuladas sobre os preços dos produtos industriais não energéticos continuaram a intensificar-se em outubro (gráfico 18). Nas fases iniciais dos fatores de produção, a taxa de variação homóloga dos preços no produtor nas vendas internas de bens intermédios subiu acentuadamente, de 14,3% em agosto para 15,2% em setembro e 16,8% em outubro, enquanto a taxa de variação homóloga dos preços das importações de bens intermédios aumentou de 16,0% em agosto para 16,2% em setembro e 17,2% em outubro. As pressões acumuladas estenderam-se até às fases mais avançadas da cadeia de preços: a inflação dos preços no produtor nas vendas internas de bens de consumo não alimentares continuou a aumentar, de 2,2% em agosto para 2,3% em setembro e 2,8% em outubro – um novo máximo histórico – enquanto a inflação dos preços das importações de bens de consumo não alimentares subiu de 2,4% em agosto para 2,8% em setembro e 3,1% em outubro, o que pode ser também atribuível à recente depreciação da taxa de câmbio efetiva nominal do euro. Este aumento das pressões acumuladas sobre os preços ocorre num contexto em que os aumentos dos preços mundiais das matérias primas (reforçados pela depreciação do euro) e os estrangulamentos do lado da oferta estão a afetar os custos de produção das empresas, levantando a questão de qual será, finalmente, a amplitude da

¹⁷ As médias aparadas (que removem cerca de 5% ou 15% de cada aba de distribuição das variações anuais de preços) situam-se muito acima do objetivo de 2%, pois incluem algumas rubricas de produtos energéticos com taxas de inflação muito elevadas neste momento. Para mais informações sobre estas 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.

transmissão destas pressões aos preços dos bens de consumo. Resultados recentes do inquérito telefónico às empresas (*Corporate Telephone Survey*) mostram que as empresas antecipavam uma maior transmissão dos custos dos fatores de produção não só a outras empresas, mas também aos consumidores¹⁸. No entanto, no contexto atual de pandemia, subsiste ainda uma grande incerteza quanto ao nível de transmissão destas pressões acumuladas aos preços dos bens de consumo.

Gráfico 18 Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

Até ao momento, as pressões sobre os salários mantiveram-se moderadas, mas as medidas de crescimento dos salários continuam a ser distorcidas devido aos desenvolvimentos relacionados com a pandemia. O crescimento

da remuneração por empregado e da remuneração por hora convergiram no terceiro trimestre de 2021, após se ter verificado um grande desvio entre as duas medidas no segundo trimestre, com um crescimento anual da remuneração por empregado a registar uma moderação para 3,0% no terceiro trimestre, descendo de 7,2% no segundo trimestre, e a remuneração por hora a subir de -4,5% no segundo trimestre para 2,0% no terceiro trimestre (gráfico 19). Estes movimentos significativos nas taxas de crescimento homólogas refletem sobretudo os efeitos de base associados à evolução registada em 2020, em que os regimes de trabalho a tempo parcial e de *lay-off* temporário significavam que os trabalhadores mantinham a sua situação laboral, mas trabalhavam um número de horas menor. No entanto, medidas em termos de política mantêm-se em vigor e continuam a distorcer, até certo ponto, as medidas de crescimento dos salários. Os salários negociados, que não são diretamente afetados pelas horas trabalhadas ou pelo registo de benefícios provenientes de regimes de manutenção de postos de trabalho, diminuíram para

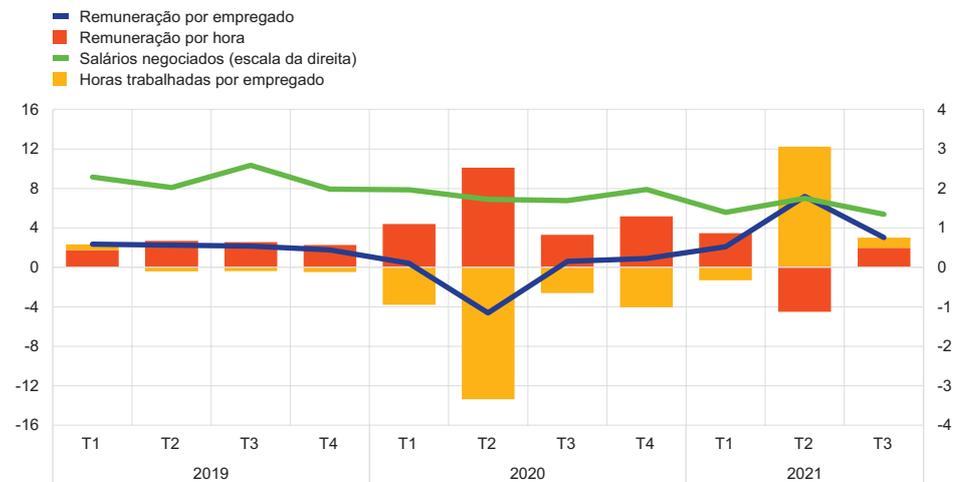
¹⁸ Ver a caixa intitulada [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021.

1,3% no terceiro trimestre de 2021, após registarem 1,8% no segundo trimestre¹⁹. Embora esta medida seja mais estável do que o crescimento real dos salários, implica também alguma volatilidade, pois inclui alguns pagamentos pontuais especiais relacionados com a pandemia. Embora os salários negociados sugiram um crescimento dos salários apenas moderado, os dados cobrem, provavelmente, negociações concluídas antes da recente subida da inflação.

Gráfico 19

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2021.

Os indicadores baseados no mercado da compensação pela inflação demonstraram uma volatilidade significativa dentro do período, aumentando acentuadamente na primeira metade do período em análise e invertendo apenas alguns desses aumentos na segunda metade, enquanto as medidas das expectativas de inflação baseadas em inquéritos aumentaram no segundo semestre de 2021. As tensões persistentes nas cadeias de oferta, o aumento dos preços dos produtos energéticos e surpresas positivas relativas à inflação na área do euro continuaram a exercer pressão em sentido ascendente sobre as taxas de *swaps* indexados à inflação (*inflation-linked swaps* – ILS) da área do euro na primeira parte do período em análise. As taxas ILS a prazo registaram um pico no final de outubro, com níveis acima de 2% para horizontes superiores a 5 anos. Por exemplo, a taxa de *swap* indexado à inflação a 5 anos com uma antecedência de 5 anos atingiu 2,1%, um nível observado pela última vez durante o verão de 2014. Invertendo alguns destes aumentos, os indicadores baseados no mercado da compensação pela inflação têm decrescido desde o final do mês de outubro em ambos os lados do Atlântico, num contexto de queda de preços dos produtos energéticos, particularmente do petróleo. De um modo geral, os mercados estão a contar com uma subida da inflação no curto prazo na área do euro que será mais

¹⁹ 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?](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2020.

acentuada e mais persistente do que o antecipado anteriormente. Ao mesmo tempo, estão a contar com um carácter provisório relativamente à subida da inflação, com a taxa de *swap* indexado à inflação a 1 ano com uma antecedência de 1 ano situando-se em 1,7% e a taxa de *swap* indexado à inflação a 5 anos com uma antecedência de 5 anos situando-se ligeiramente acima, em 1,8%. No entanto, as opções da inflação assinalam um risco cada vez maior de que a inflação média exceda níveis muito superiores a 2% nos próximos 5 anos, enquanto o risco de que a inflação ultrapasse os 3% se mantém baixo. Numa perspetiva de mais longo prazo, estimativas baseadas em modelos mostram que o aumento significativo das medidas baseadas no mercado da compensação pela inflação desde meados de 2020 pode ser atribuído, sobretudo, a prémios de risco de inflação (para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Decomposição das medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação em expectativas de inflação e prémios de risco”, na presente edição do *Boletim Económico*). Durante o verão, observou-se um aumento nos indicadores das expectativas de inflação com base em inquéritos que – tal como as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – serve de suporte à noção de um perfil de inflação com uma trajetória em forma de “U” invertido. De acordo com o Inquérito a Analistas Profissionais do BCE para o quarto trimestre de 2021, realizado na primeira semana de outubro, e as previsões da Consensus Economics de outubro, as expectativas de inflação a mais longo prazo aumentaram para 1,9% (gráfico 20).

Gráfico 20

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, BCE (Inquérito a Analistas Profissionais), Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, dezembro de 2021 e cálculos do BCE.

Notas: Os indicadores baseados no mercado das séries da compensação pela inflação têm por base a taxa de inflação à vista a 1 ano e a taxa a prazo a 1 ano/com uma antecedência de 1 ano, a taxa a prazo a 1 ano/com uma antecedência de 2 anos, a taxa a prazo a 1 ano/com uma antecedência de 3 anos e a taxa a prazo a 1 ano/com uma antecedência de 4 anos. As últimas observações sobre os indicadores da compensação pela inflação baseados no mercado referem-se a 15 de dezembro de 2021. O Inquérito a Analistas Profissionais (*Survey of Professional Forecasters - SPF*) conduzido pelo BCE para o quarto trimestre de 2021 foi realizado entre 1 e 11 de outubro de 2021. A data de fecho dos dados da Consensus Economics é 8 de dezembro para 2021 e 2022 e 14 de outubro de 2021 para 2023, 2024, 2025 e 2026.

A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 1 de dezembro de 2021.

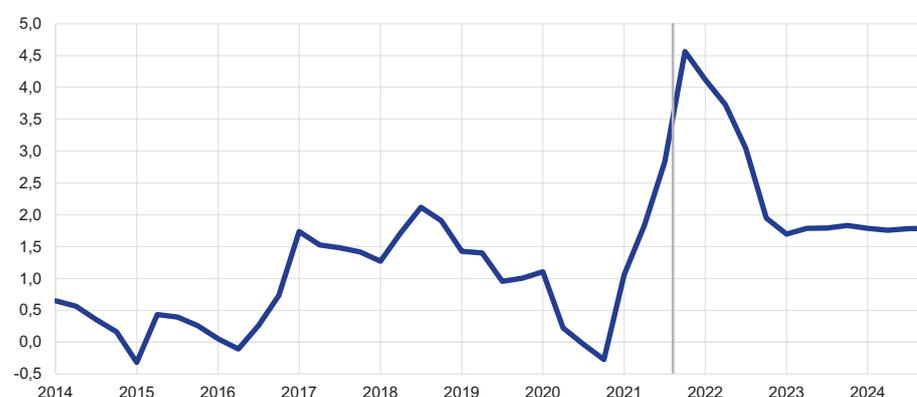
De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, prevê-se que a inflação se mantenha mais elevada durante mais tempo, mas que caia para valores inferiores ao objetivo de 2% em 2023 e 2024.

Tendo atingido 4,9% em novembro de 2021, a inflação medida pelo IHPC deverá diminuir acentuadamente no decurso de 2022 antes de estabilizar em 2023 para valores inferiores ao do objetivo de inflação. As projeções de referência apontam para que a inflação global medida pelo IHPC registre uma média de 2,6% em 2021, 3,2% em 2022, 1,8% em 2023 e 1,8% em 2024 (gráfico 21). Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, a projeção para a inflação medida pelo IHPC foi revista em alta para todo o horizonte de projeção, mais especificamente 0,4 pontos percentuais para 2021, 1,5 pontos percentuais para 2022 e 0,3 pontos percentuais para 2023. Os preços elevados dos produtos energéticos (para combustíveis para transportes, eletricidade e gás), a maior procura no contexto da reabertura da economia e os aumentos dos preços no produtor resultantes de estrangulamentos do lado da oferta a nível mundial e de maiores custos de transporte conduziram a um forte aumento das pressões inflacionistas, que deverão igualmente sustentar a inflação, também em 2022. No entanto, espera-se que a inflação medida pelo IHPC diminua em 2022 devido, sobretudo, a efeitos de base tanto nas componentes de preços dos produtos energéticos como de preços dos produtos não energéticos, em parte relacionados com a inversão da redução temporária da taxa do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) na Alemanha em janeiro de 2021. Projeta-se que o IHPCX imite globalmente a evolução de curto prazo da inflação global fortalecendo-se no final do horizonte de projeção, situando-se em 1,4% em 2021, 1,9% em 2022, 1,7% em 2023 e em 1,8% em 2024. As revisões em alta do IHPCX refletem de igual modo o impacto dos estrangulamentos do lado da oferta. O fortalecimento projetado para a inflação subjacente no final do horizonte é sustentado pela recuperação económica, crescimento mais forte dos salários e expectativas de inflação mais elevada.

Gráfico 21

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, dezembro de 2021. Notas: A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2021 (dados) e ao quarto trimestre de 2024 (projeções). A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 1 de dezembro de 2021.

5 Moeda e crédito

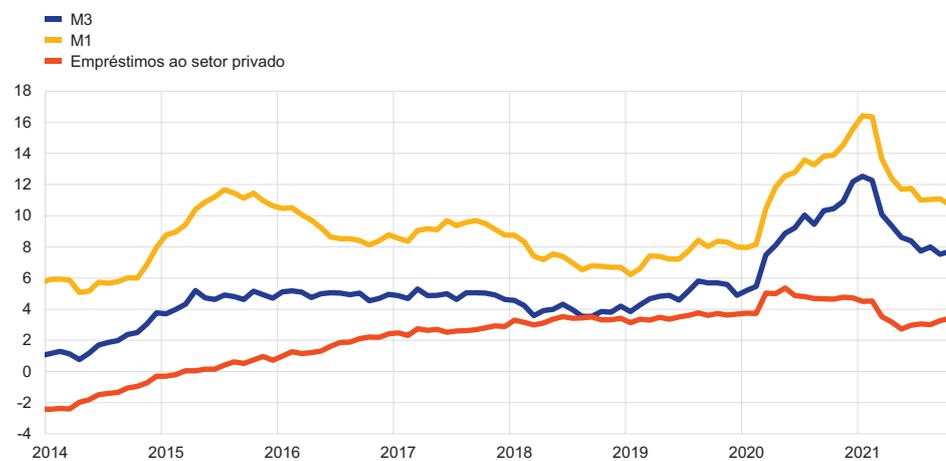
A criação de moeda na área do euro aumentou em outubro de 2021, refletindo uma maior incerteza relacionada com a pandemia de coronavírus (COVID-19) e medidas de apoio em termos de políticas. As compras de ativos pelo Eurosistema continuaram a ser a principal fonte de criação de moeda. O crescimento dos empréstimos ao setor privado aumentou ligeiramente, continuando a beneficiar de condições de financiamento favoráveis, enquanto as necessidades em termos de fundo de maneiço das empresas sustentaram a procura de empréstimos de curto prazo. No terceiro trimestre, o volume total do financiamento externo das empresas cresceu, apoiado pela emissão de títulos de dívida e por empréstimos bancários às empresas. O custo global do financiamento externo das empresas aumentou ligeiramente no período entre julho e outubro de 2021 – impulsionado pelo custo de obtenção de capitais próprios – mas permaneceu bem abaixo do pico observado no início da pandemia.

Em outubro de 2021, o crescimento do agregado monetário largo subiu. A taxa de crescimento homóloga do M3 aumentou para 7,7% em outubro, face a 7,5% em setembro (gráfico 22), impulsionada por entradas significativas que coincidiram com uma maior incerteza relacionada com o impacto que a quarta vaga de COVID-19 teria na economia europeia. O ritmo trimestral do crescimento do agregado monetário continuou a aproximar-se da sua média de mais longo prazo. Do lado das componentes, o principal fator impulsionador do crescimento do M3 foi o agregado monetário estreito M1, que inclui as componentes mais líquidas do M3. Durante a pandemia, os detentores de moeda apresentaram, no geral, uma forte preferência por ativos líquidos, refletindo motivos de precaução. Com a flexibilização das medidas de contenção na primavera e no verão de 2021 e a retoma da atividade económica, o crescimento do M1 moderou-se no segundo e terceiro trimestres de 2021, no seguimento das taxas de crescimento elevadas observadas durante o primeiro ano da pandemia. Em outubro, a taxa de crescimento homóloga do M1 registou nova redução, de 11,1% para 10,7%, refletindo sobretudo a evolução dos depósitos *overnight*. Entretanto, a taxa de crescimento homóloga da moeda em circulação, que tinha vindo a diminuir desde o primeiro trimestre de 2021, estabilizou em 8,5% em outubro. O contributo de outros depósitos de curto prazo manteve-se negativo nesse mês, refletindo uma redução da procura de depósitos a prazo. Além disso, o contributo dos instrumentos negociáveis aumentou face a um nível muito reduzido, devido ao comportamento de procura de rentabilidade numa conjuntura de taxas de juro baixas.

Gráfico 22

M3, M1 e empréstimos ao setor privado

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



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). As últimas observações referem-se a outubro de 2021.

O crescimento dos depósitos *overnight* registou nova moderação. A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* caiu para 11,1% em outubro, face a 11,5% em setembro. A descida foi motivada sobretudo pelas famílias, que dão o maior contributo numa perspetiva setorial. No início da pandemia, os fluxos de entrada de depósitos foram substanciais dado que a poupança das famílias aumentou em consequência das medidas de contenção e as empresas criaram reservas de liquidez adicionais. Numa conjuntura de maior incerteza, estas entradas prosseguiram então após a fase inicial da pandemia²⁰. Mais recentemente, as famílias começaram a reduzir a respetiva taxa de poupança, visto que a confiança dos consumidores cresceu e surgiram melhores oportunidades de despesa. Dados os progressos nas campanhas de vacinação e uma retoma da atividade económica, o ritmo trimestral ao qual as famílias e as empresas acumulam depósitos bancários abrandou, regressando à sua média anterior à pandemia. O crescimento das detenções de depósitos pelas empresas e pelas famílias variou entre os países, refletindo diferenças tanto nas necessidades de liquidez das empresas como nas medidas de apoio (orçamental) nacionais.

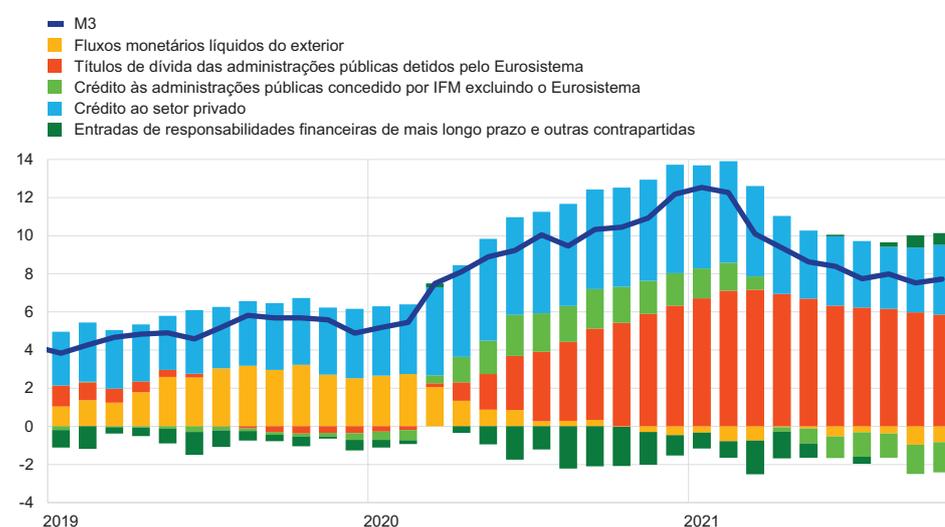
A criação de moeda continuou a ser impulsionada pelas compras de ativos do Eurosistema em outubro de 2021. À semelhança dos trimestres anteriores, o maior contributo para o crescimento do M3 resultou das compras líquidas pelo Eurosistema de títulos de dívida pública no contexto do programa de compra de ativos (*asset purchase programme – APP*) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme – PEPP*) (parte a vermelho das barras do gráfico 23). Do mesmo modo, como em trimestres anteriores, o crédito ao setor privado apoiou significativamente a criação de moeda (parte a azul das barras). Outras contrapartidas também sustentaram o crescimento do agregado monetário largo (parte a verde-escuro das barras),

²⁰ Ver a caixa intitulada [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021.

visto que as condições favoráveis para as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas) incentivaram o afastamento do financiamento bancário de responsabilidades de mais longo prazo. No entanto, dois fatores atenuaram a criação de moeda: primeiro, as vendas de obrigações de dívida pública ou a menor emissão de títulos de dívida pública (parte a verde-claro das barras), que resultaram na redução do crédito bancário às administrações públicas; e segundo, as saídas monetárias externas líquidas (parte a amarelo das barras), impulsionadas pelo reforço da substituição de carteiras e coincidindo com um enfraquecimento da taxa de câmbio efetiva do euro.

Gráfico 23 M3 e respetivas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

Notas: O crédito ao setor privado inclui empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) ao setor privado e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Como tal, também abrange as compras pelo Eurosistema de títulos de dívida de instituições financeiras não monetárias ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial e do PEPP. As últimas observações referem-se a outubro de 2021.

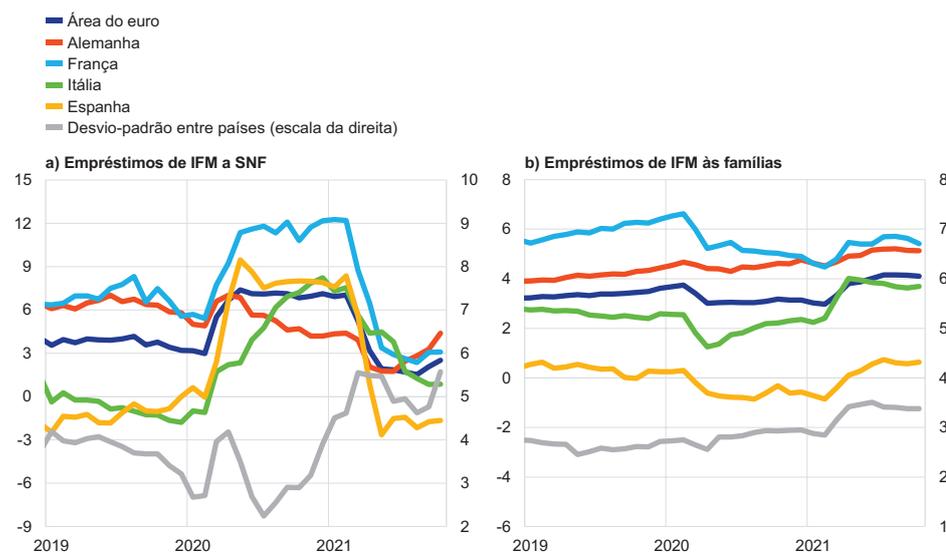
O crescimento dos empréstimos ao setor privado subiu ligeiramente em outubro de 2021 (gráfico 22). Os empréstimos às empresas e às famílias continuaram a beneficiar de condições de financiamento favoráveis e da melhoria das perspetivas económicas. Após uma moderação no primeiro semestre, o crescimento dos empréstimos ao setor privado subiu para 3,4% em outubro, face a 3,2% em setembro, impulsionado pelo crédito às empresas. A taxa de crescimento homologa dos empréstimos às empresas aumentou para 2,5% em outubro, face a 2,1% em setembro, impulsionada por um aumento dos empréstimos de curto prazo que esteve provavelmente relacionado com as necessidades em termos de fundo de maneo das empresas. Paralelamente, o crescimento dos empréstimos manteve-se moderado devido aos saldos de caixa elevados, ao reforço de fundos gerados internamente e à disponibilidade de outras fontes de financiamento não bancário, que continuaram a afetar a procura de empréstimos bancários por parte das empresas. A taxa de crescimento dos empréstimos às famílias permaneceu inalterada em 4,1% em outubro (gráfico 24). O crédito hipotecário continuou a ser o principal fator impulsionador do endividamento das famílias, com o crescimento

do crédito ao consumo a permanecer moderado. A evolução dos empréstimos oculta igualmente diferenças consideráveis entre países da área do euro, as quais refletem, entre outros aspetos, a desigualdade quer no impacto da pandemia quer no progresso da retoma económica.

Gráfico 24

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

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



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas e titularização. No caso das sociedades não financeiras (SNF), os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a outubro de 2021.

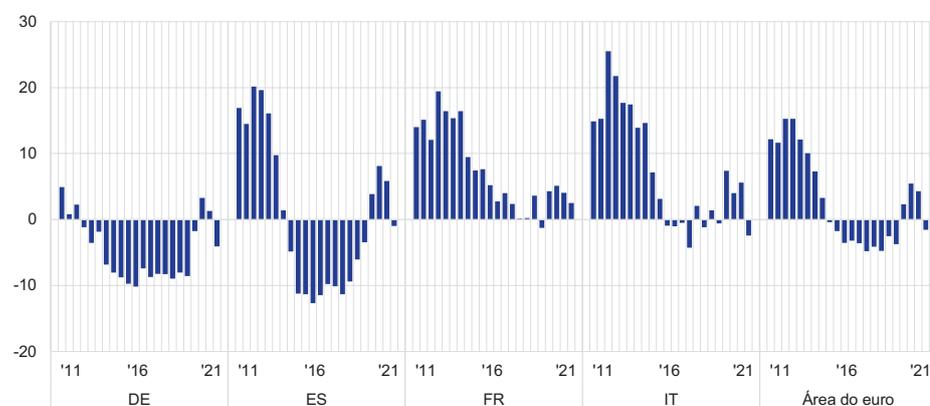
As pequenas e médias empresas (PME) reportaram recentemente uma melhoria no acesso ao financiamento externo durante os últimos seis meses em comparação com o início de 2021 e preveem novas melhorias no futuro.

De acordo com o inquérito sobre o acesso a financiamento das empresas ([Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE](#)) de novembro de 2021, as PME da área do euro achavam que a melhoria do seu acesso a fundos externos tinha superado as subidas correspondentes das suas necessidades de financiamento, resultando num desvio de financiamento externo ligeiramente negativo de -2% (face a 4%) (gráfico 25). Além do mais, essas respostas ao SAFE mostraram que as PME – e em maior medida as grandes empresas – esperavam registar uma melhoria da disponibilidade da maior parte das fontes de financiamento externo. Em particular, a melhor perceção global das empresas quanto às condições de financiamento assumiu um papel cada vez mais destacado na explicação das suas expectativas quanto à disponibilidade futura de empréstimos bancários (ver a caixa 3 na presente edição). Refletindo a retoma económica em curso, as PME da área do euro sinalizaram um aumento do respetivo volume de negócios, enquanto os lucros diminuíram muito menos do que na anterior ronda do inquérito. O desempenho medíocre em termos de lucros refletiu, no geral, uma subida dos preços das matérias-primas e dos custos do trabalho.

Gráfico 25

Variações do desvio de financiamento externo reportadas por PME nos vários países da área do euro

(saldos líquidos ponderados)



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

Notas: O indicador do desvio de financiamento combina quer as necessidades de financiamento quer a disponibilidade de empréstimos bancários, linhas de crédito, crédito comercial, e a emissão de ações e títulos de dívida a nível das empresas. Para cada um dos cinco instrumentos de financiamento, o indicador da variação percecionada do desvio de financiamento assume o valor de 1 (-1) caso a necessidade aumente (diminua) e a disponibilidade diminua (aumente). Se as empresas apenas detetarem um aumento (diminuição) unilateral do desvio de financiamento, à variável é atribuído o valor de 0,5 (-0,5). O indicador composto é uma média ponderada do custo do financiamento para os cinco instrumentos. Um valor positivo para o indicador aponta para um aumento do desvio de financiamento. Os valores são multiplicados por 100 para obter saldos líquidos ponderados em percentagem. Os valores dizem respeito às rondas 3-25 do inquérito (março-setembro de 2010 a abril-setembro de 2021).

Os custos de financiamento por dívida dos bancos da área do euro mantêm-se próximo dos seus mínimos históricos, sustentados pelas medidas de política monetária do BCE.

O custo composto do financiamento por dívida permanece abaixo dos níveis anteriores à pandemia, apesar da subida das taxas isentas de risco e das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias desde setembro de 2021 (gráfico 26). Até à data, os custos de financiamento bancário mantiveram-se isolados das pressões em sentido ascendente por três motivos. Primeiro, prosseguiu a reavaliação do preço dos depósitos, com os bancos da área do euro a cobrar taxas de juro negativas sobre uma percentagem crescente de depósitos de empresas, enquanto a percentagem de depósitos das famílias com taxas negativas também aumentou (embora partindo de níveis relativamente baixos), situando-se agora em 6,5%²¹. Segundo, a percentagem de financiamento por dívida dos bancos diminuiu significativamente, dado que os bancos recorreram à terceira série das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e às operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica (*pandemic emergency longer-term refinancing operations* – PELTRO) em condições muito favoráveis. Terceiro, as medidas de política dos programas APP e PEPP do BCE ajudaram a conter as pressões em sentido ascendente sobre as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias e a reduzir a divergência nas condições de financiamento entre países, classes de risco e prazos de vencimento comparativamente aos níveis observados antes da pandemia. Acresce que os preços das obrigações bancárias com garantia têm sido apoiados pelo terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes do BCE (*third covered bond purchase programme* – CBPP3). Para além das medidas de política do BCE, o programa “Next Generation EU” também

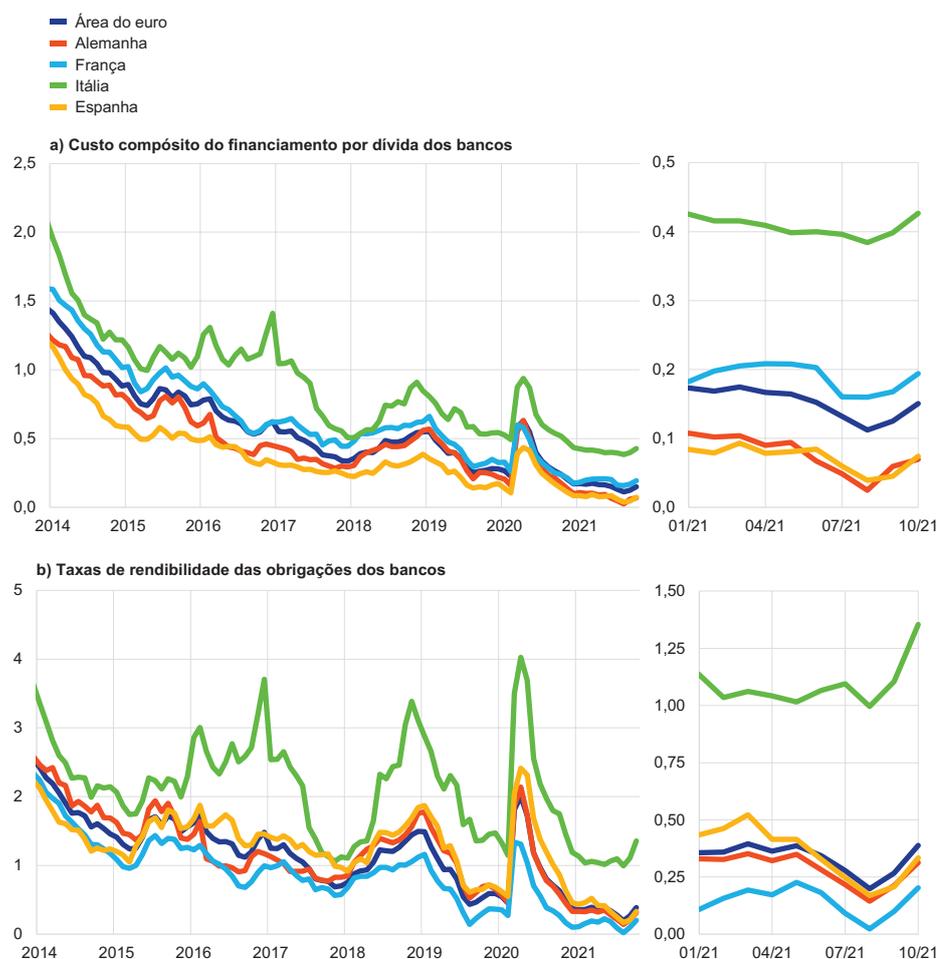
²¹ Ver [November 2021 Financial Stability Review](#).

proporciona apoio às taxas de rentabilidade mais baixas, dado que contribui para uma recuperação mais forte e uniforme em toda a área do euro.

Gráfico 26

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

(percentagens homólogas)



Fontes: BCE, cálculos do BCE e índices iBoxx da Markit.

Notas: As taxas de financiamento bancário compósitas correspondem ao custo ponderado dos depósitos e do financiamento por dívida baseada no mercado sem garantia. O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As taxas de rentabilidade das obrigações bancárias referem-se a médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. As últimas observações referem-se a outubro de 2021.

As taxas bancárias ativas permaneceram próximo dos mínimos históricos em outubro de 2021.

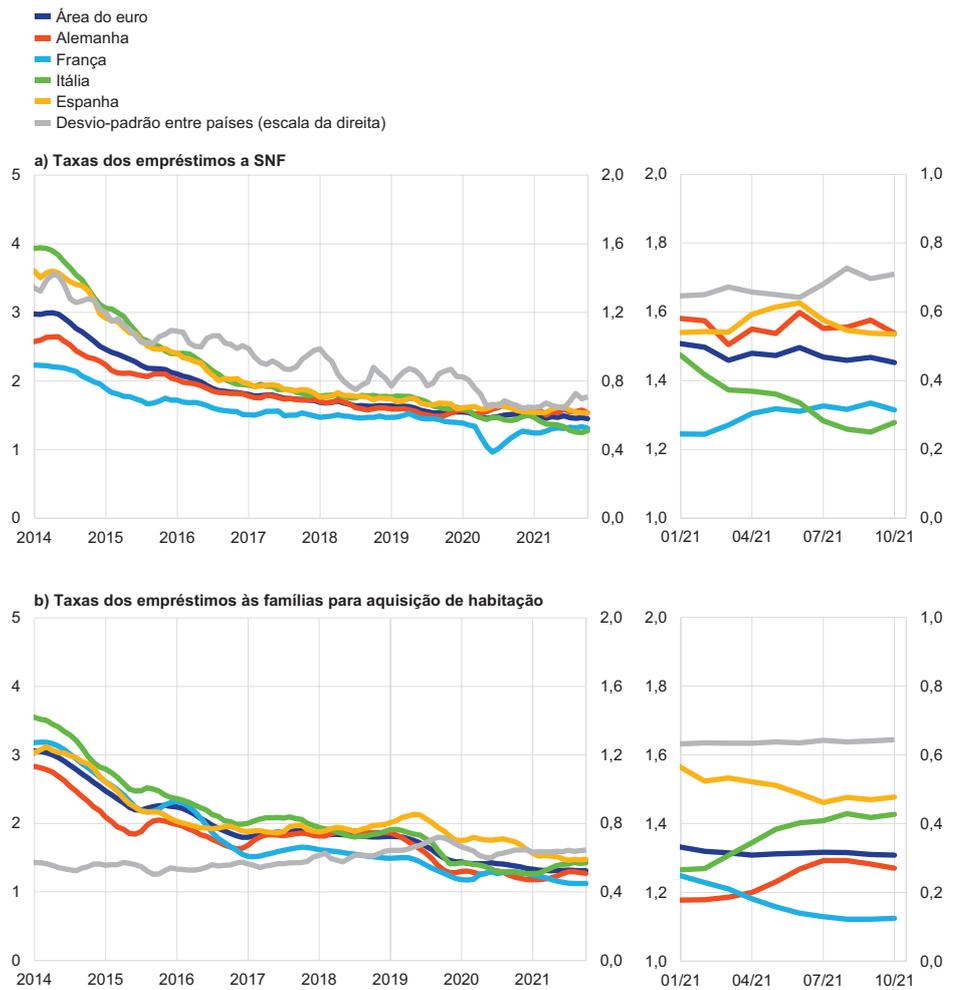
A taxa bancária ativa compósita aplicada aos empréstimos às sociedades não financeiras caiu para 1,43%, enquanto a taxa correspondente dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação permaneceu globalmente inalterada em 1,31% (gráfico 27). A descida das taxas ativas aplicadas aos empréstimos às empresas deveu-se sobretudo aos desenvolvimentos nos maiores países da área do euro. Além do mais, o diferencial entre as taxas bancárias ativas aplicadas a empréstimos de reduzido montante e a empréstimos de grande montante aumentou, permanecendo, no entanto, abaixo dos níveis anteriores à pandemia, refletindo sobretudo subidas das taxas aplicadas a empréstimos de

reduzido montante. A incerteza quanto às consequências económicas da pandemia aumentou com a propagação mundial de novas variantes e a quarta vaga de COVID-19. Porém, até à data as medidas de política do BCE impediram um aumento generalizado da restritividade das condições de financiamento, o que teria amplificado o impacto adverso das novas variantes na economia da área do euro.

Gráfico 27

Taxas ativas compósitas em países da área do euro selecionados

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



Fonte: BCE.

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

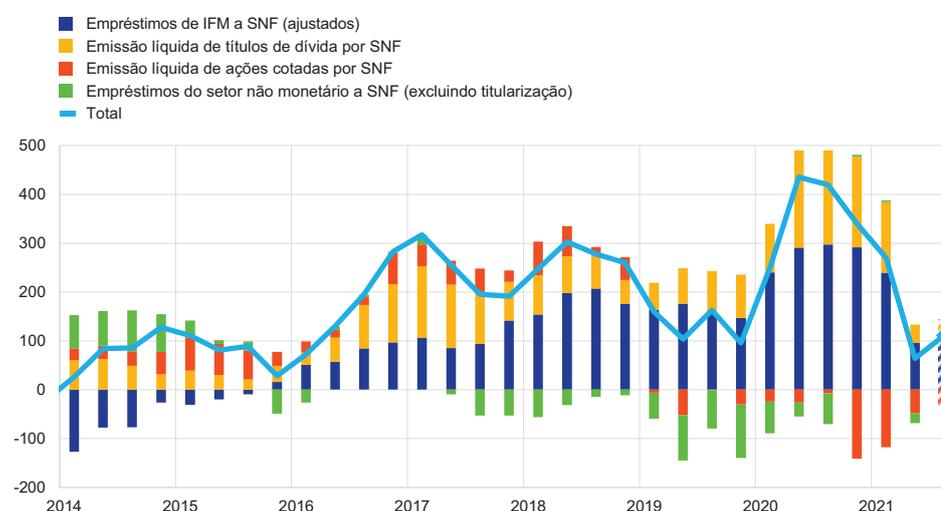
O volume total de financiamento externo das empresas aumentou no terceiro trimestre de 2021. A taxa de crescimento homóloga do financiamento externo subiu de 2,1% em junho para 2,2% em setembro, sustentada pelo custo reduzido do financiamento por dívida. No terceiro trimestre de 2021, o crescimento dos fluxos de financiamento externo resultou sobretudo do aumento dos empréstimos bancários às empresas e da maior emissão de títulos de dívida, enquanto os empréstimos de entidades não bancárias deram um menor contributo positivo (gráfico 28). A procura de crédito por parte das empresas foi apoiada pelo investimento

empresarial mais forte, enquanto a melhoria dos lucros e dos resultados transitados, reservas de liquidez consideráveis e níveis elevados de dívida bruta das empresas continuaram a travar a procura. Nos países e setores particularmente afetados por estrangulamentos do lado da oferta, o aumento das necessidades em termos de fundo de maneo devido aos atrasos na produção e à reconstituição de existências levaram ao aumento dos empréstimos a curto prazo. Porém, no geral, as empresas continuaram a apresentar uma maior preferência por instrumentos de financiamento com prazos de vencimento mais longos, o que sugere que o financiamento externo tende a ser utilizado para o investimento empresarial em detrimento da constituição de reservas de liquidez.

Gráfico 28

Fluxos de financiamento externo líquido às SNF na área do euro

(fluxos anuais em mil milhões de euros)



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

Notas: 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 vertical às riscas e o diamante a azul-claro indicam a previsão do momento para o terceiro trimestre de 2021.

As últimas observações dizem respeito ao segundo trimestre de 2021 para dados das contas da área do euro; as estimativas para o terceiro trimestre de 2021 têm por base as rubricas do balanço do BCE e os dados sobre títulos do BCE, bem como a Dealogic.

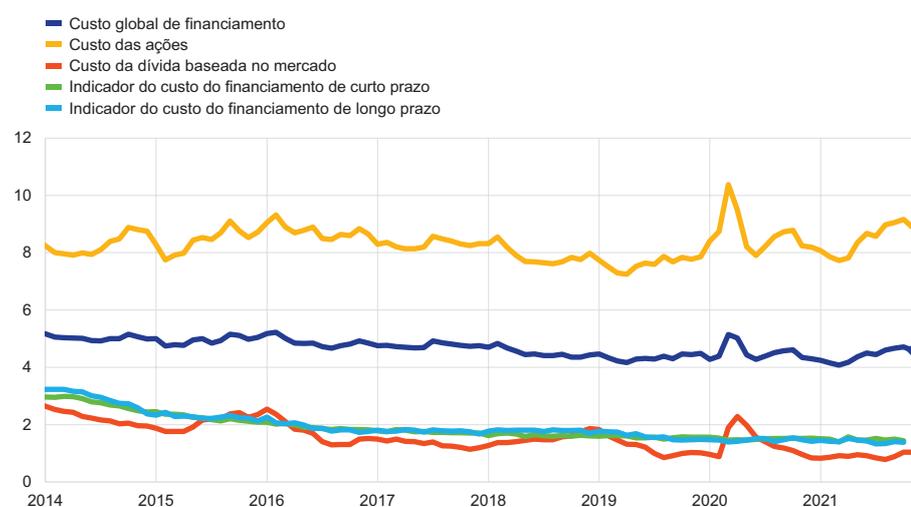
O custo nominal total do financiamento externo das SNF (incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações) aumentou entre julho e outubro de 2021, impulsionado pelo custo das ações. O custo do financiamento externo subiu para 4,7% em outubro de 2021 (gráfico 29), cerca de 40 pontos base abaixo do pico observado em março de 2020 mas 60 pontos base acima do mínimo histórico registado em março de 2021. A subida observada em outubro deveu-se sobretudo ao aumento do custo das ações, que refletiu uma recuperação das taxas isentas de risco e, em muito menor medida, do prémio de risco das ações. A subida das taxas isentas de risco foi também responsável pelo aumento do custo da dívida baseada no mercado, que atingiu níveis observados pela última vez em outubro de 2020, embora os diferenciais das obrigações das empresas tenham permanecido praticamente inalterados. Estima-se que o custo global do financiamento tenha diminuído marginalmente entre o final de outubro e 15 de dezembro, com uma queda no custo

das ações a mais do que compensar um novo aumento ligeiro do custo da dívida baseada no mercado. A queda no custo das ações ao longo desse período resultou numa descida das taxas isentas de risco que mais do que compensou o ligeiro aumento do prémio de risco das ações. No entanto, essa descida das taxas isentas de risco foi insuficiente para reduzir o custo da dívida baseada no mercado devido ao alargamento dos diferenciais das obrigações de empresas, especialmente no segmento de elevada rentabilidade.

Gráfico 29

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

(percentagens homólogas)



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

Notas: O custo global do financiamento das SNF é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações, com base nos respetivos saldos. Os diamantes a azul-escuro indicam previsões do momento do custo global do financiamento em novembro e dezembro de 2021, partindo do princípio de que as taxas ativas bancárias permanecem inalteradas nos níveis de outubro de 2021. As últimas observações dizem respeito a 15 de dezembro de 2021 para o custo da dívida baseada no mercado (média mensal de dados diários), 10 de dezembro de 2021 para o custo das ações (dados semanais) e outubro de 2021 para o custo dos empréstimos (dados mensais).

6 Evolução orçamental

Embora a crise de coronavírus (COVID-19) tenha continuado a pesar significativamente nas finanças públicas em 2021, as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema mostram que o saldo orçamental prossegue já uma trajetória de melhoria. Tendo atingido um pico de 7,2% do PIB em 2020, estima-se que o rácio do défice tenha caído para 5,9% em 2021 e projeta-se que continue a cair para 3,2% em 2022, estabilizando depois disso num valor ligeiramente inferior a 2% no final do horizonte de previsão em 2024. Estas melhorias devem-se a uma combinação de saldos primários corrigidos do ciclo mais elevados e, especialmente a partir de 2022, a um contributo significativamente maior do ciclo económico. Relativamente à orientação orçamental da área do euro, verificou-se uma forte expansão em 2020 seguida de um aumento de restritividade apenas marginal em 2021, uma vez corrigida das subvenções do “Next Generation EU” (NGEU). Em 2022, projeta-se um aumento considerável da restritividade na orientação orçamental, ainda que muito menos do que o anteriormente projetado, devido sobretudo à inversão de uma parte significativa do apoio de emergência à crise. Projeta-se que esta restritividade se prolongue ao longo do horizonte de previsão, se bem que numa escala muito menor, dado que medidas significativas de apoio à economia continuarão a aplicar-se nos próximos anos. De um modo geral, políticas orçamentais de apoio baseadas numa supressão gradual de medidas orçamentais contribuiriam para sustentar a recuperação da economia da área do euro e mitigar as marcas mais duradouras deixadas na economia. Esse apoio ajudaria igualmente a economia a adaptar-se às alterações estruturais em curso. As medidas orçamentais deveriam ser direcionadas e favoráveis ao crescimento, de modo a dar uma resposta eficaz às vulnerabilidades. Como complementos das medidas orçamentais nacionais, o pacote do NGEU e o pacote climático “Objetivo 55” deverão contribuir para uma recuperação mais forte, mais ecológica e mais uniforme.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro evidenciará uma melhoria estável a partir de 2021²². Estima-se que o rácio do défice das administrações públicas da área do euro tenha caído para 5,9% do PIB em 2021, após ter atingido 7,2%, um valor sem precedentes, em 2020. Prevê-se que diminua ainda mais acentuadamente para 3,2% em 2022 e ainda para 2,1% e 1,8% do PIB nos dois anos subsequentes (gráfico 30). Depois das medidas de apoio à economia em resposta à situação pandémica terem correspondido a cerca de 4,1% do PIB em 2020, projeta-se que as medidas de apoio à crise e à recuperação tenham aumentado para cerca de 4,4% do PIB em 2021. Tal reflete o facto de os governos terem prolongado as medidas de emergência, expandido gradualmente a sua dimensão e/ou adotado novas medidas para apoiar a recuperação, incluindo

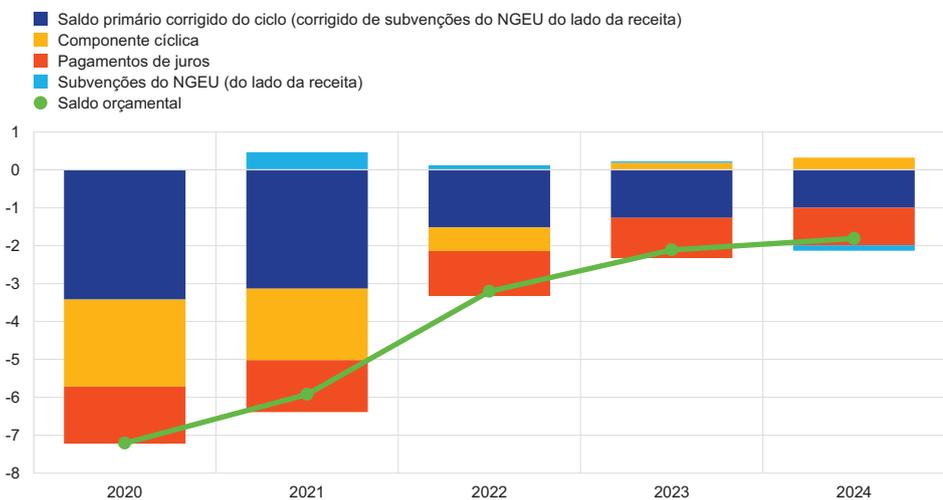
²² Ver as [Projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema](#).

medidas a financiar através do NGEU²³. A componente cíclica negativa elevada, que contribuiu para um grande aumento do défice das administrações públicas em 2020, deverá começar a contribuir menos em 2021, ainda que apenas moderadamente. Projeta-se que a melhoria mais significativa do saldo orçamental a partir de 2022 seja impulsionada por um saldo primário corrigido do ciclo mais elevado, dado que uma proporção considerável das medidas de emergência não financiadas por subvenções do NGEU cessará. Além disso, espera-se que o contributo negativo do ciclo económico desapareça rapidamente a partir de 2022, tornando-se ligeiramente positivo em 2023. Em menor grau, mas ao longo de todo o horizonte de projeção, a melhoria do saldo orçamental será também facilitada pela diminuição gradual dos contributos dos pagamentos de juros.

Gráfico 30

Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



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

Estima-se que a orientação orçamental agregada para a área do euro tenha registado um aumento marginal da restritividade em 2021, após uma elevada expansão em 2020²⁴. Em 2022, é esperado um aumento da restritividade da orientação orçamental face aos níveis de apoio ainda muito elevados, com o desvanecimento do apoio orçamental a par da cessação das medidas de apoio temporárias e relacionadas com a pandemia. Em 2023 e 2024, projeta-se que

²³ As subvenções do NGEU correspondem a cerca de 0,5% do PIB, em média, ao longo do horizonte de projeção, diminuindo gradualmente após 2022. Juntamente com um montante limitado de empréstimos, pressupõe-se que financiem cerca de 2,5% do PIB das despesas do orçamento. A evolução orçamental descrita na presente secção não inclui o défice e a dívida supranacionais europeus associados às transferências do NGEU.

²⁴ A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo proporcionado pelas políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida nesta secção como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Atendendo a que as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções do NGEU com base no orçamento da UE não têm um impacto contracionista na procura, o saldo primário corrigido do ciclo é, neste contexto, ajustado de modo a excluir essas receitas. Para mais pormenores sobre o conceito de "orientação orçamental" da área do euro, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), na versão em inglês do *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

a orientação orçamental continue a apresentar um aumento moderado da restritividade²⁵. No entanto, o nível de apoio orçamental à recuperação económica continuará a ser elevado ao longo de todo o horizonte de projeção, o que se reflete num saldo orçamental primário global que permanecerá firmemente negativo.

Além do apoio orçamental às respetivas economias, os países da área do euro disponibilizaram pacotes consideráveis de garantia de empréstimos, a fim de reforçar a posição de liquidez das empresas. No total, estes pacotes de garantias ascenderam a cerca de 19% do PIB da área do euro em 2021. Estima-se que a utilização cumulativa destas garantias no período 2020-2021 seja de 9% do PIB. Importa considerar que estes valores ocultam diferenças significativas quer no pacote de garantias quer na taxa de utilização entre países. As garantias de empréstimos constituem uma responsabilidade contingente das administrações públicas e, por conseguinte, o eventual recurso às mesmas constituirá uma despesa pública adicional que eleva a dívida pública.

Projeta-se que o saldo orçamental em 2021 tenha registado melhorias significativas em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2021 elaboradas por especialistas do BCE, embora se preveja uma pequena deterioração para 2022. Mais especificamente, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro em percentagem do PIB foi revisto em alta 1,1 pontos percentuais para 2021, para -5,9%, e revisto em baixa 0,2 pontos percentuais para 2022, para -3,2%, enquanto o saldo em 2023 permanece inalterado, em -2,1%. Este perfil é determinado, sobretudo, por revisões na orientação orçamental, na qual se estima ter existido um aumento da restritividade devido a uma cobrança de receitas mais elevada do que o anteriormente estimado e a medidas discricionárias de estímulo relativamente mais baixas. Para 2022, as revisões da orientação orçamental refletem principalmente as medidas de estímulo adicionais incorporadas no contexto dos orçamentos de 2022 e, em menor grau, os fatores não discricionários do lado da receita com um efeito de atenuação da restritividade.

No seguimento de um grande aumento do rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro em 2020, projeta-se que desça ligeiramente para um valor pouco abaixo de 97% em 2021 e para cerca de 90% em 2024. Após o aumento, em 2020, de 14 pontos percentuais no rácio da dívida, o défice primário elevado, mas em trajetória descendente, será mais do que compensado por um contributo significativo para a redução da dívida do diferencial entre taxa de juro e crescimento em 2021. Projeta-se que, em 2022 e 2023, o rácio da dívida diminua de forma mais rápida, dado que os défices primários que contribuem para o aumento da dívida, ainda que decrescentes, serão compensados por contributos favoráveis dos diferenciais entre taxa de juro e crescimento e, em menor grau, por ajustamentos défice-dívida negativos (gráfico 31). No final do horizonte de projeção em 2024, o rácio da dívida em relação ao PIB deverá estabilizar em

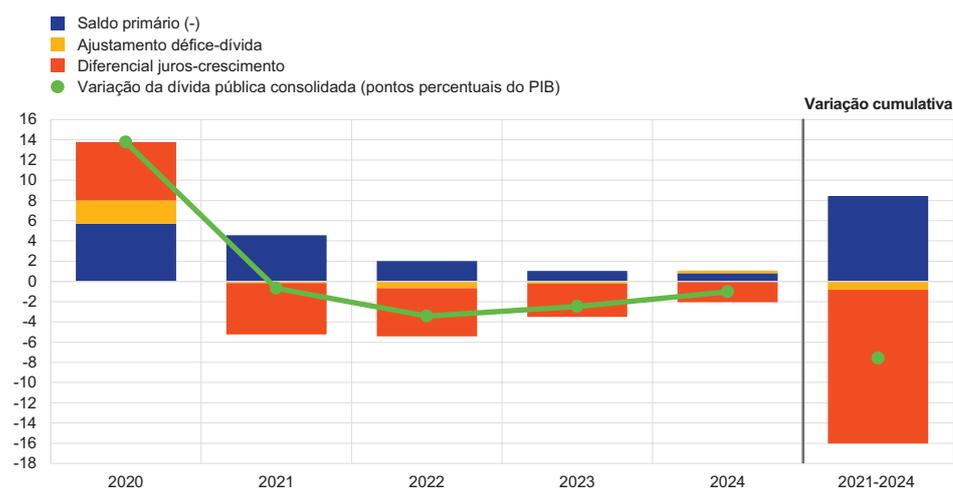
²⁵ A orientação orçamental agregada para a área do euro foi -4,2 pontos percentuais do PIB em 2020 e estima-se que se situe em +0,2 pontos percentuais do PIB em 2021, projetando-se +1,1, +0,3 e +0,3 pontos percentuais do PIB para 2022, 2023 e 2024, respetivamente, após correção das receitas relacionadas com as subvenções do NGEU.

cerca de 90%, 6 pontos percentuais acima do nível registado antes da crise. No geral, a crise de COVID-19 teve um impacto adverso significativamente menor na trajetória da dívida agregada da área do euro do que o esperado, em geral, na fase inicial da crise²⁶.

Gráfico 31

Fatores impulsionadores da variação da dívida pública da área do euro

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



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

As políticas orçamentais nacionais devem proporcionar às empresas e às famílias mais expostas à pandemia em curso um apoio atempado e favorável ao crescimento.

Estas políticas, baseadas numa supressão gradual do apoio orçamental, ajudariam a sustentar a recuperação e a mitigar as marcas mais duradouras deixadas na economia. A redução gradual de desequilíbrios orçamentais deverá assentar numa mudança decisiva no sentido de uma composição das finanças públicas mais favorável ao crescimento e de reformas estruturais que aumentem o potencial de crescimento das economias da área do euro. O Mecanismo de Recuperação e Resiliência do NGEU e o pacote “Objetivo 55” podem prestar um apoio importante neste aspeto, nomeadamente acelerando a transição ecológica e digital.

²⁶ Por exemplo, segundo as projeções macroeconómicas de junho de 2020 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o rácio da dívida em relação ao PIB no final de 2022 deveria ter alcançado mais 6,7 pontos percentuais do que o apresentado nas projeções atuais.

Caixas

1 Perturbação nas cadeias de oferta e efeitos na economia mundial

Por Maria Grazia Attinasi, Mirco Balatti, Michele Mancini e Luca Metelli

As tensões nas redes de produção mundiais, que começaram a surgir no final de 2020, refletem os desequilíbrios entre a oferta e a procura de determinados bens e estão a criar fatores adversos à retoma económica mundial em curso. As tensões nas redes de produção mundiais, também comumente designadas por estrangulamentos do lado da oferta, são um fenómeno multifacetado. A descida e a subsequente retoma da atividade económica durante a pandemia de coronavírus (COVID-19) têm sido inéditas, refletindo as mudanças maciças na procura e na oferta desencadeadas pelo encerramento e reabertura das economias, e no contexto de consideráveis estímulos monetários e orçamentais e elevados níveis de poupança acumulada, especialmente nas economias avançadas. Além disso, uma vez que as medidas de contenção relacionadas com a pandemia restringiram gravemente as oportunidades de consumo no setor dos serviços (em particular, viagens, turismo e atividades recreativas), verificou-se uma rotação da procura no sentido de mercadorias, o que veio a acrescer à já forte recuperação cíclica no setor dos bens. Confrontados com este forte aumento da procura, os fornecedores de bens em todo o mundo têm mostrado dificuldades em satisfazer o aumento das encomendas. Acresce que as perturbações idiossincráticas nas cadeias de oferta (devido, por exemplo, às vagas da pandemia e aos fenómenos meteorológicos adversos) também desempenharam um papel importante, limitando o crescimento da atividade e do comércio e, em última instância, fazendo subir os preços. A presente caixa analisa as principais características dos atuais estrangulamentos do lado da oferta. Primeiro, visa destrinçar as perturbações nas cadeias de oferta dos fatores do lado da procura, alegando que, embora estes últimos sejam uma manifestação da fase atual do ciclo económico, as primeiras podem efetivamente travar o ritmo de retoma e, por conseguinte, exigir um acompanhamento atento. Segundo, apresenta uma avaliação empírica do impacto das perturbações nas cadeias de oferta na atividade económica e nos preços a nível mundial e dos pressupostos sobre a forma como evoluirão no futuro²⁷.

²⁷ Para uma análise do impacto das perturbações nas cadeias de oferta na produção industrial da área do euro, ver a caixa intitulada "Fontes de perturbações nas cadeias de oferta e respetivo impacto na indústria transformadora da área do euro", na presente edição do *Boletim Económico*.

As perturbações nas cadeias de oferta estão a travar a atividade e o comércio a nível mundial.

Os elementos mais relevantes são: i) dificuldades no setor da logística e dos transportes, ii) escassez de semicondutores, iii) restrições à atividade económica relacionadas com a pandemia, e iv) escassez de mão de obra. O transporte mundial de mercadorias foi gravemente afetado devido ao extravio e congestionamento de contentores em resultado não apenas da rápida retoma da economia mundial, da rotação do consumo de serviços para bens e dos elevados volumes de importações conexos, mas também do encerramento de portos devido a surtos de COVID-19 localizados e assíncronos²⁸. Em resultado, os custos do transporte marítimo, especialmente dos principais portos asiáticos para os Estados Unidos e a Europa, dispararam desde o final de 2020. A escassez de semicondutores começou a materializar-se no segundo semestre de 2020 e é especialmente acentuada no setor automóvel. Durante o “grande confinamento”, os produtores de automóveis reduziram as suas encomendas de *chips*, enquanto a procura de *chips* utilizados noutros equipamentos eletrónicos aumentou significativamente (principalmente devido à implementação generalizada do teletrabalho). Os produtores ficaram surpreendidos com o aumento acentuado das novas encomendas de automóveis no segundo semestre de 2020 e, dada a pouca capacidade produtiva disponível no setor dos semicondutores, a produção de *chips* não conseguiu acompanhar a elevada procura – possivelmente também em resultado do subinvestimento nos anos anteriores à pandemia²⁹. A escassez de mão de obra parece ser menos generalizada e mais concentrada em certas economias, como os Estados Unidos e o Reino Unido. Em ambos os países, os indicadores de restritividade do mercado de trabalho já ultrapassaram os níveis anteriores à crise, em contraste com a recuperação lenta após a crise financeira mundial. As descidas na eficiência da correspondência e na participação na população ativa refletem, em parte, aumentos dos subsídios de desemprego, reformas antecipadas e a necessidade de cuidar de crianças e outros membros da família durante a pandemia, bem como a relutância em trabalhar em setores onde há mais contacto³⁰. Por último, o impacto dos fatores acima mencionados em termos de entupimento das cadeias de oferta poderá ser exacerbado pelo efeito chicote (*bullwhip effect*), um fenómeno do canal de amplificação normal por via do qual as empresas acumulam existências porque esperam uma procura robusta num contexto de escassez de fatores de produção essenciais, tais como matérias-primas e produtos intermédios.

O prolongamento dos prazos de entrega dos fornecedores nas economias avançadas desde o final de 2020 é a manifestação mais evidente de tensões generalizadas nas redes de produção mundiais.

Um dos indicadores mais frequentemente utilizados como aproximação para tais tensões é o dos prazos de entrega dos fornecedores apresentado no Índice de Gestores de Compras mundial (doravante designado por “PEF do IGC”), que quantifica a evolução do

²⁸ Ver também a caixa intitulada [What is driving the recent surge in shipping costs](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2021.

²⁹ Ver também a caixa intitulada [A escassez de semicondutores e as respetivas implicações para o comércio, a produção e os preços da área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2021.

³⁰ Ver também a caixa intitulada “Os mercados de trabalho nos Estados Unidos e no Reino Unido na recuperação pós-pandemia”, na presente edição do *Boletim Económico*.

tempo necessário para a entrega dos fatores de produção às empresas. Uma das principais vantagens do PEF do IGC é o facto de ser capaz de captar restrições da capacidade produtiva de natureza diferente (por exemplo, escassez de bens intermédios, atrasos no transporte ou escassez de mão de obra), tornando-o um indicador abrangente de tensões nas redes de produção mundiais³¹. Este indicador sugere que os prazos de entrega dos fornecedores se alargaram enormemente nos últimos meses (gráfico A, painel a) e que o prolongamento se está a revelar mais longo do que durante o choque inicial da COVID-19. O gráfico sugere igualmente que existe um grau significativo de heterogeneidade entre as economias avançadas e as economias emergentes, sendo que as economias como os Estados Unidos, a área do euro e o Reino Unido são muito mais afetadas do que as principais economias emergentes. Por último, embora o aumento do PEF do IGC seja comum à maioria dos setores, é particularmente acentuado para certos tipos de produtos, tais como equipamento tecnológico e maquinaria (gráfico A, painel b), o que sugere que a escassez de produtos intermédios é mais grave nesses setores.

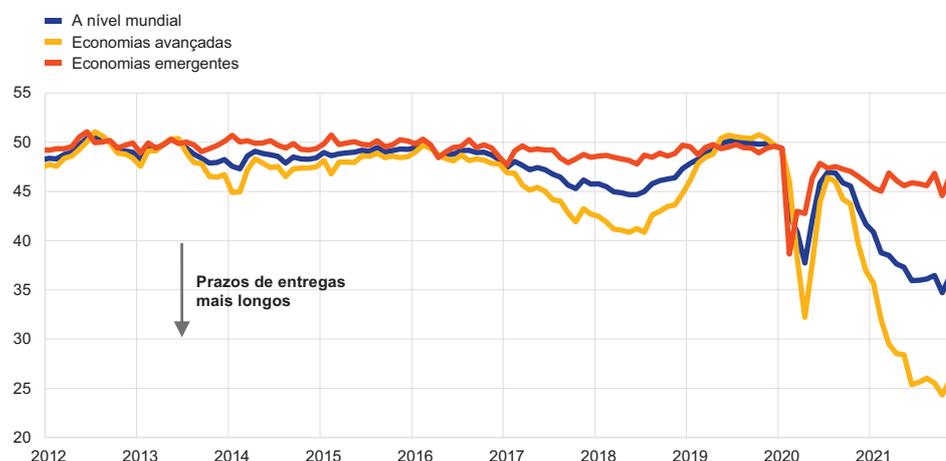
³¹ Um indicador alternativo dos estrangulamentos do lado da oferta são os preços do transporte marítimo, mas estes proporcionam apenas uma visão parcial do fenómeno, uma vez que abrangem apenas o setor logístico, ao passo que o PEF do IGC é mais amplo e move-se mais em simultâneo com a atividade económica.

Gráfico A

Prazos de entrega dos fornecedores

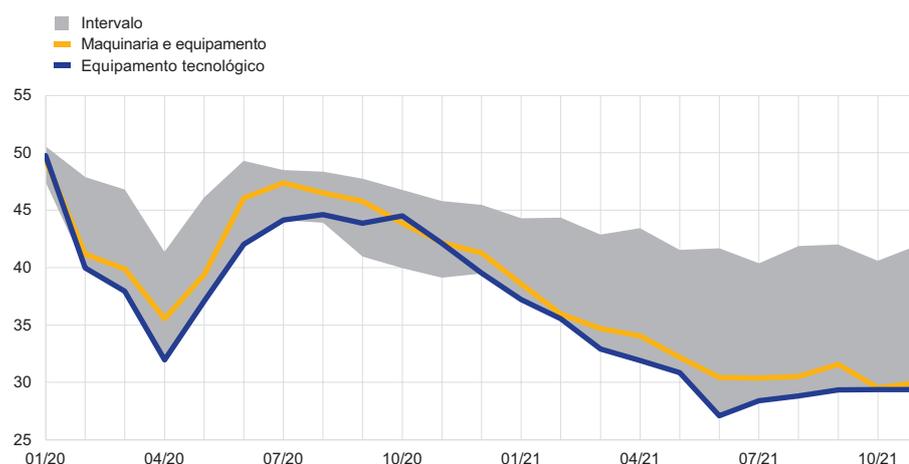
a) PEF do IGC em várias regiões

(índices de difusão)



b) PEF do IGC mundial em vários setores

(índices de difusão)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.

Notas: A área sombreada no painel b) indica o intervalo entre o nível mínimo e máximo do PEF do IGC em 15 setores (matérias-primas, produtos químicos, recursos, silvicultura e papel, metais e indústrias extrativas, bens de consumo, automóveis e peças para automóveis, bebidas e produtos alimentares, bebidas, produtos alimentares, bens de uso pessoal e doméstico, produtos industriais, materiais para construção, maquinaria e equipamento, equipamento tecnológico). As últimas observações referem-se a novembro de 2021.

Os prazos de entrega dos fornecedores refletem tensões nas redes de produção e apresentam alguma prociclicidade face às flutuações do produto.

O PEF do IGC tende a mover-se estreitamente em linha com o IGC mundial do produto na indústria transformadora, que é uma aproximação do ciclo económico, o que sugere que, à medida que a produção aumenta, os prazos de entrega tendem a prolongar-se. A fim de purgar os movimentos no PEF do IGC do prolongamento normal associado a flutuações cíclicas, utilizamos um modelo de vetores autorregressivos (VAR) bivariável mensal para o IGC mundial do produto na indústria transformadora (excluindo a área do euro) e para o PEF do IGC mundial, no qual, através de restrições de sinal, são identificados choques

resultantes da recuperação da procura e das perturbações nas cadeias de oferta³². Mais especificamente, presumimos que as perturbações nas cadeias de oferta prolongam os prazos de entrega e reduzem a produção, enquanto o aumento da procura induzido pela retoma económica aumenta tanto os prazos de entrega como a produção. Esta abordagem permite-nos recuperar os choques estruturais subjacentes aos movimentos do PEF do IGC e, em particular, o choque do lado da oferta, que tomamos como medida dos choques nas cadeias de oferta.

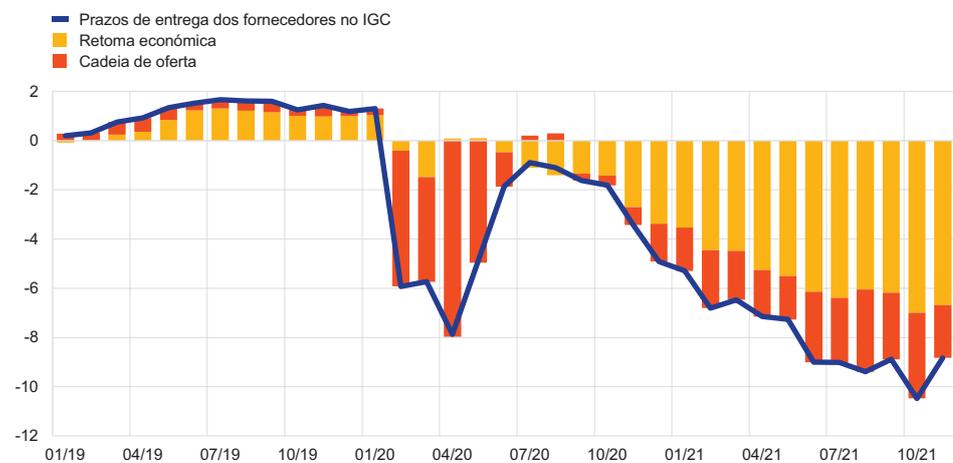
A nossa análise empírica sugere que os choques nas cadeias de oferta representam cerca de um terço das tensões nas redes de produção mundiais.

A decomposição histórica mostra que, embora os fatores do lado da procura tenham desempenhado um papel primordial na determinação do nível global do PEF do IGC, as perturbações nas cadeias de oferta representaram um terço do prolongamento dos prazos de entrega nos últimos seis meses, sendo que o seu contributo tem vindo a aumentar (gráfico B). Em contrapartida, o maior contributo dos fatores do lado da procura não é surpreendente, dada a prociclicidade dos prazos de entrega em períodos de retoma económica bem como a retoma económica sem precedentes que se seguiu ao choque inicial da COVID-19³³.

Gráfico B

Um modelo de decomposição dos prazos de entrega dos fornecedores no IGC

(desvios em relação à média; contributos em pontos percentuais)



Fonte: Cálculos do BCE com base em dados do Markit.
 Notas: Decomposição histórica dos prazos de entrega dos fornecedores no IGC mundial (excluindo a área do euro), obtida através de um modelo VAR bayesiano bivariável para o IGC do produto e os prazos de entrega dos fornecedores no IGC, identificados através de restrições de sinal e estimados para o período de maio de 2007 a novembro de 2021. As últimas observações referem-se a novembro de 2021.

As perturbações nas cadeias de oferta têm um impacto negativo na produção industrial e no comércio a nível mundial e um impacto positivo na inflação.

A nossa análise visa quantificar o impacto do referido choque nas cadeias de oferta sobre a atividade, o comércio e os preços e, por sua vez, os fatores adversos que

³² Esta estratégia de identificação foi inspirada em Bushan, S. e Struyven, D., “Supply Chains, Global Growth, and Inflation”, *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs Research, 20 de setembro de 2021. A utilização da medida do IGC do produto para a indústria transformadora neste modelo VAR permite estimar atempadamente o choque nas cadeias de oferta. Tal não seria possível utilizando dados concretos sobre a atividade económica, que são publicados com um desfasamento mais longo.

³³ No pico do choque da COVID-19 em abril de 2020, as perturbações nas cadeias de oferta foram o principal motivo subjacente aos prazos de entrega mais longos.

cria à retoma económica. Para o efeito, estimamos um modelo VAR complementar, com cinco variáveis endógenas (exportações, importações e produção industrial, juntamente com as taxas de inflação para o índice de preços no consumidor e o índice de preços no produtor). O choque estimado nas cadeias de oferta é conetado ao modelo como uma variável exógena. A fim de quantificar os fatores adversos para a atividade, o comércio e os preços, geramos em seguida um cenário contrafactual através de um exercício de previsão condicional para o período de novembro de 2020 a setembro de 2021, que pressupõe que não se verificam perturbações nas cadeias de oferta (ou seja, o choque nas cadeias de oferta é fixado em zero ao longo de todo o período). Para esse período, verificamos que o comércio mundial teria sido cerca de 2,7% mais elevado, em termos acumulados, na ausência de choques nas cadeias de oferta, enquanto a produção industrial mundial teria sido cerca de 1,4% mais elevada (gráfico C, painel a). Os efeitos são mais substanciais no comércio do que na produção industrial, uma vez que a fragilidade do setor logístico afetou de forma desproporcionada o comércio. Além disso, a mudança para fornecedores e produtos nacionais pode ter ajudado a atenuar as repercussões na produção industrial. As nossas conclusões sugerem igualmente que as perturbações nas cadeias de oferta têm um efeito significativo – e crescente ao longo do tempo – sobre os preços, que é muito mais proeminente no índice de preços no produtor do que no índice de preços no consumidor (gráfico C, painel b)³⁴. Tal poderá dever-se ao facto de os produtores estarem mais diretamente expostos a perturbações nas cadeias de oferta do que os consumidores. Além disso, a subida dos preços no produtor repercute-se nos consumidores apenas parcialmente e/ou com um desfasamento. Por último, importa salientar que os resultados agregados acima referidos ocultam uma heterogeneidade significativa entre países, uma vez que nem todos os países são afetados por estrangulamentos do lado da oferta na mesma medida. Por exemplo, verificamos que os efeitos são mais substanciais nos Estados Unidos, onde o comércio e a produção industrial se situam, respetivamente, 4,3% e 2,0% abaixo do cenário contrafactual isento de perturbações.

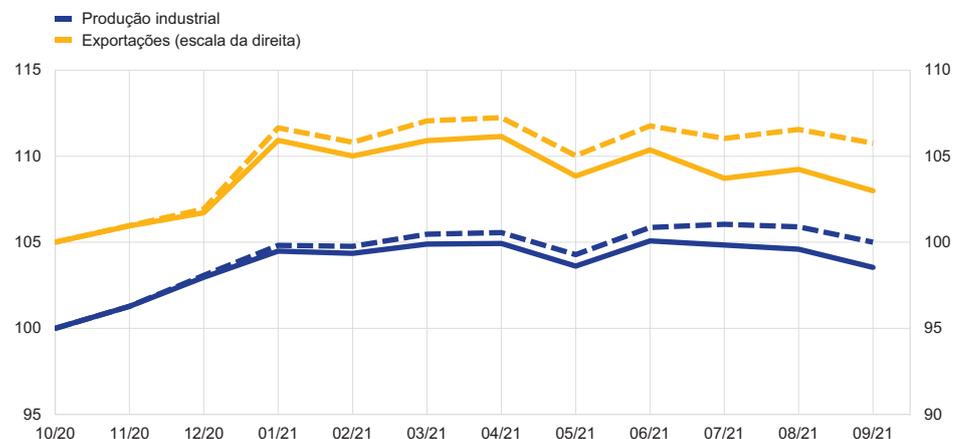
³⁴ As funções de resposta a impulso do modelo VAR sugerem que, após um choque de um período, os efeitos sobre a inflação se dissipam num período de seis a nove meses, enquanto os efeitos sobre as variáveis reais demoram cerca de quatro meses.

Gráfico C

Estimativas de impacto

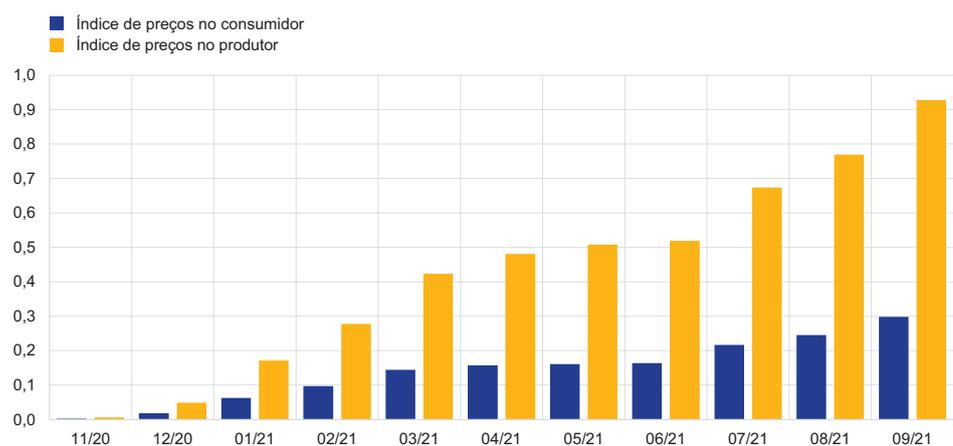
a) Comércio e produção industrial a nível mundial (excluindo a área do euro)

(outubro de 2020 = 100)



b) Índice de preços no consumidor e índice de preços no produtor a nível mundial (excluindo a área do euro)

(desvios em pontos percentuais face à inflação mensal homóloga)



Fonte: Cálculos do BCE com base em dados do Markit, do CPB e da OCDE.

Notas: Os efeitos das perturbações nas cadeias de oferta sobre as quantidades e os preços são obtidos através de um modelo VAR, no qual um choque estrutural sobre a oferta (recuperado a partir de um modelo VAR estrutural para o IGC do produto e os prazos de entrega do IGC) é conectado como uma variável exógena. Os efeitos são calculados como a diferença entre a trajetória das variáveis obtida no âmbito da materialização do choque e num cenário contrafactual em que o choque entre novembro de 2020 e setembro de 2021 é fixado em zero (ou seja, sem perturbações nas cadeias de oferta). No painel a), as linhas tracejadas indicam a evolução estimada das exportações e da produção industrial na ausência de estrangulamentos do lado da oferta. No painel b), as barras indicam os efeitos estimados de estrangulamentos do lado da oferta sobre o índice de preços no consumidor e o índice de preços no produtor. Todos os agregados mundiais excluem a área do euro. As últimas observações referem-se a setembro de 2021.

Espera-se que as perturbações nas cadeias de oferta melhorem gradualmente no segundo semestre de 2022, embora persista ainda um elevado nível de incerteza quanto à sua evolução. Dada a sua natureza multifacetada, poderá ser necessário mais tempo para corrigir algumas perturbações do que outras. Por exemplo, um impulso significativo à produção de semicondutores requer um grande volume de investimento para aumentar a capacidade de fundição e, tendo em conta o tempo de espera que isso exige, só são exetáveis melhorias fundamentais mais tarde em 2022 ou em 2023. Qualquer possível redução na escassez de mão de obra nos próximos meses dependerá da evolução do apoio estatal, bem como das medidas de contenção e do número de novos casos de COVID-19.

Os custos do transporte marítimo diminuíram recentemente, devido sobretudo a fatores temporários (por exemplo, a reabertura de portos no Sul da Ásia assim que o número de infeções por COVID-19 diminuiu), mas permanecem próximo dos seus máximos históricos. As informações disponíveis com base em inquéritos que sintetizam as perspetivas do setor empresarial sugerem que a situação deverá permanecer difícil durante a maior parte, ou até mesmo a totalidade, de 2022³⁵.

Em termos prospetivos, não é de excluir os riscos de novas perturbações do lado da oferta, especialmente se a situação pandémica piorar. A nova variante Ómicron reavivou as preocupações quanto à intensificação da pandemia à escala mundial. Os surtos podem resultar em encerramentos localizados de portos ou empresas, o que provocaria novas perturbações na produção e no transporte marítimo e, por conseguinte, travaria a atividade e, ao mesmo tempo, exerceria pressões ascendentes sobre os preços. Além disso, novas medidas de contenção destinadas a limitar a sua propagação (por exemplo, restrições à mobilidade e aos voos internacionais), bem como limitações voluntárias, poderão novamente desencadear uma transferência da procura dos consumidores de serviços para bens, exacerbando, assim, os estrangulamentos do lado da oferta. No entanto, se a procura global por parte dos consumidores diminuir, poderá observar-se algum alívio das limitações da oferta a nível mundial, as quais, como acima indicado, parecem dever-se principalmente à forte procura. Por último, um aumento mais rápido do que o esperado da produção de semicondutores e da capacidade de transporte marítimo pode levar a uma resolução mais rápida das perturbações do lado da oferta.

³⁵ Ver a caixa intitulada [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021; "Supply chain problems peaking, but risks remain" por Tim Hunter, *Research Briefing Global*, Oxford Economics, 18 de novembro de 2021; *The Beige Book*, Sistema de Reserva Federal, 20 de outubro de 2021; *The CFO Survey*, Duke University, Federal Reserve Bank of Richmond and Federal Reserve Bank of Atlanta, 14 de outubro de 2021; *Business Outlook Survey of Industrial and Service Firms*, Banca d'Italia, 8 de novembro de 2021.

Os mercados de trabalho nos Estados Unidos e no Reino Unido na recuperação pós-pandemia

Por Katrin Forster van Aerssen, Ramon Gomez-Salvador, Michel Soudan e Tajda Spital

Os mercados de trabalho nos Estados Unidos e no Reino Unido têm apresentado muitas semelhanças durante a recuperação pós-pandemia, embora com implicações diferentes para os salários. A presente caixa analisa a evolução do mercado de trabalho nos Estados Unidos e no Reino Unido após a pandemia. Demonstra que, em ambos os países, os desequilíbrios entre a procura e oferta de mão de obra estão a provocar uma restritividade elevada e invulgar para uma fase tão precoce de recuperação. Tal poderá traduzir-se em pressões salariais generalizadas, o que poderá, por sua vez, representar um risco para a inflação. Estas pressões estão a tornar-se cada vez mais visíveis nos Estados Unidos, mas são menos acentuadas no Reino Unido.

Nos Estados Unidos, a procura de mão de obra supera a oferta. De acordo com os dados mais recentes disponíveis, em outubro de 2021, a taxa de participação da população ativa ainda se situava significativamente abaixo do nível observado antes da crise (1,7 pontos percentuais abaixo do nível registado em fevereiro de 2020), sendo que esse nível é tipicamente observado numa fase inicial de recuperação do ciclo do mercado de trabalho. O objetivo de emprego máximo do Sistema de Reserva Federal, do qual a taxa de participação é um elemento, parece estar longe de ser alcançado (gráfico A). Simultaneamente, as empresas estão a abrir vagas a um ritmo acelerado em resposta à rápida recuperação da economia dos Estados Unidos, pelo que os postos de trabalho por preencher atingiram níveis muito elevados, até sem precedentes, normalmente associados a uma fase avançada do ciclo do mercado de trabalho. Em resultado, a restritividade do mercado de trabalho já ultrapassou os níveis anteriores à crise, em vez de recuperar lentamente, à semelhança do período que se seguiu à crise financeira mundial (gráfico A)³⁶. A falta de resposta da oferta de mão de obra (baixa participação) ao aumento da procura de mão de obra (nível elevado de postos de trabalho por preencher) é indicativa de uma diminuição da eficiência da correspondência na atual recuperação, o que parece ser o caso designadamente das empresas com contactos frequentes com clientes, como bares e restaurantes, que tiveram dificuldade em atrair trabalhadores. Além disso, um aumento temporário do subsídio de desemprego (particularmente relevante para os trabalhadores com salários baixos), reformas antecipadas e o aumento da necessidade de cuidar de crianças e de outros membros da família durante a pandemia, em especial para as mulheres, também reduziram a oferta de mão de obra³⁷. Tal explica, em parte, o fenómeno

³⁶ O *Empire State Manufacturing Survey* (inquérito à atividade da indústria transformadora) confirma que as empresas estão a ter dificuldades em expandir a respetiva mão de obra.

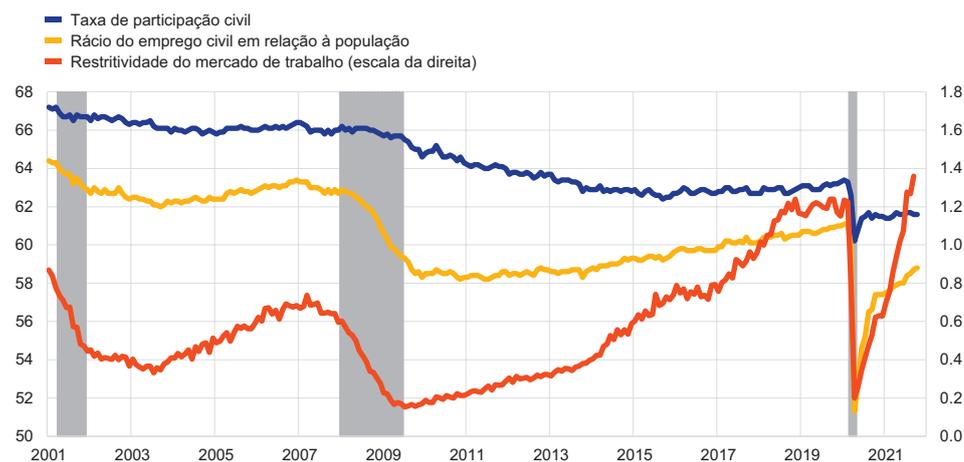
³⁷ A recuperação lenta registada na participação dos grupos mais velhos nos Estados Unidos pode dever-se, em parte, a receios relacionados com a pandemia. Para uma análise pormenorizada a nível da área do euro, ver a caixa intitulada [Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021.

intitulado de “Grande Demissão” (*Great Resignation*), uma vez que os programas de apoio conferiram às pessoas maior liberdade para deixar os seus empregos ou ser mais seletivas na procura de novos postos de trabalho.

Gráfico A

Taxa de emprego, taxa de participação e reatividade do mercado de trabalho nos Estados Unidos

(percentagens da população civil; rácio de postos de trabalho por preencher em relação ao desemprego; níveis mensais)



Fontes: Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito e cálculos dos autores.

Notas: A reatividade do mercado de trabalho é medida pelo rácio de postos de trabalho por preencher em relação ao desemprego. As áreas sombreadas indicam recessões. As últimas observações referem-se a setembro de 2021 (reatividade) e a outubro de 2021 (emprego e taxas de participação).

O aumento da reatividade do mercado de trabalho resultou numa expansão das pressões salariais.

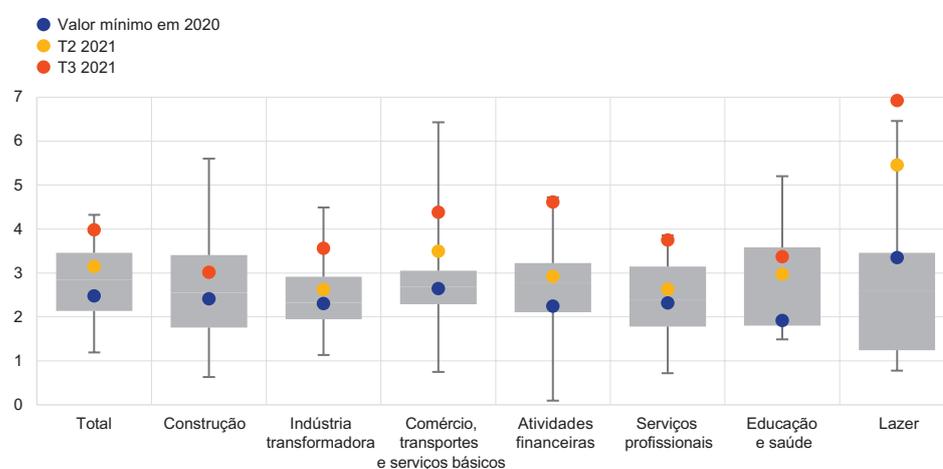
Embora o nível elevado de postos de trabalho por preencher tenha sido generalizado nos vários setores, até ao segundo trimestre deste ano, o crescimento salarial – medido pelo índice dos custos do emprego – restringiu-se aos setores do lazer e da hospitalidade, dado que as empresas procuraram tornar estes empregos de maior contacto e geralmente mal remunerados mais atrativos (gráfico B). Contudo, no terceiro trimestre deste ano, tornou-se também visível uma aceleração dos salários na maioria dos outros setores, como o comércio e, em menor medida, a indústria transformadora, as atividades financeiras e os serviços profissionais, embora estes ainda se mantenham dentro dos intervalos observados no passado nestes três setores. Esta evolução suscitou um debate sobre o risco de uma nova expansão das pressões salariais e se a mesma poderia, em última análise, conduzir a uma espiral salários-preços. A concretização destes riscos depende de vários fatores. Em primeiro lugar, espera-se que a maioria dos fatores que condicionaram a oferta de mão de obra nos Estados Unidos seja temporária e se inverta nos próximos meses, reduzindo assim o nível de reatividade. O aumento temporário do subsídio de desemprego já expirou. Em segundo lugar, as novas infeções por coronavírus (COVID-19) têm registado uma diminuição desde o verão, o que deverá atenuar os receios associados ao regresso ao trabalho em setores de elevado contacto, e a reabertura das escolas deverá encorajar o regresso dos pais ao trabalho. Simultaneamente, o crescimento da produtividade acima da média manteve os custos unitários do trabalho – uma medida mais relevante para as empresas na fixação de preços do que os salários nominais – próximo das médias de longo

prazo. Em terceiro lugar, o recente aumento da inflação tem sido, em grande medida, impulsionado por bens e serviços, para os quais o crescimento salarial se manteve moderado (por exemplo, na produção automóvel), ou está relacionado com outros fatores (como as rendas, que estão associadas à evolução do mercado da habitação). Por sua vez, embora as cláusulas de indexação não sejam uma prática comum nos Estados Unidos, o contexto de elevada inflação (a taxa de inflação global mais elevada desde 1990), associado à restritividade do mercado de trabalho, poderá resultar num risco acrescido de proliferação de maiores reivindicações salariais no futuro.

Gráfico B

Índice dos custos do emprego nos Estados Unidos por setor

(taxas de crescimento homólogas)



Fontes: Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito e cálculos dos autores.

Notas: As parcelas da caixa representam o valor mínimo, o primeiro quartil, a mediana, o terceiro quartil e o valor máximo do primeiro trimestre de 1997 ao quarto trimestre de 2019. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2021.

O mercado de trabalho do Reino Unido também está a mostrar sinais de maior restritividade, a par de uma recuperação lenta do emprego e da participação no mercado de trabalho.

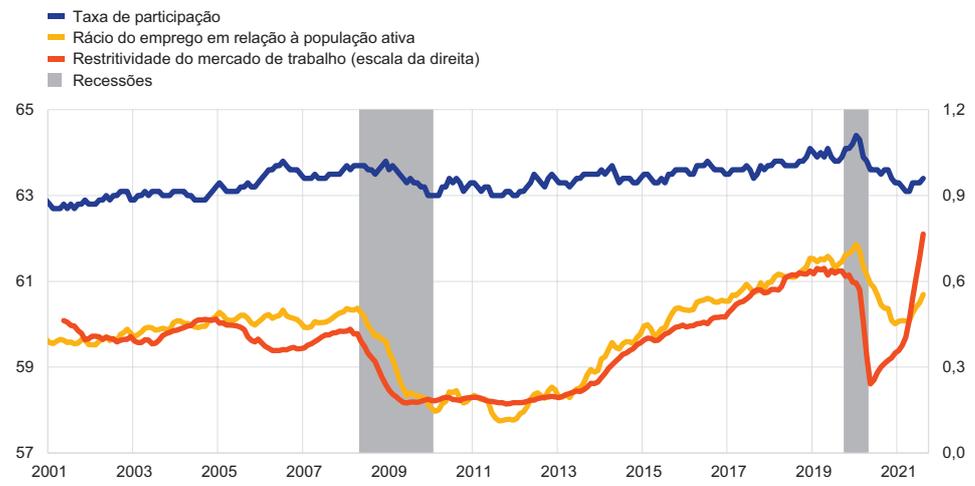
Tal como nos Estados Unidos, tanto a taxa de emprego como a taxa de participação da população ativa apenas se têm aproximado lentamente dos seus níveis anteriores à crise. Os respetivos desvios de 1,2 pontos percentuais e 0,9 pontos percentuais face aos níveis de fevereiro de 2020 continuam a ser consideráveis e indicam uma fase inicial de recuperação do ciclo do mercado de trabalho (gráfico C). Em contraste, os postos de trabalho por preencher têm vindo a aumentar de forma bastante acentuada, uma vez que as empresas do Reino Unido têm enfrentado tanto um aumento da procura de bens e serviços (impulsionado pela reabertura da economia) como uma diminuição da oferta de trabalhadores pouco qualificados da UE (em resultado do Brexit). Consequentemente, a restritividade do mercado de trabalho já ultrapassou os níveis anteriores à crise, apontando para uma fase avançada do ciclo, por oposição à recuperação mais lenta registada no seguimento da crise financeira mundial (gráfico C). À semelhança dos Estados Unidos, a reação lenta da oferta de mão de obra no Reino Unido à forte procura sugere uma menor eficiência da correspondência. Embora por razões semelhantes, tal também se deve à menor participação de um grande número de pessoas mais jovens

que optaram por prosseguir os estudos. Outra explicação para a restritividade do mercado de trabalho pode residir no regime de *lay-off*, uma vez que os trabalhadores ao abrigo deste regime tinham menos incentivos para fazer parte do conjunto de trabalhadores disponíveis e se candidatar a novos postos de trabalho. No entanto, o regime terminou em setembro, o que significa que a restritividade do mercado de trabalho pode já ser inferior à indicada pelos dados oficiais.

Gráfico C

Taxa de emprego, taxa de participação e restritividade do mercado de trabalho no Reino Unido

(percentagens da população em idade ativa e rácio de postos de trabalho por preencher em relação ao desemprego, média móvel de 3 meses)



Fontes: Serviço Nacional de Estatística do Reino Unido e cálculos dos autores.

Notas: A restritividade do mercado de trabalho é medida pelo rácio de postos de trabalho por preencher em relação ao desemprego. As áreas sombreadas indicam recessões. As últimas observações referem-se a setembro de 2021.

Refletindo as diferenças na evolução dos postos de trabalho por preencher, até à data, as pressões salariais mantiveram-se limitadas a setores específicos.

Embora o crescimento das remunerações semanais médias no conjunto da economia permaneça elevado (5,8% em setembro), a maior parte do aumento provém de efeitos de base negativos que refletem a introdução do regime de *lay-off* no ano passado³⁸. Esta situação também pode ser observada a nível setorial, uma vez que os efeitos de base conduziram a um aumento dos salários no segundo trimestre deste ano para níveis historicamente elevados na maioria dos setores. Os dados mais recentes para o terceiro trimestre indicam que o crescimento salarial não voltou a aumentar, tendo até desacelerado na maioria dos casos (gráfico D)³⁹. Os aumentos salariais foram mais acentuados nos serviços profissionais e prestados às empresas e em setores anteriormente dependentes de mão de obra migrante pouco qualificada (construção e lazer e hospitalidade). É de salientar que, embora os rendimentos de determinadas profissões (como os dos camionistas) tenham aumentado substancialmente, este

³⁸ O regime de *lay-off* gerido pelo governo no Reino Unido proporcionou aos trabalhadores abrangidos 80% do salário normal, até a um valor máximo de 2500 libras esterlinas por mês, o que resultou numa diminuição considerável das remunerações semanais médias.

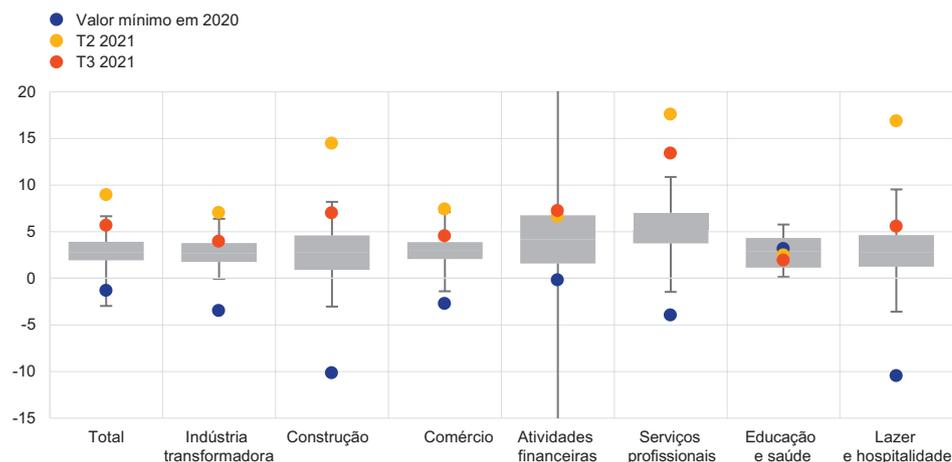
³⁹ Quando as taxas de crescimento anualizadas são comparadas ao longo de dois anos, a influência dos efeitos de base desaparece e o segundo e terceiro trimestres mostram apenas pressões salariais moderadas.

aumento não abrangeu o setor no seu conjunto (comércio, transportes e serviços básicos). Por conseguinte, o risco de pressões salariais generalizadas e de uma espiral salários-preços afigura-se menos provável nesta fase da recuperação, tendo em conta que o crescimento salarial subjacente continua a ser muito mais contido.

Gráfico D

Remunerações semanais médias no Reino Unido por setor

(taxas de crescimento homólogas, média móvel de 3 meses)



Fontes: Serviço Nacional de Estatística do Reino Unido e cálculos dos autores.

Notas: As parcelas da caixa representam o valor mínimo, o primeiro quartil, a mediana, o terceiro quartil e o valor máximo do primeiro trimestre de 2002 ao quarto trimestre de 2019. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2021.

De um modo geral, embora tanto os Estados Unidos como o Reino Unido tenham escassez de mão de obra, a respetiva evolução salarial difere em certa medida. Espera-se que os fatores que restringem a oferta de mão de obra diminuam ligeiramente em ambos os países. No Reino Unido, é provável que esta situação reduza a restritividade do mercado de trabalho e atenuar as pressões salariais, que se têm revelado muito localizadas até à data. Nos Estados Unidos, as expectativas de um novo crescimento económico robusto no curto prazo poderão prolongar a restritividade do mercado de trabalho, o que poderá, por sua vez, conduzir a aumentos salariais mais generalizados.

3 Condições de financiamento na ótica das empresas da área do euro

Por Annalisa Ferrando e Sofia Gori

A presente caixa explora novos indicadores das condições de financiamento enfrentadas pelas empresas da área do euro, com base em dados de inquéritos a nível das empresas. Desde o início da pandemia, e especialmente desde dezembro de 2020, o Conselho do BCE comprometeu-se a preservar condições de financiamento favoráveis durante a pandemia, considerando-as a bússola que orienta a política monetária⁴⁰. O BCE faz uso de uma abordagem holística na medição das condições de financiamento, abrangendo um vasto leque de indicadores ao longo de toda a cadeia de transmissão da política monetária. Estes indicadores vão desde fases “a montante”, com taxas de juro que se encontram no início do processo de transmissão (ou seja, taxas de juro isentas de risco e taxas de rendibilidade das obrigações soberanas), a fases “a jusante”, com indicadores que medem os efeitos sobre o custo e o volume do financiamento externo ao dispor das empresas e das famílias. A presente caixa aborda os novos indicadores das condições de financiamento a jusante enfrentadas pelas sociedades não financeiras da área do euro, com base em informações retiradas do [inquérito sobre o acesso a financiamento das empresas \(Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE\)](#). Esta informação complementa uma análise das condições financeiras com base em indicadores quantitativos baseados nos bancos e no mercado.

Com base no amplo conjunto de dados SAFE, três indicadores sintéticos circunscrevem a forma como as empresas têm percecionado as condições de financiamento na área do euro desde 2009. O inquérito SAFE inclui perguntas divididas em quatro grupos. O primeiro grupo abrange as alterações aos termos e condições relacionados com preços e está associado às taxas de juro bancárias e outros custos do financiamento bancário (encargos, taxas e comissões), enquanto o segundo incide nas alterações aos termos e condições não relacionados com preços e abrange ativos de garantia e outros fatores, tais como garantias exigidas, requisitos de informação, procedimentos, tempo necessário para a aprovação de empréstimos e convenções de empréstimo. O terceiro grupo de questões prende-se com a situação financeira das empresas e centra-se nas variações nos lucros, no capital próprio e no historial de crédito, na medida em que se considera que estas variáveis afetam o acesso de uma empresa ao crédito. As alterações nestas variáveis revelam informação sobre a solidez financeira dos balanços dos mutuários e são utilizadas pelos bancos para decidir se concedem ou não crédito. O quarto grupo de perguntas aborda a perceção das empresas quanto a alterações na “vontade” dos bancos para conceder crédito e fornece também informação significativa sobre a oferta de financiamento externo. Estas questões podem sinalizar indiretamente em que medida as operações de política monetária

⁴⁰ Ver Lane, P., [The compass of monetary policy: favourable financing conditions](#), *intervenção na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 25 de fevereiro de 2021.

estão a ajudar a facilitar o acesso a financiamento bancário e, por conseguinte, a manter a concessão de crédito à economia real. Partindo das respostas individuais de cerca de 35 000 empresas aos quatro grupos de perguntas acima referidos⁴¹, é possível captar vários aspetos das condições de financiamento globais através de uma análise fatorial⁴². A análise deteta três “componentes principais”, que podem ser interpretadas como estando associadas à situação financeira das empresas, aos termos e condições não relacionados com preços e aos termos e condições relacionados com preços. As componentes são apresentadas no gráfico A, por ordem da sua importância na explicação da variância total das condições de financiamento globais. Um valor positivo para uma componente principal assinala uma maior restritividade das condições de financiamento.

No geral, os três indicadores sugerem que se registaram várias fases importantes nas perceções das empresas quanto às suas condições de financiamento, que estão estreitamente em linha com as medidas de política monetária tomadas pelo BCE ao longo do tempo (gráfico A, todos os painéis).

Os indicadores sugerem que se verificou uma redução geral da restritividade das condições de financiamento ao longo da última década, o que é consistente com a orientação acomodatória da política monetária em vigor durante o período e com as medidas tomadas no sentido de repor o mecanismo de transmissão desde a crise financeira mundial⁴³. Embora as condições de financiamento tenham sido, no geral, mais restritivas para as pequenas e médias empresas do que para as grandes empresas durante a maior parte do período, as condições tornaram-se menos restritivas para as empresas de todas as dimensões, tendo este abrandamento prosseguido com períodos de inversão apenas temporários.

⁴¹ Correspondendo a um total de 58 000 observações no período de 2009-2021 (até setembro).

⁴² Em termos técnicos, a análise fatorial proporciona um maior número de componentes principais. Utilizando a análise paralela de Horn, foram selecionadas três componentes principais. Estas componentes explicam mais de 65% da variância total no conjunto de dados de oito variáveis individuais. Depois de ser avaliada a validade da redução de dados utilizando as estatísticas alfa de Kaiser-Meyer-Olkin e de Cronbach, aplicou-se uma rotação oblíqua aos pesos fatoriais, a fim de produzir fatores correlacionados. Com base na matriz dos pesos fatoriais rotacionada, atribuímos a cada componente principal um significado específico ao observar os pesos mais elevados para cada variável.

⁴³ Para uma descrição pormenorizada das diferentes fases e das medidas do BCE conexas adotadas até ao início da pandemia de COVID-19, ver o artigo intitulado [Access to finance for small and medium-sized enterprises after the financial crisis: evidence from survey data](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2020.

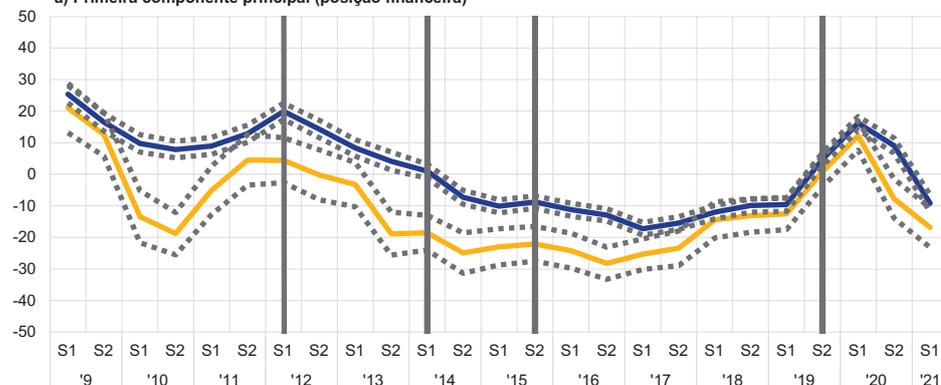
Gráfico A

Indicadores das condições de financiamento com base na análise fatorial

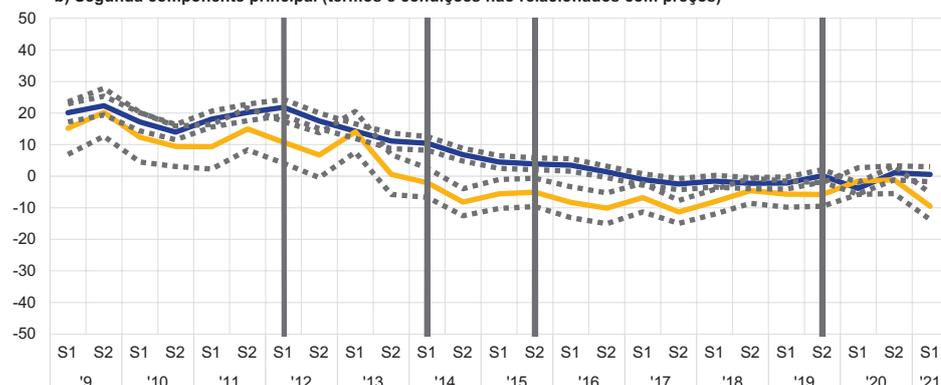
(classificações ponderadas em percentagem)

- Pequenas e médias empresas
- Grandes empresas
- Intervalo de confiança de 95%

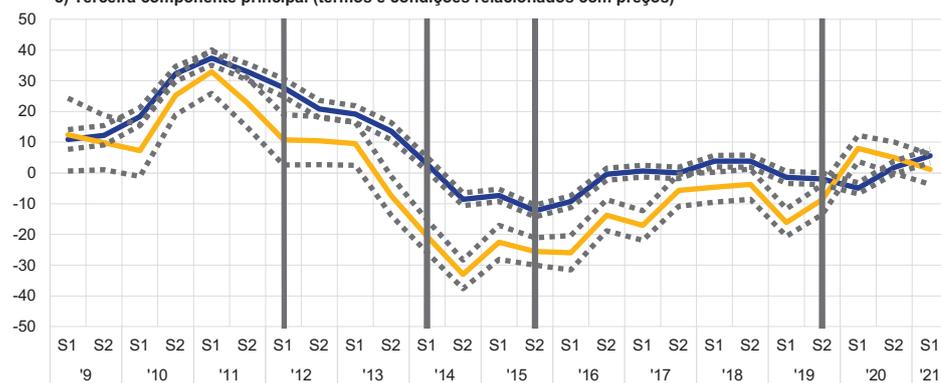
a) Primeira componente principal (posição financeira)



b) Segunda componente principal (termos e condições não relacionados com preços)



c) Terceira componente principal (termos e condições relacionados com preços)



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

Notas: Os valores positivos indicam uma maior restritividade das condições de financiamento, medida pelas componentes principais. As pequenas e médias empresas têm menos de 250 empregados. As classificações individuais de cada componente principal são ponderadas por classe de dimensão, atividade económica e país, a fim de refletir a estrutura económica da população de empresas subjacente. As classificações individuais são normalizadas, com um intervalo entre -1 e 1 e multiplicadas por 100 para obter saldos ponderados em percentagem. A primeira linha vertical a cinzento corresponde ao anúncio das transações monetárias definitivas; a segunda linha vertical a cinzento corresponde ao início da primeira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas I) e da política de taxas de juro negativas; a terceira linha vertical a cinzento corresponde ao início das ORPA direcionadas II e do programa de compra de ativos do setor empresarial; e a última linha vertical a cinzento denota o início do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica e das ORPA direcionadas III. As linhas a ponteados ilustram os intervalos de confiança de 95%. As últimas observações referem-se ao período de abril a setembro de 2021.

A fase mais recente das perceções das empresas quanto a alterações nas condições de financiamento coincidiu com o lançamento do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) e com a menor restritividade das condições da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado **direcionadas (ORPA direcionadas III). Os últimos resultados do inquérito, que abrangem o período de abril a setembro de 2021, mostram que, no seguimento do rápido abrandamento económico, o acesso a financiamento melhorou na medida em que se considerava que a disponibilidade de financiamento externo excedia a procura. Contudo, nesta fase mais recente, as três componentes principais proporcionaram avaliações divergentes das condições de financiamento, dada a natureza específica da crise económica decorrente da pandemia.**

O primeiro indicador das condições de financiamento salienta o papel desempenhado pelas alterações na qualidade dos balanços das empresas (lucros, capital próprio e capacidade de endividamento) na determinação do seu acesso a financiamento externo (situação financeira: gráfico A, painel a).

Analisando o período imediatamente antes e durante a pandemia (as últimas quatro rondas do inquérito), após uma deterioração significativa no início da pandemia, a situação financeira das empresas melhorou em paralelo com a recente retoma da atividade económica. Entre abril de 2020 e março de 2021, as pequenas e médias empresas reportaram uma queda pronunciada dos lucros, bem como alguma erosão das respetivas posições de capital. Visto que ambos os indicadores são fatores determinantes importantes das decisões de concessão de crédito dos bancos, as empresas consideraram que esta deterioração era um impedimento ao seu acesso a financiamento externo. Na última ronda do inquérito (abril a setembro de 2021), as pequenas e médias empresas assinalaram o regresso a uma menor restritividade das condições, o que refletiu as suas perceções otimistas de crescimento do volume de negócios a longo prazo, não obstante a continuação de um desempenho fraco em termos de lucros. As grandes empresas também registaram uma deterioração da sua situação em termos de lucros, mas de curta duração.

A segunda componente incide principalmente em fatores relacionados com alterações nos requisitos de garantia e outras garantias (termos e condições não relacionados com preços: gráfico A, painel b). Este indicador tem permanecido mais estável ao longo do tempo, com tendência, em geral, a diminuir. O indicador aponta para uma menor restritividade das condições de financiamento durante a pandemia apenas no caso das grandes empresas, enquanto as pequenas e médias empresas assinalaram uma deterioração devido ao agravamento dos requisitos de garantia e outros requisitos, tais como convenções de empréstimo.

A terceira componente reflete sobretudo variações nas taxas de juro e outros custos de financiamento (termos e condições relacionados com preços: gráfico A, painel c). Esta é a componente que melhor poderá refletir a transmissão da política monetária às condições de financiamento das empresas durante as quatro fases descritas anteriormente. Para as pequenas e médias empresas, tal sinaliza um ligeiro aumento da restritividade relacionado com custos bancários desde outubro de 2020, ao passo que, para as grandes empresas, sinaliza um aumento da restritividade no início da pandemia que se atenuou consideravelmente no período mais recente (abril a setembro de 2021).

As perceções das empresas quanto às condições de financiamento associadas aos termos e condições relacionados com preços acompanham de perto a tendência dos termos e condições reportada pelos bancos da área do euro.

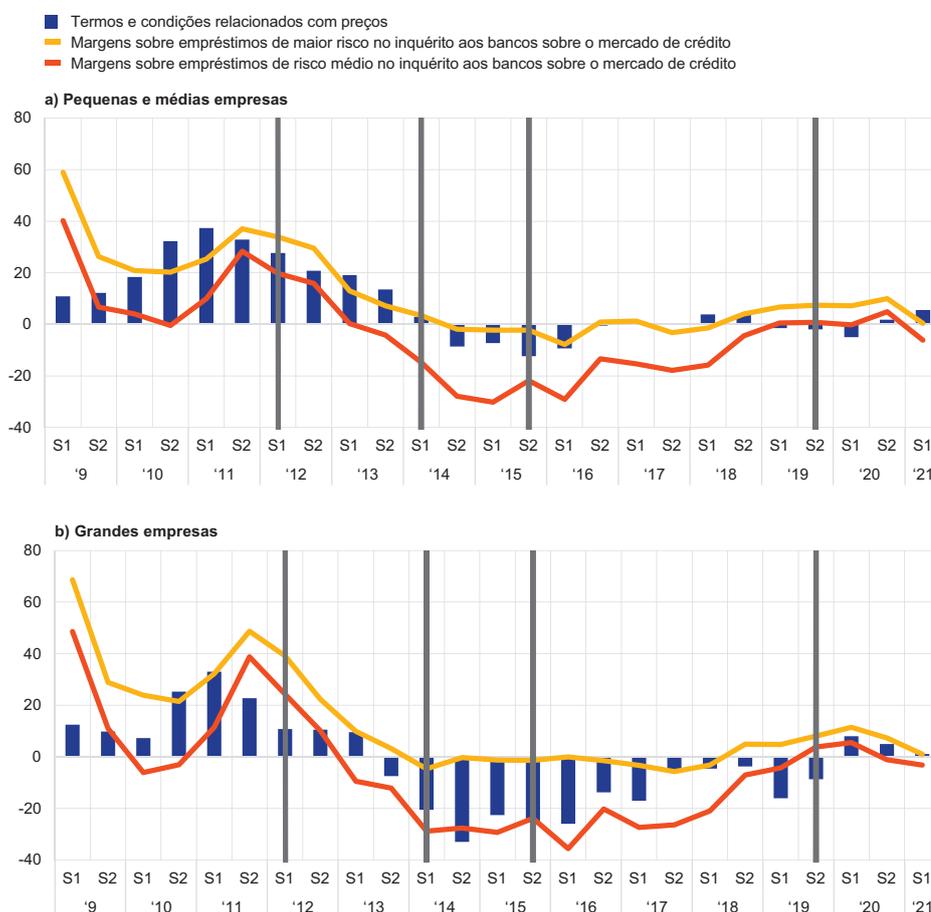
O gráfico B compara a dinâmica da componente “termos e condições relacionados com preços” com dois aspetos importantes dos termos e condições dos bancos subjacentes à contratação de crédito. Trata-se das margens sobre os empréstimos de risco médio e das margens sobre os empréstimos de maior risco, definidas como o diferencial face a taxas de referência do mercado relevantes. As alterações a estas variáveis são regularmente reportadas pelos bancos da área do euro no inquérito trimestral aos bancos sobre o mercado de crédito⁴⁴. Desde 2009, um alargamento (redução) das margens dos bancos tem vindo a refletir-se numa deterioração (melhoria) das condições de financiamento reportadas pelas empresas. Imediatamente antes do início da pandemia, os sinais do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito apontavam para uma maior restritividade generalizada das condições de crédito, embora as taxas ativas bancárias se mantivessem em níveis historicamente favoráveis. Os bancos imputaram esta maior restritividade à intensificação dos riscos para a capacidade de endividamento das empresas (também aqui captada pelo primeiro indicador) e à perspectiva de possíveis perdas resultantes de empréstimos no futuro. À medida que a retoma económica incluía cada vez mais empresas, a maior restritividade diminuiu e, no âmbito da última ronda disponível do SAFE, reportou-se que as margens sobre os empréstimos permaneciam globalmente inalteradas no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito. Porém, ao mesmo tempo, as pequenas e médias empresas detetaram uma deterioração das condições de financiamento associadas aos termos e condições relacionados com preços. Este aumento da restritividade mais recente, no período de abril a setembro de 2021, poderá ter decorrido da menor utilização de empréstimos garantidos pelo Estado relacionados com a pandemia, que foram tipicamente concedidos pelos bancos em condições muito favoráveis, incluindo uma maior flexibilização dos critérios de aprovação de empréstimos.

⁴⁴ Em cada ronda (semestral) do inquérito SAFE, calculou-se a média dos dois trimestres correspondentes de respostas ao inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito.

Gráfico B

Condições de concessão de crédito dos bancos e terceira componente principal (termos e condições relacionados com preços)

(percentagens líquidas para as margens; classificações ponderadas dos termos e condições relacionados com preços em percentagem)



Fontes: Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito e inquérito do BCE e da Comissão Europeia sobre o acesso a financiamento das empresas (SAFE).

Notas: Os valores positivos indicam uma deterioração da componente principal e um aumento líquido das margens dos empréstimos. As pequenas e médias empresas têm menos de 250 empregados. As classificações individuais da componente principal são ponderadas por classe de dimensão, atividade económica e país, a fim de refletir a estrutura económica da população de empresas subjacente. As classificações individuais são normalizadas, com um intervalo entre -1 e 1 e multiplicadas por 100 para obter saldos ponderados em percentagem. Em cada ronda (semestral) do inquérito SAFE, calculou-se a média dos dois trimestres correspondentes de respostas ao inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito. A primeira linha vertical a cinzento corresponde ao anúncio das transações monetárias definitivas; a segunda linha vertical a cinzento corresponde ao início da primeira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas I) e da política de taxas de juro negativas; a terceira linha vertical a cinzento corresponde ao início das ORPA direcionadas II e do programa de compra de ativos do setor empresarial; e a última linha vertical a cinzento denota o início do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica e das ORPA direcionadas III. As últimas observações referem-se ao período de abril a setembro de 2021.

Uma maior restritividade das condições de financiamento refletida num aumento em qualquer uma das componentes principais aumenta a probabilidade de uma empresa reportar expectativas de deterioração da disponibilidade futura de empréstimos bancários (gráfico C). No inquérito SAFE, pede-se às empresas que apresentem as suas expectativas quanto à disponibilidade futura de financiamento externo nos seis meses após a realização do trabalho de campo⁴⁵. Seguindo a abordagem adotada por Ferrando e

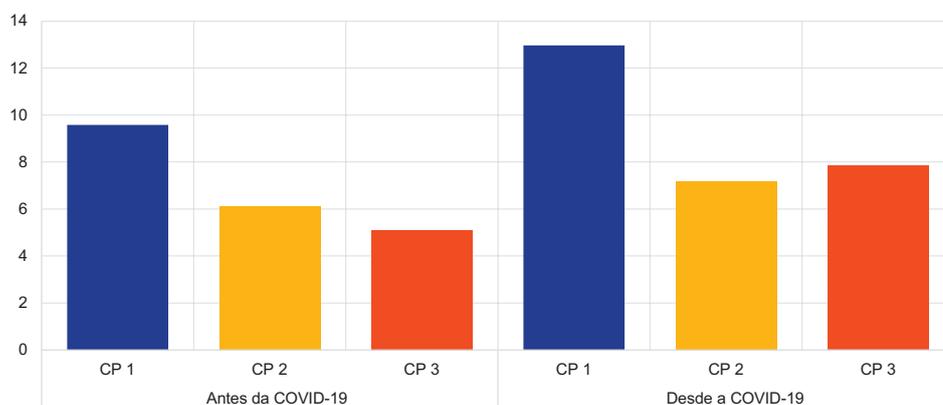
⁴⁵ Por exemplo, na última ronda do inquérito, as empresas foram questionadas, entre meados de setembro e meados de outubro de 2021, sobre alterações no acesso a financiamento no período de abril a setembro de 2021, bem como sobre alterações esperadas no acesso a financiamento no período de outubro de 2021 a março de 2022.

Ganoulis⁴⁶, é utilizado um modelo *logit* para ligar a deterioração esperada da disponibilidade futura de empréstimos bancários às três componentes principais, a um conjunto de variáveis artificiais (*dummies*) que controlam a evolução macroeconómica separadamente para cada país e intervalo temporal, e a um conjunto de características das empresas (setor e dimensão)⁴⁷. O gráfico C apresenta a probabilidade de uma empresa reportar uma deterioração na futura disponibilidade de empréstimos bancários em resultado de variações nas condições de financiamento (efeitos marginais médios). As três primeiras colunas têm por base estimativas para o período anterior à pandemia e as três seguintes estimativas para o período após o início da pandemia. Todos os efeitos marginais reportados são positivos e estatisticamente significativos.

Gráfico C

Contributos dos indicadores das condições de financiamento para uma deterioração da perceção da disponibilidade futura de empréstimos bancários

(efeitos marginais médios, percentagens)



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

Notas: Efeitos marginais médios do aumento de um desvio-padrão nas componentes principais na deterioração da futura disponibilidade de empréstimos bancários com base em regressões *logit*. "CP" corresponde a "componente principal". "CP 1" refere-se à situação financeira das empresas; "CP 2" aos termos e condições não relacionados com preços; "CP 3" aos termos e condições relacionados com preços

Desde o início da pandemia de COVID-19, as empresas têm-se mostrado cada vez mais preocupadas com a possibilidade de a disponibilidade futura de empréstimos bancários diminuir caso os custos de financiamento aumentem. A importância da componente relacionada com variações nas taxas de juro bancárias e outros custos de financiamento para a previsão da futura disponibilidade de empréstimos bancários registou o maior aumento desde o início da pandemia de COVID-19. Uma deterioração desta componente (na ordem de um desvio-padrão), que está diretamente associada às avaliações do comportamento dos bancos pelas empresas, aumenta agora a probabilidade de uma deterioração da disponibilidade futura de empréstimos bancários em 7,8%. Este valor era de

⁴⁶ Ferrando, A. e Ganoulis, I., [Firms' expectations on access to finance at the early stages of the COVID-19 pandemic](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2446, BCE, 2020.

⁴⁷ Uma segunda especificação inclui a alteração na disponibilidade de empréstimos bancários. Esta variável desempenha um papel semelhante a uma variável dependente desfasada num modelo intersetorial, embora seja reportada pelas empresas ao mesmo tempo que as expectativas. Os resultados econométricos são confirmados nesta segunda especificação, embora estes resultados não sejam apresentados na caixa.

5,1% até março de 2020. No entanto, a disponibilidade esperada de financiamento é ainda mais fortemente influenciada pela situação financeira das empresas (a primeira componente principal), com efeitos marginais médios de 9,6% antes da COVID-19 e 13% desde o início da pandemia. Para a componente relativa aos termos e condições não relacionados com preços (a segunda componente principal), o aumento correspondente desde o início da pandemia é de 1,1 pontos percentuais para um nível de 7,2%.

Em conclusão, a análise empírica mostra que, desde o início da pandemia, as condições de financiamento globais assinaladas pelas empresas no inquérito SAFE, e destiladas por via das três principais componentes, se tornaram mais importantes na avaliação das perceções das empresas quanto à futura disponibilidade de empréstimos bancários.

4 Decomposição das medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação em expectativas de inflação e prémios de risco

Por Valentin Burban, Bruno De Backer, Fabian Schupp e Andreea Liliana Vladu

A presente caixa apresenta uma abordagem com base em modelos para distinguir entre duas componentes não observadas incorporadas em medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação, nomeadamente as expectativas de inflação e os prémios de risco de inflação. A abordagem assenta em modelos econométricos utilizados para analisar a estrutura de prazos das taxas de *swap* indexadas à inflação. As estimativas indicam que o aumento das taxas de *swap* indexadas à inflação a prazo, observado desde meados de 2020, se deve mais aos prémios de risco de inflação do que às expectativas de inflação, sugerindo que esse aumento está principalmente relacionado com uma mudança nos riscos de inflação de níveis mais baixos do que o esperado para níveis mais elevados do que o esperado.

As taxas de *swap* indexadas à inflação servem frequentemente de referência para as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação na área do euro. Os contratos de taxa de *swap* indexada à inflação trocam, na data de vencimento, a taxa de *swap* fixa acordada antecipadamente pela taxa de inflação média observada ao longo da vida do *swap*, sendo ambas as taxas aplicadas a um montante nominal. Ao contrário das taxas de inflação implícitas calculadas a partir de obrigações soberanas indexadas à inflação e nominais emitidas por Estados-Membros específicos da área do euro, as taxas de *swap* indexadas à inflação são menos afetadas por problemas de liquidez do mercado⁴⁸.

Dado que as taxas de *swap* indexadas à inflação refletem as opiniões dos participantes nos mercados financeiros quanto à inflação futura, as referidas taxas são acompanhadas de perto pelos bancos centrais (gráfico A). As taxas de *swap* indexadas à inflação mantiveram-se relativamente estáveis, situando-se ligeiramente acima de 2% no período de 2005-2007, mas caíram abruptamente na segunda metade de 2008, à medida que a crise financeira mundial avançava. Embora tivessem regressado a valores próximos de 2% no final de 2010, voltaram a descer gradualmente para níveis incompatíveis com o objetivo de inflação do BCE, que na altura era “abaixo, mas próximo, de 2%”. Por exemplo, a taxa de *swap* indexada à inflação a 1 ano com uma antecedência de 4 anos situou-se ligeiramente abaixo de 1% em meados de 2016. Embora as taxas de *swap* indexadas à inflação tenham recuperado ligeiramente em meados de 2018, voltaram

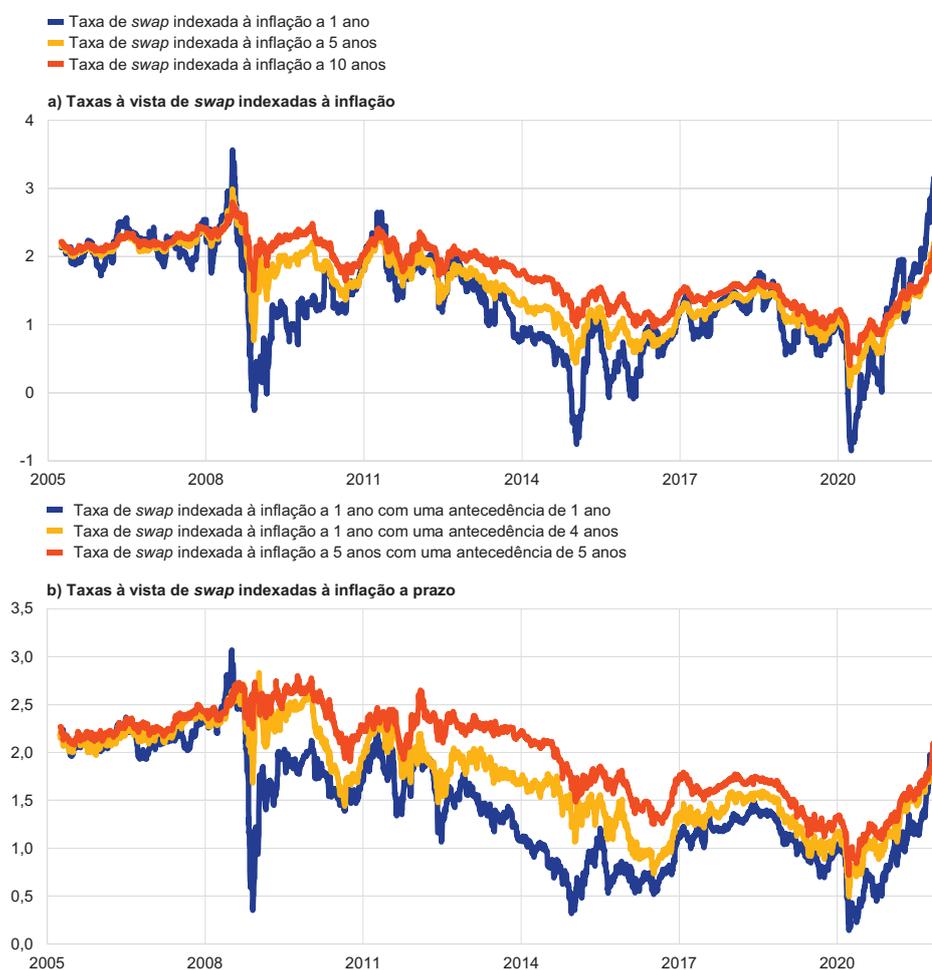
⁴⁸ Para uma visão geral do mercado de taxas de *swap* indexadas à inflação, ver [Derivatives transactions data and their use in central bank analysis](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2019; [Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2018; [Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#), *Série de Documentos Ocasionais*, n.º 264, BCE, 2021. Por convenção de mercado, o índice de preços de referência para as taxas de *swap* indexadas à inflação da área do euro é o IHPC excluindo o tabaco (IHPCxT). As taxas de *swap* indexadas à inflação referem-se ao IHPCxT com um desfasamento de indexação de três meses.

a cair para níveis baixos até a crise do coronavírus (COVID-19) ter provocado uma nova queda drástica, tendo sido atingido um valor mínimo no final de março de 2020. Aumentaram depois significativamente ao longo do ano e meio seguinte. Mais recentemente, a taxa de *swap* indexada à inflação a 1 ano atingiu 3%, mas a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano manteve-se abaixo de 2%, o que sugere que os mercados financeiros estão a contar que o recente aumento da inflação seja transitório. No que respeita ao objetivo de médio prazo da estabilidade de preços, a taxa a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos regressou a níveis próximos de 2%.

Gráfico A

Taxas de *swap* indexadas à inflação na área do euro

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 26 de novembro de 2021.

As taxas de *swap* indexadas à inflação e outras medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação refletem não só as expetativas de inflação observadas dos participantes no mercado financeiro, mas também os prémios de risco de inflação. A presença de prémios de risco de inflação deve-se à aversão ao risco dos participantes nos mercados financeiros e ao facto de estes estarem obrigados a lidar com a incerteza. De um modo geral, a teoria sugere que

os prémios de risco de inflação tendem a ser positivos em momentos dominados por choques sobre a oferta e negativos em períodos dominados por choques sobre a procura⁴⁹. Os choques adversos sobre a oferta, por exemplo, apoiam prémios de risco de inflação positivos, uma vez que implicam que a inflação tende a aumentar quando os pagamentos de ativos financeiros (em termos reais) são altamente valorizados, ou seja, quando a atividade real diminui e a utilidade marginal do consumo aumenta.

Os modelos econométricos da estrutura de prazos das taxas de swap indexadas à inflação podem ser utilizados para decompor essas taxas em expectativas de inflação e prémios de risco de inflação. Os modelos estimados integram, normalmente, os principais fatores económicos impulsionadores da taxa de inflação de curto prazo (“fatores de fixação de preços”) e um mecanismo para a dinâmica destes fatores de fixação de preços (a “lei de movimento”). Estes elementos permitem efetuar previsões da taxa de inflação a curto prazo, sendo possível gerar as médias dessas previsões para qualquer prazo. As expectativas de inflação podem então ser estimadas como a taxa de inflação média a curto prazo num determinado horizonte, e os prémios de risco de inflação podem ser representados como a diferença entre as taxas de *swap* indexadas à inflação e as referidas expectativas de inflação⁵⁰.

A presente caixa utiliza duas variantes de um modelo econométrico da estrutura de prazos para decompor as taxas de swap indexadas à inflação em expectativas de inflação e prémios de risco de inflação. Os modelos incluem três fatores de fixação de preços que explicam grande parte da variação das taxas de *swap* indexadas à inflação em fim de mês com diferentes prazos ao longo do tempo⁵¹. Ambos os modelos implicam que a taxa de *swap* indexada à inflação a curto prazo converge num número fixo a longo prazo, tal como qualquer modelo estacionário de estrutura de prazos. Uma vez que é difícil confirmar empiricamente este desfecho⁵², procede-se a uma calibração para um nível de 1,9%, o que está em consonância com a média histórica das previsões de inflação a longo prazo do Inquérito a Analistas Profissionais e da Consensus Economics e é compatível com a implementação numérica do objetivo do BCE durante a maior parte do período

⁴⁹ Ver, por exemplo, Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A. e Yiangou, J., [Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank](#), Oxford University Press, 2021.

⁵⁰ Os prémios de risco de inflação são normalmente estimados como a diferença entre as taxas de *swap* indexadas à inflação “ajustadas” (ou seja, implícitas pelo modelo estimado) e as componentes das expectativas estimadas.

⁵¹ O modelo de referência segue a metodologia do estudo inovador apresentado por Joslin, S., Singleton, K.J. e Zhu, H., [A new perspective on Gaussian dynamic term structure models](#), *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n.º 3, 2011, pp. 926-970, e é aplicado às taxas de *swap* indexadas à inflação em fim de mês corrigidas do desfasamento de indexação de três meses, tal como em Camba-Mendez, G. e Werner, T., [The inflation risk premium in the post-Lehman period](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2033, BCE, 2017.

⁵² Ver, por exemplo, Villani, M., [Steady-state priors for vector autoregressions](#), *Journal of Applied Econometrics*, vol. 24, número 4, 2009, pp. 630-650.

em análise⁵³. As duas variantes diferem no modo como calculam a lei de movimento para os fatores de fixação de preços. Especificamente, o método utilizado para estimar uma das variantes representa um enviesamento bem conhecido que afeta as estimativas de processos persistentes, enquanto o outro método não tem em conta o referido enviesamento⁵⁴.

Os resultados da decomposição são apresentados como médias dos resultados dos dois modelos. As expetativas de inflação baseadas na primeira abordagem têm a vantagem de se situarem relativamente próximo do nível das previsões dos inquéritos, o que constitui uma verificação cruzada significativa, uma vez que os dados dos inquéritos não são tidos em conta na fase de estimativa. Contudo, as expetativas de inflação para horizontes mais longos com base na primeira abordagem tendem a ser bastante rígidas e, possivelmente, subestimam a variação temporal real e não observada. A segunda abordagem, que corrige o enviesamento da estimativa, torna as expetativas de longo prazo mais variáveis, mas ocasionalmente parece estabelecer uma ligação demasiado estreita entre as taxas de *swap* indexadas à inflação a curto prazo e as expetativas de longo prazo. A média do modelo estabelece um equilíbrio entre as duas abordagens⁵⁵. Ao mesmo tempo, as expetativas de inflação baseadas em modelos (e, por seu lado, os prémios) extraídas das taxas de *swaps* indexadas à inflação estão sujeitas à incerteza da estimativa e ao facto de os seus níveis não poderem ser validados diretamente por uma contraparte observada⁵⁶.

⁵³ Calibrar a média da inflação de longo prazo em 1,9% está em linha com o New Area-Wide Model (Novo Modelo para toda a Área do Euro), segundo o qual, antes da adoção do novo objetivo de inflação do BCE de 2%, o objetivo de longo prazo do banco central para a inflação foi fixado em 1,9% por ano (ver Christoffel, K., Coenen, G. e Warne, A., [The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 944, BCE, 2008; e Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. e Warne, A., [The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2200, BCE, 2019). Ver também Mazelis, F., Motto, R., e Ris A., "Monetary policy strategies in a low interest rate environment for the euro area", a publicar em breve, que também utilizam 1,9%. O ajustamento do reexame da estratégia de 2020-2021 do BCE com o objetivo de atingir uma inflação de 2% no médio prazo significa que a média de longo prazo das expetativas de inflação poderá ter de ser atualizada em determinada altura, o que, em termos globais, resultaria em estimativas de prémios de risco de inflação ligeiramente mais baixos.

⁵⁴ Os testes alargados Dickey-Fuller e os testes Philips e Perron não rejeitaram a hipótese nula de uma raiz unitária nas taxas de *swap* indexadas à inflação. A correção do enviesamento da estimativa (para uma falta de persistência) no segundo modelo segue a metodologia de Kilian, L., [Finite sample properties of percentile and percentile-t bootstrap confidence intervals for impulse responses](#), *Review of Economics and Statistics*, vol. 81, n.º 4, 1999, pp. 652-660.

⁵⁵ Como uma verificação alargada da "razoabilidade", o desvio-padrão das componentes das expetativas obtidas a partir da média dos dois modelos está relativamente próximo do das previsões de inflação calculadas a partir do Inquérito a Analistas Profissionais e da Consensus Economics (por exemplo, cerca de 10 pontos base no horizonte de quatro a cinco anos).

⁵⁶ Mais especificamente, as estimativas dos inquéritos podem diferir das expetativas reais (não observadas) incorporadas nas taxas de *swaps* indexadas à inflação pelo simples facto de os diferentes intervenientes no mercado estarem a expressar as suas opiniões.

Gráfico B

Decomposição com base em modelos das taxas de *swap* indexadas à inflação na área do euro

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Nota: Estimativas médias baseadas em dois modelos afins de estrutura de prazos, de acordo com Joslin, Singleton e Zhu (2011), aplicadas às taxas de *swap* indexadas à inflação corrigidas do desfasamento de indexação, tal como em Camba-Mendez e Werner (2017). As últimas observações referem-se a novembro de 2021 (modelos mensais).

As decomposições estimadas sugerem que as expectativas de inflação se encontram, em geral, mais estáveis do que as taxas de *swap* indexadas à inflação e que os prémios de risco de inflação entre prazos mudaram de sinal no passado, incluindo recentemente (gráfico B). As decomposições indicam que as expectativas de inflação podem variar significativamente ao longo do tempo, embora, de um modo geral, sejam mais regulares do que as taxas de *swap* indexadas à inflação. Tal aplica-se especialmente a taxas a prazo mais distantes, o que está em linha com a intuição de que as expectativas de inflação estão, em princípio, mais bem ancoradas no longo prazo. Estima-se que os prémios de risco de inflação tenham passado de valores positivos para negativos por volta de 2013-2014, o que sugere que os mercados tiveram cada vez mais em conta o risco de os resultados da inflação se situarem abaixo das suas expectativas. Mais recentemente, à medida que os efeitos da pandemia de coronavírus (COVID-19) começaram a dissipar-se, as estimativas dos prémios de risco de inflação aumentaram significativamente, tendo mesmo mudado de sinal para, possivelmente, passarem a ser de novo ligeiramente positivas. Esta alteração de sinal pode estar relacionada com o facto de se contar com uma maior probabilidade ou pelo menos o risco de a economia ser dominada por choques sobre a oferta num futuro previsível no contexto dos atuais estrangulamentos do lado da oferta⁵⁷.

⁵⁷ Ver, por exemplo, a caixa 4 intitulada [Impacto dos estrangulamentos do lado da oferta sobre o comércio](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2021.

5 Condições de liquidez e operações de política monetária de 28 de julho a 2 de novembro de 2021

Por Elvira Fioretto e Juliane Kinsele

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE e a evolução da liquidez durante o quinto e sexto períodos de manutenção de reservas de 2021. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 28 de julho a 2 de novembro de 2021 (o “período em análise”).

A liquidez excedentária média no sistema bancário da área do euro aumentou 175,5 mil milhões de euros durante o quinto e sexto períodos de manutenção de 2021, atingindo um máximo histórico de 4367 mil milhões de euros. Tal ficou a dever-se, sobretudo, às aquisições de ativos realizadas ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) e do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), bem como à liquidação da oitava e nona operações da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III.8 e III.9). O efeito das operações de política monetária sobre a liquidez excedentária foi parcialmente compensado por um aumento considerável dos fatores autónomos líquidos.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos líquidos e reservas mínimas, aumentaram 170,8 mil milhões de euros para 2290,2 mil milhões de euros. Este crescimento significativo comparando com os dois períodos de manutenção anteriores deveu-se quase na totalidade a um aumento dos fatores autónomos líquidos de 167,8 mil milhões de euros para 2138,4 mil milhões de euros (ver a secção do quadro A intitulada “Outras informações com base na liquidez”), enquanto as reservas mínimas obrigatórias aumentaram apenas marginalmente em 3 mil milhões de euros, situando-se em 151,9 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de absorção de liquidez subiram 120,3 mil milhões de euros para 3116,6 mil milhões de euros no período em análise, impulsionados por outros fatores autónomos, bem como por aumentos nas notas em circulação e nos depósitos das administrações públicas. Outros fatores autónomos (ver o quadro A, abaixo, para mais informações) aumentaram 55,1 mil milhões de euros para 959,4 mil milhões de euros no período em análise. Paralelamente, as notas em circulação cresceram em 28,7 mil milhões de euros para 1503,7 mil milhões de euros. Os depósitos das administrações públicas mantêm-se muito elevados após um aumento de 36,6 mil milhões de euros para 653,5 mil milhões de euros. No entanto, este valor encontra-se abaixo do máximo histórico de 729,8 mil milhões de euros atingido em 2020.

Os fatores autónomos de cedência de liquidez diminuiram 47,5 mil milhões de euros, passando para 978,6 mil milhões de euros. Esta diminuição

deveu-se ao efeito líquido da descida de 63,1 mil milhões de euros em ativos líquidos denominados em euros e do aumento de 15,6 mil milhões de euros em disponibilidades líquidas sobre o exterior.

O quadro A apresenta uma panorâmica dos fatores autónomos⁵⁸ referidos acima e respetivas variações.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 28 de julho de 2021 a 2 de novembro de 2021						Período analisado anterior: 28 de abril de 2021 a 27 de julho de 2021	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 28 de julho a 14 de setembro		Sexto período de manutenção: 15 de setembro a 2 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	3 116,6	(+120,3)	3 086,2	(+28,8)	3 147,0	(+60,8)	2 996,3	(+46,9)
Notas em circulação	1 503,7	(+28,7)	1 499,9	(+14,1)	1 507,4	(+7,5)	1 475,0	(+35,0)
Depósitos das administrações públicas	653,5	(+36,6)	635,7	(-16,5)	671,3	(+35,6)	616,9	(-1,3)
Outros fatores autónomos (líquidos) ¹⁾	959,4	(+55,1)	950,6	(+31,2)	968,3	(+17,7)	904,3	(+13,2)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	3 614,5	(+143,3)	3 575,3	(+72,3)	3 653,7	(+78,4)	3 471,2	(+338,8)
dos quais reservas excedentárias isentas ao abrigo do sistema de dois níveis	904,2	(+17,1)	899,2	(+4,4)	909,2	(+10,0)	887,1	(+13,1)
dos quais reservas excedentárias não isentas ao abrigo do sistema de dois níveis	2 709,5	(+123,2)	2 675,3	(+67,2)	2 743,7	(+68,4)	2 586,3	(+317,9)
Reservas mínimas obrigatórias²⁾	151,9	(+3,0)	150,9	(+0,8)	152,8	(+1,9)	148,9	(+1,9)
Volume isento³⁾	911,3	(+18,1)	905,6	(+4,5)	916,9	(+11,3)	893,2	(+11,6)
Facilidade permanente de depósito	752,6	(+32,2)	766,6	(+30,1)	738,5	(-28,2)	720,4	(+86,2)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

⁵⁸ Para mais pormenores sobre os fatores autónomos, ver o artigo intitulado [A gestão de liquidez do BCE](#), *Boletim Mensal*, BCE, maio de 2002.

Ativo

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 28 de julho de 2021 a 2 de novembro de 2021						Período analisado anterior: 28 de abril de 2021 a 27 de julho de 2021	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 28 de julho a 14 de setembro		Sexto período de manutenção: 15 de setembro a 2 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	978,6	(-47,5)	987,2	(-19,9)	970,0	(-17,2)	1 026,1	(-39,9)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	830,9	(+15,6)	826,7	(+5,0)	835,1	(+8,3)	815,3	(-11,2)
Ativos líquidos denominados em euros	147,7	(-63,1)	160,5	(-24,9)	134,9	(-25,5)	210,8	(-28,6)
Instrumentos de política monetária	6 657,3	(+346,3)	6 592,2	(+151,6)	6 722,3	(+130,1)	6 311,0	(+513,8)
Operações de mercado aberto	6 657,3	(+346,3)	6 592,2	(+151,6)	6 722,3	(+130,1)	6 311,0	(+513,8)
	2 211,7	(+63,5)	2 213,3	(+17,2)	2 210,0	(-3,3)	2 148,2	(+234,4)
Operações de leilão								
OPR	0,2	(+0,0)	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,1	(-0,2)
ORPA com prazo de 3 meses	0,1	(-0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,4)
Operações das ORPA direcionadas II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-9,7)
Operações das ORPA direcionadas III	2 195,0	(+74,3)	2 188,9	(+20,4)	2 201,1	(+12,3)	2 120,7	(+244,3)
PELTRO	16,4	(-10,8)	24,2	(-3,2)	8,6	(-15,6)	27,2	(+0,5)
	4 445,6	(+282,8)	4 378,9	(+134,4)	4 512,3	(+133,4)	4 162,8	(+279,4)
Carteiras definitivas								
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	2,4	(-0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(-0,2)
Terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	295,9	(+4,4)	294,7	(+2,1)	297,1	(+2,4)	291,6	(+2,1)
Programa dos mercados de títulos de dívida	9,5	(-7,7)	12,6	(-4,5)	6,5	(-6,1)	17,2	(-8,4)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	27,0	(-1,4)	27,5	(-0,7)	26,6	(-1,0)	28,4	(-0,3)
Programa de compra de ativos do setor público	2 448,0	(+36,0)	2 439,7	(+18,1)	2 456,3	(+16,6)	2 412,0	(+37,7)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	294,8	(+15,4)	290,6	(+7,0)	298,9	(+8,3)	279,3	(+15,9)
Programa de compra de ativos devido a emergência pandémica	1 367,5	(+236,1)	1 311,0	(+112,4)	1 424,1	(+113,2)	1 131,4	(+232,6)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

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

Outras informações com base na liquidez

(médias; mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 28 de julho de 2021 a 2 de novembro de 2021						Período analisado anterior: 28 de abril de 2021 a 27 de julho de 2021	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 28 de julho a 14 de setembro		Sexto período de manutenção: 15 de setembro a 2 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	2 290,2	(+170,8)	2 250,3	(+49,3)	2 330,2	(+79,8)	2 119,4	(+88,8)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	2 138,4	(+167,8)	2 099,4	(+48,5)	2 177,3	(+78,0)	1 970,6	(+86,8)
Liquidez excedentária ³⁾	4 367,0	(+175,5)	4 341,9	(+102,4)	4 392,2	(+50,3)	4 191,5	(+425,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

	Período em análise atual: 28 de julho de 2021 a 2 de novembro de 2021						Período analisado anterior: 28 de abril de 2021 a 27 de julho de 2021	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 28 de julho a 14 de setembro		Sexto período de manutenção: 15 de setembro a 2 de novembro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
OPR	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA ¹⁾	-0,485	(-0,005)	-0,484	(-0,003)	-0,486	(-0,002)	-0,480	(-0,001)
€STR	-0,569	(-0,004)	-0,569	(-0,003)	-0,570	(-0,002)	-0,565	(-0,001)

Fonte: BCE.

Notas: Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período em análise ou de manutenção anterior.

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

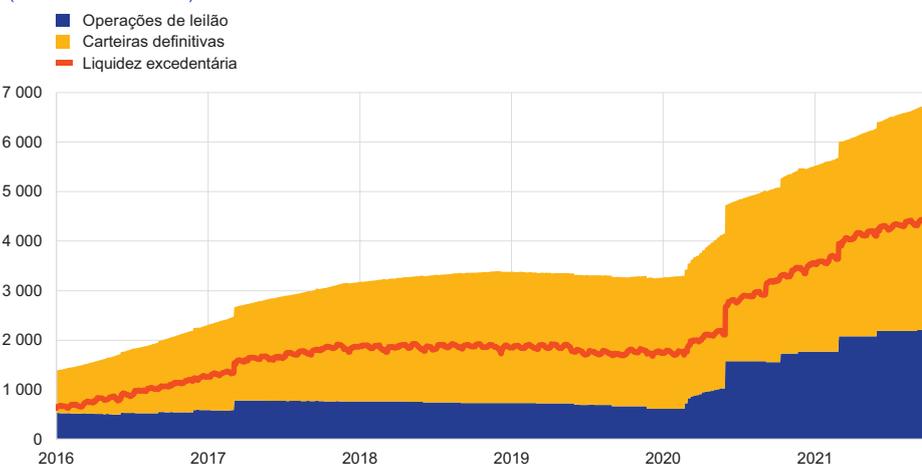
Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

O montante médio de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária aumentou 346,3 mil milhões de euros, passando para 6657,3 mil milhões de euros durante o período em análise (ver o gráfico A). Cerca de 82% deste aumento resultou das aquisições líquidas em curso ao abrigo dos programas de compra de ativos, principalmente do PEPP e os restantes 18% deveram-se a operações de crédito, sobretudo às ORPA direcionadas III, ao passo que o vencimento de operações e os reembolsos resultaram numa perda considerável de liquidez.

Gráfico A

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

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 2 de novembro de 2021.

O montante médio da liquidez cedida através de operações de crédito aumentou 63,5 mil milhões de euros durante o período em análise.

Este aumento deveu-se ao efeito da injeção de 109,8 mil milhões de euros através da oitava operação das ORPA direcionadas III liquidada em junho (o efeito total do qual nas médias do período apenas se materializa no período de manutenção que sucede a liquidação) e à colocação de 97,6 mil milhões de euros da nona operação das ORPA direcionadas III no final de setembro. O efeito de cedência de liquidez da nona operação foi parcialmente compensado pelo primeiro conjunto de reembolsos voluntários ao abrigo do programa das ORPA direcionadas III, que atingiu um total de 79,3 mil milhões de euros em setembro. Além disso, no final de setembro, venceram-se três operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica (*pandemic emergency long-term refinancing operations* – PELTRO) pelo montante de 22,1 mil milhões de euros, ao passo que apenas 1,3 mil milhões de euros foram colocados na PELTRO de setembro. No seu conjunto, as novas colocações das PELTRO e os leilões vencedores levaram a uma absorção de liquidez líquida média de 10,8 mil milhões de euros comparando com o período analisado anterior. As operações principais de refinanciamento (OPR) e as operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) com prazo de três meses continuaram a desempenhar um papel reduzido, com o recurso médio a ambas as operações de refinanciamento regulares a manter-se em níveis historicamente baixos, tal como no período em análise anterior.

Ao mesmo tempo, as carteiras definitivas aumentaram 282,8 mil milhões de euros, passando para 4445,6 mil milhões de euros, devido a aquisições líquidas ao abrigo do PEPP e do APP.

As posições médias no contexto do PEPP aumentaram 236,1 mil milhões de euros para 1367,5 mil milhões de euros comparativamente com a média do período analisado precedente. As aquisições ao abrigo do PEPP representaram o maior aumento no conjunto dos programas de compra de ativos do BCE, 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, 36 mil milhões de euros para 2448 mil milhões de euros e de 15,4 mil milhões de euros para 294,8 mil milhões de euros. O vencimento de títulos detidos em programas não ativos reduziu a dimensão das carteiras definitivas em 7,7 mil milhões de euros.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média registou uma subida de 175,5 mil milhões de euros, atingindo um novo máximo histórico de 4367 mil milhões de euros (gráfico A).

A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas das instituições de crédito que ultrapassam as reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez. Reflete a diferença entre a liquidez total cedida ao sistema bancário e as necessidades de liquidez das instituições de crédito. Os depósitos à ordem das instituições de crédito que ultrapassam as reservas mínimas aumentaram 143,3 mil milhões de euros para 3614,5 mil milhões de euros, enquanto a utilização média da facilidade permanente de depósito aumentou 32,2 mil milhões de euros, passando para 752,6 mil milhões de euros.

As reservas excedentárias isentas da taxa de juro negativa aplicada à facilidade permanente de depósito ao abrigo do sistema de dois níveis⁵⁹ aumentaram 17,1 mil milhões de euros para 904,2 mil milhões de euros.

A liquidez excedentária não isenta, que inclui a facilidade permanente de depósito, aumentou 155,4 mil milhões de euros, atingindo os 3462,1 mil milhões de euros. A taxa de utilização agregada do montante isento máximo, ou seja, o rácio entre as reservas isentas e o valor máximo que poderia ser isento⁶⁰, que tem permanecido acima de 98% desde o terceiro período de manutenção de 2020, desceu ligeiramente de 99,3% para 99,2%. As reservas excedentárias isentas representaram 20,7% da liquidez excedentária total, em comparação com 21,2% no período analisado anterior.

Evolução das taxas de juro

A média da €STR manteve-se globalmente inalterada em -56,9 pontos base durante o período em análise.

Em resultado do nível elevado de liquidez excedentária, a €STR permanece relativamente inelástica a flutuações na liquidez, mesmo que consideráveis. Desde outubro de 2019, a EONIA é calculada como correspondendo à €STR acrescida de um diferencial fixo de 8,5 pontos base. Deste modo, seguiu uma trajetória paralela à da €STR até à sua descontinuação

⁵⁹ Para mais informação sobre o sistema de dois níveis para a remuneração de reservas excedentárias, consultar o [sítio](#) do BCE (disponível apenas em inglês).

⁶⁰ O montante isento máximo corresponde à soma das reservas mínimas e o valor da isenção, que equivale a seis vezes o valor das reservas mínimas.

a 3 de janeiro de 2022. A partir de 18 de outubro de 2021, como parte da transição para a €STR enquanto taxa de juro de referência, a EONIA deixou de ser aplicada a novos contratos de derivados compensados por uma contraparte central. As taxas diretoras do BCE – as taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento e às facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez – mantiveram-se inalteradas no período em análise.

6 Comunicação do BCE sobre as perspetivas económicas: uma análise comparativa

Por Julian Ashwin, Maarten Dossche, Katrin Forster van Aerssen, Ramon Gomez-Salvador, Eleni Kalamara e Beatrice Pierluigi

A comunicação do BCE sobre as perspetivas económicas registou alterações significativas ao longo dos últimos 20 anos. Esta caixa mostra a evolução da comunicação do BCE sobre os enquadramentos e conceitos subjacentes às perspetivas económicas desde a criação do banco central em 1998. Compara igualmente a comunicação do BCE sobre as perspetivas económicas com a do Conselho de Governadores do Sistema de Reserva Federal (Federal Reserve Board) e do Bank of England, abrangendo o período de 2015 a 2019. A análise termina em 2019 para evitar que os resultados sejam afetados pelas medidas relacionadas com a pandemia de coronavírus (COVID-19) ou pelos reexames da estratégia de política monetária realizados, respetivamente, pelo Federal Reserve Board e pelo BCE. Embora esta caixa incida sobre uma parte específica da comunicação do BCE, o artigo intitulado “ECB communication with the wider public”, disponibilizado na versão em língua inglesa da presente edição do *Boletim Económico*, adota uma perspetiva mais ampla e inclui os ensinamentos retirados do recente reexame da estratégia do BCE⁶¹.

Em 2015, a comunicação regular do BCE sobre as perspetivas económicas registou duas alterações importantes. Em primeiro lugar, o BCE reduziu a frequência das reuniões do Conselho do BCE dedicadas à política monetária de um ciclo de quatro para seis semanas. Em segundo lugar, o BCE começou a publicar relatos das reuniões do Conselho do BCE sobre política monetária. Estas alterações reduziram o risco de introdução de “ruído” na comunicação sobre as perspetivas económicas, que pode surgir quando são publicadas atualizações com demasiada frequência. Aumentaram ainda a transparência e a responsabilização no contexto do processo de tomada de decisões. Ambas as alterações aproximaram a abordagem do BCE das práticas de deliberação sobre política monetária do Federal Reserve Board nos Estados Unidos. Embora a comunicação oficial sobre as perspetivas económicas tenha sido reduzida de doze vezes (*Boletim Mensal*) para oito vezes (*Boletim Económico*) por ano, a comunicação do economista principal do BCE através de discursos e apresentações sobre as perspetivas económicas a audiências externas (painel a) do gráfico A) aumentou durante os últimos 20 anos. O economista principal também tendeu a preferir significativamente mais discursos sobre as perspetivas económicas do que o economista principal do Bank of England ou o vice-presidente do Federal Reserve Board (painel b) do gráfico A) durante o período que medeia entre 2015 e 2019⁶².

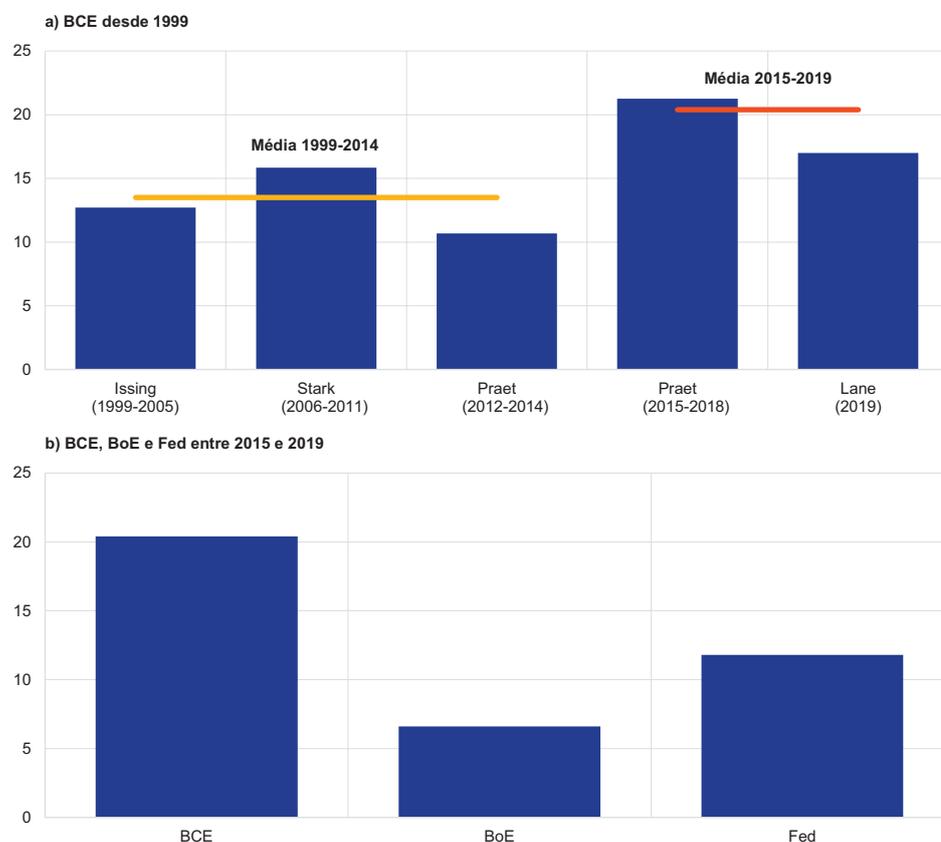
⁶¹ Ver o artigo intitulado “ECB communication with the wider public” na versão em língua inglesa da presente edição do *Boletim Económico*; e Assenmacher, K., Glöckler, G., Holton, S. e Trautmann, P., [Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world](#), Grupo de trabalho para a comunicação sobre política monetária, *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 274, BCE, setembro de 2021.

⁶² No caso dos discursos do Bank of England, a análise centra-se no economista principal. Tomar em consideração os discursos do vice-governador responsável pela política monetária, que está mais próximo do economista principal do BCE em termos de responsabilidade executiva, além dos discursos do economista principal, não afetaria substancialmente os resultados.

Gráfico A

Número de discursos sobre as perspetivas económicas proferidos pelo economista principal

(média anual)



Fonte: Cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: No painel a) em que a mudança do titular do cargo ocorreu durante um ano (ou seja, Otmar Issing/Jürgen Stark em 2006; Peter Praet/Philip Lane em 2019), os discursos foram atribuídos à média anual do novo membro da Comissão Executiva do BCE. No painel b), o vice-presidente do Federal Reserve Board (Stanley Fischer, Richard Clarida) foi equiparado ao economista principal do BCE (Peter Praet, Philip Lane) e do Bank of England (Andrew Haldane). "BoE" significa Bank of England; "Fed" significa Federal Reserve Board.

A legibilidade da comunicação do BCE sobre as perspetivas económicas melhorou desde 2008.

Este facto é ilustrado no painel a) do gráfico B, que indica o número de anos de escolaridade necessários para entender os discursos do BCE sobre as perspetivas económicas. O gráfico mostra que a linguagem utilizada nos discursos sobre as perspetivas económicas se tornou menos complexa ao longo do tempo. Esta melhoria é idêntica à da legibilidade de todos os discursos do BCE, incluindo os alusivos a outros temas que não as perspetivas económicas⁶³. A legibilidade dos discursos do BCE sobre as perspetivas económicas compara bem com a legibilidade dos discursos do Bank of England. Os discursos do Federal Reserve Board são um pouco mais difíceis de ler do que os do BCE, de acordo com esta métrica (painel b) do gráfico B). Por outro lado, a legibilidade dos relatos das reuniões de política monetária do BCE, que têm vindo a ser publicados desde 2015, é significativamente inferior à das atas do Comité de Operações de Mercado Aberto do Sistema de Reserva Federal (Federal Open Market Committee – FOMC)

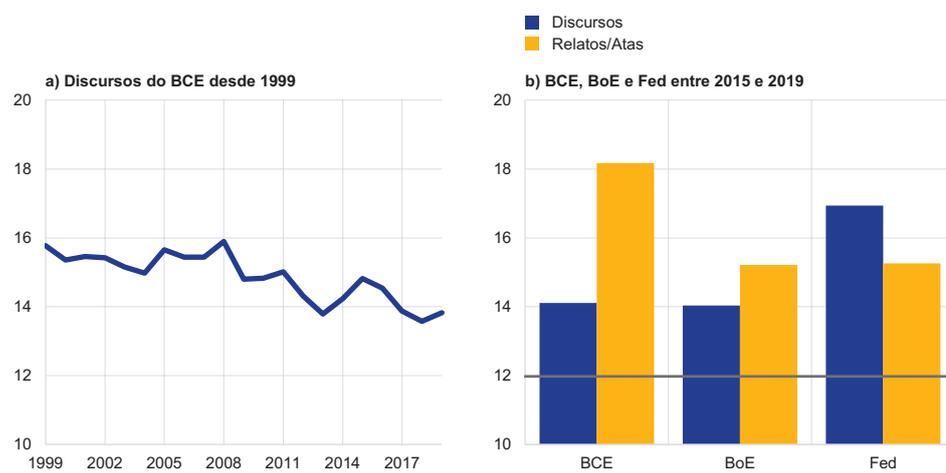
⁶³ Ver o artigo intitulado "ECB communication with the wider public" na versão em língua inglesa da presente edição do *Boletim Económico*.

ou das atas do Comité de Política Monetária do Bank of England. Embora os relatos do BCE possam ser dirigidos a especialistas, a pontuação mais elevada também implica que seriam mais difíceis de entender por um público mais vasto.

Gráfico B

Legibilidade dos discursos sobre as perspetivas económicas e dos relatos/atas

(índice)



Fonte: Cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: Medido segundo a pontuação do teste de legibilidade Flesch-Kincaid (*Flesch-Kincaid Grade Level*) para o período de 2015 a 2019. A pontuação pode ser entendida como o número de anos de escolaridade necessários para entender o texto. Quanto maior for a pontuação do teste *Flesch-Kincaid Grade Level*, mais difícil de entender é a linguagem. Todas as pontuações acima de 12 exigem um nível de escolaridade superior ao ensino secundário. "BoE" significa Bank of England; "Fed" significa Federal Reserve Board.

As alterações da forma como o BCE comunica sobre as perspetivas económicas refletem a adoção de novos conceitos teóricos. O painel a) do gráfico C indica que a ocorrência de palavras ou termos como "desvio do produto", "curva de Phillips", "desemprego" e "margem disponível na economia" registou uma clara tendência ascendente durante a segunda década do euro. Inversamente, durante os últimos dez anos, a palavra "moeda" apresentou uma tendência descendente pronunciada. Tal reflete uma mudança na forma como o crescimento e a inflação na área do euro são interpretados e avaliados – com base cada vez mais numa relação entre as medidas de utilização da capacidade produtiva e as pressões salariais e sobre os preços⁶⁴. A diminuição do uso da palavra "moeda" nos discursos do BCE e a crescente frequência de utilização de "desemprego" e "margem disponível na economia" são também evidentes nos discursos proferidos pelos membros da Comissão Executiva (painel a) do gráfico C).

Duas diferenças importantes entre a comunicação do BCE e a de outros bancos centrais estão relacionadas com diferenças nas respetivas estratégias de política monetária. Primeiro, o painel b) do gráfico C mostra que as palavras "desemprego" ou "margem disponível na economia" são menos utilizadas pelos membros da Comissão Executiva do BCE do que nos discursos do Bank of England ou do Federal Reserve Board, sendo as mais frequentemente utilizadas no âmbito dos vários temas. No caso do Federal Reserve Board, tal reflete a importância do objetivo do máximo emprego, que é parte integrante do seu duplo mandato. A frequência

⁶⁴ Para mais informação, ver Hartmann, P. e Smets, F., [The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2219, BCE, dezembro de 2018.

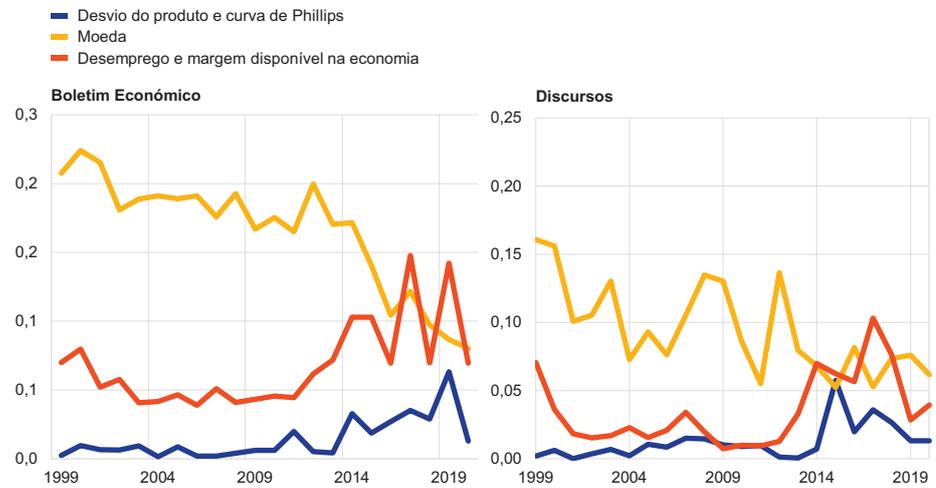
das referências ao “desvio do produto” ou à “curva de Phillips” é semelhante nos três bancos centrais. Este facto sugere que, embora estes conceitos tenham sido utilizados com menos frequência na comunicação do BCE no passado, são agora utilizados numa medida semelhante à do Bank of England ou do Federal Reserve Board. Segundo, os discursos do BCE utilizam o termo “moeda” com mais frequência do que o Federal Reserve Board ou o Bank of England, o que poderá refletir a importância da análise monetária na sua estratégia de política monetária.

Gráfico C

Frequência de palavras relacionadas com diversos temas nos vários bancos centrais

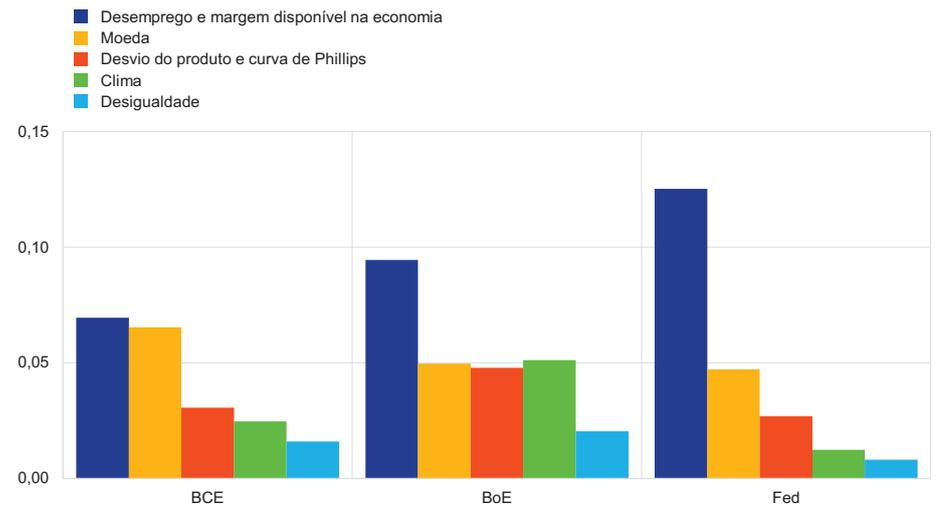
a) Frequência na comunicação do BCE

(percentagem do número total de palavras)



b) Frequência nos discursos dos vários bancos centrais

(percentagem do número total de palavras)



Fonte: Cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: A frequência do termo ou palavra específico é calculada como o número de vezes em que é usado, dividido pelo número total de palavras publicadas nesse ano. “BoE” significa Bank of England; “Fed” significa Federal Reserve Board.

As referências à desigualdade são comparáveis entre os três principais bancos centrais. As alterações climáticas são também um tema de destaque.

Embora a tónica na desigualdade tenha aumentado ao longo do tempo na maioria dos bancos centrais, o BCE presta aparentemente tanta atenção a este tema como os outros dois bancos centrais em análise. As discussões sobre as alterações climáticas parecem ser mais frequentes nos discursos do Bank of England do que nos do BCE ou do Federal Reserve Board.

A análise textual realça a importância das “narrativas” na comunicação das previsões económicas. Sharpe *et al.* documentam como o sentimento, ou a “tonalidade”, extraído das narrativas que acompanham as previsões económicas do Federal Reserve Board está fortemente correlacionado com o futuro desempenho económico: positivamente com o PIB e negativamente com o desemprego e a inflação. Além disso, a tonalidade transmite informação incremental, na medida em que prevê erros nas previsões do PIB e do desemprego, tanto do Federal Reserve Board como do setor privado, para um período de até quatro trimestres subsequentes⁶⁵. Os autores consideram que o poder de previsão da tonalidade decorre do facto de sinalizar riscos em sentido descendente para o desempenho económico. Consideram também que a tonalidade tem um poder de previsão significativo para a política monetária. Um tom mais otimista no texto do Tealbook precede uma taxa dos fundos federais mais elevada do que o previsto para um período de até quatro trimestres subsequentes⁶⁶. Da mesma forma, Jones *et al.* consideram que existe informação, na discussão qualitativa sobre as previsões do crescimento do produto, no relatório trimestral sobre a inflação publicado pelo Bank of England, que melhora as suas previsões quantitativas a muito curto prazo e as previsões para o trimestre seguinte⁶⁷.

A evidência acima ilustra como as discussões qualitativas (ou “narrativas”) em torno das previsões contém informação incremental sobre a economia, que complementa a análise quantitativa. Tal sublinha a importância de uma comunicação clara e informativa sobre as perspetivas económicas – uma prioridade que foi igualmente reafirmada no contexto do recente reexame da estratégia do BCE⁶⁸. O fluxo constante de novas informações significa que a narrativa sobre as perspetivas económicas do BCE também é constantemente atualizada, o que requer um vasto conjunto de modelos económicos, instrumentos e inquéritos.

⁶⁵ Consultar Sharpe, S., Sinha, N. e Hollrah, C., “The Power of Narratives in Economic Forecasts”, *Finance and Economics Discussion Series*, n.º 2020-00, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020.

⁶⁶ O título oficial do Tealbook é “Report to the FOMC on Economic Conditions and Monetary Policy”, sendo elaborado pelos especialistas do Federal Reserve Board. O nome “Tealbook” surgiu aquando da fusão do Bluebook e do Greenbook em junho de 2010.

⁶⁷ Ver Jones, J., Sinclair, T. e Stekler, H., “A textual analysis of Bank of England growth forecasts”, *International Journal of Forecasting*, Vol. 36(4), 2020, pp. 1478-1487. Para evidência idêntica do Banco de España, consultar Sobrino, N., Ghirelli, C., Hurtado, S., Pérez, J. e Urtasun, A., “The narrative about the economy as a shadow forecast: an analysis using Bank of Spain quarterly reports”, *Applied Economics*, novembro de 2021.

⁶⁸ Ver o artigo intitulado [An overview of the ECB’s monetary policy strategy](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2021.

7 Fontes de perturbações nas cadeias de oferta e respetivo impacto na indústria transformadora da área do euro

Por Roberto A. De Santis

A recuperação da área do euro em 2021 foi afetada por crescentes perturbações na cadeias de oferta mundiais. O crescimento real do PIB em 2021 foi predominantemente apoiado pela recuperação dos serviços prestados a empresas, tendo a indústria e a construção dado um menor contributo devido à escassez de equipamento e fatores de produção intermédios importados. As perturbações nas cadeias de oferta mundiais resultaram da interação de vários fatores, que podem ser agrupados em cinco grandes categorias: i) uma forte recuperação precoce da procura mundial de bens transformados; ii) escassez da oferta de semicondutores específicos; iii) perturbações logísticas no setor dos transportes, relacionadas principalmente com a atividade dos navios de contentores; iv) medidas de confinamento rigorosas em alguns dos principais países asiáticos que produzem fatores de produção intermédios; v) o tempo necessário para aumentar a capacidade de oferta de navios e da produção de semicondutores.

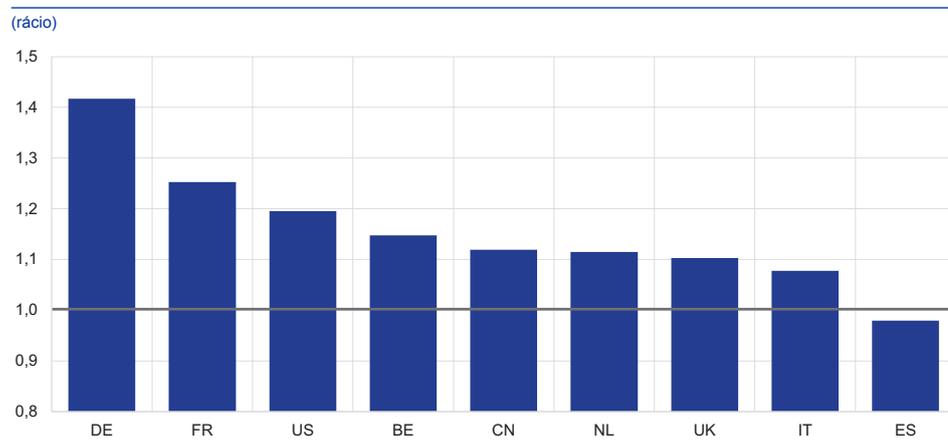
O desequilíbrio entre a recuperação acentuada da procura mundial e a escassez da oferta tem sido mais grave e prolongado do que o inicialmente esperado. O aumento acentuado a nível mundial da procura de alta tecnologia por parte das famílias com necessidade de trabalhar a partir de casa e das empresas que precisam de aumentar a sua capacidade em termos de Internet e acesso à rede, a par de perturbações na oferta provocadas pela pandemia de coronavírus (COVID-19), deu origem a uma crise na oferta de semicondutores, que afetou negativamente o setor automóvel em particular⁶⁹. Igualmente relevante é o facto de a atividade de navios de contentores ter também sofrido um impacto significativo devido à pandemia. Com o colapso do comércio mundial em abril de 2020, os navios de carga não puderam operar à máxima capacidade e muitos contentores foram abandonados nos portos de países ocidentais devido às medidas de confinamento. Após o verão de 2020, quando a procura mundial tinha voltado a aumentar, a escassez de contentores para o transporte desses bens da Ásia para os Estados Unidos e a Europa, bem como o elevado número de navios a chegar ao seu destino com grande atraso (exacerbado pelo bloqueio do canal do Suez por um enorme navio de contentores) levaram a estrangulamentos consideráveis nas cadeias de oferta mundiais. De acordo com a Conferência das Nações Unidas para o Comércio e o Desenvolvimento (UNCTAD), no primeiro semestre de 2021 o tempo médio passado pelos navios de contentores nos portos aumentou 11% face ao tempo médio pré-pandemia no período 2018-2019. Na Europa, devido ao grande

⁶⁹ Para mais informações sobre a evolução na indústria de semicondutores, ver: [What is driving the recent surge in shipping costs](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2021; [A escassez de semicondutores e as respetivas implicações para o comércio, a produção e os preços da área do euro](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2021; o *Tema em Destaque* das previsões económicas europeias do outono de 2021 elaboradas pela [Comissão Europeia](#); e o documento de discussão intitulado "Bottlenecks: causes and macroeconomic implications" do [Banco de Pagamentos Internacionais](#), *BIS Bulletin*, n.º 48, BIS, 2021.

afluxo de navios, atrasos e restrições em termos de infraestruturas, os portos da Alemanha e de França registaram um aumento muito significativo dos tempos médios de rotação no porto (por exemplo, 42% e 25% acima da média de 2018 e 2019), mais elevado ainda do que o observado nos Estados Unidos. Por outro lado, a Bélgica, a Itália e os Países Baixos registaram variações mais alinhadas com a média mundial (gráfico A). Outra questão que exacerbou estes estrangulamentos da oferta foi a renovação das medidas de confinamento resultantes da propagação da variante Delta em alguns países da região da Ásia-Pacífico (incluindo a Malásia, Singapura, Tailândia e Vietname), fundamentais para a produção de semicondutores. Segundo os contactos do BCE no setor empresarial, espera-se que tanto a capacidade de fabrico de semicondutores como a capacidade dos navios de carga permaneçam limitadas ainda em 2023⁷⁰.

Gráfico A

Mediana do tempo de rotação de navios de contentores nos portos no primeiro semestre de 2021 face à média em 2018-2019



Fontes: UNCTAD (Conferência das Nações Unidas para o Comércio e o Desenvolvimento) e cálculos de especialistas do BCE. Nota: As últimas observações referem-se a junho de 2021.

Em circunstâncias normais, aumentos da produção estão geralmente

associados a prazos de entrega mais longos por parte dos fornecedores e à diminuição das existências. Antes da pandemia, o mecanismo prevalecente era que um aumento da procura conduzia a um aumento da produção, atrasando a entrega de bens às empresas e reduzindo as existências; no entanto, a afetação

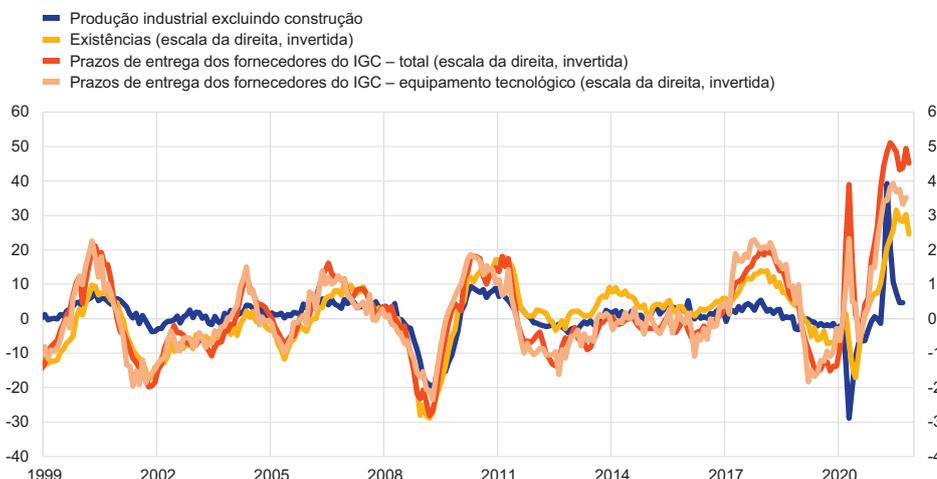
eficiente de recursos devido à globalização ajudava a melhorar os processos de oferta e a acelerar os prazos de entrega. Desde o segundo semestre de 2020 que não é apenas a forte procura que desencadeia prazos de entrega mais longos, também os estrangulamentos da oferta estão a causar graves atrasos, implicando até uma diminuição da produção (gráfico B). Estes estrangulamentos causaram a escassez de materiais e/ou de equipamento que impediu as empresas da área do euro de serem capazes de responder de forma adequada à rápida recuperação da procura de bens da indústria transformadora, o que conduziu subsequentemente a uma queda das existências em todos os setores (gráfico C). Este novo desenvolvimento pode ser explorado para avaliar em que medida estrangulamentos na oferta estão subjacentes ao enfraquecimento da produção industrial na área do euro.

⁷⁰ No que respeita às opiniões das empresas sobre a persistência de restrições na oferta, ver [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2021.

Gráfico B

Produção industrial na área do euro, prazos de entrega dos fornecedores e existências

(escala da esquerda: taxa de crescimento homóloga; escala da direita: pontuações z)



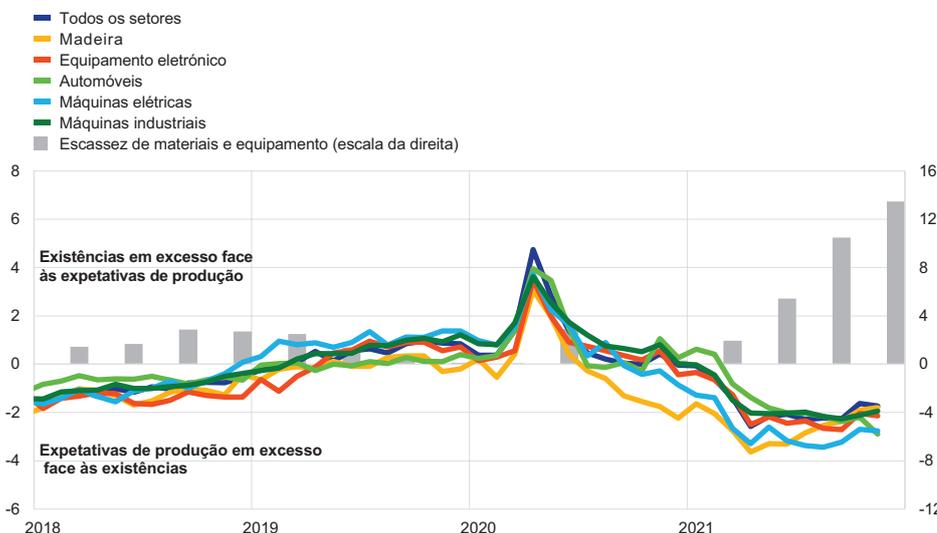
Fontes: Eurostat, Comissão Europeia, IHS Markit e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As pontuações z são calculadas para cada indicador subtraindo as respetivas médias e dividindo a diferença obtida pelos respetivos desvios-padrão calculados ao longo do período 1999-2019. As últimas observações referem-se a setembro de 2021 (produção industrial), outubro de 2021 (prazos de entrega dos fornecedores do IGC para equipamento tecnológico) e novembro de 2021 (existências e todos os prazos de entrega dos fornecedores do IGC).

Gráfico C

Existências na área do euro em relação às expetativas de produção por setor e à escassez de materiais e equipamento

(pontuações z)



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As pontuações z são calculadas para cada indicador subtraindo as respetivas médias e dividindo a diferença obtida pelos respetivos desvios-padrão calculados ao longo do período 1999-2019. As últimas observações referem-se a outubro de 2021 (existências em relação às expetativas de produção) e a novembro de 2021 (escassez de materiais e equipamento).

Pode utilizar-se um modelo vetorial autorregressivo estrutural para destrinçar a importância relativa dos principais fatores subjacentes à evolução dos prazos de entrega e da produção industrial. Em particular, este modelo identifica o contributo de choques causados pela procura, taxas de juro, financeiros, pressão

dos custos (*cost-push*) e estrangulamentos, utilizando o IHPC, a produção industrial (excluindo a construção), a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos, os diferenciais das empresas e os prazos de entrega dos fornecedores do IGC.

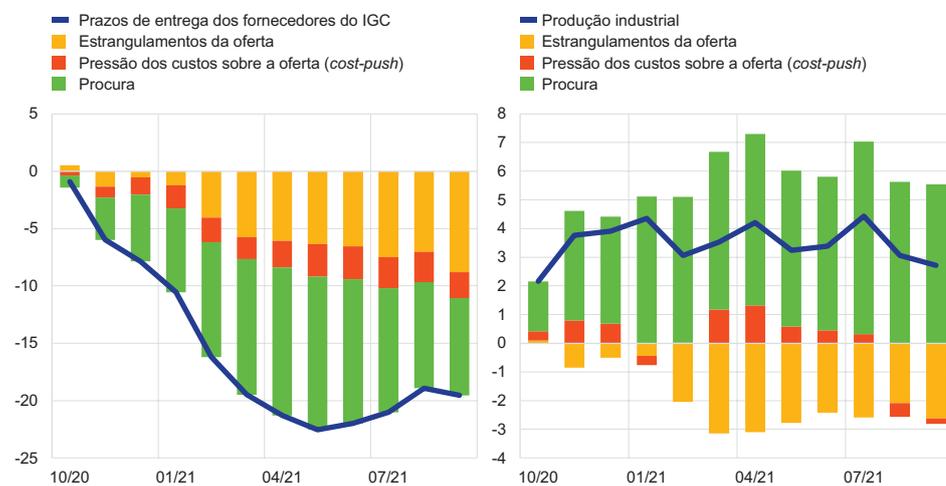
O modelo sugere que os estrangulamentos na oferta prejudicaram consideravelmente a produção industrial em 2021. De acordo com o modelo, entre outubro de 2020 e setembro de 2021, cerca de 45% da variação dos prazos de entrega dos fornecedores do IGC da área do euro foi provocada por fatores do lado da procura agregada (ou seja, o somatório de choques financeiros, da procura e da taxa de juro), cerca de 45% por estrangulamentos na oferta e cerca de 10% por outros tipos de choques de pressão dos custos (*cost-push*) (gráfico D, escala da esquerda). O contributo dos choques de pressão dos custos (*cost-push*), procura e estrangulamentos do lado da oferta para a produção industrial é apresentado no gráfico D, na escala da direita. Tudo o resto constante, estima-se que os estrangulamentos na oferta tenham reduzido o nível de produção industrial da área do euro em cerca de 2,6%, em termos acumulados, entre outubro de 2020 e setembro de 2021, em comparação com um cenário sem estrangulamentos⁷¹.

⁷¹ As exportações foram também fortemente afetadas pelos estrangulamentos na oferta, como descrito em [Impacto dos estrangulamentos do lado da oferta sobre o comércio](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2021. Para mais informação sobre o contributo dos choques do lado da oferta para a produção industrial e o comércio mundiais, ver a caixa 1, intitulada “Supply chain disruptions and the effects on the global economy”, na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico D

Contributo dos choques de estrangulamentos da oferta sobre a produção industrial na área do euro e prazos de entrega dos fornecedores do IGC

(lado esquerdo: desvio do índice de difusão em relação à projeção de referência; lado direito: desvio face à projeção de referência em percentagem, acumulado de outubro de 2020 a setembro de 2021)



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O modelo mostra o contributo de choques da procura agregada (procura, taxa de juro, choques financeiros), pressão dos custos (*cost-push*) e estrangulamentos, utilizando o IHPC, produção industrial (excluindo a construção), a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos, os diferenciais das empresas e os prazos de entrega dos fornecedores do IGC. O modelo tem por base dados agregados da área do euro de janeiro de 1999 a setembro de 2021 e os choques são identificados utilizando o método adotado por J. Antolin-Díaz e J.F. Rubio-Ramírez em "Narrative Sign Restrictions for SVARs", *American Economic Review*, n.º 108, 2018, pp. 2802-2829. As restrições de sinal pressupostas aquando do impacto são as seguintes: choques da procura implicam IHPC (+); produção industrial (+); taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos (+); diferenciais das empresas (-); e prazos de entrega dos fornecedores do IGC (-). Os choques de taxa de juro implicam IHPC (-); taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos (+); diferenciais das empresas (+). Os choques financeiros implicam a produção industrial (-) e os diferenciais das empresas (+). Os choques de pressão dos custos (*cost-push*) implicam o IHPC (+) e a produção industrial (-). Os choques de estrangulamentos implicam IHPC (+); produção industrial (-) e prazos de entrega dos fornecedores do IGC (-). As restrições pressupostas para a narrativa são as seguintes: o maior contributo para os erros de previsão da taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos em janeiro de 2015 é atribuído a choques de política monetária; para os diferenciais das empresas em julho de 2007, este é atribuído a choques financeiros; para os prazos de entrega dos fornecedores do IGC em abril de 2020 e março de 2021 é atribuído a choques de estrangulamentos. Pressupõe-se também que todos os choques financeiros têm um sinal positivo em setembro e outubro de 2008 e que todos os choques do lado da procura têm um sinal negativo em março e abril de 2020.

Em fevereiro de 2021, o efeito dos estrangulamentos da oferta sobre a produção industrial começou a ser cada vez mais notório. Os indicadores com base em inquéritos disponíveis para o quarto trimestre de 2021 sugerem que não é expetável que este impacto seja reabsorvido até ao último trimestre do corrente ano. Dado que a indústria excluindo a construção representa cerca de 20% do valor acrescentado total na área do euro, as estimativas acima referidas implicam que o crescimento real do PIB em 2021 teria sido cerca de 0,5% mais elevado na ausência de estrangulamentos na oferta. Esta estimativa pode ser considerada um limite inferior, uma vez que os estrangulamentos da oferta continuaram a afetar a produção no último trimestre de 2021, bem como os serviços prestados às empresas e a construção.

Os efeitos dos choques de estrangulamentos do lado da oferta poderão continuar durante boa parte de 2022.

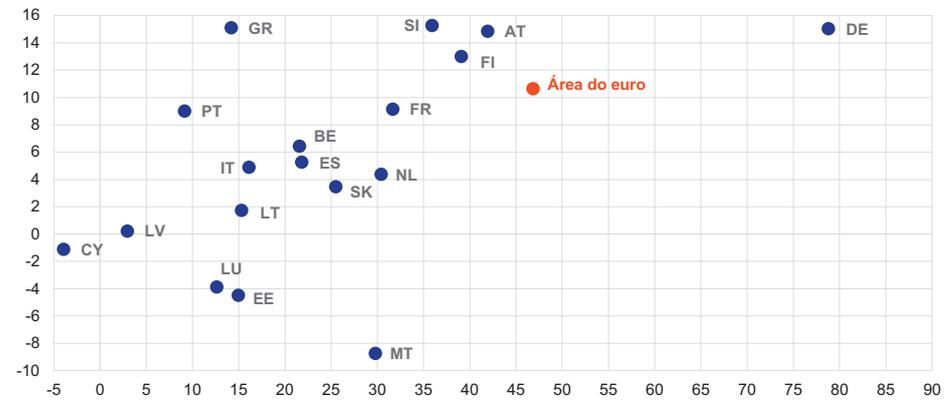
É pouco provável que a escassez de semicondutores, a evolução negativa da pandemia na Ásia e o atual afluxo nos portos de contentores diminuam muito, pelo que é expetável que a economia da área do euro continue a ser afetada por estes choques nos próximos meses e que o impacto dos choques de estrangulamento da oferta persistam durante a maior parte do ano de 2022, como também salientado pelos contactos do BCE no setor empresarial. De acordo com os inquéritos da Comissão Europeia às empresas e aos consumidores em outubro de 2021, as empresas esperavam maior deterioração

da escassez de material nos três meses seguintes em todos os países da área do euro, à exceção de um número diminuto de países de menor dimensão (gráfico E). Quanto maior a percentagem de inquiridos que confirmava que a sua empresa havia sido afetada pela escassez em comparação com a respetiva média de longo prazo, maior a percentagem de inquiridos que esperava que a situação se continuasse a deteriorar, o que corrobora a avaliação global de um impacto prolongado e persistente dos estrangulamentos da oferta.

Gráfico E

Escassez de equipamento e material nos países da área do euro esperada para o quarto trimestre de 2021

(eixo dos x: percentagem de inquiridos, diferença face à média histórica; eixo dos y: percentagem de inquiridos, diferença face ao terceiro trimestre de 2021)



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Os valores para cada indicador são calculados subtraindo a respetiva média para cada economia no período 1999-2019. As últimas observações referem-se a outubro de 2021.

8 Políticas orçamentais em 2022 – implicações dos projetos de planos orçamentais para 2022

Por Giovanni Bardone, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Philip Muggenthaler

Em 24 de novembro de 2021, a Comissão Europeia divulgou os seus pareceres sobre os projetos de planos orçamentais dos países da área do euro para 2022⁷². Estes pareceres centram-se na coerência dos projetos com as recomendações do Conselho de 18 de junho de 2021, que aconselham os Estados-Membros a adotarem políticas orçamentais mais diferenciadas em 2022. O Conselho recomendou aos Estados-Membros com níveis baixos ou médios de endividamento que prossigam ou mantenham uma orientação orçamental favorável em 2022 e aos Estados-Membros com níveis elevados de endividamento que utilizem o Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR) para financiar investimentos adicionais em apoio da recuperação, prosseguindo concomitantemente uma política orçamental prudente. Aconselhou todos os Estados-Membros a preservarem o investimento financiado a nível nacional. A avaliação da Comissão dos projetos de planos orçamentais tem em conta a continuação da aplicação da cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento em 2022. Espera-se que a cláusula seja desativada a partir de 2023⁷³.

Com base num indicador corrigido que procura captar a orientação da política orçamental no atual contexto económico, projeta-se que a orientação orçamental da área do euro permaneça favorável em 2021 e 2022. Na sua avaliação, a Comissão utiliza uma medida revista relativa à orientação orçamental, desenvolvida à luz da atual crise e das medidas orçamentais nacionais e da UE tomadas para lhe fazer face⁷⁴. Primeiro, a medida relativa à orientação orçamental tem em conta despesas financiadas pelo MRR e por outros fundos da UE, que proporcionam um impulso orçamental à economia, mas que não se encontram refletidas no saldo orçamental registado dos Estados-Membros. Segundo, exclui medidas de emergência temporárias tomadas em resposta à crise. De acordo com

⁷² Comissão Europeia (2021), [Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho e ao Banco Central Europeu sobre os projetos de planos orçamentais para 2022: avaliação global](#).

⁷³ 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 circunstância excepcional 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 UE no seu todo. Quando a cláusula é 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.

⁷⁴ A Comissão calcula a orientação orçamental analisando o aumento anual da despesa líquida em relação ao crescimento potencial a dez anos. Na sequência das recomendações do Conselho sobre os Programas de Estabilidade para 2021, as despesas líquidas agregadas utilizadas para calcular a orientação orçamental global foram ajustadas de modo a incluir as despesas financiadas por subvenções do MRR e outros fundos da UE e a excluir as medidas de emergência temporárias relacionadas com a crise da COVID-19. Além da contribuição das despesas financiadas pela UE, a avaliação da Comissão também analisa as contribuições para a orientação orçamental global de diferentes agregados de despesa financiados a nível nacional, nomeadamente: i) investimento, ii) outras despesas de capital e iii) despesas primárias correntes (líquidas de medidas discricionárias em matéria de receitas).

as previsões do outono de 2021 da Comissão, que incorporam os projetos de planos orçamentais para 2022, a expansão orçamental com base nesta definição da orientação orçamental ascenderá a cerca de 1,75% do PIB em 2021, sendo que se espera uma nova expansão de quase 1% do PIB em 2022⁷⁵.

De acordo com a avaliação da Comissão, os projetos de planos orçamentais individuais estão globalmente em conformidade com as recomendações em matéria de política orçamental adotadas pelo Conselho em 18 de junho de 2021. Quando são avaliados com base no indicador corrigido que capta a orientação das políticas orçamentais na atual crise, a maioria dos países da área do euro com níveis baixos ou médios de endividamento prosseguem uma orientação orçamental favorável. Dos Estados-Membros neste agrupamento (Alemanha, Estónia, Irlanda, Chipre, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Áustria, Eslovénia, Eslováquia e Finlândia), apenas Malta e Eslováquia não o deverão fazer em 2022. A Comissão considera que todos os Estados-Membros neste agrupamento – à exceção dos Países Baixos, país que ainda não apresentou o respetivo plano de recuperação e resiliência – pretendem utilizar o MRR para apoiar a sua recuperação. Todos os Estados-Membros preservam integral ou globalmente os investimentos financiados a nível nacional.

Além disso, a Comissão refere a importância de os Estados-Membros com níveis elevados de endividamento “[preservarem] políticas orçamentais prudentes”. Para o efeito, a Comissão considera que a Bélgica, Grécia, Espanha, França e Itália, em conformidade com as recomendações do Conselho de junho de 2021, estão a utilizar o MRR para financiar investimentos adicionais em apoio da recuperação e para preservar os investimentos financiados a nível nacional⁷⁶. A Comissão sublinha igualmente que estes países devem “preservar uma política orçamental prudente, a fim de assegurar a sustentabilidade das finanças públicas a médio prazo” ao tomarem medidas orçamentais de apoio.

A avaliação da Comissão reflete o aumento do investimento público no conjunto da área do euro durante a pandemia, em contraste com o padrão observado no rescaldo da crise financeira mundial, sendo que uma parte significativa do aumento é atribuída ao financiamento da UE, incluindo através do MRR. A Comissão prevê um aumento do investimento público da área do euro de 2,8% do PIB em 2019 para 3,2% do PIB em 2022, invertendo, assim, parcialmente a tendência de um reduzido investimento público observada antes da pandemia e após a crise financeira mundial (gráfico A). Tanto as previsões do outono de 2021 da Comissão como os projetos de planos orçamentais apontam para a antecipação do perfil de despesas agregado das subvenções do MRR, prevendo-se que cerca de dois terços das subvenções do MRR afetadas aos países da área do euro sejam despendidos até ao final de 2023. Em termos de PIB, estima-se que as despesas financiadas pelo MRR se situem em cerca de 0,5% do PIB em 2022 e 2023. Em termos gerais, a elevada qualidade dos orçamentos

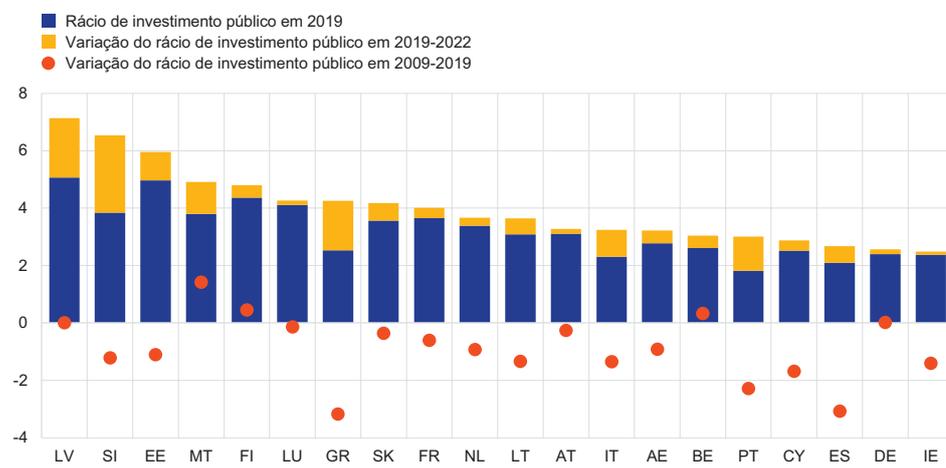
⁷⁵ Comissão Europeia (2021), *op. cit.*

⁷⁶ A Comissão Europeia não emitiu parecer sobre o projeto de plano orçamental apresentado por Portugal, uma vez que o Parlamento português rejeitou, entretanto, o projeto de orçamento no qual se baseava.

públicos e o investimento público sustentado deverão apoiar a dupla transição para economias ecológicas e digitais.

Gráfico A
Investimento público, 2009-2022

(em percentagem do PIB)



Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos do BCE.

Simultaneamente, existe margem para reduzir o contributo das despesas correntes para o apoio orçamental, o que limitaria o aumento da dívida pública. A Comissão indica que, dos países com níveis baixos ou médios de dívida pública, não se prevê que a Letónia e a Lituânia assegurem o devido controlo do crescimento das despesas correntes financiadas a nível nacional. De entre os países com rácios da dívida pública em relação ao PIB elevados, não se considera que a Itália assegure a devida limitação do crescimento das despesas correntes financiadas a nível nacional. Por conseguinte, a Comissão e o Eurogrupo⁷⁷ convidam a Itália a tomar as medidas necessárias para limitar as referidas despesas.

A correção dos desequilíbrios orçamentais continua a evoluir de forma heterogénea nos países da área do euro⁷⁸. De acordo com as previsões do outono de 2021 da Comissão, os défices começarão a diminuir em todos os países da área do euro em 2022 e 2023 (gráfico B). Projeta-se que sete países da área do euro registem défices acima do valor de referência de 3% do PIB em 2023. Os maiores défices de 2022 e 2023 estão previstos para alguns países que entraram na pandemia com rácios da dívida pública em relação ao PIB elevados. Prevê-se que os rácios da dívida em relação ao PIB da maioria dos países da área do euro desçam em 2022, permanecendo em alguns países numa trajetória ascendente até ao final do horizonte de previsão, num cenário de políticas

⁷⁷ A Declaração do Eurogrupo sobre os Projetos de Planos Orçamentais para 2022 emitida em 6 de dezembro de 2021 convida os Estados-Membros com níveis elevados de endividamento, nos quais não foi planeada a devida limitação do crescimento das despesas correntes financiadas a nível nacional, de acordo com a avaliação da Comissão, a tomar as medidas necessárias no contexto dos processos orçamentais nacionais.

⁷⁸ Para pormenores sobre a evolução orçamental do agregado da área do euro com base nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2021 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, ver a Secção 6 da presente edição do *Boletim Económico*.

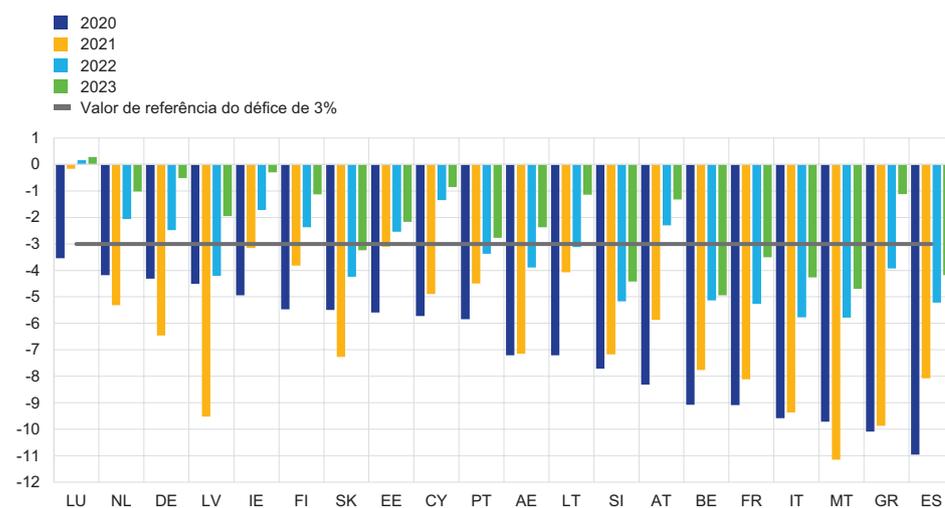
inalteradas (gráfico C). Em termos gerais, deverão continuar acima dos níveis registados antes da crise no final do horizonte de projeção em 2023, incluindo em alguns Estados-Membros que iniciaram a crise com rácios da dívida em relação ao PIB comparativamente elevados.

É necessário manter em vigor medidas orçamentais direcionadas e propícias ao crescimento. Continua a ser necessário que as políticas orçamentais garantam um equilíbrio entre assegurar uma saída segura e sustentada da presente crise e permanecer atentas à sustentabilidade orçamental. Dada a elevada incerteza, um apoio orçamental que responda à evolução macroeconómica pode facilitar este equilíbrio. Caso a situação pandémica se deteriore, um apoio orçamental adicional limitaria o impacto prejudicial sobre o crescimento do produto. Simultaneamente, se as economias aprenderem a adaptar-se à pandemia de forma mais eficaz e a crescer a um ritmo mais acelerado do que o atualmente projetado, os países com uma elevada dívida pública poderão melhorar a sustentabilidade orçamental utilizando uma evolução do PIB nominal melhor do que a projetada para melhorar as posições orçamentais. Se, em conformidade com as recomendações de junho de 2021 do Conselho, em 2022, o apoio orçamental se centrar na despesa produtiva, incluindo no investimento financiado através do MRR, o impacto no crescimento económico poderá ser particularmente positivo. Dada a desativação esperada da cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento a partir de 2023 e dadas as possíveis implicações da revisão em curso do quadro de governação económica da UE⁷⁹, afigura-se necessário alcançar atempadamente um acordo sobre a orientação das políticas orçamentais.

Gráfico B

Saldos orçamentais das administrações públicas, 2020-2023

(em percentagem do PIB)



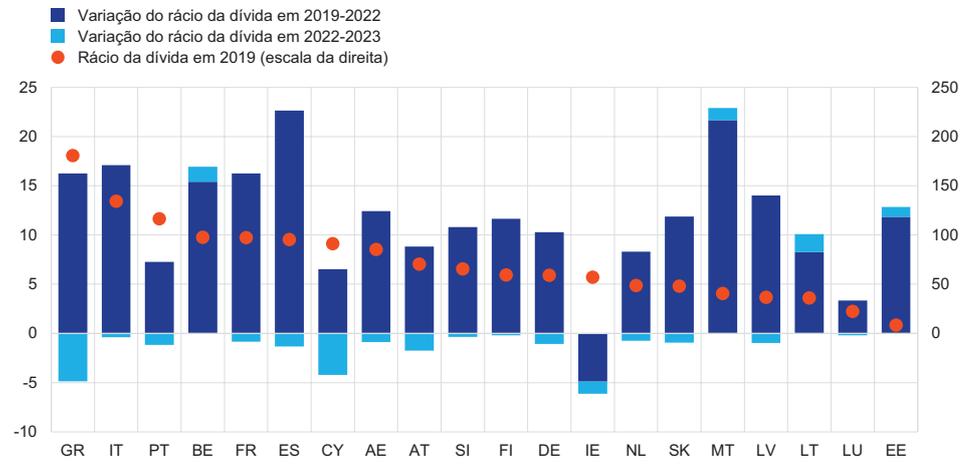
Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos do BCE.

⁷⁹ Resposta do Eurosistema à Comunicação da Comissão Europeia intitulada "The EU economy after COVID-19: implications for economic governance" de 19 de outubro de 2021.

Gráfico C

Dívida bruta das administrações públicas, 2019-2023

(em percentagem do PIB)



Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos do BCE.

© **Banco Central Europeu, 2021**

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

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

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

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

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-21-008-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep