

BOLETIM ECONÓMICO



JUN. 2020



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

JUNHO 2020



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2020 • www.bportugal.pt

Índice

I Projeções para a economia portuguesa: 2020-22 | 5

1 Introdução | 7

2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas das projeções | 9

3 A economia portuguesa em 2020-22 | 14

4 Conclusão | 23

Caixa 1 • A evolução da atividade económica em Portugal desde o início de março | 25

Caixa 2 • Impacto da pandemia sobre as empresas portuguesas – análise com base nos resultados do COVID-IREE | 29

Caixa 3 • Uma perspetiva de equilíbrio geral sobre a projeção do PIB | 34

Caixa 4 • Um cenário mais severo para a economia portuguesa | 36

II Tema em destaque | 39

Estratégia de política monetária do Banco Central Europeu: razões para uma nova revisão | 41





I Projeções para a economia portuguesa: 2020-22

Caixa 1 A evolução da atividade económica em Portugal desde o início de março

Caixa 2 Impacto da pandemia sobre as empresas portuguesas – análise com base nos resultados do COVID-IREE

Caixa 3 Uma perspetiva de equilíbrio geral sobre a projeção do PIB

Caixa 4 Um cenário mais severo para a economia portuguesa

1 Introdução

As projeções publicadas neste *Boletim Económico* são fortemente condicionadas pelo contexto muito adverso gerado pela pandemia COVID-19 na generalidade das economias. A natureza sem precedentes da atual crise — caracterizada pela interação de choques de oferta e de procura que se reforçam mutuamente — implica que as atuais projeções tenham um grau de incerteza muito superior ao habitual. A magnitude da queda da atividade económica no curto prazo e a sua posterior recuperação dependem, entre outros fatores, da interação entre a evolução da pandemia e as políticas implementadas. Às medidas de contenção, que implicam diretamente a suspensão da atividade de muitas empresas e restrições à mobilidade dos cidadãos, juntam-se os efeitos negativos da incerteza sobre as intenções de consumo e investimento. Em sentido oposto, é necessário considerar o impacto das medidas de política adotadas pelas autoridades que visam minorar estes efeitos, como a maior acomodação monetária anunciada pelos principais bancos centrais e as medidas governamentais de reforço da proteção social, de salvaguarda do rendimento de trabalhadores e de manutenção da liquidez das empresas.

Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2020-22 | Taxa de variação anual em percentagem (exceto onde indicado)

	% do PIB 2019	BE junho 2020				BE março 2020 ^(d)			
		2019	2020 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)	2019	2020 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
Produto Interno Bruto	100	2,2	-9,5	5,2	3,8	2,2	-5,7	1,4	3,4
Consumo privado	64,1	2,2	-8,9	7,7	3,0	2,3	-4,8	1,8	3,7
Consumo público	16,9	1,1	0,6	0,7	0,8	0,8	3,0	-2,0	1,1
Formação bruta de capital fixo	18,3	6,3	-11,1	5,0	4,5	6,4	-14,9	3,4	9,3
Procura interna	99,9	2,8	-8,2	6,0	2,9	2,8	-5,5	1,4	4,2
Exportações	43,9	3,7	-25,3	11,5	11,2	3,7	-19,1	7,4	5,6
Importações	43,8	5,2	-22,4	13,5	8,5	5,2	-18,7	7,5	7,4
Contributo para o crescimento do PIB líquido de importações (em pp) ^(a)									
Procura interna		1,5	-3,2	3,3	1,4	1,5	-1,5	0,2	2,4
Exportações		0,7	-6,2	1,9	2,4	0,7	-4,2	1,2	1,0
Emprego ^(b)		0,8	-4,5	2,0	1,5	0,8	-5,2	1,2	2,8
Taxa de desemprego ^(c)		6,5	10,1	8,9	7,6	6,5	11,7	10,7	8,3
Balança corrente e de capital (% PIB)		0,9	0,3	0,3	0,3	0,9	2,0	2,9	1,4
Balança de bens e serviços (% PIB)		0,4	-0,5	-1,3	-0,5	0,4	1,0	1,0	0,3
Índice harmonizado de preços no consumidor		0,3	0,1	0,8	1,1	0,3	-0,1	0,5	0,7

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado, p.p. – pontos percentuais. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias associadas a cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2015. Para mais informações, ver a Caixa “Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa” do *Boletim Económico* de março de 2019. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais. (c) Em percentagem da população ativa. (d) Os valores dizem respeito ao cenário adverso do *Boletim Económico* de março de 2020.

A incerteza sobre a conjuntura económica é adensada pela escassez de estatísticas disponíveis em tempo real, bem como pela maior dificuldade de compilação e interpretação dos indicadores económicos nas atuais circunstâncias. Neste enquadramento, as projeções apresentadas resultam da conjugação dos métodos habituais baseados na ótica da despesa com uma abordagem no curto prazo centrada na ótica da produção dos diversos setores de atividade. Para além dos indicadores de conjuntura habituais, este exercício de projeção baseou-se em novas fontes de dados, de maior frequência, que permitem uma avaliação mais tempestiva da situação económica atual (Caixa 1). Neste conjunto de informação merecem destaque os resultados do Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas lançado pelo INE e pelo Banco de Portugal, que permitem uma avaliação do impacto da pandemia no volume de negócios e no

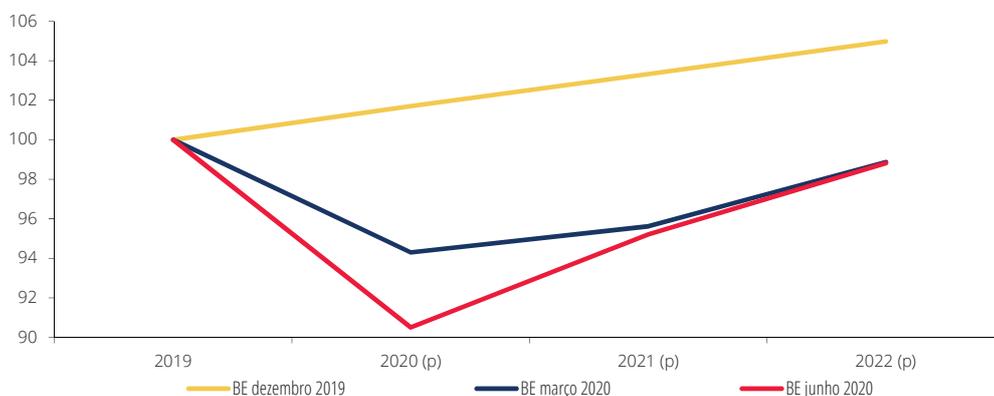
peçoal ao serviço efetivamente a trabalhar, ao nível setorial (Caixa 2). Dada a complexidade e o caráter global da crise torna-se também importante a utilização de modelos quantitativos que permitem explicar as projeções com base num conjunto de relações teóricas estruturais, clarificando assim a narrativa subjacente. Esta análise é desenvolvida na Caixa 3, com recurso a um modelo de equilíbrio geral dinâmico.

As projeções neste Boletim foram elaboradas no contexto do exercício de projeção do Eurosistema de junho de 2020¹, o que implicou, além de um conjunto de hipóteses técnicas e de enquadramento externo comuns a todos os países, uma narrativa similar quanto à evolução da pandemia e das medidas de contenção associadas (Secção 3). O enquadramento externo caracteriza-se por uma redução do Produto Interno Bruto (PIB) mundial e dos fluxos de comércio internacional apenas comparável à registada na Grande Depressão de 1929.

As atuais projeções apontam para uma redução do PIB de 9,5% em 2020, refletindo um impacto negativo muito marcado da pandemia na primeira metade do ano. No primeiro trimestre de 2020, o PIB reduziu-se 3,8% face ao trimestre anterior, a maior queda desde que existem séries trimestrais para a economia portuguesa. No segundo trimestre de 2020, mais afetado pela pandemia e pelo impacto das respetivas medidas de contenção, a taxa de variação em cadeia da atividade deverá diminuir numa magnitude sem precedente histórico. Embora rodeada de elevada incerteza, estima-se que esta redução possa atingir um valor em torno de 15%.

O gradual levantamento das medidas de contenção, num contexto de relativo controlo da pandemia, deverá traduzir-se numa retoma da atividade económica a partir do terceiro trimestre de 2020. Assim, projeta-se que o PIB cresça 5,2% em 2021 e 3,8% em 2022. No final do horizonte de projeção, a atividade deverá situar-se num nível próximo do registado em 2019, mas consideravelmente abaixo do esperado antes da pandemia (Gráfico I.1.1). Na média da área do euro, de acordo com as projeções do Eurosistema de junho de 2020, o perfil de evolução da atividade deverá ser semelhante, embora com consideráveis diferenças entre países (Secção 3).

Gráfico I.1.1 • PIB | Índice (2019=100)



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. No caso do *Boletim Económico* de março de 2020, os valores dizem respeito ao cenário adverso.

A forte contração da atividade em 2020 e a lenta recuperação posterior terão reflexo no mercado de trabalho. O emprego deverá registar uma queda significativa em 2020 e a taxa de desemprego um aumento para cerca de 10%. O impacto da crise sobre o mercado de trabalho tenderá a ser atenuado ou desfasado pela existência de políticas que visam preservar o emprego e a liquidez das empresas.

1. Estas projeções foram divulgadas no dia 4 de junho e estão disponíveis em <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

O perfil temporal das variáveis do mercado de trabalho dependerá do impacto e duração dessas políticas (Secção 2). No restante horizonte de projeção, o emprego deverá registar alguma recuperação, mas a taxa de desemprego deverá situar-se em níveis superiores aos observados em 2019.

Enquanto no caso da atividade os choques da oferta e da procura associados à pandemia se reforçam mutuamente, no caso dos preços estes choques têm impactos de sinal contrário. As atuais projeções assumem que as pressões descendentes sobre os preços deverão predominar, pelo que a inflação deverá manter-se em níveis muito moderados no período de projeção.

A capacidade de financiamento da economia deverá reduzir-se em 2020 e manter-se relativamente estável em percentagem do PIB em 2021-22. Em 2020, a balança de bens e serviços deverá voltar a registar um défice, o que já não se verificava desde 2011, em resultado da redução do excedente da balança de serviços, parcialmente compensado por um ganho de termos de troca muito significativo na balança de bens. O saldo da balança corrente e de capital em percentagem do PIB deverá também beneficiar ao longo do horizonte de projeção das transferências das instituições europeias, em particular em 2020-21.

Na análise de riscos em torno destas projeções, sobressai a possibilidade de uma evolução adversa da pandemia e correspondentes consequências sobre a economia. A materialização deste risco é ilustrada na Caixa 4, que descreve um cenário alternativo para a economia portuguesa e mundial em que se assume que uma propagação mais intensa do vírus – incluindo a possibilidade de uma segunda vaga de infeções no final de 2020 – exige a manutenção de medidas de contenção rigorosas durante um período mais alargado de tempo. Os efeitos económicos deste cenário são mais severos e persistentes, traduzindo-se num maior número de falências, desemprego mais elevado e menor investimento.

As projeções divulgadas no *Boletim Económico* de março contemplavam já o impacto da pandemia em curso, avaliado através de dois cenários alternativos (cenário base e cenário adverso). Os desenvolvimentos posteriores à data de fecho da informação desse Boletim – 12 de março – foram mais negativos no primeiro semestre de 2020 do que os considerados no cenário adverso, algo que tinha sido sinalizado como possível. Como tal, as atuais projeções contemplam uma revisão em baixa da variação do PIB em 2020 face ao cenário adverso do anterior *Boletim Económico*. A recuperação a partir do segundo semestre de 2020 e em 2021 é mais acentuada, pelo que o nível da atividade esperado em 2021 e 2022 é muito semelhante ao implícito no cenário adverso do Boletim de Março (Gráfico I.1.1).

2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas das projeções

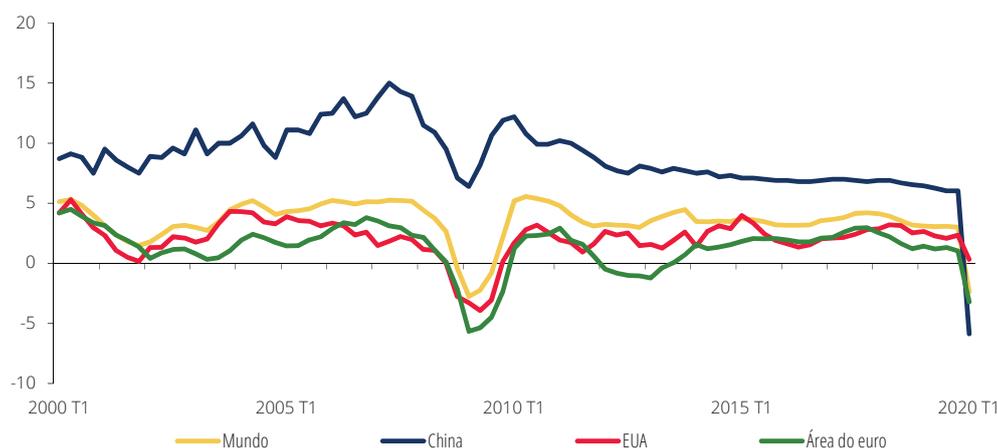
Emergência pandémica provoca queda abrupta da atividade económica mundial em 2020

A pandemia de COVID-19 constitui um choque global sem precedente recente. A rápida disseminação do surto obrigou as autoridades a adotar medidas de confinamento restritivas que paralisaram uma parte significativa da economia, tanto nas economias avançadas como em muitas economias de mercado emergentes. Como tal, os efeitos da pandemia repercutiram-se à escala global, afetando profundamente o comércio mundial.

As estimativas iniciais para o PIB no primeiro trimestre de 2020 apontam para uma contração da atividade económica mundial, refletindo sobretudo uma queda sem precedentes na China, onde as

medidas de confinamento afetaram a atividade logo a partir de janeiro (Gráfico I.2.1). A generalidade das economias avançadas também registou uma contração do PIB no primeiro trimestre, mas o maior impacto deverá ocorrer apenas no segundo trimestre. Os indicadores disponíveis apontam para uma queda abrupta da atividade em abril, com uma deterioração significativa da confiança na generalidade dos setores e um aumento repentino do desemprego, em particular nos EUA.

Gráfico I.2.1 • PIB mundial e nas principais economias | Taxa de variação homóloga



Fontes: Eurostat, FMI e Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: PIB mundial estimado a partir do PIB de 54 países. Agregação baseada no peso do PIB destes países no PIB mundial, avaliados em paridade do poder de compra (PPP).

Com o levantamento progressivo das medidas de confinamento, permitindo o reinício gradual da atividade nos setores mais diretamente afetados, espera-se uma recuperação na segunda metade do ano. No entanto, esta retoma será insuficiente para compensar a perda observada no primeiro semestre e a atividade deverá permanecer a um nível inferior ao observado antes da crise pandémica por um período prolongado.

Segundo as hipóteses do Eurosistema que enquadram as projeções para a economia portuguesa apresentadas neste Boletim – com data de fecho a 18 de maio – o PIB mundial deverá registar uma queda de aproximadamente 4,5% em 2020 (Quadro I.2.1), o que constitui a recessão mais profunda desde a Grande Depressão em 1929-32. A recuperação prevista para 2021 e 2022 será relativamente robusta (6% e 3,8%, respetivamente), mas insuficiente para alcançar no final do horizonte de projeção o nível de atividade que era projetado antes da crise pandémica. Em 2022, o PIB mundial deverá situar-se ainda 4% abaixo do antecipado no exercício de projeção de dezembro de 2019, que serve como referência para um cenário contrafactual sem pandemia (Gráfico I.2.2 – Painel A).

Em relação ao comércio mundial, projeta-se uma contração em volume de 12,7% em 2020, refletindo o impacto especialmente negativo da crise nas cadeias de valor globais de bens e no comércio de serviços. Os serviços de transportes e de turismo são particularmente afetados pelas restrições à circulação e pelo distanciamento social. Nos anos seguintes, antecipa-se uma recuperação dos fluxos de comércio internacional a um ritmo apenas ligeiramente superior ao projetado para o PIB mundial.

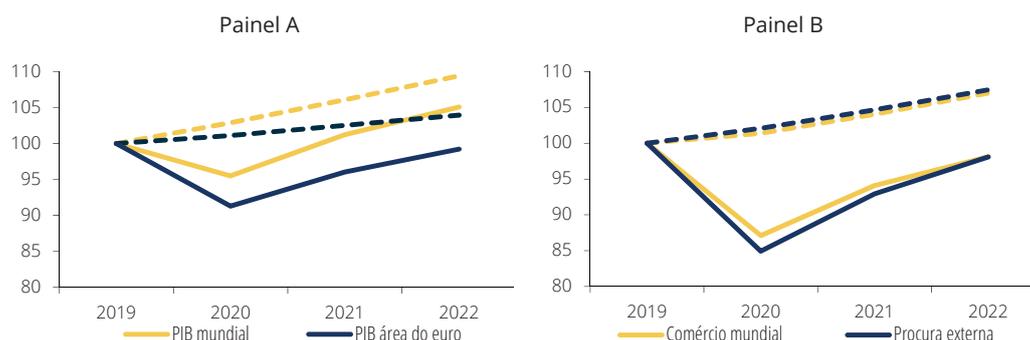
A queda da atividade em 2020 é comum às economias avançadas e emergentes, mas é particularmente pronunciada em países europeus que são parceiros comerciais importantes de Portugal, com destaque para Espanha. Neste contexto, a procura externa dirigida à economia portuguesa deverá contrair-se mais do que o comércio mundial em 2020 (-15,1%), recuperando em 2021-22, mas mantendo níveis inferiores aos observados em 2019 e muito abaixo dos projetados para o mesmo horizonte antes da crise pandémica (Gráfico I.2.2 – Painel B).

Quadro I.2.1 • Hipóteses de enquadramento | Taxa de variação anual, em percentagem (exceto onde indicado)

		BE junho 2020			
		2019	2020	2021	2022
Enquadramento internacional					
PIB mundial	tva	2,8	-4,5	6,0	3,8
Comércio mundial	tva	0,7	-12,7	7,9	4,5
Procura externa	tva	1,6	-15,1	9,4	5,6
Preço do petróleo em dólares	vma	64,0	36,0	37,2	40,7
Preço do petróleo em euros	vma	57,2	33,1	34,4	37,6
Condições monetárias e financeiras					
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	2,6	2,6	2,7	2,7
Índice de taxa de câmbio efetiva do euro	tva	-1,6	-0,3	0,1	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,12	1,09	1,08	1,08

Fontes: Eurosystema (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual. A hipótese técnica para o preço do petróleo assenta nos mercados de futuros. A evolução da taxa EURIBOR a 3 meses tem por base as expectativas implícitas nos contratos de futuros. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior. A projeção para a taxa de juro implícita da dívida baseia-se numa estimativa que inclui hipóteses para as taxas de juro associadas às novas emissões. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. O índice de taxa de câmbio efetiva do euro é calculado face a um grupo de 19 países parceiros. A hipótese técnica para as taxas de câmbio bilaterais pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação.

Gráfico I.2.2 • Enquadramento internacional | Índice (2019 = 100)



Fonte: Eurosystema (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Linhas a cheio apresentam o cenário que serve de enquadramento à projeção apresentada neste Boletim, ao passo que as linhas a traçado apresentam o cenário projetado no *Boletim Económico* de dezembro de 2019.

As hipóteses apresentadas têm subjacente um cenário em que as restrições adotadas são eficazes no achatamento da curva epidemiológica e em que as medidas de política orçamental e monetária entretanto implementadas se revelam capazes de limitar o impacto negativo do choque sobre a situação financeira das famílias e das empresas. Este cenário está sujeito a um nível de incerteza anormalmente elevado e os riscos são sobretudo de sentido descendente, estando associados a um possível agravamento da pandemia (Caixa 4).

Impacto desfavorável sobre as condições financeiras parcialmente compensado por medidas de acomodação significativas por parte das autoridades monetárias

O efeito da pandemia nos mercados financeiros começou a sentir-se a partir de final de fevereiro, ainda antes da adoção de muitas das medidas mais restritivas nas economias avançadas, mas foi mais marcado durante o mês de março. Os principais índices acionistas registaram quedas abruptas

nesse mês, tendo apresentado apenas uma reversão parcial em abril. O contexto de grande incerteza refletiu-se num aumento muito significativo da volatilidade nos mercados financeiros.

O impacto sobre o preço do petróleo foi muito pronunciado e fortemente influenciado pela queda significativa da procura global, em particular no setor dos transportes. A diminuição da procura refletiu-se num aumento significativo das existências, que rapidamente se aproximaram da capacidade de armazenamento instalada, de tal forma que no mercado de futuros norte-americano se chegaram a observar preços negativos para entrega de petróleo no curto prazo. No mercado do *Brent*, o preço do petróleo alcançou um mínimo de 19 dólares no dia 21 de abril, uma redução de cerca de 70% face ao final de 2019. Depois de algum desacordo inicial entre os principais produtores, os membros da OPEP decidiram reduzir a oferta a partir de maio, permitindo alguma recuperação do preço a partir do final de abril. No dia 18 de maio o preço do petróleo situava-se em 34 dólares (perto de 50% abaixo do observado no final de 2019), esperando-se uma recuperação gradual ao longo do horizonte de projeção.

A taxa de câmbio efetiva do euro registou uma ligeira depreciação face ao observado no exercício de projeção anterior, justificada por uma perda de valor face às principais moedas de refúgio (nomeadamente USD e JPY), parcialmente compensada por uma apreciação face à libra esterlina e à generalidade das moedas dos mercados emergentes. Assim, em 2020 a taxa de câmbio efetiva deverá registar uma ligeira depreciação face a 2019, estabilizando ao longo do restante horizonte de projeção.

O mercado de dívida soberana refletiu um aumento da aversão ao risco, sobretudo em países da área do euro com níveis de dívida pública mais elevados. Em meados de março, os diferenciais de taxas de juro de longo prazo de Itália, Espanha e Portugal face à Alemanha aumentaram de forma abrupta, ainda que para níveis distantes dos máximos observados em 2012. A intervenção do Banco Central Europeu (BCE) foi rápida e decisiva, nomeadamente com o anúncio, a 18 de março, de um novo programa de aquisição de títulos de dívida especialmente vocacionado para minimizar o impacto negativo da pandemia (PEPP, na sigla inglesa), que permitiu inverter parcialmente aquela tendência e garantir alguma estabilização do mercado (Gráfico I.2.3). Num contexto de elevada incerteza, assume-se que as taxas de juro nas novas emissões de dívida pública aumentam em 2020, diminuindo gradualmente nos anos seguintes, mas mantendo-se acima dos valores observados em 2019. Dada a maturidade relativamente longa do *stock* de dívida pública existente e as novas necessidades de financiamento, este aumento traduz-se numa subida contida da taxa de juro média da dívida pública até 2022.

Gráfico I.2.3 • Diferencial de taxas de juro a 10 anos face à Alemanha | Pontos base



Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal).

· Evolução das finanças públicas em 2020 condicionada pelas · medidas de mitigação do impacto da pandemia

Relativamente às hipóteses de finanças públicas, o crescimento de 0,6% estimado para o consumo público em termos reais em 2020 está afetado por dois efeitos significativos de sinal contrário. Por um lado, o forte crescimento da despesa em saúde suportada pelas administrações públicas no contexto da atual crise pandémica, incluindo a despesa com equipamentos de proteção individual, medicamentos e testes de diagnóstico, implica um aumento do consumo público. Por outro lado, as medidas de contenção da pandemia implicaram a diminuição da atividade nas administrações públicas, que foi refletida numa hipótese de redução do número de horas trabalhadas neste setor e que, dada a mesma despesa nominal, se traduz numa diminuição do volume do consumo público. Após a reversão dos efeitos pontuais de 2020 e num contexto de ausência de medidas de política adicionais, prevê-se que o consumo público mantenha em 2021-22 uma dinâmica semelhante à projetada para 2020.² Relativamente ao investimento público, projeta-se uma aceleração em 2020, em resultado da trajetória considerada para o fluxo de fundos europeus e de um aumento temporário e de pequena magnitude associado à aquisição de equipamentos para o setor da saúde. Ao longo do horizonte de projeção, assume-se um crescimento superior ao do PIB nominal mas com taxas de variação gradualmente menores, refletindo a maturação do atual ciclo de financiamento europeu.³

A atual crise pandémica não se refletiu apenas num aumento significativo das despesas relacionadas com o setor da saúde, mas também desencadeou a adoção de um pacote de medidas de estímulo orçamental que visa mitigar o impacto económico negativo sobre as empresas e famílias. A maior parte destas medidas discricionárias tem um carácter temporário com um impacto concentrado em 2020.

Destaca-se, pela sua dimensão, o apoio extraordinário à manutenção dos postos de trabalho nas empresas mais afetadas, designado como *layoff* simplificado, que engloba a subsídio parcial de salários, o pagamento de um apoio pontual à retoma da atividade empresarial e a isenção do pagamento de contribuições sociais patronais. Adicionalmente, foi também anunciada uma medida de suporte à formação profissional e introduzido um apoio extraordinário para os trabalhadores independentes mais severamente afetados pelas restrições associadas às medidas de contenção do surto. No que respeita à proteção social, importa referir o pagamento dos subsídios de doença, excecionalmente não sujeitos a tempos de espera na sua atribuição, a equiparação a doença no caso de isolamento profilático e a automatização da prorrogação dos subsídios de desemprego e outras prestações sociais. Ainda relativamente às famílias, foi criado o apoio excecional aos trabalhadores por motivos de assistência familiar que consiste no pagamento parcial da remuneração base a quem tenha de acompanhar em casa filhos até aos 12 anos em resultado da suspensão das atividades letivas e não tenha possibilidade de realizar teletrabalho. Finalmente, importa referir a suspensão de todos os processos de execução fiscal e contributiva.

Estas medidas são reforçadas por um pacote adicional sem impacto orçamental direto, que inclui a possibilidade de acesso a moratórias sobre as responsabilidades com empréstimos existentes, o acesso a linhas de crédito garantidas pelo Estado (existindo uma linha especial para as empresas do setor do turismo), o diferimento do pagamento de rendas e a prorrogação do prazo de cumprimento de obrigações fiscais.

2. Quanto ao deflator do consumo público em 2020, é de salientar que, para além de algum impacto resultante dos efeitos acima referidos, está afetado pelos efeitos de medidas constantes do OE2020, em particular o descongelamento gradual das progressões salariais e das carreiras na administração pública, a subsídio de passes sociais e a despesa relacionada com um programa de apoio ao acesso à habitação.

3. De notar que a atual projeção não considera efeitos potenciais sobre o investimento público resultantes dos novos instrumentos de política económica acordados a nível europeu.

As medidas de política adotadas, acrescidas do efeito dos designados estabilizadores automáticos, traduzem-se inevitavelmente numa deterioração da situação orçamental. Importa salientar que, no contexto da atual crise pandémica, foi ativada pela primeira vez a cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento, com o objetivo de garantir suficiente flexibilidade na avaliação do cumprimento das regras orçamentais sem comprometer a adoção dos estímulos discricionários necessários. As medidas tomadas constituem a resposta necessária à atual crise mas, assim que as condições económicas e sociais o permitam, é indispensável continuar a assegurar uma política orçamental compatível com finanças públicas sustentáveis no médio prazo em Portugal.

3 A economia portuguesa em 2020-22

Em 2020 deverá observar-se a maior redução da atividade económica do último século

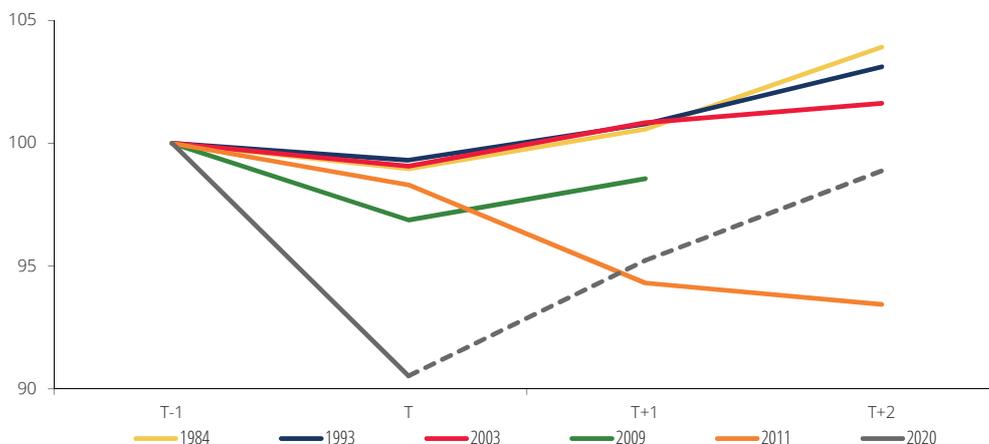
A redução projetada para o PIB em 2020 é muito significativa, excedendo largamente as quedas observadas nas recessões mais recentes, sendo necessário recuar aos anos 20 do século passado para encontrar uma queda desta magnitude (Gráfico I.3.1).⁴ As atuais projeções implicam também uma recuperação relativamente mais rápida do que a observada na sequência da recessão de 2011-13. Esta recuperação caracteriza-se por uma retoma mais célere do investimento – assumindo que as medidas de política adotadas limitam o impacto da crise sobre o tecido empresarial e que o investimento público se mantém relativamente dinâmico (Secção 2). Em contraste, a recuperação esperada das exportações é mais lenta do que a observada na sequência das recessões anteriores, o que reflete as tensões comerciais existentes e, sobretudo, o comportamento das exportações de turismo, cujo peso aumentou significativamente nos últimos anos e que deverão ser particularmente afetadas e de forma persistente pela crise pandémica.

De acordo com as projeções apresentadas, o impacto mais significativo da pandemia na atividade económica ocorre no primeiro semestre de 2020. As medidas de confinamento estrito adotadas durante o estado de emergência implicaram uma forte redução da atividade na generalidade dos setores – incluindo uma quase paralisação nalguns casos – em março e, de forma mais notória, em abril e maio.⁵ O impacto em março foi suficiente para determinar uma queda do PIB em termos de variação em cadeia de 3,8% no primeiro trimestre. A contração da atividade face ao final de 2019 foi extensível a todas as componentes da despesa, com exceção do consumo público. Destaca-se pela sua magnitude a redução das exportações, em particular de serviços, refletindo o colapso da atividade turística. Esta evolução contribuiu para que o principal contributo para queda do valor acrescentado bruto (VAB) tenha vindo do setor dos serviços, mantendo a construção uma variação positiva. O impacto sobre a atividade dever-se-á acentuar marcadamente no segundo trimestre, estimando-se uma redução em torno de 15% face ao nível do primeiro trimestre (Caixa 1 e Caixa 2). A partir do segundo semestre de 2020 a economia deverá recuperar progressivamente e de forma mais marcada em 2021 e 2022.

4. De acordo com Batista, Dina; Martins, Carlos; Pinheiro, Maximiano e Jaime Reis (1997) *New estimates for Portugal's GDP: 1910-1958*. In: História Económica, 7. Lisboa: Banco de Portugal, o PIB em Portugal reduziu-se 9,7% em 1928.

5. Para uma breve cronologia da evolução da pandemia em Portugal e das medidas de contenção adotadas, ver a Caixa 1.

Gráfico I.3.1 • Evolução do PIB em períodos de recessões e recuperação subsequente | T-1=100



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: O ano T designa o primeiro ano de cada ciclo em que ocorre uma redução do PIB em termos anuais (ano de recessão). A linha a tracejado corresponde aos valores projetados neste Boletim.

Em termos médios anuais, o PIB em Portugal deverá reduzir-se 9,5% em 2020, apresentando um crescimento de 5,2% em 2021 e 3,8% em 2022. De acordo com o cenário central das projeções do Eurosistema de junho, que se baseia em pressupostos comuns para a evolução da pandemia em todos os Estados-Membros, o PIB na área do euro deverá apresentar uma trajetória semelhante à projetada para Portugal, com uma redução de 8,7% em 2020, seguida de uma recuperação de 5,2% em 2021 e 3,3% em 2022.

Os pressupostos subjacentes ao exercício do Eurosistema assumem que as medidas de contenção da pandemia são relativamente bem-sucedidas e gradualmente levantadas. No entanto, continuam a ocorrer infeções e algumas medidas persistem até ao aparecimento de uma vacina ou outro tratamento eficaz, o que se assume ter lugar em meados de 2021. Num contexto de incerteza e insegurança elevada, a recuperação será gradual e diferenciada entre setores, sendo particularmente lenta em atividades ligadas ao turismo, cultura e entretenimento. O impacto económico é também influenciado pelas respostas de política, que contribuem parcialmente para a diferente evolução do PIB entre os países da área do euro (Gráfico I.3.2). A estrutura produtiva dos países⁶ e o grau de severidade das medidas de contenção adotadas são outros fatores relevantes para explicar estas diferenças (Gráfico I.3.3).

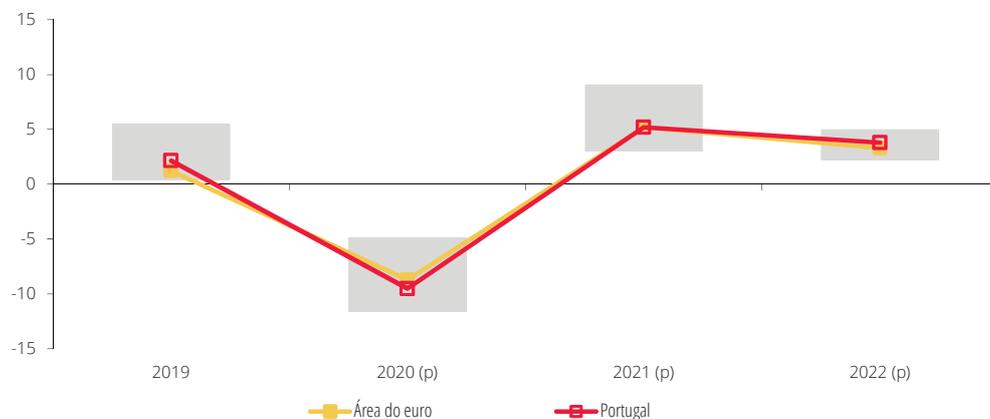
A magnitude e abrangência da crise determinarão a intensidade da interrupção no processo de acumulação de fatores produtivos e no progresso tecnológico. Tal situação implica a persistência dos seus efeitos, com uma conseqüente redução do nível de produto potencial da economia. É expectável que se verifique uma destruição de capacidade produtiva instalada e de postos de trabalho em todas as economias, mas a situação financeira das empresas portuguesas constitui uma fragilidade em face da redução da liquidez resultante das quebras de atividade ligada à pandemia.⁷ Neste contexto, o retorno do nível do PIB à trajetória projetada antes da pandemia será lento e incompleto.

6. Em Portugal, as exportações de turismo assumem um peso muito significativo por comparação com a média da área do euro. Com base em informação da balança de pagamentos, o peso das exportações de turismo no PIB em Portugal foi de cerca de 8% em 2018, o que compara com aproximadamente 3% na área do euro (com base numa média ponderada dos pesos dos países para os quais existe informação disponível). Este facto contribui para um impacto da pandemia mais significativo e persistente no nível da atividade em Portugal.

7. Ver o Tema em destaque “O impacto económico da crise pandémica”, *Boletim Económico* de Maio de 2020, Banco de Portugal.

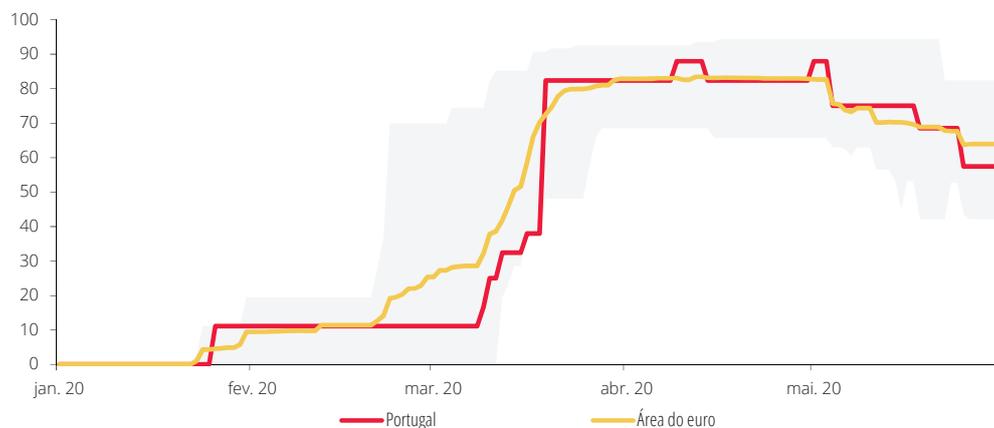
De facto, no final de 2022, o nível da atividade económica deverá situar-se ainda cerca de 6% abaixo de um nível contrafactual subjacente ao projetado no *Boletim Económico* de dezembro de 2019.

Gráfico I.3.2 • PIB em Portugal e na área do euro | Taxa de variação anual em percentagem



Fontes: Eurosystema, Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. As barras a sombreado assinalam o intervalo entre a variação máxima e mínima do PIB dos países da área do euro.

Gráfico I.3.3 • Indicador de severidade das medidas de contenção em Portugal e na área do euro | Nível



Fonte: Thomas Hale, Sam Webster, Anna Petherick, Toby Phillips, e Beatriz Kira. (2020). Oxford COVID-19 Government Response Tracker. Blavatnik School of Government. Disponível em: www.bsg.ox.ac.uk/covidtracker. | Notas: Os valores para a área do euro são obtidos como a média ponderada dos indicadores disponíveis dos Estados-Membros. Os ponderadores correspondem ao peso de cada país no PIB total da área do euro em 2018. A zona a sombreado assinala o intervalo entre o máximo e o mínimo para os países da área do euro.

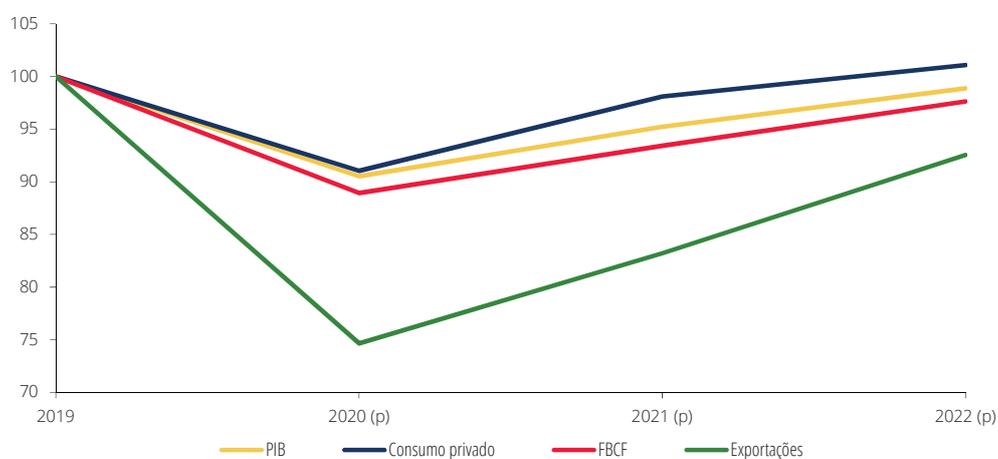
⋮ Aumento muito significativo da taxa de desemprego

As atuais projeções apontam para uma redução do emprego de 4,5% em 2020. Apesar desta forte redução, refira-se que o impacto da contração da atividade no emprego deverá ser mitigado e ligeiramente desfasado tendo em conta as medidas adotadas, como o *layoff* simplificado. Para 2021-22 antecipa-se uma recuperação do emprego, que não será no entanto suficiente para retomar o nível de 2019.

Num cenário em que a população ativa deverá permanecer relativamente inalterada em média no horizonte de projeção, esta evolução terá como reflexo um aumento da taxa de desemprego

para níveis ligeiramente superiores a 10% em 2020, e uma redução progressiva para cerca de 7,5% em 2022. Esta evolução do desemprego depende criticamente do impacto das medidas de apoio às empresas e famílias e da sua duração, que são determinantes na mitigação da destruição de capacidade instalada na economia associada à pandemia. O prolongamento destas medidas deverá facilitar a manutenção da atividade e do emprego em empresas consideradas viáveis, mas em alguns casos poderá conduzir a um adiamento do processo de saída do mercado por parte de empresas sem capacidade competitiva, condicionando assim uma dinâmica endógena ao funcionamento da atividade económica. Adicionalmente, as medidas de apoio existentes são necessariamente temporárias e a margem de ajustamento que concedem às empresas não altera o enquadramento institucional que rege o funcionamento do mercado de trabalho português.

Gráfico I.3.4 • Evolução do PIB e componentes da despesa | Índice 2019=100



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Redução do consumo privado superior à do rendimento disponível em 2020

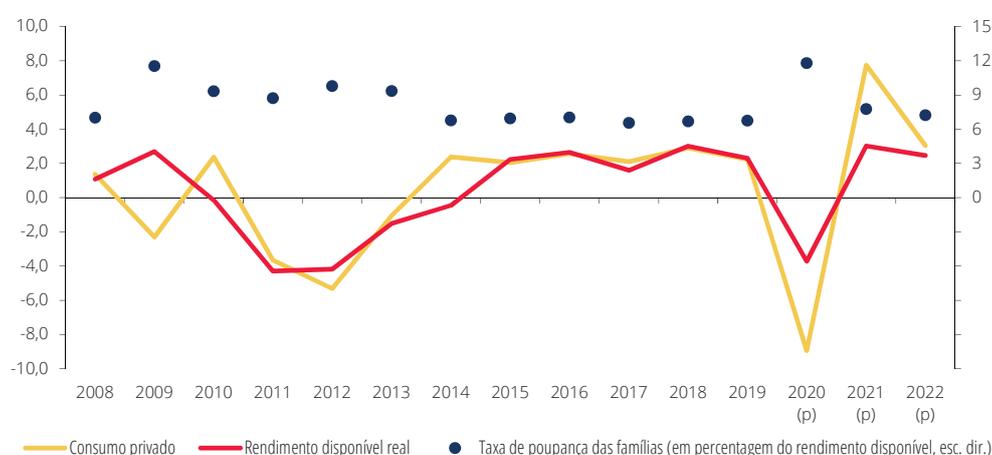
Relativamente ao consumo privado, projeta-se uma queda de cerca de 9% em 2020, mais acentuada do que a perspetivada para o rendimento disponível real (Gráfico I.3.5). O rendimento disponível real das famílias deverá reduzir-se em 2020, mas essa redução é mitigada pelas medidas governamentais, sendo de destacar o apoio à manutenção dos postos de trabalho, com o regime de *layoff* simplificado, e o apoio aos rendimentos dos trabalhadores independentes (Secção 2). As características da atual crise, nomeadamente as medidas de contenção, a insegurança e a elevada incerteza, estão a limitar o habitual comportamento alisado da despesa face a choques sobre o rendimento.

No curto prazo, os constrangimentos gerados pelas medidas de contenção – em particular, o encerramento do comércio a retalho não essencial e o confinamento geral – são preponderantes, levando a um aumento forçado da taxa de poupança. Este efeito é reforçado pela maior incerteza, induzindo um aumento da poupança por motivos de precaução, que deverá perdurar no médio prazo. Projeta-se um aumento significativo da taxa de poupança em 2020, para um nível ligeiramente superior ao atingido durante a crise financeira de 2009. Em termos intra-anuais, deverá ser atingido um máximo da taxa de poupança no segundo trimestre de 2020 para valores não observados desde o início dos anos 90. A este pico na taxa de poupança deverá seguir-se uma reversão gradual e parcial até ao final do horizonte de projeção. Esta redução da poupança em

2021-22 – a par de um crescimento do rendimento disponível ligado à melhoria gradual da situação do mercado de trabalho – deverá permitir uma recuperação do consumo privado (para taxas de crescimento de 7,7 e 3%, respetivamente em 2021 e 2022).

O perfil projetado para a evolução do consumo privado em 2020-22 é comum às componentes de bens duradouros e de consumo corrente. A despesa em bens duradouros deverá apresentar, como habitualmente, uma maior volatilidade, sendo mais condicionada por efeitos de incerteza, dado o maior valor unitário destas compras e o horizonte de utilização mais prolongado. Com a dissipação da incerteza, a recuperação desta componente também deverá ser mais forte do que a da média do consumo, refletindo a procura latente acumulada em 2020.

Gráfico I.3.5 • Consumo privado, rendimento disponível e poupança | Taxa de variação em percentagem e percentagem do rendimento disponível



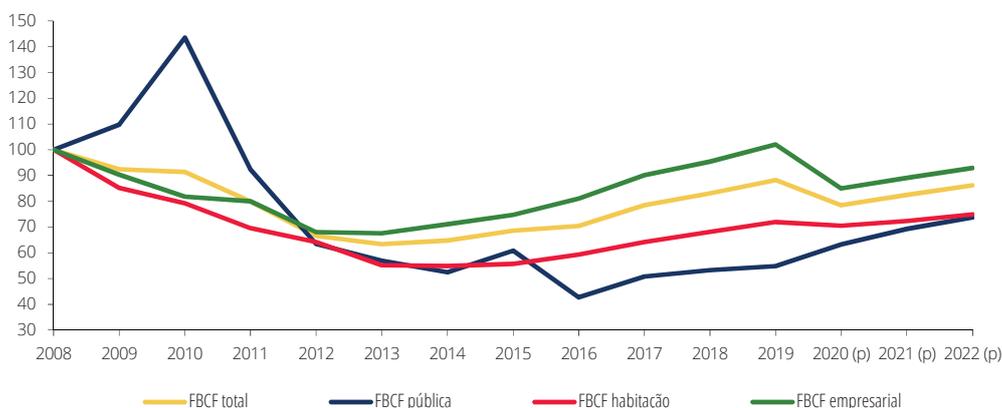
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Recuperação rápida do investimento face a ciclos anteriores, após queda significativa em 2020

A FBCF deverá apresentar uma redução de cerca de 11% em 2020. Para 2021-22, projeta-se um crescimento médio da FBCF total de cerca de 5%, implicando que este agregado se situe no final do horizonte de projeção ainda abaixo do nível registado em 2019. Ainda assim, a recuperação projetada é mais rápida do que a que se seguiu às duas recessões anteriores, em particular a observada após a crise da dívida soberana, refletindo o comportamento diferenciado do investimento residencial e público no contexto atual (Gráfico I.3.6). Adicionalmente, as duas anteriores crises comportaram um aumento dos custos de financiamento e uma redução nos fluxos de crédito que terão penalizado de forma particular a recuperação deste agregado da despesa.

A evidência existente sugere que a FBCF em construção estará a ser menos afetada pelos efeitos da pandemia (Caixa 1 e Caixa 2). A expectativa é que o impacto negativo sobre a FBCF residencial seja relativamente limitado, num contexto de manutenção de condições de financiamento favoráveis e de alguma atratividade deste tipo de ativo como aplicação de poupança e na procura por não residentes. O investimento público deverá apresentar um crescimento dinâmico, beneficiando do aumento de recebimentos de fundos europeus associado ao fim do atual período de programação, em particular em 2020-21 (Secção 2).

Gráfico I.3.6 • Evolução da FBCF por setor institucional | Índice 2008=100



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Os efeitos da atual crise serão mais significativos e persistentes sobre a FBCF empresarial, para a qual se projeta uma redução de cerca de 17% em 2020. No curto prazo, alguns projetos em curso – incluindo investimentos cofinanciados por fundos europeus – poderão ainda sustentar esta componente da FBCF. No entanto, o aumento dos níveis de incerteza para máximos históricos (Gráfico I.3.7) – refletindo entre outras a incerteza sobre a duração da pandemia e o seu impacto sobre as perspetivas de procura interna e externa – tenderá a condicionar significativamente as decisões de investimento das empresas num horizonte mais longo. Com a gradual normalização da atividade, a FBCF empresarial deverá recuperar, com taxas de variação anuais próximas de 4,5% em média em 2021-22, mas o seu nível mantém-se abaixo do observado em 2019 (Gráfico I.3.4).

Esta projeção assume que as medidas governamentais mitigam o impacto do choque sobre a situação financeira das empresas, evitando um aumento significativo de falências e permitindo uma recuperação relativamente rápida do investimento. Do mesmo modo, as medidas anunciadas pelo BCE deverão assegurar que as condições de crédito às empresas se mantenham favoráveis, o que será reforçado pelas garantias do Estado (Secção 2).

Gráfico I.3.7 • Indicador sintético de incerteza | Média 2001-2019=100

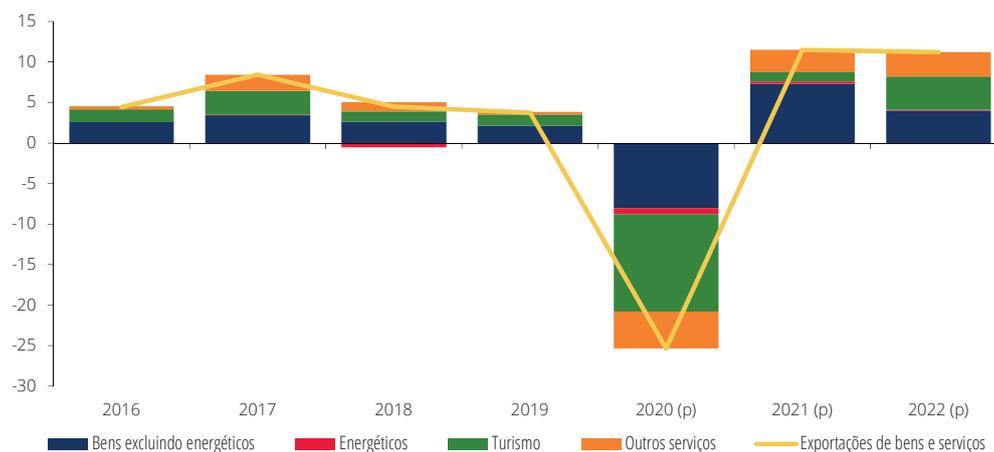


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: o indicador sintético de incerteza para a economia portuguesa agrega um indicador de stress nos mercados financeiros, um indicador que mede a recorrência em artigos de jornal de termos relacionados com a incerteza nas políticas económicas e indicadores baseados nas respostas aos inquéritos de opinião da Comissão Europeia. Para uma descrição mais pormenorizada desta medida, ver Manteu e Serra (2017), “Medidas de incerteza e o seu impacto na economia portuguesa”, *Revista de Estudos Económicos*, Vol. 3, Nº 2, Banco de Portugal. A última observação é relativa a maio de 2020. No caso do indicador baseado em artigos da imprensa, admitiu-se para maio um valor igual ao do mês anterior.

Impacto significativo e persistente da pandemia nas exportações de turismo

As projeções para as exportações de bens e serviços apontam para uma taxa de variação anual de cerca de -25% em 2020, seguida de um crescimento ligeiramente acima de 11% em 2021 e 2022.

Gráfico I.3.8 • Exportações de bens e serviços | Taxa de variação anual em percentagem e contributos em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Dada a natureza global da crise pandémica, a procura externa dirigida à economia portuguesa⁸ deverá sofrer também uma redução significativa em 2020, seguida de uma recuperação nos dois anos seguintes (Secção 2). Para as exportações de bens é projetada uma evolução globalmente em linha com este indicador (Gráfico I.3.8). No entanto, para as exportações de serviços antecipa-se uma queda muito mais acentuada em 2020, que reflete o perfil da componente de turismo e de outras exportações de serviços a ela associados. Os constrangimentos específicos criados pela pandemia às viagens implicam que o setor do turismo seja particularmente afetado, perspetivando-se uma redução drástica dos fluxos de turismo internacional em 2020.⁹ A recuperação posterior deverá ser muito gradual, num contexto de elevada incerteza e de potenciais alterações nas preferências e nos comportamentos dos consumidores destes serviços e tendo também em conta a elevada elasticidade rendimento da despesa em turismo. Dado o peso relativamente elevado do turismo nas exportações totais por comparação com outros países, Portugal encontra-se particularmente exposto, projetando-se uma queda desta componente das exportações de mais de 60% em 2020.

Tendo em conta a evolução da procura externa, os exportadores portugueses deverão perder quota nos mercados externos em 2020. Esta perda reflete essencialmente um efeito de composição, associado à especialização relativa de Portugal no setor do turismo. A recuperação destas exportações deverá ser também mais lenta, ocorrendo de forma mais expressiva apenas em 2022.

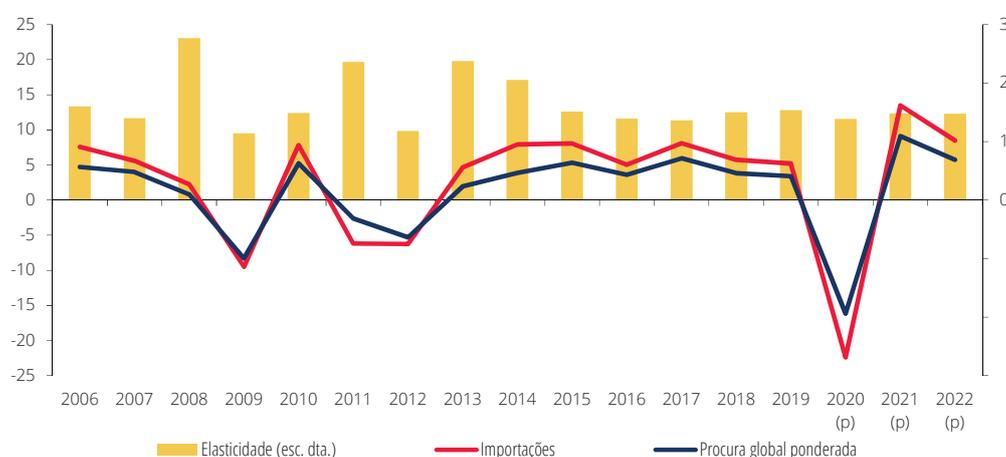
8. A procura externa para a economia portuguesa é construída como a média ponderada do total das importações de bens e serviços dos principais mercados de destino das exportações portuguesas.

9. De acordo com a Organização Mundial do turismo, a queda do número de turistas internacionais em 2020 deverá ser de cerca de 60% a 80% (<https://www.unwto.org/international-tourism-and-covid-19>). Adicionalmente, a recuperação do nível de 2019 nos indicadores de turismo poderá ocorrer apenas em 2022 (OECD Tourism Policy Responses).

No final do horizonte de projeção, o nível das exportações reais de turismo deverá situar-se substancialmente abaixo do valor de 2019, implicando que o total das exportações de bens e serviços fique cerca de 7% abaixo do nível desse ano de referência. As exportações serão a componente da despesa a apresentar o contributo mais importante para a redução da atividade em 2020 e a exibir o impacto mais persistente da atual crise (Gráfico I.3.4).

As importações de bens e serviços deverão apresentar um perfil relativamente próximo do projetado para as exportações, com uma queda de magnitude inferior mas também muito significativa em 2020, seguida de uma recuperação nos dois anos seguintes, que é insuficiente para recuperar o nível registado em 2019. Como habitualmente, as projeções para as importações de bens e serviços têm como referência a evolução da procura global ponderada por conteúdos importados, considerando-se que no curto prazo a elasticidade entre estes agregados pode ser inferior à habitual, em linha com o ocorrido em anteriores períodos recessivos (Gráfico I.3.9).

Gráfico I.3.9 • Importações e procura global ponderada | Taxa de variação anual em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado

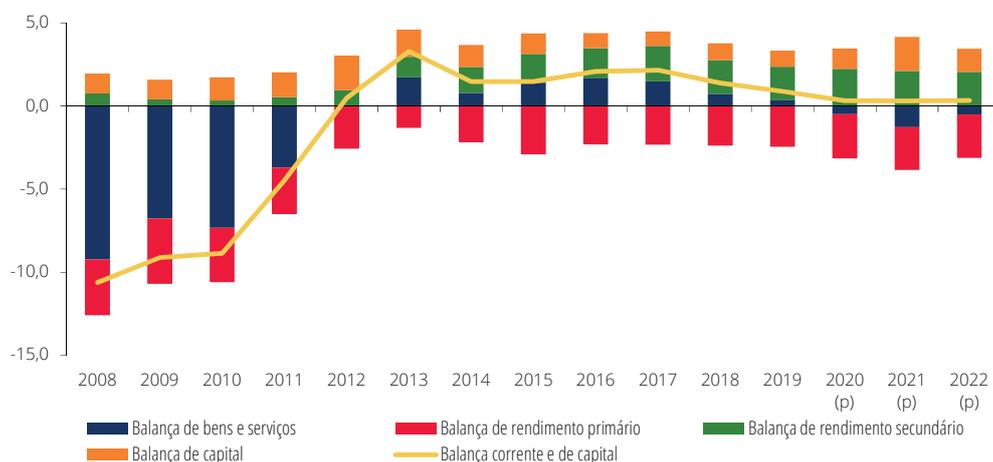
Capacidade de financiamento da economia reduz-se em 2020 e estabiliza no restante horizonte de projeção

A capacidade de financiamento, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital, deverá reduzir-se para 0,3% do PIB em 2020 (0,9% em 2019), permanecendo relativamente inalterada no período 2021-22 (Gráfico I.3.10). A balança de bens e serviços deverá tornar-se deficitária em 2020. Esta evolução reflete um efeito volume negativo, associado a uma queda superior das exportações face à das importações em termos reais. Em particular, este efeito volume negativo resulta da componente de serviços, com destaque para o turismo. Este é parcialmente compensado por um efeito de termos de troca positivo na balança de bens, decorrente da queda acentuada do preço do petróleo. Daqui decorre uma recomposição da balança de bens e serviços no sentido de uma redução do défice da componente de bens e uma redução do excedente da componente de serviços, que deverá ser parcialmente revertida nos dois anos seguintes.

O saldo da balança corrente e de capital em percentagem do PIB deverá beneficiar em 2020 do perfil esperado de transferências com a União Europeia, com impacto nos saldos das balanças de rendimento e na balança de capital. No caso da balança de rendimento primário, este efeito é mais do que compensado pela evolução desfavorável dos rendimentos de investimento já observada no início

deste ano. O saldo das balanças de rendimento e de capital deverá manter-se relativamente estável em percentagem do PIB em 2021-22, com exceção de um efeito pontual na balança de capital em 2021, resultante da devolução por parte do Fundo Europeu de Estabilização Financeira de montantes pagos por Portugal no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira.

Gráfico I.3.10 • Balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado

⋮ A inflação deverá manter-se baixa, em resultado do predomínio dos efeitos descendentes da crise pandémica sobre os preços

A resposta dos preços à crise pandémica e posterior recuperação é muito incerta, refletindo a combinação de choques da oferta e da procura que exercem pressões opostas sobre os preços, bem como impactos setoriais diferenciados. As limitações da oferta resultantes de interrupções na produção, da indisponibilidade de alguns serviços e das disrupções no comércio e transportes poderão traduzir-se em aumentos temporários de preços. No entanto, a crise implica uma forte redução da procura, cujos efeitos descendentes sobre os preços deverão prevalecer.

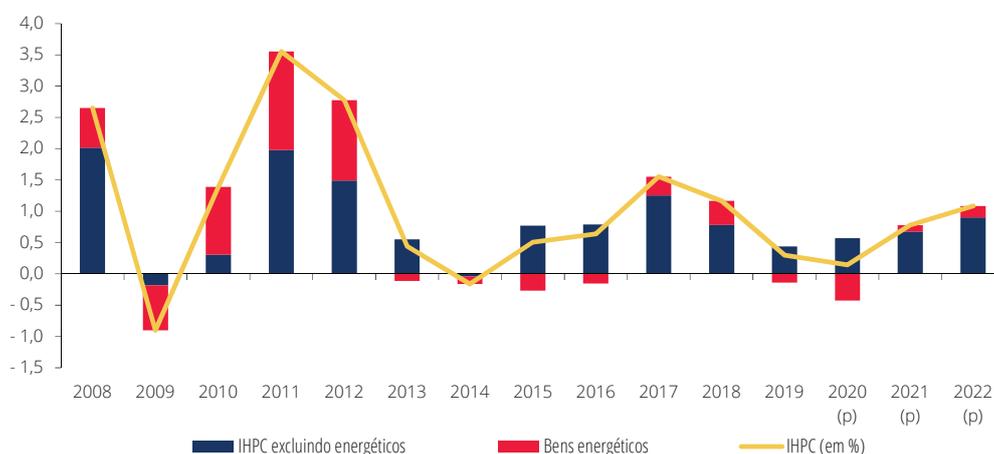
A evolução recente da inflação já evidencia alguns destes efeitos. Nos meses de março e abril, a variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) foi próxima de zero, destacando-se em abril a queda significativa dos preços dos bens energéticos (-9,7% em termos homólogos) e, em sentido oposto, a aceleração dos preços dos bens alimentares, sobretudo os não transformados, que aumentaram 7,5%.

Para o conjunto do ano de 2020, projeta-se uma virtual estabilização do nível de preços, medido pelo IHPC (taxa de variação anual de 0,1%, que compara com 0,3% em 2019). Esta evolução reflete uma queda significativa dos preços dos bens energéticos – decorrente da redução do preço do petróleo nos mercados internacionais – e um crescimento contido nos restantes bens e serviços (Gráfico I.3.11). Relativamente à componente não energética, refira-se um efeito base positivo em 2020 resultante da dissipação do impacto negativo de algumas medidas específicas na inflação em 2019.¹⁰

10. Em 2019, um conjunto de alterações legislativas refletiram-se em quedas de preços de alguns bens e serviços, destacando-se a redução nos preços dos passes no âmbito do Programa de Apoio à Redução Tarifária, a imposição de limites de preços nas comunicações para a União Europeia e, com a extensão do direito a manuais gratuitos a todo o ensino secundário, a redução dos preços dos manuais escolares.

Em 2021 e 2022, a inflação deverá apresentar um perfil ascendente mas muito moderado, projetando-se taxas de variação de 0,8% em 2021 e 1,1% em 2022. A nível externo, as hipóteses de enquadramento apontam para uma aceleração gradual dos preços de importação dos bens não energéticos. A evolução do preço do petróleo implica também um aumento moderado dos preços dos bens energéticos (Secção 2). A melhoria gradual projetada para a atividade económica e para o mercado de trabalho deverá contribuir igualmente para o aumento moderado da inflação. De acordo com as projeções do Eurosistema, a inflação na área do euro também se reduz em 2020 (0,3%, que compara com 1,2% em 2019) e aumenta no restante horizonte, atingindo 1,3% em 2022, como tal permanecendo em níveis inferiores ao objetivo de estabilidade de preços.¹¹ As baixas taxas de inflação em Portugal e na área do euro poderão revelar-se mais duradouras se se observar uma repercussão sobre as expectativas de inflação. Em sentido contrário, a crise pode espoletar um processo de transformação estrutural e um retrocesso da tendência de maior globalização observada nas últimas décadas, com impacto predominantemente ascendente sobre os preços.

Gráfico I.3.11 • Contributos para a taxa de variação anual do IHPC | Em pontos percentuais e em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado

4 Conclusão

Este *Boletim Económico* procura avaliar o impacto da crise pandémica sobre a economia portuguesa no momento presente e projetar os seus desenvolvimentos futuros. Embora tenham sido adotadas várias análises complementares, esta tarefa afigura-se difícil e rodeada de elevada incerteza, especialmente tendo em conta o facto de esta crise não ter precedente histórico recente. Embora se projete que a crise tenha uma curta duração, os seus efeitos deverão ser persistentes, em resultado dos impactos na acumulação de capital físico e humano, e dependem fortemente do enquadramento internacional que se vier a observar.

11. O objetivo de estabilidade de preços é atualmente definido pelo Banco Central Europeu como a manutenção da inflação em níveis inferiores mas próximos de 2%. Para uma discussão da revisão da estratégia de política monetária lançada pelo BCE em janeiro de 2020 ver o Tema em destaque "Estratégia de política monetária do Banco Central Europeu: razões para uma nova revisão" neste *Boletim Económico*.

Não obstante já terem existido crises pandémicas no passado, a forte globalização e a integração das economias implicam que as circunstâncias atuais são muito diferentes. A organização da produção em complexas cadeias de valor globais leva a que os efeitos inerentes à interrupção da atividade em regiões ou países centrais na produção de produtos intermédios se repercutam e ampliem à escala mundial. Neste contexto, o reforço da resiliência da economia mundial exige uma coordenação a nível supra nacional das políticas económicas e pressupõe uma reconfiguração das cadeias de produção por parte das empresas. Contudo, estes processos não devem servir de base à adoção de medidas protecionistas que implicam uma redução dos ganhos de bem-estar inerentes ao comércio internacional de bens e serviços.

Um cenário de maior resiliência e estabilidade nas relações económicas internacionais é também indispensável para reduzir a probabilidade de ocorrência de crises posteriores, nomeadamente de natureza financeira. Como se observou no passado, estas perturbações têm um forte potencial disruptivo, afetando os custos de financiamento das famílias, empresas e Estados, que interagem com a situação do sistema bancário e têm impacto na atividade económica. Também neste contexto a cooperação macroeconómica internacional e a ação estabilizadora dos bancos centrais é indispensável.

Finalmente, ao nível do enquadramento económico europeu, é importante limitar os potenciais impactos negativos sobre a convergência real associados a uma recuperação que se espera assimétrica, condicionada pelas estruturas produtivas dos países e pelos desequilíbrios estruturais pré-existentes. Para além dos esforços de investimento anunciados e que se mantêm enquadrados com as preocupações de sustentabilidade, o processo de recuperação da crise ao nível europeu terá desejavelmente como implicação um reforço dos mecanismos institucionais indispensáveis ao aprofundamento da União Económica e Monetária.

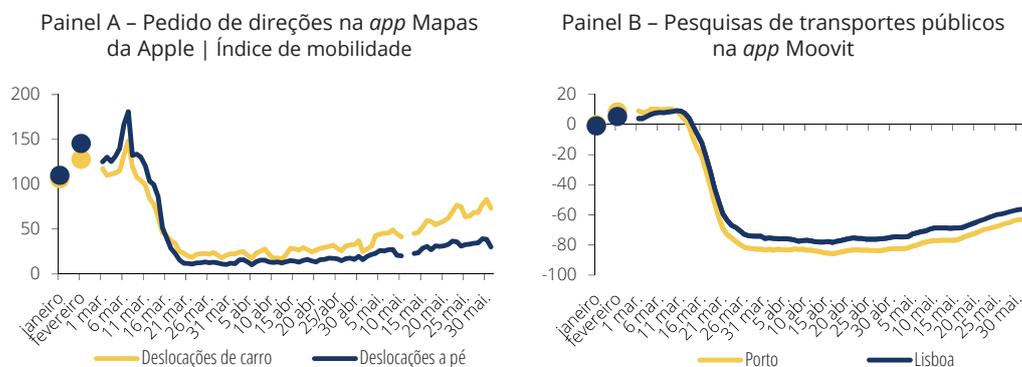
A economia portuguesa está plenamente inserida neste contexto europeu e internacional, mantendo-se porém sempre presente a necessidade de ajustar as opções de política às especificidades do tecido produtivo e às escolhas coletivas.

Caixa 1 • A evolução da atividade económica em Portugal desde o início de março

A evolução recente da economia portuguesa tem sido fortemente condicionada pelos desenvolvimentos da pandemia COVID-19 e pelas medidas necessárias à sua contenção. Esta situação provocou uma quebra brusca e acentuada da atividade no final do primeiro trimestre e levou a uma forte deterioração da confiança e a um aumento acentuado da incerteza. O objetivo desta caixa é caracterizar a evolução da economia portuguesa entre março e maio de 2020, recorrendo, para o efeito, às estatísticas económicas habituais e a um conjunto de indicadores de frequência mais elevada que permitem uma avaliação tempestiva dos efeitos do surto.

Os primeiros casos do novo coronavírus foram declarados na China em dezembro de 2019 mas o surto espalhou-se rapidamente pelo mundo. A pandemia COVID-19 foi referenciada em Portugal no dia 2 de março de 2020, data dos primeiros casos confirmados do vírus. Foram rapidamente adotadas medidas com o intuito de conter a disseminação da doença, sendo as mais relevantes o fecho das escolas e universidades a 16 de março e a declaração do estado de emergência a 18 de março, com apenas 642 casos confirmados. O estado de emergência vigorou até ao início de maio e traduziu-se em restrições à circulação dentro do país e além-fronteiras, no encerramento temporário de um conjunto de atividades económicas¹² e na instituição de um confinamento geral da população. Desde 3 de maio, com a transição para a situação de calamidade¹³, as medidas de contenção têm vindo a ser progressivamente flexibilizadas, permitindo uma abertura gradual e faseada da atividade económica, num processo que se deverá prolongar nos próximos meses. O impacto destas medidas é visível em alguns indicadores de mobilidade, que registaram uma queda abrupta a partir de meados de março, uma estabilização em níveis muito baixos em abril e uma recuperação muito moderada em maio (Gráfico C1.1).

Gráfico C1.1 • Indicadores de mobilidade em Portugal – janeiro a maio de 2020 | Variação face ao período de referência



Fontes: Apple e Moovit. | Notas: Painel A: índice 13 janeiro = 100; os dados para os dias 11 e 12 de maio não estão disponíveis. Painel B: variação percentual face ao valor de referência de dia 15 de janeiro.

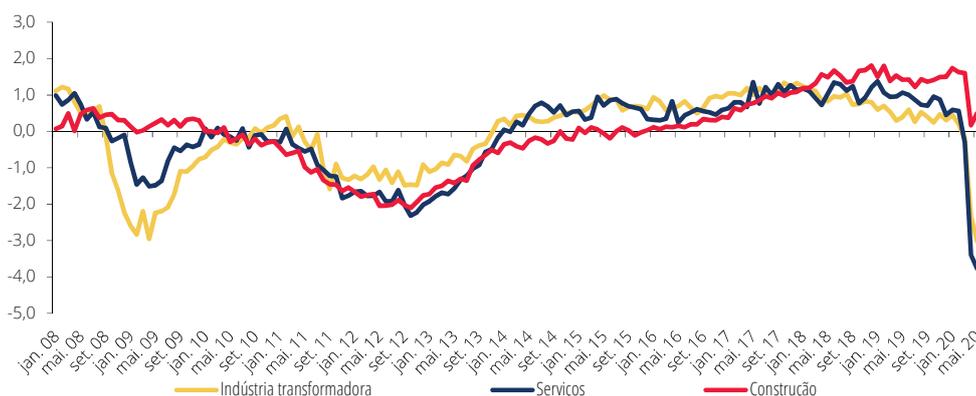
As restrições da oferta e da procura associadas à evolução da pandemia e às medidas de contenção repercutiram-se fortemente na confiança dos agentes económicos. Em março a confiança caiu nos diversos setores, e em abril atingiu ou aproximou-se de mínimos históricos. Destaque-se a exceção

12. No período do estado de emergência, foi decretada a suspensão temporária de um conjunto alargado de atividades de serviços, tanto públicos como privados. Em particular, foi encerrada a maioria dos estabelecimentos comerciais, com exceção dos que comercializam bens essenciais (como os supermercados), atividades de restauração (mantendo-se apenas os serviços de *take-away* e entregas ao domicílio), a generalidade das atividades e eventos recreativos, culturais e desportivos (como bares, discotecas, ginásios, cinemas, teatros, jogos desportivos), bem como eventos de cariz religioso. Para mais detalhes ver Decreto 2-A/2020, de 20 de março.

13. Ver Resolução de Conselho de Ministros n.º 33-A/2020 de 30 de abril de 2020.

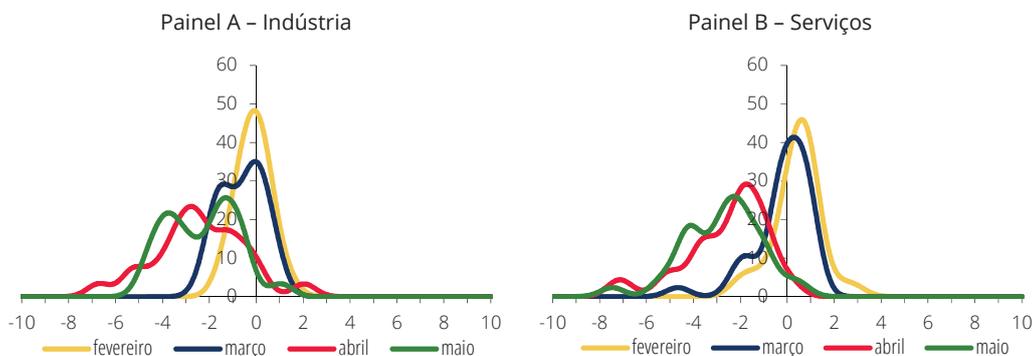
da construção onde a confiança, embora se tenha reduzido, se manteve em níveis próximos da média dos últimos dez anos (Gráfico C1.2). Na indústria e nos serviços, a redução das confianças em abril foi generalizada aos diversos subsetores (Gráfico C1.3). Em maio, os indicadores de confiança na indústria e serviços registaram uma redução adicional, que refletiu uma avaliação mais negativa nas questões retrospectivas, enquanto nas questões mais prospetivas se observou uma melhoria. A indicação fornecida pelas confianças, de redução significativa da atividade em abril com recuperação muito limitada em maio, é confirmada pelos resultados do Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas – COVID-19 (COVID-IREE) lançado pelo INE e pelo Banco de Portugal (Caixa 2).

Gráfico C1.2 • Indicadores de confiança setoriais | Valores estandardizados



Fonte: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Na estandardização considerou-se a média e o desvio-padrão no período 2008-2019.

Gráfico C1.3 • Distribuição dos indicadores de confiança nos subsetores da indústria e dos serviços – janeiro a maio de 2020



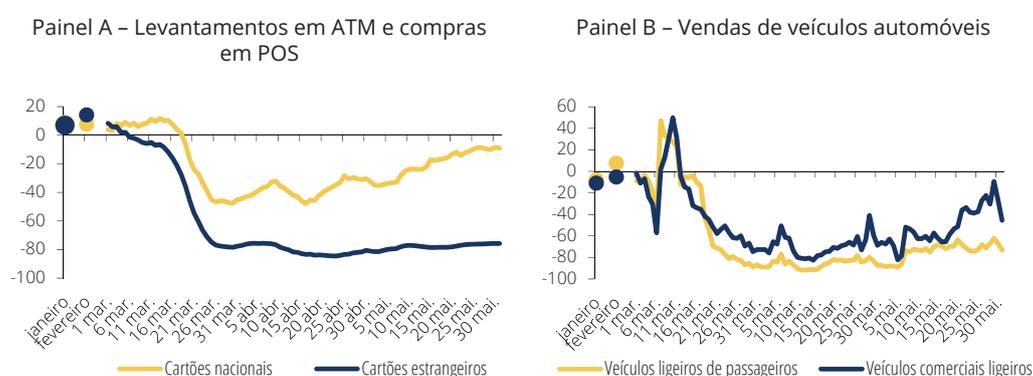
Fonte: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A estimativa de densidade Kernel é uma forma não-paramétrica de estimar a função de densidade de probabilidade de uma variável, sendo consideradas preferíveis aos histogramas por alisarem a distribuição (usou-se um parâmetro de alisamento igual a 0,5). Os resultados mostram a distribuição dos resultados subsetoriais (24 e 34 subsectores, respetivamente na indústria e nos serviços) estandardizados considerando a média e o desvio padrão no período 2008-2019.

O indicador de confiança dos consumidores reduziu-se fortemente em março e, especialmente, em abril. Esta deterioração do sentimento foi transversal aos diversos grupos de consumidores, por faixa etária e escalão de rendimento.¹⁴ Em maio, a confiança dos consumidores recuperou ligeiramente.

14. A informação desagregada pelas características dos consumidores encontra-se em https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/business-and-consumer-surveys/download-business-and-consumer-survey-data/time-series_en.

Os indicadores quantitativos de alta frequência apontam para uma redução significativa das despesas das famílias a partir de março, em particular na segunda metade do mês, que contrasta com uma evolução globalmente favorável em janeiro e fevereiro. O consumo de residentes terá permanecido em níveis muito baixos na primeira metade de abril, com os indicadores a sinalizar uma recuperação a partir de meados deste mês e prolongada em maio (Gráfico C1.4). Em termos médios mensais, a variação homóloga do montante de levantamentos e pagamentos em ATM e terminais de pagamento automático com cartões nacionais situou-se em -16,3% em março e em -36,1% em abril. Em maio, a redução em termos homólogos foi de cerca de 20% (Quadro C1.1). A despesa em bens duradouros deverá ter sido particularmente afetada, com as vendas de veículos ligeiros de passageiros a apresentarem níveis inferiores aos observados no período homólogo em cerca de 80-90% na segunda metade de março e ao longo do mês de abril (Gráfico C1.4). Em maio, estas vendas registaram uma variação menos negativa mas ainda assim muito acentuada.

Gráfico C1.4 • Indicadores de despesa – janeiro a maio de 2020 | Taxas de variação homóloga, em percentagem



Fontes: SIBS e ACAP. | Nota: Os dados diários correspondem a médias móveis de 7 dias.

Quadro C1.1 • Indicadores de atividade económica de frequência diária – janeiro a maio de 2020 | Taxas de variação homóloga, em percentagem (exceto onde indicado)

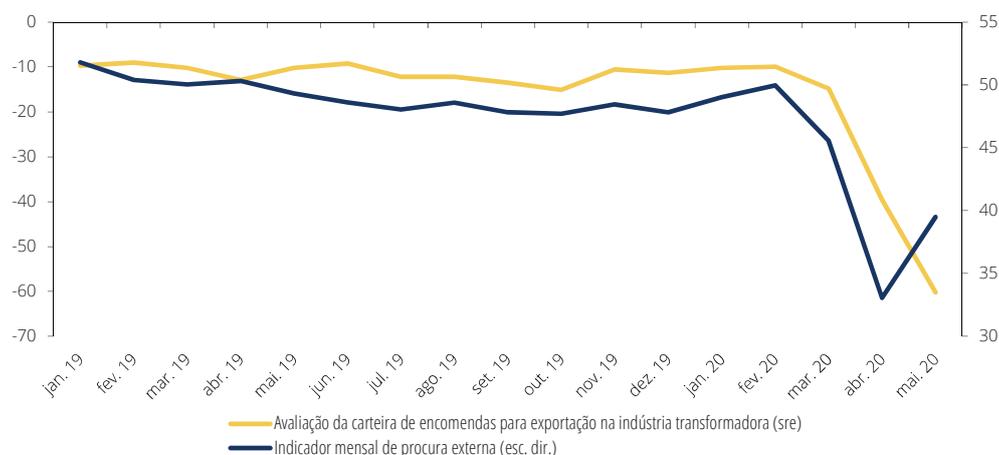
	janeiro	fevereiro	março	segunda metade de março	abril	maio
"Apple Mobility Trends Reports" – variação % face ao nível de 13 de janeiro						
Deslocações de carro	7,0	28,9	-37,2	-74,0	-73,9	-44,4
Deslocações a pé	10,2	49,1	-31,9	-82,1	-85,0	-71,2
Utilização dos transportes públicos – variação % face ao nível de 15 de janeiro						
Porto	-0,1	8,4	-32,1	-67,2	-83,7	-73,9
Lisboa	-1,0	5,4	-27,4	-58,2	-76,5	-66,4
Voos diários aeroporto Lisboa (efetuados) – número médio diário			162	78	7	11
Levantamentos e compras por nacionais em ATM/POS	8,1	11,7	-16,3	-36,9	-36,1	-19,5
Levantamentos e compras por estrangeiros em ATM/POS	6,8	14,0	-40,3	-69,9	-81,0	-77,9
Vendas de automóveis ligeiros de passageiros	-8,0	7,4	-57,4	-79,1	-87,0	-74,7
Vendas de automóveis ligeiros comerciais	-11,0	-5,2	-51,2	-61,3	-69,9	-51,3

Fontes: Apple, ACAP, Moovit, SIBS, Flightradar e Banco de Portugal. | Notas: Os dados apresentados não são corrigidos de sazonalidade ou de dias úteis. Os indicadores de mobilidade da Apple e da Moovit (transportes públicos) referem-se a pesquisas nas respetivas aplicações.

Os indicadores relativos ao investimento são mais escassos, sugerindo no entanto um comportamento heterogéneo das principais componentes. Por um lado, o investimento em construção parece ter mantido algum dinamismo. As vendas de cimento aumentaram cerca de 7% em março e mais de 10% em abril¹⁵, sugerindo que as obras em curso terão prosseguido. O setor da construção terá sido relativamente menos afetado pelas medidas de contingência em vigor neste período, tal como evidenciado também pela evolução da confiança e pelos resultados do COVID-IREE (Caixa 2). Em contraste, o investimento em máquinas e material de transporte terá registado uma evolução negativa no período em análise, em linha com a da atividade global.¹⁶ Em particular, as vendas de veículos comerciais ligeiros situaram-se cerca de 60-70% abaixo dos níveis observados no período homólogo na segunda metade de março e em abril. A redução face ao período homólogo atenuou-se em maio (para cerca de 50%).

A evolução das exportações totais no período analisado terá sido afetada por um contributo muito negativo da componente de turismo. A evidência de uma quebra sem precedente nesta componente é dada pelos valores movimentados em ATM e terminais de pagamento automático com cartões estrangeiros, que se reduziram expressivamente a partir de meados de março, mantendo-se em níveis cerca de 80% inferiores ao normal em abril e maio (Gráfico C1.4). O número de voos no principal aeroporto nacional apresenta um perfil similar (Quadro C1.1). No que se refere às exportações de bens, após a forte queda registada em março, os indicadores de procura externa apontam para uma evolução ainda mais negativa em abril e maio (Gráfico C1.5).

Gráfico C1.5 • Indicadores de procura externa | Saldo de respostas extremas e índice de difusão



Fontes: Comissão Europeia e IHS Markit. | Nota: O indicador mensal de procura externa foi calculado ponderando o *Purchasing Managers' Index* na indústria transformadora de 13 parceiros comerciais de Portugal pelo seu peso nas exportações portuguesas de bens.

Globalmente, a generalidade dos indicadores disponíveis para maio aponta para uma recuperação da atividade ainda muito moderada face aos níveis muito reduzidos registados em abril. Esta informação sugere que o impacto da pandemia será bastante severo no conjunto do segundo trimestre, esperando-se uma queda do PIB muito superior à observada no primeiro trimestre e sem precedente nas séries de contas nacionais trimestrais (disponíveis desde 1977).

15. As taxas de variação apresentadas são calculadas com base nos valores das vendas de cimento corrigidos de sazonalidade e dias úteis.

16. Em março (última informação disponível), o indicador de FBCF em máquinas registou uma queda homóloga de 25%.

Caixa 2 • Impacto da pandemia sobre as empresas portuguesas – análise com base nos resultados do COVID-IREE

O impacto económico do novo coronavírus é de difícil quantificação, dada a sua natureza sem precedentes. No sentido de conhecer de forma tempestiva o impacto da pandemia na atividade das empresas não financeiras, o Instituto Nacional de Estatística (INE) e o Banco de Portugal lançaram no início de abril um inquérito de alta frequência dirigido às empresas portuguesas, designado Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas – COVID-19 (COVID-IREE).¹⁷ O INE e o Banco de Portugal agradecem a colaboração das empresas, que tem sido fundamental para obter informação relevante neste contexto, incluindo para a implementação de políticas públicas adequadas.

Esta caixa apresenta uma estimativa para o impacto da pandemia na atividade das empresas com base nos resultados deste inquérito, em particular nas respostas às questões relacionadas com os desenvolvimentos no volume de negócios e no pessoal ao serviço efetivamente a trabalhar.^{18,19} A amostra de empresas inquiridas no COVID-IREE (cerca de 8 880 empresas) é representativa do volume de negócios nos setores de atividade cobertos, sendo que a taxa de resposta se situou acima dos 60%, em média, durante os meses de abril e maio (esta taxa ultrapassa os 75%, quando as respostas são ponderadas pelo volume de negócios das empresas respondentes).²⁰ A análise nesta caixa ilustra a situação reportada pelas empresas respondentes e é desenvolvida em termos setoriais, focando-se nos meses de abril e maio.

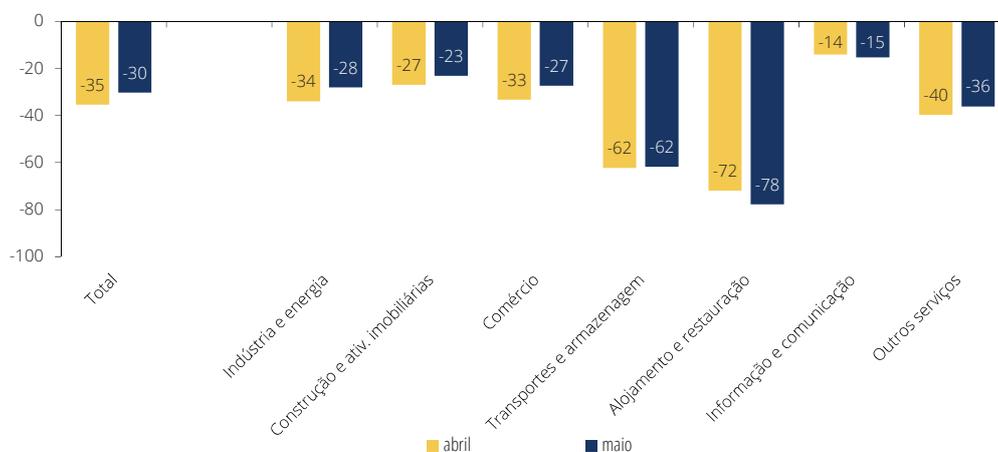
Os principais resultados apontam para que o volume de negócios das empresas em abril – período do estado de emergência – se tenha situado cerca de 35% abaixo do nível expectável sem pandemia, no conjunto dos setores cobertos pelo COVID-IREE.^{21,22} Em maio – após a cessação do estado de emergência e início do alívio das medidas de contenção – os resultados sugerem uma melhoria muito ligeira, com a atividade das empresas a apresentar uma redução de 30% face a uma situação normal.

As restrições durante o estado de emergência, em particular o encerramento de estabelecimentos abertos ao público e as restrições às deslocações e viagens, traduziram-se em quedas muito significativas do volume de negócios das empresas em abril, de forma transversal aos vários setores (Gráfico C2.1). Os resultados mostram que mais de metade da redução da atividade apurada para este período esteve associada aos setores do **Comércio, Transportes, Alojamento e restauração** e **Outros serviços**. Os setores mais diretamente afetados pelas medidas de contenção da pandemia foram o **Alojamento e restauração** e os **Transportes e armazenagem** (em particular, os

17. O inquérito teve início na semana de 6 a 10 de abril e durante este mês teve uma periodicidade semanal (4 semanas de resultados). Em maio, a frequência do inquérito passou a ser quinzenal.
18. As respostas das empresas ao COVID-IREE foram ponderadas pelo seu volume de negócios nas questões relacionadas com a evolução deste indicador e pelo número de pessoas ao serviço nas questões associadas ao pessoal efetivamente a trabalhar.
19. Optou-se por agregar os resultados semanais (ou quinzenais) utilizando uma média simples das respostas recolhidas em cada mês. Uma análise de sensibilidade considerando todas as empresas que responderam pelo menos uma vez ao inquérito confirma os resultados apresentados. Adicionalmente, os resultados do COVID-IREE são, em geral, corroborados por outro tipo de informação (reportes de associações empresariais, informação de grandes empresas, indicadores de confiança).
20. Ponderando pelo pessoal ao serviço, a taxa de resposta situou-se em média em 66%. Considerando todas as empresas que responderam pelo menos uma vez ao COVID-IREE a taxa de resposta atinge 86% em número de empresas, 93% ponderando pelo volume de negócios e 89% ponderando pelo pessoal ao serviço.
21. Em termos de volume de negócios, os pesos dos setores de atividade na amostra de empresas inquiridas são: **Indústria e energia**, 40%, **Comércio**, 36%, **Transportes e armazenagem**, 6%, **Construção e atividades imobiliárias**, 4%, **Informação e comunicação**, 4%, **Alojamento e restauração**, 2% e **Outros serviços**, 8%. Estas proporções mantêm-se se considerarmos o conjunto de empresas respondentes.
22. Especificamente, o COVID-IREE não cobre os seguintes setores: Agricultura, silvicultura e pesca (Secção A da CAE rev.3), Atividades financeiras e de seguros (Secção K da CAE rev.3), Administração pública e defesa (Secção O da CAE rev.3), Atividades das famílias empregadoras de pessoal doméstico (Secção T da CAE rev.3) e Atividades dos organismos internacionais e outras instituições extraterritoriais (Secção U da CAE rev.3).

Transportes aéreos), com reduções de 70% e 60% respetivamente (porém, o contributo destes setores para a evolução total é relativamente reduzido). No setor do **Comércio**, onde o volume de negócios se terá situado 33% abaixo do normal durante o mês de abril, destaca-se o maior impacto no comércio a retalho de bens não essenciais²³ e no comércio e reparação de veículos automóveis. De acordo com o inquérito, esta evolução no setor do **Comércio** terá refletido fundamentalmente as restrições no estado de emergência e a consequente quebra de procura, bem como alguns problemas na cadeia de fornecimentos. Por fim, no setor dos **Outros serviços**, a quebra no volume de negócios terá rondado os 40%, tendo porém ultrapassado os 70% nas atividades artísticas, de espetáculos e recreativas e os 50% nas atividades de saúde humana.

Gráfico C2.1 • Impacto da pandemia no volume de negócios das empresas, por setor de atividade | Variação percentual face a uma situação sem pandemia



Fontes: Banco de Portugal e INE (COVID-IREE). | Notas: Os resultados apresentados baseiam-se nas respostas à questão sobre o impacto da pandemia no volume de negócios. Para cada empresa, considerou-se que a variação do seu volume de negócios correspondia ao ponto médio do intervalo reportado. Adicionalmente, considerou-se uma variação de -100% para as empresas que reportaram estar encerradas definitivamente. Para cada semana, as respostas das empresas foram agregadas com base no seu volume de negócios. Os resultados mensais correspondem à média simples das várias semanas que compõem o mês.

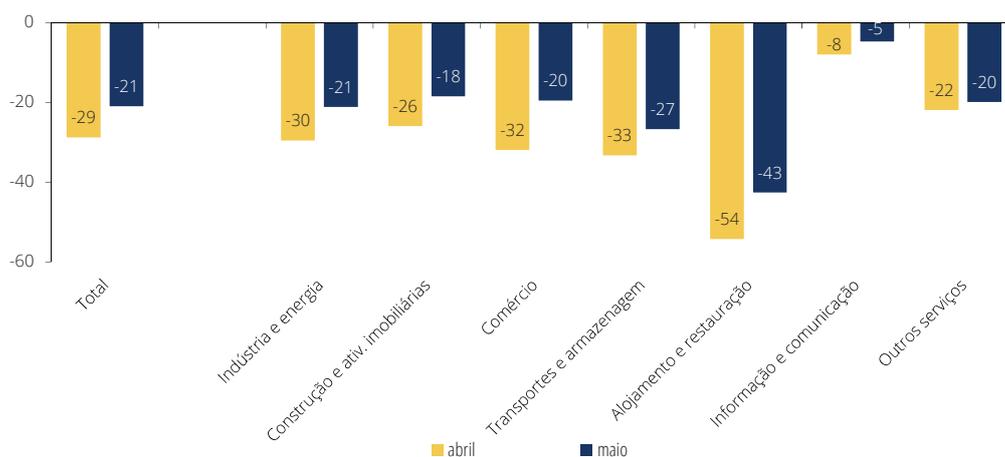
No setor da **Indústria e energia**, o volume de negócios terá diminuído 34%, próximo da perda média de atividade nos setores cobertos no COVID-IREE. Esta redução terá sido mais expressiva na indústria transformadora, onde a atividade se terá situado em cerca de 60% do nível normal, refletindo sobretudo as quebras na fabricação de material de transporte, na produção de bens energéticos e na indústria do têxtil e calçado. Em contraste, a indústria farmacêutica destaca-se pela redução pouco expressiva. Para além das restrições no contexto do estado de emergência, a evolução negativa da atividade industrial é explicada pela redução da procura interna e internacional e, em menor grau, por problemas de fornecimento, refletindo prováveis disrupções nas cadeias de valor globais.

O impacto da pandemia e do estado de emergência parece ter sido menor em alguns setores, nomeadamente na **Construção e atividades imobiliárias**, onde a atividade permaneceu em cerca de 75% dos níveis normais, e no setor da **Informação e comunicação**, onde o volume de negócios em abril se situou próximo de 85% do nível normal. Para a evolução menos negativa deste último setor contribuiu o ramo das **Telecomunicações**, onde a redução do volume de negócios rondou os 8%.

23. Consideraram-se bens essenciais os bens alimentares, os produtos farmacêuticos e de higiene e os combustíveis.

As medidas de contenção adotadas durante o estado de emergência tiveram também um impacto negativo no pessoal ao serviço efetivamente a trabalhar, estimando-se uma diminuição de 29% face ao nível normal para o total dos setores cobertos (Gráfico C2.2). A nível setorial, as reduções no pessoal ao serviço efetivamente a trabalhar são em larga medida consistentes com as quebras na atividade, embora de menor magnitude. Nas respostas ao COVID-IREE, esta evolução aparece frequentemente associada ao recurso ao *layoff* simplificado, uma medida de apoio criada pelo Governo no contexto da pandemia, que mitiga os riscos de encerramento de empresas e de despedimentos face a um choque desta natureza. O recurso a esta medida foi particularmente expressivo no **Alojamento e restauração**, onde o pessoal efetivamente a trabalhar se terá reduzido para menos de metade. Em sentido contrário, na **Informação e comunicação** e na **Construção e atividades imobiliárias**, as reduções do pessoal foram menores e as empresas terão recorrido em menor escala a este apoio. As faltas no âmbito do estado de emergência, por doença ou para apoio à família foram um motivo adicional para a redução do pessoal efetivamente a trabalhar durante o mês de abril. No contexto da pandemia, o recurso ao teletrabalho permitiu limitar as reduções do pessoal ao serviço efetivamente a trabalhar. De acordo com os resultados do inquérito, cerca de 30% dos funcionários efetivamente a trabalhar das empresas respondentes encontravam-se nesta situação em abril.²⁴

Gráfico C2.2 • Impacto da pandemia no pessoal ao serviço efetivamente a trabalhar das empresas, por setor de atividade | Variação percentual face a uma situação sem pandemia



Fontes: Banco de Portugal e INE (COVID-IREE). | Notas: Os resultados apresentados baseiam-se nas respostas à questão sobre o impacto da pandemia no pessoal ao serviço. Para cada empresa, considerou-se que a variação do número de pessoas ao serviço efetivamente a trabalhar correspondia ao ponto médio do intervalo reportado. Adicionalmente, considerou-se uma variação de -100% para as empresas que reportaram estar encerradas definitivamente. Para cada semana, as respostas das empresas foram agregadas com base no pessoal ao serviço. Os resultados mensais correspondem à média simples das várias semanas que compõem o mês.

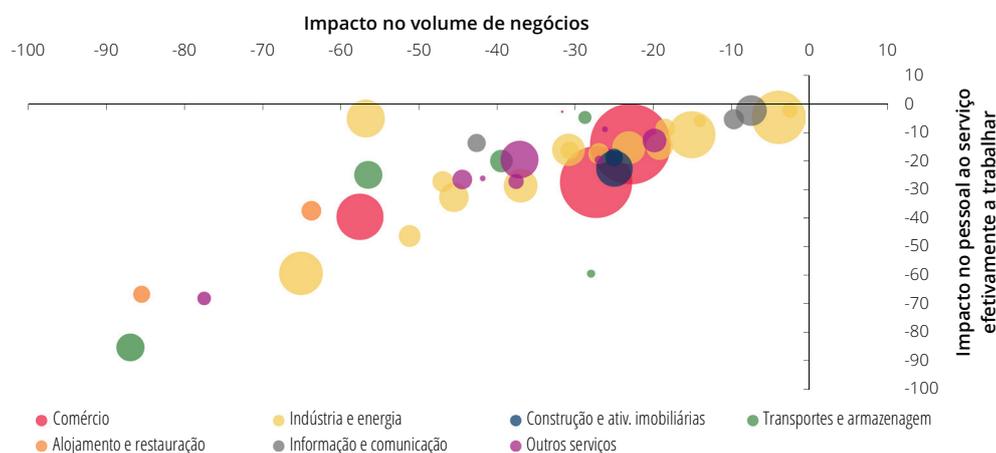
24. A questão relativa ao teletrabalho foi colocada na última semana de abril e permite quantificar aproximadamente a percentagem de trabalhadores nesta situação. A estimativa apresentada foi obtida ponderando o ponto médio do intervalo reportado pelas empresas pelo pessoal ao serviço efetivamente a trabalhar.

Durante o mês de maio iniciou-se o processo de levantamento gradual das medidas de confinamento, incluindo o levantamento de restrições ao funcionamento de algumas atividades económicas.²⁵ A evidência recolhida aponta para que a retoma da atividade económica esteja a ocorrer a um ritmo muito gradual nos vários setores de atividade (Gráfico C2.1). Neste período, a melhoria parece ligeiramente mais notória nos setores da **Indústria e energia** (em particular, nos setores ligados à produção de bens energéticos e material de transporte) e do **Comércio**. Em contraste, a recuperação ainda não é visível e poderá ser mais lenta em alguns setores – nomeadamente naqueles que registaram quedas mais acentuadas durante o período do estado de emergência e onde permanecem ainda restrições ativas – destacando-se os serviços de transportes aéreos, de alojamento e restauração e os relacionados com atividades artísticas e recreativas.

Quando se considera a evolução do pessoal ao serviço efetivamente a trabalhar, os sinais de retoma são mais perceptíveis e generalizados aos vários setores cobertos pelo inquérito (Gráfico C2.2). Como seria expectável – após o estado de emergência, o Governo permitiu a abertura faseada dos espaços comerciais e de restauração – a melhoria mais significativa terá ocorrido no setor do **Comércio** e no setor do **Alojamento e restauração** (não obstante a melhoria, neste setor o pessoal efetivamente a trabalhar em maio terá ficado ainda em níveis próximos de 60% do normal).

A análise desenvolvida aponta para que o choque negativo da pandemia COVID-19 tenha atingido de forma diversificada os vários setores de atividade, observando-se uma elevada dispersão setorial (Gráfico C2.3). Esta característica (ligeiramente mais evidente em abril do que em maio) reflete, como descrito anteriormente, a forma diferenciada como as medidas de contenção afetaram os vários setores. Os resultados sugerem também uma forte relação entre a atividade e o emprego, com os setores mais atingidos a registarem as quebras mais expressivas tanto no volume de negócios como no pessoal ao serviço efetivamente a trabalhar.

Gráfico C2.3 • Relação entre o impacto da pandemia no volume de negócios e no pessoal ao serviço efetivamente a trabalhar das empresas, por setor de atividade | Variação percentual, face a uma situação sem pandemia (média em abril e maio)



Fontes: Banco de Portugal e INE (COVID-IREE). | Notas: Para cada setor considerou-se a desagregação por ramo de atividade A38, exceto nos setores **Comércio**, **Transportes e armazenagem** e **Alojamento e restauração** para os quais se considerou a desagregação mais fina (A82). A dimensão dos círculos representa o peso de cada ramo de atividade no volume de negócios da amostra de empresas inquiridas. Os resultados apresentados baseiam-se nas respostas às questões sobre o impacto da pandemia no volume de negócios e no pessoal ao serviço efetivamente a trabalhar. Para cada semana, as respostas das empresas foram agregadas com base no seu volume de negócios/pessoal ao serviço. Os resultados mensais correspondem à média simples das várias semanas que compõem o mês.

25. Os espaços comerciais (primeiro os de menor dimensão e na segunda quinzena de maio os de média dimensão), alguns serviços não essenciais e as atividades de restauração (previamente limitadas ao regime de *take-away*/entrega ao domicílio) puderam retomar a sua atividade com limitações à lotação dos espaços e o cumprimento de outros requisitos.

Num momento em que a informação disponível para o segundo trimestre de 2020 é ainda muito escassa, os resultados apresentados nesta caixa são muito relevantes para a análise e compreensão do impacto da pandemia na economia portuguesa. Existem todavia algumas ressalvas que deverão ser tidas em consideração. Em primeiro lugar, as estimativas apresentadas estão sujeitas a alguma imprecisão, uma vez que se baseiam no ponto médio do intervalo reportado pelas empresas. Adicionalmente, parte da não resposta ao COVID-IREE poderá refletir empresas que encerraram definitivamente, o que agravaria os resultados apresentados.²⁶ Por fim, a informação recolhida não permite a extrapolação para o total da economia uma vez que a análise não cobre todos os setores. Em particular, encontram-se em falta o setor público, o setor financeiro e a agricultura e pescas, onde o impacto da pandemia terá sido menos marcado.

Em conclusão, a evidência reunida nesta caixa aponta para um impacto económico muito negativo da pandemia COVID-19, o que se traduzirá numa quebra muito significativa da atividade económica no segundo trimestre de 2020. Não obstante o perfil de melhoria iniciado no mês de maio, persiste uma elevada incerteza quanto à evolução e duração das medidas de contenção da pandemia e ao seu impacto no tecido empresarial português. Nesse sentido, os resultados do COVID-IREE continuarão a ser uma peça de informação importante no acompanhamento atempado da evolução da atividade das empresas.

26. De acordo com a nota técnica incluída nos destaques do COVID-IREE, detectou-se uma probabilidade de não resposta mais expressiva nas micro e pequenas empresas.

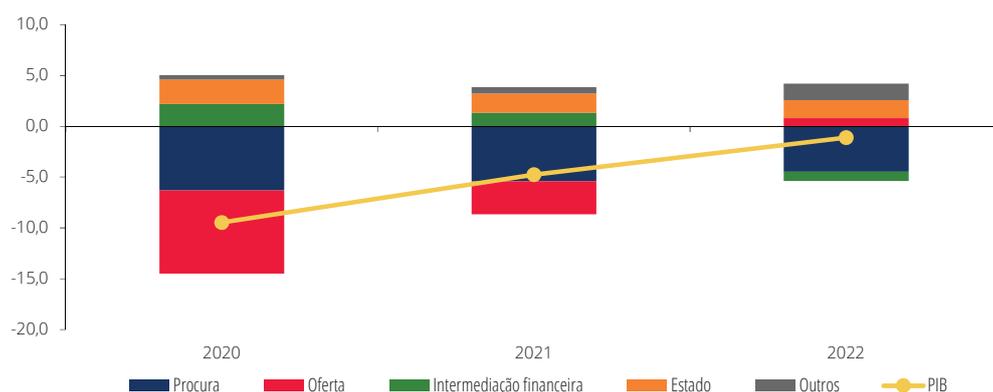
Caixa 3 • Uma perspetiva de equilíbrio geral sobre a projeção do PIB

Esta caixa identifica os determinantes macroeconómicos subjacentes às projeções publicadas neste *Boletim Económico*, nomeadamente no que respeita à evolução do PIB no período 2020-22, à luz do modelo de equilíbrio geral PESSOA. Este modelo, desenhado e estimado para a economia portuguesa, permite uma identificação dos fatores associados à forte queda da atividade em 2020 e à recuperação parcial nos anos subseqüentes, fortemente determinadas pelos efeitos da pandemia COVID-19.

Os modelos de equilíbrio geral têm desempenhado um papel crescente no conjunto de instrumentos de análise das principais instituições internacionais.²⁷ No modelo PESSOA, agentes otimizadores – empresas e famílias – interagem entre si nos mercados, conduzindo a economia para um equilíbrio entre procura e oferta em cada momento de tempo. Este equilíbrio é perturbado por forças exógenas ao modelo – os determinantes – que, tendo em consideração algumas características essenciais, são agregados nesta caixa em cinco categorias: oferta, procura, Estado, intermediação financeira e, por último, um agregado residual. Um determinante é classificado como sendo de oferta se incidir diretamente sobre a produção, embora possa apresentar igualmente efeitos a nível da procura devido à ligação entre produção e rendimento. De igual modo, um determinante classificado como sendo de procura pode dar origem a efeitos a nível da oferta, na medida em que as empresas adaptam a produção às condições de mercado. O Estado corresponde ao setor das Administrações Públicas nas Contas Nacionais e o agregado que lhe está associado engloba a política orçamental constante no modelo, incluindo consumo e investimento públicos, enquanto o determinante intermediação financeira está relacionado com as facilidades de obtenção de crédito e evolução dos diferenciais de taxas de juro.

O Gráfico C3.1 apresenta a decomposição do nível do PIB real no período 2020-2022, em relação ao nível registado em 2019. Para efetuar esta decomposição, em primeiro lugar, introduziram-se no modelo PESSOA as projeções constantes neste Boletim para 24 séries macroeconómicas, incluindo as projeções para o PIB. Em segundo lugar, utilizaram-se as relações estruturais do modelo estimado para identificar a combinação de determinantes que está subjacente a essas projeções. Finalmente, procedeu-se à agregação dos contributos de cada determinante utilizando as cinco categorias acima referidas.

Gráfico C3.1 • PIB | Variação do nível em relação a 2019 em percentagem e contributos em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O agregado identificado por "Oferta" é dominado pelo fator comum a Portugal e à área do euro, o qual corresponde a choques temporários sobre a taxa de crescimento da tecnologia.

27. Detalhes da estimação podem ser consultados em Júlio, P. e J. Maria (2017), "The Portuguese post-2008 period: a narrative from an estimated DSGE model", *Working Paper 15*, Banco de Portugal. Para um exercício semelhante de análise da decomposição da taxa de crescimento do PIB da área do euro ver "How the pandemic shaped the forecast" European Commission (2020), *European Economic Forecast*, Spring, p65-72.

Os resultados obtidos sugerem que a redução do PIB em 2020 é motivada sobretudo por perturbações com origem quer do lado da oferta, quer do lado da procura. Entre os choques agregados na categoria oferta, destaca-se a queda da produtividade à escala global – um fator comum partilhado por Portugal e pela área do euro – que traduz a natureza global da pandemia. Este fator captura situações como o encerramento parcial ou total de empresas e paralisações forçadas da atividade económica no plano mundial, a virtual impossibilidade de produzir determinados tipos de bens e serviços (com destaque para os serviços de turismo), ou de manter os níveis globais de eficiência anteriores à situação de crise (quer do trabalho, quer do capital), bem como a forte interrupção dos processos de produção. A queda deste fator comum, sem paralelo histórico, desencadeia uma forte redução da produção e conseqüentemente uma acentuada redução na riqueza das famílias e nos lucros das empresas. Endogenamente, os níveis de consumo e investimento também são afetados, com conseqüências negativas na procura de emprego e na acumulação de capital. Embora seja um choque de oferta, o efeito sobre a procura por via do rendimento revela-se, de igual modo, bastante importante.

Os efeitos recessivos associados ao fator comum acima referido são parcialmente contrabalançados pelo contributo positivo em 2020 de um efeito de substituição entre importações e produção nacional. Esta componente do choque de oferta reflete a queda muito acentuada das importações de bens e serviços, a qual ultrapassa o conteúdo importado habitualmente utilizado na produção de bens finais.

Do lado da procura, é de realçar a perturbação negativa sobre a procura de bens e serviços nacionais por parte de agentes económicos externos. Esta perturbação determina, em larga medida, uma evolução muito negativa das exportações, com destaque para as exportações de serviços associados ao turismo – que têm um peso relativamente elevado nas exportações portuguesas. A queda deste determinante elementar é muito superior à registada em finais de 2008, no contexto do colapso do comércio mundial.

No Gráfico C3.1 é ainda visível um contributo positivo do agregado Estado para a evolução do PIB em 2020, atenuando parcialmente os outros efeitos recessivos. A categoria Intermediação financeira também regista um contributo positivo, sugerindo que as atuais projeções para a economia portuguesa não contemplam um aumento das restrições financeiras em que as empresas desenvolverão a sua atividade. Pelo contrário, assume-se que a evolução do diferencial entre as taxas de juro de crédito às sociedades não financeiras e a EURIBOR a três meses, bem como do crédito bancário, se mantêm globalmente favoráveis. Esta trajetória está em larga medida associada às medidas de acomodação monetária adotadas pelo BCE.

Em 2021-22, a recuperação do PIB incluída nas projeções deste *Boletim Económico* traduz sobretudo um contributo claramente menos recessivo dos fatores associados à oferta, designadamente devido à evolução da produtividade global, sugerindo uma normalização gradual da produção à escala global. É igualmente de realçar o contributo sucessivamente menos recessivo do choque que afeta a procura de bens e serviços nacionais por parte de agentes externos, indicando ainda assim que a recuperação do setor exportador nacional será progressiva e que as condições de funcionamento do comércio internacional, anteriores à crise, não serão repostas de imediato. A recuperação das exportações portuguesas nas atuais projeções está muito condicionada pelas exportações de turismo, que deverá ser particularmente afetada, de forma persistente, pela crise pandémica. Finalmente, os resultados indicam que o Estado mantém um contributo positivo ao longo de todo o horizonte.

Caixa 4 • Um cenário mais severo para a economia portuguesa

As projeções económicas apresentadas neste boletim estão rodeadas de um elevado grau de incerteza. A principal fonte dessa incerteza diz respeito à evolução da pandemia e ao alcance das medidas necessárias para a sua contenção, em termos de duração, restritividade e composição sectorial, bem como do seu impacto no curto e médio prazo. A materialização de um cenário mais adverso relativamente à propagação do vírus – em Portugal e no resto do mundo – é um risco cujas potenciais consequências sobre a economia portuguesa importa avaliar. Neste sentido, esta caixa apresenta o cenário para a economia portuguesa subjacente ao cenário severo para a área do euro publicado no início de junho pelo BCE no âmbito do exercício do Eurosistema, partilhando por isso as respetivas hipóteses.²⁸

Este cenário mais severo assume que ocorre uma segunda vaga de infeções a nível global, que obriga à reintrodução de medidas de contenção rigorosas, incluindo a possibilidade de um novo período de confinamento geral.²⁹ As medidas para conter esta segunda vaga do vírus implicariam novas perdas significativas da atividade nos diversos setores da economia, ainda que eventualmente menores do que as observadas no período recente de estado de emergência.³⁰ Neste cenário adverso, após estas fortes paragens da atividade, a recuperação tenderá a ocorrer de forma mais contida comparativamente ao assumido nas projeções apresentadas neste boletim. As medidas, bem como a elevada incerteza e insegurança, mantêm-se por um período mais prolongado, afetando os processos de produção, as decisões de investimento e os padrões de consumo. Tal implica que mais empresas serão obrigadas a encerrar definitivamente. Num contexto de elevados níveis de endividamento público e privado, este cenário mais severo prevê ainda que o aumento das insolvências tenha um impacto adverso sobre os custos de financiamento dos agentes económicos, apenas parcialmente mitigado pelas medidas de política. Assume-se igualmente que a resposta orçamental é mais significativa neste cenário.

Este cenário engloba um enquadramento externo mais desfavorável, assumindo que as medidas de contenção se mantêm por mais tempo ou são reintroduzidas na generalidade dos países devido a uma escalada nas infeções. Tal implica um impacto mais negativo sobre a atividade mundial e sobre os fluxos de comércio internacional.³¹ Na área do euro, que concentra os principais parceiros comerciais de Portugal, a redução do PIB em 2020 atinge 12,6% (o compara com uma queda de 8,7% nas projeções centrais do Eurosistema). Esta evolução tem implícita uma queda ligeiramente mais forte no primeiro semestre deste ano e um crescimento posterior mais fraco face ao assumido no cenário central, com o PIB na segunda metade de 2020 a situar-se em níveis inferiores aos estimados para a primeira metade. Nos anos seguintes, a atividade económica na área do euro cresce a um ritmo médio inferior ao assumido no cenário central (3,3% em 2021 e 3,8% em 2022), implicando que no final do horizonte os níveis do PIB se situam ainda cerca de 6% abaixo observados em 2019. A procura externa dirigida à economia portuguesa apresenta um perfil similar, condicionando de forma significativa o seu desempenho (Gráfico C4.1).

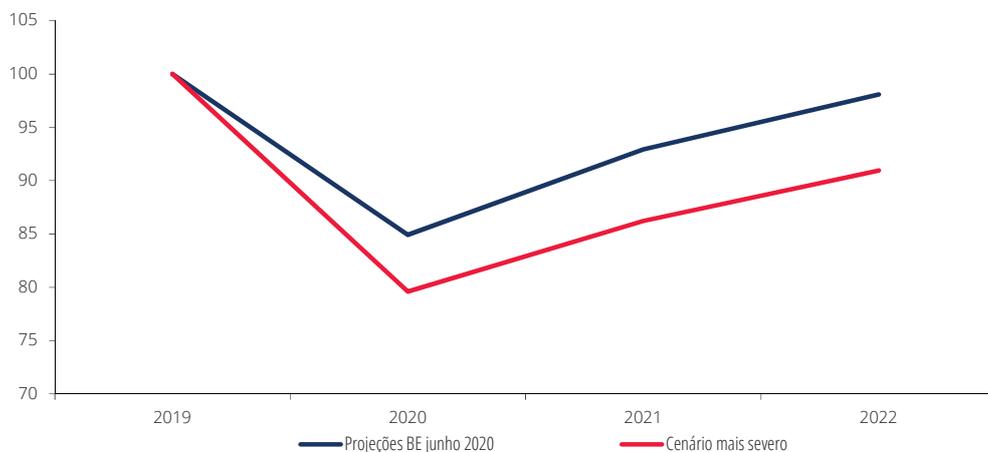
28. *Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema*, junho de 2020 (Caixa 3 – Cenários alternativos para as perspectivas económicas da área do euro).

29. Por hipótese, este ressurgimento do surto tem lugar no último trimestre de 2020 em Portugal, mas poderá acontecer noutra altura. Este cenário não estará afastado até à descoberta de uma vacina ou outra solução médica eficaz, que se espera ocorra em meados de 2021.

30. Assume-se que, face às medidas impostas durante o estado de emergência, possam existir efeitos de aprendizagem na resposta das autoridades em termos da eficácia das medidas e no comportamento dos agentes económicos, que se refletem em menores custos económicos.

31. No que respeita às restantes variáveis de enquadramento, assume-se a mesma evolução para o preço do petróleo, a taxa de juro de curto prazo e a taxa de câmbio efetiva que no cenário central (Secção 2).

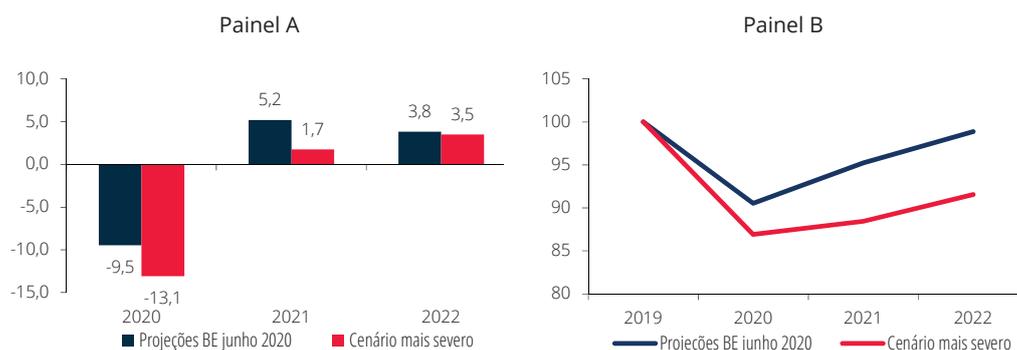
Gráfico C4.1 • Procura externa dirigida à economia portuguesa | Índice (2019 = 100)



Fonte: Eurosistema (cálculos do Banco de Portugal).

Neste cenário mais severo, os choques acima descritos determinam uma queda da atividade em Portugal em 2020 mais marcada e uma recuperação subsequente mais gradual comparativamente ao assumido nas projeções apresentadas neste boletim (Gráfico C4.2 – Painel A). O nível da atividade económica cai significativamente no primeiro semestre de 2020, ligeiramente mais do que o assumido na projeção central. No segundo semestre, o surgimento de uma nova vaga do vírus e a consequente imposição de medidas de saúde pública implicam uma nova queda da atividade. A recuperação económica subsequente é mais gradual do que a assumida para a área do euro, dadas as fragilidades estruturais da economia portuguesa e o maior peso relativo de setores relacionados com o turismo. Em 2022, o nível do PIB em Portugal situa-se 8,5% abaixo do observado em 2019 (Gráfico C4.2 – Painel B).

Gráfico C4.2 • PIB em Portugal | Taxa de variação anual e Índice (2019=100), em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Em termos de composição da despesa e face às projeções deste boletim, todos os agregados apresentam uma queda maior em 2020, com exceção do consumo público, que apresenta um maior crescimento. Destaca-se a evolução bastante mais negativa do investimento, que se prolonga em 2021, recuperando apenas no final do horizonte. Neste cenário, os planos de investimento deverão ser significativamente revistos em baixa, refletindo o contexto de maior incerteza e de redução da

confiança dos agentes económicos. O encerramento forçado de algumas atividades e a reabertura a níveis de capacidade mais baixos, bem como as alterações de preferências e comportamentos dos consumidores, implicam que mais empresas deixam de ser viáveis.³² Esta destruição da capacidade produtiva instalada impede uma retoma mais forte da economia, incluindo no período após a descoberta de uma solução médica eficaz. A subida mais acentuada dos custos de financiamento neste cenário, refletindo o aumento das insolvências, constitui um mecanismo de amplificação financeira que contribui também para uma maior contração do consumo e do investimento. Refira-se ainda que as dificuldades na contenção da pandemia e o prolongamento das medidas restritivas neste cenário traduzem-se num impacto negativo mais prolongado sobre as exportações, em particular de turismo.

A deterioração das condições do mercado de trabalho é mais expressiva neste cenário mais severo. Face às projeções apresentadas neste boletim, o emprego reduz-se mais significativamente em 2020 e o ritmo da retoma subsequente é mais fraco, refletindo-se em taxas de desemprego mais elevadas ao longo de todo o horizonte. É importante notar que a evolução do mercado de trabalho é muito incerta, sendo muito influenciada pelo impacto das medidas de política económica. Relativamente aos preços no consumidor, este cenário assume uma trajetória para a inflação ligeiramente mais moderada do que a considerada nas projeções deste boletim.

Os resultados apresentados são indicativos, refletindo o grau de arbitrariedade das hipóteses subjacentes ao exercício e a impossibilidade de captar todos os fatores relevantes.³³ De qualquer forma, ilustram como os custos económicos da pandemia sobre a economia portuguesa se podem revelar ainda mais significativos e persistentes do que assumido nas projeções centrais deste boletim. A materialização deste cenário mais severo exigiria uma reação das autoridades de política económica ainda mais vigorosa e coordenada a nível internacional, para limitar a escala e a persistência dos danos económicos e sociais.

32. Para uma análise de simulação dos efeitos de uma redução temporária da atividade sobre a liquidez das empresas e inerentes riscos de encerramento, veja-se o Tema em destaque "O impacto económico da crise pandémica", *Boletim Económico* de maio de 2020.

33. Em particular, os canais de amplificação financeira da crise poderão ser mais significativos, constituindo um risco descendente adicional para as projeções da atividade económica apresentadas neste boletim.



II Tema em destaque

Estratégia de política monetária
do Banco Central Europeu:
razões para uma nova revisão

Estratégia de política monetária do Banco Central Europeu: razões para uma nova revisão

Introdução

As mudanças macroeconómicas e institucionais da última década transformaram o enquadramento em que o Banco Central Europeu (BCE) opera. Essas mudanças exigiram adaptações a diversos elementos da política monetária e justificam a revisão aprofundada da estratégia que irá ocorrer durante 2020-21, o que não acontecia desde 2003.

O BCE define a política monetária da área do euro de modo a alcançar os objetivos estabelecidos pelo Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE) e pelo Tratado da União Europeia (TUE). O objetivo primordial do BCE é a manutenção da estabilidade de preços (Artigo 127(1) do TFUE). Sem prejuízo do objetivo de estabilidade de preços, o BCE deve contribuir para a realização dos objetivos da União Europeia (UE), definidos no artigo 3 do TUE, que incluem um crescimento económico equilibrado, o pleno emprego e um elevado nível de proteção e melhoria da qualidade do ambiente. Adicionalmente, o BCE deve contribuir para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes relacionadas com a supervisão prudencial das instituições de crédito e a estabilidade do sistema financeiro (Artigo 127(5) do TFUE).

O TFUE estabelece uma hierarquia de objetivos e não um objetivo único. O objetivo primordial de manutenção da estabilidade de preços reflete o pensamento económico moderno sobre o melhor modo de a política monetária contribuir para o bem-estar dos cidadãos e os argumentos teóricos e a ampla evidência a favor de um nível baixo e estável para a inflação (Adão, 2019). Os objetivos subsidiários traduzem a deseabilidade de o banco central não ignorar os *trade-offs* que enfrenta na condução da política monetária pois estes também têm repercussões sobre o bem-estar da sociedade.

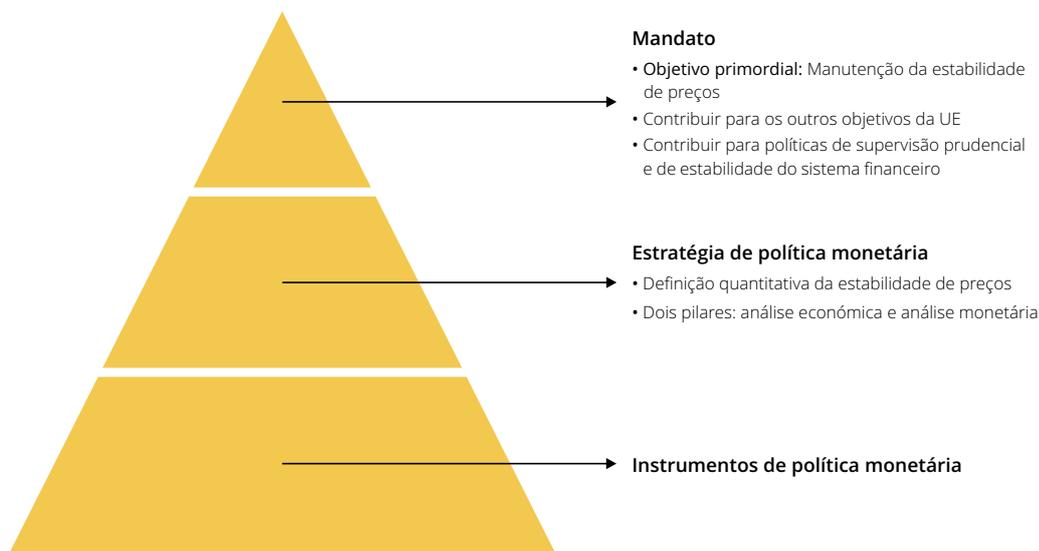
O BCE não tem autoridade para modificar o seu mandato mas tem autonomia para o especificar e uma ampla independência operacional para escolher a estratégia e os instrumentos para atingir os seus objetivos¹ (Figura 1). Esta independência institucional do BCE é contrabalançada por obrigações de responsabilização e de transparência.

A estratégia de política monetária é o enquadramento que assegura uma abordagem coerente e sistemática na tomada de decisões pelo banco central para alcançar o seu objetivo estatutário e na comunicação com o público.

Em outubro de 1998, o BCE anunciou a sua estratégia de política monetária, que incluía dois elementos essenciais: uma definição quantitativa de estabilidade de preços e uma abordagem em dois pilares (monetário e económico) para analisar as perspetivas para a inflação e os riscos para a estabilidade de preços.

1. Embora com algumas limitações, como sejam a proibição de financiamento monetário (Artigo 123 do TFUE) e a aplicação dos princípios de uma economia de mercado aberto e livre concorrência (Artigo 127(1) do TFUE) e de proporcionalidade (Artigo 5(4) do TUE).

Figura 1 • Enquadramento de política monetária do BCE



Fontes: BCE e EUR-Lex. | Nota: O BCE tem independência operacional para escolher a estratégia e os instrumentos para atingir os objetivos estabelecidos pelos Tratados (TFUE e TUE).

A estratégia adotada procurava responder às complexidades enfrentadas pelo BCE na transição para a terceira fase da União Económica e Monetária (UEM): (i) estabelecer a credibilidade de uma instituição recém-criada e (ii) definir uma estratégia robusta à mudança de regime gerada pela transição. Os meios usados para credibilizar o BCE incluíram a opção por alguma continuidade com as estratégias mais bem-sucedidas dos bancos centrais nacionais (BCN) da área do euro e a definição de uma política de comunicação que procurava explicar ao público, com base na estratégia, a fundamentação das decisões de política monetária. A transição para o euro envolvia um nível particularmente elevado de incerteza sobre as características e a evolução do mecanismo de transmissão da política monetária, agravada pela ausência de informação estatística temporalmente comparável. A opção por uma estratégia baseada num pilar monetário e num pilar económico ajudava a assegurar a robustez das decisões e a reduzir os riscos de erros de política ao incorporar diferentes perspetivas na análise.

A par da estratégia, o BCE definiu um enquadramento operacional (conjunto de instrumentos e procedimentos) para implementar as decisões de política monetária. Os instrumentos eram, no entanto, entendidos como funcionando de forma separada da estratégia. De acordo com o princípio da separação, a estratégia determinava a orientação da política – o nível da taxa de juro oficial – necessária para assegurar a estabilidade de preços e a provisão de liquidez garantia que as taxas de juro do mercado monetário estavam em linha com o nível decidido pelo Conselho do BCE.

Em maio de 2003, a estratégia de política monetária foi revista partindo da experiência adquirida e levando em consideração um conjunto amplo de visões e críticas, incluindo de académicos, participantes de mercado e outros observadores. O Conselho considerou que a estratégia inicial tinha funcionado adequadamente e confirmou os seus principais elementos, mas fez várias clarificações sobretudo para aumentar a eficácia da comunicação.

Desde então, vários elementos da política monetária do BCE evoluíram em resposta aos desafios que foram surgindo. Na sequência da crise financeira global e da crise das dívidas soberanas na área do euro, a análise baseada nos dois pilares da estratégia foi aprofundada e os instrumentos

e as práticas de comunicação foram substancialmente alterados. Os instrumentos usados pelo BCE foram expandidos e passaram a ser parte integrante da estratégia, na medida em que credibilizam a prossecução do objetivo final. À medida que a política monetária ficou mais complexa houve uma necessidade acrescida de comunicação e esta tornou-se, em si própria, um instrumento de política.

Desde 2003, a economia da área do euro e a economia mundial registaram alterações profundas, em parte em resultado das crises. Estas alterações incluem um ambiente prolongado de baixa inflação, baixo crescimento potencial e baixa taxa de juro natural, bem como outras dinâmicas estruturais. Neste contexto, o Conselho do BCE lançou em janeiro de 2020 um reexame aprofundado, abrangente e inclusivo da sua estratégia de política monetária. A questão é perceber qual a estratégia que melhor assegura o cumprimento do mandato, no presente e no futuro. Em abril, o reexame foi adiado devido à necessidade de centrar recursos na resposta à crise pandémica de COVID-19 e será provavelmente concluído em meados de 2021.

Vários outros bancos centrais tinham em curso processos de revisão da sua estratégia de política monetária quando surgiu a pandemia de COVID-19. A Reserva Federal iniciou em novembro de 2018 uma revisão ampla da estratégia, instrumentos e práticas de comunicação. O Banco de Inglaterra anunciou em janeiro de 2020 a condução de um programa de investigação dedicado à revisão do enquadramento da política monetária. O Banco do Canadá, que conduz revisões do objetivo de inflação a cada cinco anos, está a avaliar um conjunto amplo de enquadramentos alternativos de política monetária para a revisão que irá ocorrer em 2021.

Na primeira parte deste Tema em destaque é feita uma síntese da evolução da estratégia, instrumentos e práticas de comunicação desde que o BCE assumiu a responsabilidade de definir a política monetária para a área do euro. Na segunda parte são analisadas as principais alterações macroeconómicas e institucionais ocorridas na última década e os desafios que colocam a diferentes elementos da estratégia atual do BCE. Na terceira parte é abordado o propósito, o âmbito e o formato da revisão da estratégia que foi lançada pelo BCE no início de 2020 e as potenciais implicações para essa reflexão da crise pandémica que surgiu entretanto. Por último, apresentam-se algumas considerações finais.

A estratégia do BCE em duas décadas de existência

A estratégia inicial

Em 13 de outubro de 1998, o BCE anunciou uma definição quantitativa do objetivo primordial de estabilidade de preços estabelecido pelo Tratado.² A quantificação do objetivo ajuda a coordenar as expectativas de inflação a médio e longo prazo e fornece uma referência clara para o público avaliar o desempenho da política. O Conselho definiu estabilidade de preços como um aumento homólogo do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2% e indicou que a estabilidade de preços era para ser mantida no médio prazo.

A escolha do IHPC total para a área do euro refletia o facto de este ser o único índice de preços suficientemente harmonizado entre países e o que melhor aproximava o preço de um cabaz representativo de bens e serviços consumidos pelas famílias. Além disso, tornava claro que as decisões da política monetária única seriam tomadas na perspetiva do conjunto da área do euro e não dos desenvolvimentos específicos de cada país.

2. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html.

A definição adotada estabelecia claramente um limite superior para a taxa de inflação compatível com estabilidade de preços. A opção por uma inflação inferior a 2% era justificável pelos argumentos teóricos e empíricos a favor de um nível baixo para a inflação (Adão, 2019) e pela continuidade com a prática da maioria dos BCN da área do euro. Em contraste, o limite inferior não era explícito embora a referência a aumentos do IHPC sinalizasse que quedas de preços persistentes (deflação) não seriam compatíveis com a estabilidade de preços (Duisenberg, 1998). Esta opção foi justificada com as incertezas existentes, em particular quanto à magnitude do enviesamento de medida do IHPC³ e à sua possível variação ao longo do tempo.

A orientação de médio prazo traduzia o reconhecimento de que as ações de política monetária se transmitem plenamente aos preços apenas após um período longo e de duração variável (tipicamente entre um ano e meio a dois anos). Por essa razão a política monetária não é capaz de controlar ativamente a inflação no curto prazo. A outra motivação para o horizonte de médio prazo – ao contrário de um horizonte fixo – era introduzir flexibilidade para reagir em função dos choques que afetam a economia. Após um choque de oferta (em que a inflação e o produto são tipicamente afetados em sentidos opostos) uma reação mais gradual da política monetária evita induzir volatilidade adicional na economia real.⁴ Indiretamente, a orientação de médio prazo permitia ao BCE contribuir para os outros objetivos da UE como o crescimento económico equilibrado e o pleno emprego.

Para além da definição de estabilidade de preços, a estratégia do BCE continha dois outros elementos: um papel proeminente para a moeda e uma avaliação abrangente das perspetivas para a inflação e dos riscos para a estabilidade de preços. O papel destes dois pilares era fornecer um enquadramento para a análise e interpretação do conjunto vasto de informação que guia as decisões do Conselho. Adicionalmente, assegurava a transparência do processo de decisão e a responsabilização pública dos decisores. Os dois pilares correspondiam a diferentes abordagens de análise do processo de inflação: uma que atribui um papel importante à moeda na evolução futura dos preços e outra que enfatiza a interação entre oferta e procura nos mercados de bens e serviços e no mercado de trabalho.

O papel proeminente atribuído à moeda refletia as origens fundamentalmente monetárias da inflação no médio a longo prazo. Esta relação (observada até então para diferentes países, períodos e regimes monetários) sugeria que a moeda poderia ser particularmente útil numa situação em que a informação sobre a estrutura e o funcionamento da economia era limitada.⁵ Esta opção sublinhava também alguma continuidade com a estratégia anteriormente seguida pelo Bundesbank. O Conselho do BCE decidiu anunciar um valor de referência quantitativo para o crescimento de um agregado monetário e esclareceu que desvios significativos ou prolongados face ao valor de referência sinalizavam, em circunstâncias normais, potenciais riscos para a estabilidade de preços.⁶ Eventuais desvios seriam cuidadosamente analisados e explicados ao público mas não desencadeariam uma reação automática da política monetária, ou seja, não existia um compromisso de os corrigir no curto prazo.

3. A inflação medida por um índice de preços tipicamente sobrestima a taxa de inflação que reflete a variação do nível geral de preços, sobretudo devido a alterações nos padrões de despesa e a melhorias na qualidade dos bens e serviços incluídos no cabaz que não são adequadamente captadas.
4. Smets (2003) mostra, com base num pequeno modelo macro estimado para a área do euro, que o horizonte ótimo da política monetária é tanto mais longo quanto maior o peso atribuído a objetivos secundários, como seja a estabilização do produto.
5. A evidência disponível apontava para a existência de uma relação estável entre o agregado monetário lato M3 e a evolução dos preços em horizontes mais longos e para propriedades de indicador avançado do agregado monetário em relação à evolução dos preços no médio prazo (Issing, Gaspar, Angeloni e Tristani, 2001).
6. Em dezembro de 1998 foi anunciado um valor de referência de 4,5% para o crescimento anual do M3, a ser revisto ao fim de um ano. Este valor foi determinado assumindo um crescimento tendencial do PIB real na área do euro de 2 a 2,5% e uma redução tendencial da velocidade de circulação do M3 de -0,5 a -1% ao ano. Isto sugere que o BCE pretenderia que a inflação se situasse no intervalo de 1 a 2%.

A par da análise monetária, a estratégia contemplava uma análise abrangente dos riscos para a estabilidade de preços. A avaliação desses riscos exigia uma perceção do tipo de choques que afetam a economia que não é revelada apenas pela análise do pilar monetário. O conjunto amplo de indicadores a analisar incluía variáveis económicas e financeiras e projeções para a inflação, elaboradas quer pelo Eurosistema (BCE e BCN da área do euro) quer por outras instituições. Inicialmente, o Conselho do BCE decidiu não publicar projeções para a inflação, em particular dadas as dificuldades acrescidas geradas pela transição para o euro.

A estratégia híbrida adotada em 1998 afastou-se das práticas mais comuns de outros bancos centrais (*inflation targeting* ou *monetary targeting*) e refletiu uma escolha pragmática que assegurava flexibilidade e robustez face à elevada incerteza que caracterizava a transição. Qualquer que seja a estratégia escolhida as decisões de política monetária baseiam-se num conjunto amplo de informação. Contudo, ao contrário dos *inflation targeters* que usam a previsão de inflação como ponto focal para a comunicação, o BCE optou por dar relevo à análise monetária, que nas circunstâncias da altura era vista como uma melhor forma de influenciar as expectativas dos agentes económicos.

Dois outros aspetos complementares mas com relevância direta para a estratégia de política monetária são o enquadramento operacional e a política de comunicação adotados pelo BCE.

Em termos do quadro operacional, a orientação da política monetária decidida pelo Conselho era implementada através de operações de mercado aberto destinadas sobretudo a manter as taxas de muito curto prazo do mercado monetário a níveis próximos da taxa de juro oficial. Os instrumentos incluíam ainda as facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez e as reservas mínimas obrigatórias.

Desde o início, o BCE optou por comunicar a sua avaliação da situação económica e as suas decisões de forma atempada e transparente. A política de comunicação contribui para credibilizar e responsabilizar o banco central. A comunicação é crucial para a condução eficaz da política monetária dado que facilita a ancoragem das expectativas de inflação e reduz a incerteza sobre a política.⁷ O BCE optou por usar como principal veículo de comunicação a conferência de imprensa após as reuniões de política monetária do Conselho (que incluía uma declaração introdutória e uma sessão de perguntas e respostas). Outros canais de comunicação importantes eram o *Boletim Mensal* e os discursos e as entrevistas dos membros da Comissão Executiva. Os reportes regulares do Presidente ao Parlamento Europeu eram uma das formas de assegurar a responsabilização do BCE.

A revisão da estratégia em 2003

Em 8 de maio de 2003, o Conselho do BCE confirmou a definição inicial de estabilidade de preços⁸ e clarificou que pretendia manter a inflação a taxas próximas de 2% no médio prazo.⁹

Ao identificar um foco na parte superior do intervalo – nível inferior mas próximo de 2% – o Conselho indicou implicitamente que nem todas as taxas de inflação abaixo de 2% são igualmente desejáveis. Embora não tenha sido explícito quanto ao nível do objetivo, foi sugerido que este seria consistente com o que tinha sido conseguido até então, nomeadamente a manutenção das expectativas

7. As expectativas sobre as taxas de juro em horizontes mais longos e os prémios exigidos devido à incerteza também afetam a transmissão da política monetária. A evidência sugere uma capacidade crescente dos mercados financeiros para antecipar corretamente as decisões sobre taxas de juro dos principais bancos centrais, incluindo o BCE (Blattner, Catenaro, Ehrmann, Strauch e Turunen, 2008).

8. O Conselho acordou que a definição adotada em 1998 deveria ser mantida por uma questão de credibilidade, embora existissem opiniões diferenciadas entre os seus membros (BCE, 2003).

9. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.pt.html.

de inflação num intervalo entre 1,7 e 1,9% (BCE, 2003). A clarificação destinava-se a garantir uma margem de segurança suficiente face a riscos de deflação. Além disso permitia acomodar o eventual enviesamento positivo no cálculo do IHPC e as implicações da existência de diferenciais de inflação entre países da área do euro.

Embora esta clarificação tenha aproximado um pouco mais a estratégia do BCE à de muitos bancos centrais que tinham explicitado o seu objetivo de inflação, na realidade não resolveu completamente as críticas e perceções anteriores de falta de simetria do objetivo, uma vez que a definição continuava a não explicitar qual o limite inferior considerado próximo de 2% (Hartmann e Smets, 2018).

O Conselho do BCE confirmou em 2003 que as decisões de política monetária continuariam a basear-se numa análise abrangente dos riscos para a estabilidade de preços, organizada em dois pilares, mas clarificou o modo como as duas perspetivas se deveriam complementar. A análise económica identifica os riscos de curto a médio prazo para a estabilidade de preços enquanto a análise monetária serve para verificar, numa perspetiva de médio a longo prazo, as indicações que vêm da análise económica.

Esta clarificação significou uma diminuição do papel proeminente da moeda que era uma das características da estratégia inicial que se revelaram mais controversas. As decisões mensais de política monetária eram, na realidade, determinadas sobretudo pela análise económica (Hartmann e Smets, 2018). Além disso, as perturbações de curto prazo que o agregado monetário M3 vinha a apresentar e a evidência emergente de alguma instabilidade na procura de moeda obrigaram a repensar o papel da moeda na comunicação oficial.¹⁰ A hierarquia anterior, em que a análise monetária tinha precedência, foi invertida e refletida na estrutura da declaração introdutória apresentada na conferência de imprensa após as reuniões do Conselho. Foi também abandonada a revisão anual do valor de referência para o crescimento monetário para sublinhar a sua natureza de médio prazo e eliminar a perceção de que existia um valor anual normativo para o indicador. Em todo o caso, o BCE continuou a enfatizar publicamente o seu empenho em aprofundar a análise monetária.

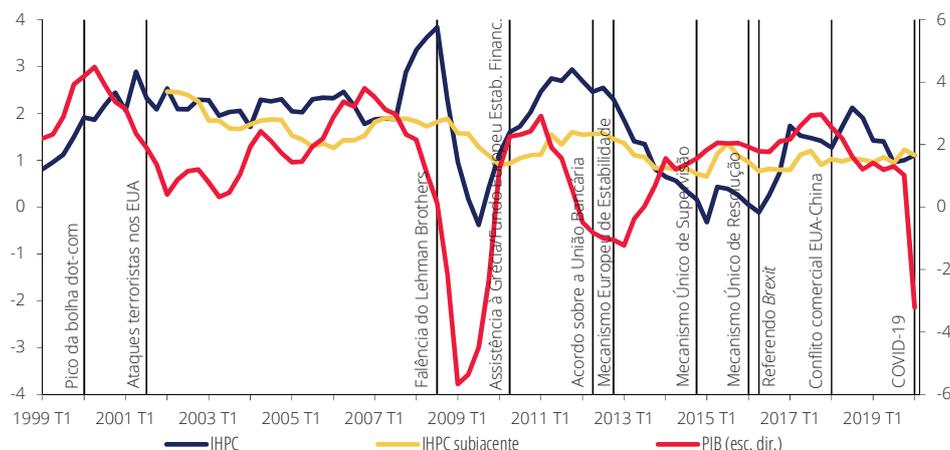
A estratégia desde 2003: o que mudou na prática?

Desde 2003, a área do euro sofreu vários choques que alteraram profundamente o enquadramento económico em que o BCE atua e exigiram adaptações dos diversos elementos da política monetária.

Até 2007, a área do euro viveu um período de expansão económica continuada, de inflação a níveis ligeiramente acima de 2% e de expectativas de inflação estáveis apesar de algumas pressões ascendentes sobre os preços (Gráfico 1). O período seguinte caracterizou-se por uma dupla recessão económica, em 2008-09 e em 2011-13, na sequência da crise financeira global e da crise subsequente das dívidas soberanas na área do euro. A recuperação moderada da atividade a partir de meados de 2013 foi acompanhada por baixos níveis de inflação (cerca de 1%) e por alguma revisão em baixa das expectativas de inflação para prazos longos. Desde 2018, a situação económica voltou a enfraquecer num quadro de incerteza sobre o comércio mundial e, em 2020, deteriorou-se de forma abrupta e acentuada devido à pandemia de COVID-19.

10. Alves, Marques e Sousa (2007) apresentam evidência de uma deterioração das propriedades empíricas do agregado M3 para a área do euro a partir de 2001, em particular daquelas que tinham justificado o papel proeminente da moeda na estratégia do BCE (ver nota de rodapé 5).

Gráfico 1 • Inflação e atividade na área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: Eurostat. | Nota: IHPC subjacente exclui bens alimentares e energéticos.

Ao longo das duas últimas décadas, a preocupação inicial do BCE em estabelecer uma reputação anti-inflacionista (tal como detinha o Bundesbank) alterou-se para uma preocupação em assegurar aos agentes económicos o seu compromisso e a sua capacidade para evitar um regime de baixa inflação ou deflação.

Nesse sentido, os responsáveis do BCE enfatizaram em sucessivas ocasiões ao longo dos últimos anos a simetria do objetivo de inflação, procurando eliminar eventuais perceções de que a sua tolerância a inflação baixa era maior do que a inflação alta.¹¹ Em julho de 2019, foi explicitada na declaração introdutória a determinação do Conselho do BCE para atuar em conformidade com o seu compromisso de simetria do objetivo de inflação.

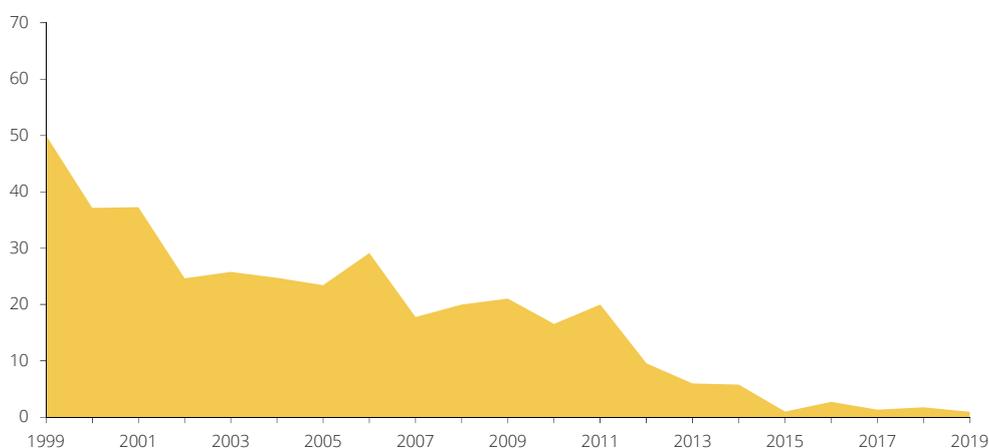
A análise das perspetivas de inflação e dos riscos para a estabilidade de preços, baseada nos dois pilares da estratégia, foi aprofundada e alargada desde 2003.

A análise económica beneficiou dos progressos em termos de disponibilidade e processamento de dados para a área do euro e do desenvolvimento de modelos de suporte à avaliação da situação económica e das perspetivas. As projeções elaboradas pelos técnicos do Eurosistema (que passaram a ser publicadas a partir de dezembro de 2000) ganharam proeminência nas decisões de política monetária embora não esgotem a avaliação que é feita pelo Conselho e as suas limitações sejam reconhecidas.

A análise monetária foi enriquecida após 2003, nomeadamente com um maior foco no crédito e no papel da intermediação financeira bem como na evolução dos preços dos ativos e na identificação de riscos para a estabilidade financeira. Dada a sua origem financeira, as crises vieram intensificar este processo. O foco passou a ser o funcionamento da transmissão da política monetária, incluindo a análise macro e microeconómica do sistema financeiro e, em particular, do canal do crédito bancário. A distinção entre a análise económica e monetária tornou-se ainda menos clara, dada a forte interação entre os fatores financeiros e reais, e as referências ao pilar monetário da estratégia perderam destaque nas comunicações públicas de responsáveis do BCE (embora os dois pilares tenham sido mantidos na estrutura da declaração introdutória) (Gráfico 2).

11. O Presidente Mario Draghi enfatizou diversas vezes desde 2014 a simetria do objetivo e da reação do BCE. Num discurso em 2016 referiu a particular importância de prosseguir o objetivo de inflação de forma simétrica num ambiente de taxas de juro próximas do limite inferior e de elevado endividamento (Draghi, 2016). Não é claro, contudo, que originalmente o objetivo fosse entendido como simétrico por todos os decisores (Hannoun et al., 2019).

Gráfico 2 • Discursos dos membros da Comissão Executiva do BCE que fazem referência ao pilar monetário da estratégia | Percentagem do total de discursos por ano



Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: Os discursos que fazem referência ao pilar monetário da estratégia foram identificados com base em pesquisas booleanas que combinam palavras-chave e operadores lógicos e fazem contagem dos itens que satisfazem as expressões pesquisadas em cada documento (implementadas em Python). Foram analisados os discursos em inglês (total: 2152).

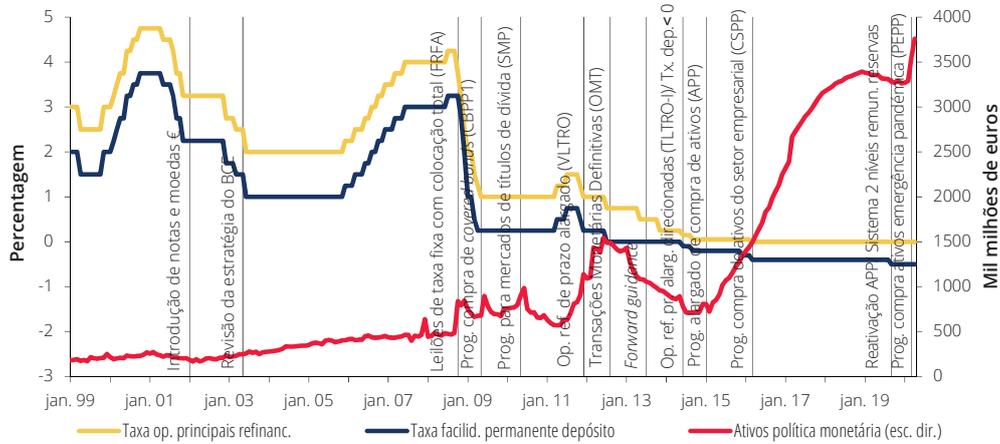
As perturbações associadas à crise financeira global e à crise das dívidas soberanas forçaram o BCE a alterar e a diversificar os seus instrumentos.¹² Numa fase inicial, o BCE atuou como prestamista de última instância para um sistema bancário com problemas de liquidez mas continuou a seguir o princípio da separação.¹³ As diversas medidas de provisão de liquidez – operações de refinanciamento em quantidades ilimitadas e por prazos mais longos e os programas iniciais de compra de ativos a título definitivo – focaram-se em assegurar o funcionamento de mercados disfuncionais, resolver dificuldades no mecanismo de transmissão e apoiar o crédito bancário à economia, em paralelo com a política convencional de taxa de juro.¹⁴ Numa fase posterior da crise, essa separação esbateu-se. As medidas não convencionais destinaram-se também a fornecer maior acomodação monetária e a compensar o espaço limitado para reduções da taxa de juro. Os principais instrumentos usados – política de taxa de juro negativa, indicações quanto à orientação futura da política monetária (*forward guidance*), programa alargado de compra de ativos e operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas – foram recalibrados em diversas ocasiões, complementando-se mutuamente (Rostagno et al., 2019). Em resposta à crise pandémica, o BCE adotou um conjunto de medidas para mitigar os riscos para a transmissão da política monetária e para a evolução da economia da área do euro. Para além de reforçar alguns dos instrumentos já existentes, foi lançado um novo programa temporário de compra de ativos públicos e privados. As medidas não convencionais adotadas desde 2015 resultaram num aumento muito significativo do balanço do BCE (Gráfico 3).

12. Para uma revisão das principais medidas adotadas desde o início da crise ver o Tema em destaque “Política monetária não convencional do BCE: o que foi feito e que impacto teve?” do *Boletim Económico* de junho de 2015.

13. Por exemplo, a decisão de esterilizar as compras do primeiro programa de compra de títulos de dívida pública (na sigla inglesa, SMP – Securities Markets Programme) sinalizava que o programa não se destinava a alterar a orientação da política monetária. As subidas de taxas de juro em 2011, em plena crise das dívidas soberanas, são outro exemplo de distinção entre a orientação da política e a provisão de liquidez.

14. A taxa da facilidade permanente de depósito passou a ser a referência relevante para a evolução das taxas de juro no mercado monetário, num contexto de liquidez abundante, em contraste com o anterior sistema de corredor definido pelas taxas das facilidades de depósito e de cedência de liquidez.

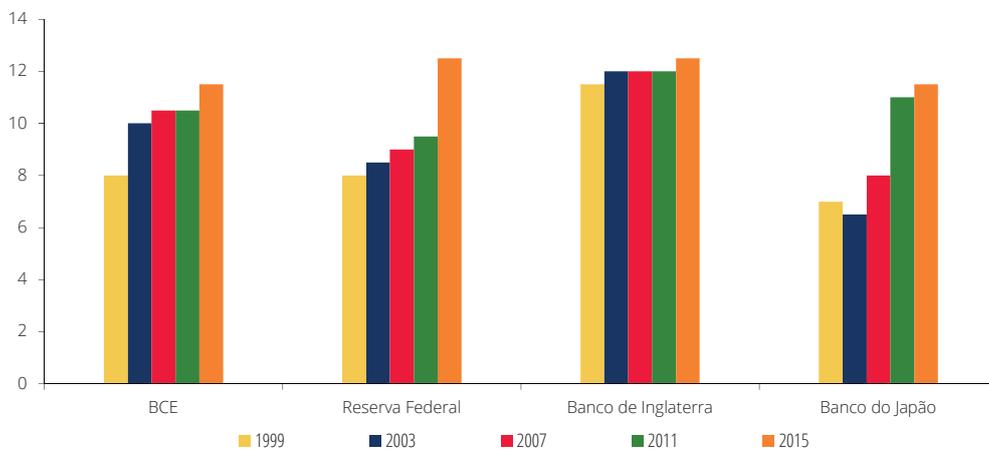
Gráfico 3 • Taxas de juro oficiais e balanço do BCE



Fontes: BCE e Refinitiv. | Nota: Siglas inglesas para os vários instrumentos do BCE entre parênteses.

Tal como outros bancos centrais, o BCE intensificou os esforços de comunicação e voltou a aumentar o seu grau de transparência após a crise financeira global (Gráfico 4). O BCE reviu os seus principais veículos de comunicação: passou a divulgar informação mais detalhada sobre as projeções económicas e sobre os novos instrumentos de política, aumentou o número de intervenções públicas dos membros da Comissão Executiva e passou a publicar o relato das reuniões de política monetária do Conselho a partir de 2015. Simultaneamente, a frequência das reuniões foi reduzida de mensal para oito vezes ao ano, alinhando-a melhor com a disponibilização de informação nova relevante e reduzindo os momentos em que as expectativas pudessem causar volatilidade nos mercados financeiros (Hartmann e Smets, 2018). A frequência do *Boletim Económico* (anterior Boletim Mensal) foi ajustada em conformidade. Adicionalmente, a emergência e desenvolvimento das redes sociais ao longo da última década levou a que a comunicação do BCE se expandisse para audiências mais alargadas e menos especializadas, através da exploração de novos formatos e novos canais de comunicação.

Gráfico 4 • Índice de transparência da política monetária | Índice (min=0, max=15)



Fonte: Dincer, Eichengreen e Geraats (2019). | Nota: Índice corresponde à soma da pontuação (entre 0 e 1) obtida em 15 questões que avaliam a transparência sobre objetivos, informação económica utilizada, procedimentos, decisões e implementação da política monetária.

Após as crises, a comunicação foi utilizada em diversas ocasiões como um instrumento de política monetária. Um exemplo disso é o discurso *“whatever it takes”* do Presidente Mario Draghi, em 26 de julho de 2012, sinalizando o empenho do BCE em fazer o que fosse necessário para preservar o euro (Draghi, 2012).¹⁵ A adoção, em julho de 2013, de indicações quanto à evolução futura das taxas de juro marcou uma alteração decisiva às anteriores práticas de comunicação. Até então o BCE tinha privilegiado uma comunicação transparente que permitisse clarificar a sua função de reação e aumentar a previsibilidade das suas ações mas tinha sempre evitado comprometer-se com ações futuras.

Alterações macroeconómicas e institucionais da última década e considerações para a reflexão sobre a estratégia futura

O período após a crise financeira global e a crise das dívidas soberanas na área do euro foi palco de alterações económicas substanciais que poderão ter alterado o mecanismo de transmissão da política monetária e a própria dinâmica da inflação. Algumas destas alterações têm uma natureza cíclica mas outras são estruturais e persistentes e, por isso, relevantes para a estratégia de política monetária no futuro.

Inflação baixa, redução da taxa de juro natural e limite inferior das taxas de juro

- Redução e baixo nível da taxa de juro natural

A taxa de juro natural pode ser genericamente definida como a taxa de juro real de curto prazo que prevalece quando a economia está a crescer ao seu nível potencial e a inflação está estável e em linha com o objetivo do banco central.¹⁶ Este conceito tem um papel central na literatura económica e a sua importância é reconhecida pelos decisores de política dada a relação entre o nível da taxa de juro natural e o grau de acomodação da política monetária. Na prática, a utilização da taxa de juro natural enquanto referencial para a política monetária é difícil dado esta não ser observável e variar ao longo do tempo.

O facto de as taxas de juro reais de curto prazo terem registado uma tendência decrescente nas principais economias avançadas ao longo das últimas décadas, em especial após a crise financeira global, sugere que a taxa de juro natural também se tenha reduzido neste período (Gráfico 5). Existe uma ampla evidência empírica que corrobora esta conjectura, embora as estimativas do nível da taxa de juro natural sejam imprecisas e variem significativamente em função dos métodos e modelos usados na estimação. Estimativas recentes apontam para uma redução acentuada e persistente da taxa de juro natural na área do euro, tal como noutras economias avançadas (Gráfico 6). Em média, a taxa natural da área do euro ter-se-á reduzido de cerca de 2,5% no início dos anos 2000 para níveis próximos de zero ou mesmo negativos nos últimos anos.

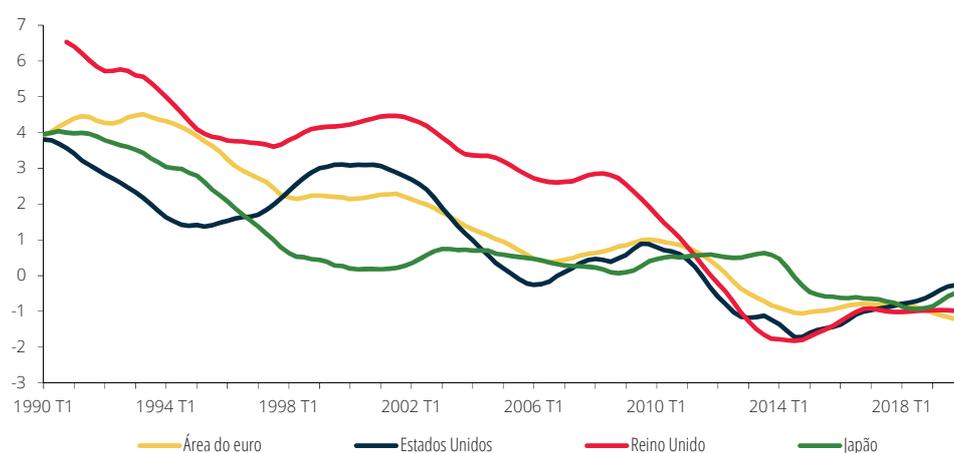
As explicações avançadas na literatura para a trajetória descendente da taxa de juro natural incluem fatores reais e financeiros que afetam as decisões de poupança e investimento das famílias e empresas.

15. Na sequência desse discurso, o BCE anunciou um programa de compra de montantes ilimitados de títulos de dívida pública sujeita a condicionalidade apropriada (na sigla inglesa, OMT – Outright Monetary Transactions).

16. Para uma discussão mais detalhada ver o Tema em destaque “A taxa de juro natural: do conceito aos desafios para a política monetária” do *Boletim Económico* de março de 2019.

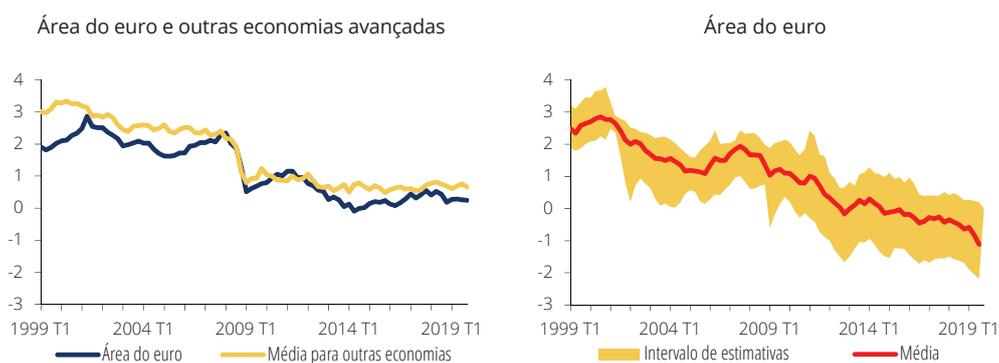
O aumento da esperança média de vida e a redução da taxa de fertilidade observadas nas últimas décadas traduziram-se numa maior propensão a poupar durante a vida ativa para fazer face a um período de reforma mais prolongado. Estes desenvolvimentos demográficos resultam num aumento da oferta de fundos, o que, para um mesmo nível de procura determinado pelas necessidades de financiamento de projetos de investimento, implica uma taxa de juro real de equilíbrio mais baixa.¹⁷ Brand, Bielecki e Penalver (2018) apresentam evidência de que os fatores demográficos terão dado um contributo significativo para a redução das taxas de juro reais na área do euro desde os anos 1980.

Gráfico 5 • Taxas de juro reais a três meses | Médias de 5 anos, percentagem



Fontes: Reserva Federal de St. Louis e OCDE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Taxas de juro do mercado monetário deflacionadas pelas taxas médias de inflação anual. A taxa de juro da área do euro antes de 2001 corresponde à taxa alemã.

Gráfico 6 • Estimativas de vários autores para a taxa de juro natural | Percentagem



Fontes: Reserva Federal de Nova Iorque e vários autores (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Painel da esquerda: estimativas de Holston, Laubach e Williams (2017); média para Estados Unidos, Reino Unido e Canadá, com pesos de PIB em PPP de 2019. Painel da direita: estimativas de Brand, Bielecki e Penalver (2018), Brand, Goy e Lemke (2020) e Johansen e Mertens (no prelo) fornecidas pelos autores.

17. O efeito positivo do envelhecimento da população sobre a poupança tenderá a mais do que compensar o efeito negativo relacionado com um menor crescimento da população ativa.

Outros fatores, para além dos demográficos, poderão ter desempenhado um papel no aumento da poupança a nível global, como sejam o aumento da desigualdade do rendimento observado nas últimas décadas em economias avançadas (maior concentração de recursos na camada da população com maior propensão a poupar) e as alterações estruturais em algumas economias de mercado emergentes, como a China (Bernanke, 2015).

Outras explicações para a redução da taxa de juro natural prendem-se com o abrandamento da produtividade devido, entre outros fatores, a progressos tecnológicos mais modestos e ao aumento da oferta de trabalho resultante da integração de economias de mercado emergentes na economia global. O menor crescimento da produtividade e do produto potencial implicam uma redução da taxa de retorno do capital e do incentivo das empresas para realizarem novos investimentos produtivos. Alguns autores estimam que a redução do crescimento da produtividade e do produto potencial explique uma parte importante da descida da taxa de juro natural na área do euro desde 1990 (Holston, Laubach e Williams, 2017).

Muitos destes determinantes evoluem de forma lenta ao longo do tempo, pelo que não será de esperar uma inversão das tendências observadas nas últimas décadas. Pelo contrário, estes fatores deverão continuar a exercer uma pressão descendente sobre a taxa de juro natural.

O aumento da procura de ativos seguros, após a crise financeira global, poderá também ter contribuído para a redução da taxa de juro natural. O maior grau de aversão ao risco e o reforço da regulação financeira internacional terão fomentado uma maior procura por ativos percecionados como seguros e líquidos, tipicamente obrigações soberanas, num período em que muitos bancos centrais adotaram programas alargados de compra de ativos que retiraram do mercado uma fração apreciável destes títulos. Embora alguns dos fatores por detrás do aumento da procura possam atenuar-se no futuro, outros serão mais persistentes e deverão continuar a exercer uma pressão descendente sobre as taxas de juro, tais como os requisitos regulatórios e as compras de ativos em larga escala pelos bancos centrais recentemente reativadas para fazer face à crise pandémica de COVID-19.

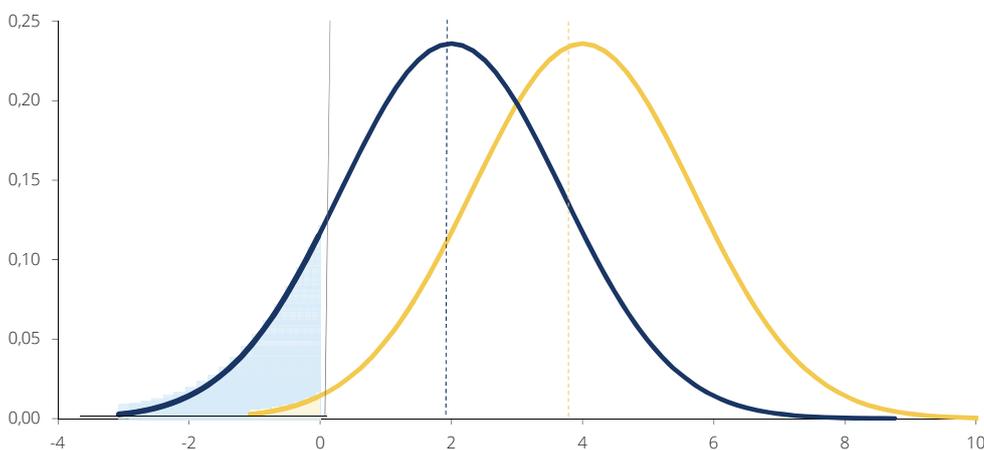
A manutenção da taxa de juro natural em níveis reduzidos tem implicações importantes para a condução da política monetária dado que limita o espaço de manobra do instrumento convencional. Se assumirmos que a taxa de juro natural atual da área do euro é 0% e o objetivo de inflação 2%, a taxa de juro nominal consistente com uma orientação neutra da política monetária é 2%. Isto significa que a probabilidade de, em resposta a um choque desinflacionista, se atingir o limite inferior das taxas de juro nominais¹⁸ é necessariamente maior que no início dos anos 2000 em que a taxa de juro neutral rondaria os 4% (Gráfico 7).

Antes de 2008, a maioria dos economistas viam a possibilidade de o limite inferior da taxa de juro constituir uma restrição ativa para a condução da política monetária como uma curiosidade académica. A redução das taxas de política para valores próximos de zero ou mesmo negativos a seguir à crise financeira global e a sua manutenção nestes níveis por um período prolongado reavivou o interesse da investigação económica neste tópico. A literatura empírica recente conclui que a taxa de juro de política das principais economias avançadas atingirá o seu limiar inferior muito mais vezes do que no passado. Por exemplo, Franta (2018) estima que o limite inferior das taxas de juro poderá ser atingido uma vez em cada oito anos na área do euro, o que contrasta

18. Na prática, este limite pode ser ligeiramente inferior a zero. Os agentes económicos podem optar por deter numerário, cuja remuneração é zero, mas tal envolve custos de armazenamento e de manuseamento e coloca problemas de segurança. Isto pode fazer com que os agentes prefiram deter numerário apenas a partir de um determinado valor negativo da taxa de juro, embora exista incerteza quanto a esse valor.

com estimativas de uma vez em cada 50 anos no passado (Coenen, 2003¹⁹). A frequência estimada destes episódios é tanto maior quanto menor for o valor assumido para a taxa de juro natural e para o objetivo de inflação (Andrade, Galí, Le Bihan e Matheron, 2018 e Kiley e Roberts, 2017).

Gráfico 7 • Funções densidade de probabilidade teóricas para diferentes valores da taxa de juro nominal neutral | Probabilidade



Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal. | Nota: Funções de densidade normal para a taxa de juro nominal com médias de 2% e 4%, respetivamente, e desvio padrão igual ao observado para a taxa EONIA entre janeiro de 1999 e dezembro de 2019 (1,7%).

- Inflação baixa

A recuperação da atividade nas principais economias avançadas desde a última recessão não foi acompanhada por uma intensificação das pressões ascendentes sobre os preços e a inflação ficou aquém dos objetivos dos respetivos bancos centrais (Gráfico 8). Na área do euro, o crescimento médio do IHPC total e subjacente foi cerca de 1% entre 2013 e 2019, sistematicamente abaixo das projeções do Eurosistema e de outras instituições.

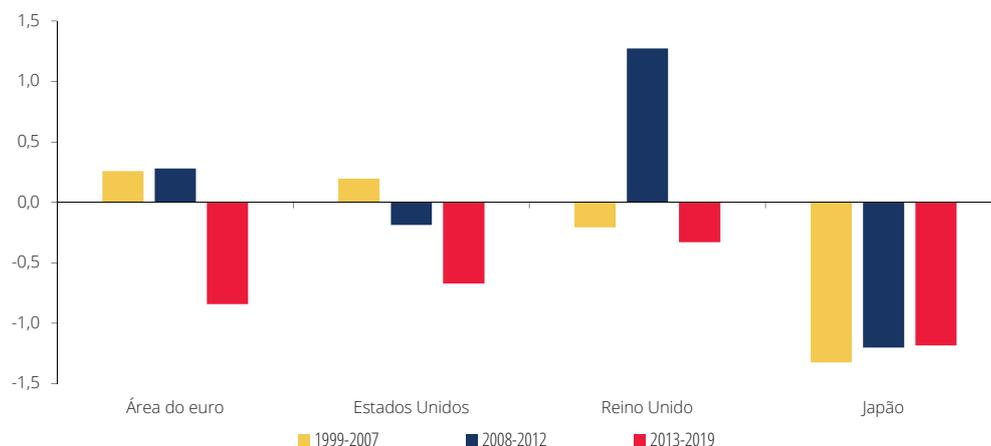
A persistência de baixos níveis de inflação num contexto de recuperação da atividade e de melhorias continuadas no mercado de trabalho surpreendeu académicos e decisores e desencadeou um debate sobre as razões que lhe estão subjacentes.

O enfraquecimento da relação habitual entre a redução do hiato do produto ou do desemprego e o crescimento dos preços e salários – designada como curva de Phillips – levou alguns autores a questionar a sua validade no atual contexto de inflação baixa. No caso da área do euro, a curva de Phillips parece ainda assim continuar a oferecer uma narrativa plausível da evolução da dinâmica da inflação após a crise financeira global (Ciccarelli e Osbat, 2017 e Eser, Karadi, Lane, Moretti e Osbat, 2020). Porém, nos últimos três anos, uma parte significativa do comportamento da inflação subjacente não parece ser explicada pelos determinantes habituais (BCE, 2019).

Várias explicações têm sido avançadas para a aparente menor reação da inflação à evolução da atividade económica observada desde 2013.

19. Estimativa com base num objetivo de inflação de 2% e um limiar inferior de zero. Com um objetivo de inflação de 1%, as taxas de juro na área do euro seriam iguais a zero uma vez em cada 14 anos.

Gráfico 8 • Desvios da inflação anual face ao objetivo dos bancos centrais | Pontos percentuais



Fontes: Eurostat e Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Objetivos de inflação: BCE (1,8% implícito em BCE, 2003); Reserva Federal (2%, explicitado a partir de 2012); Banco de Inglaterra (2,5% até 2002 e 2% a partir de 2003); Banco do Japão (1% até 2012 e 2% a partir de 2013).

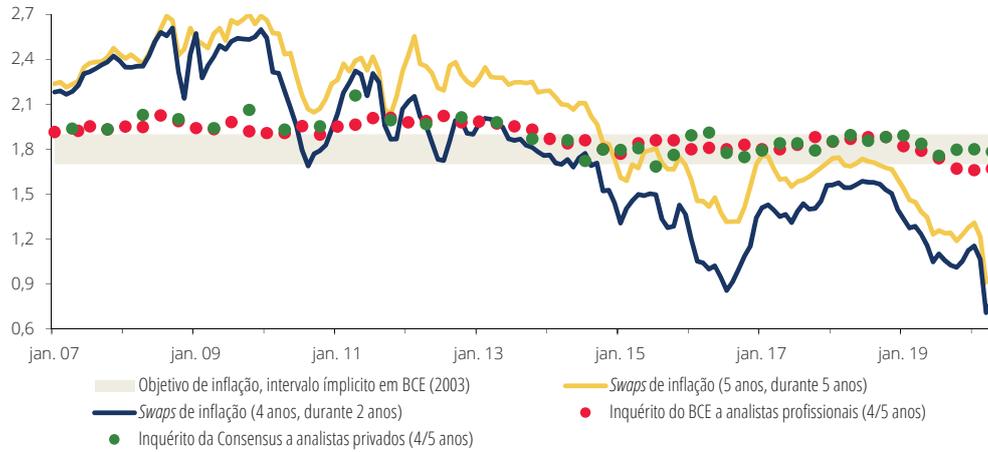
Uma primeira explicação prende-se com as dificuldades práticas em avaliar corretamente a posição cíclica da economia. As crises dos últimos dez anos, em particular a crise das dívidas soberanas na área do euro, poderão implicar que as medidas tradicionalmente usadas para avaliar o hiato do produto ou o nível de desemprego estejam a subestimar a folga existente.

Um segundo conjunto de explicações assenta na possibilidade de a inflação ser cada vez mais determinada por fatores globais e tecnológicos fora do controle do banco central. A crescente internacionalização da produção através da participação em cadeias de valor globais poderá ter alterado o mecanismo de formação de preços, via uma maior concorrência. A evidência sobre a importância destes fatores globais para a inflação é inconclusiva.²⁰ A inovação tecnológica poderá também afetar a inflação, de forma direta, através da redução dos preços no setor de tecnologias de informação e comunicação e, de forma indireta, através da redução dos custos de produção e distribuição e de alterações na estrutura de mercado que potenciam uma maior concorrência entre empresas (por exemplo, o surgimento de empresas globais de grandes dimensões como a Amazon). Adicionalmente, o maior recurso a compras pela internet permite um maior escrutínio por parte dos consumidores, o que limita o poder das empresas para aumentar preços. Os resultados empíricos sobre o impacto da digitalização apontam para efeitos estatisticamente significativos mas relativamente pequenos (Csonto et al., 2019). Em suma, o comportamento da inflação parece continuar a ser determinado em larga medida por pressões internas.

Nos anos mais recentes, assistiu-se a uma redução das expectativas de inflação em paralelo com a persistência de níveis baixos de inflação. Na área do euro, as expectativas de inflação a prazos mais longos reduziram-se desde 2014 e de uma forma mais acentuada desde 2019 (Gráfico 9). Esta evolução é visível quer em medidas baseadas em previsões de analistas privados quer em medidas implícitas em indicadores financeiros, embora estas últimas possam também refletir prémios de risco. Atualmente, as expectativas de inflação num horizonte entre quatro a cinco anos estão em níveis mínimos históricos, embora ainda sejam consistentes, a avaliar pelas previsões de analistas privados, com o objetivo do BCE.

20. Existe alguma evidência favorável à existência de um fator global comum na redução da inflação observada em vários países, mas os resultados da introdução do hiato do produto global na curva de Phillips são dúbios (Csonto, Huang e Tovar, 2019).

Gráfico 9 • Expetativas de inflação a prazos mais longos na área do euro | Percentagem



Fontes: BCE, Consensus Economics e Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As taxas de *swaps* de inflação correspondem a médias mensais.

A avaliação da consistência entre a evolução das expetativas de inflação e o objetivo do banco central é particularmente complicada porque a desancoragem das expetativas manifesta-se de uma forma lenta e gradual. Na área do euro, existe alguma evidência de que os riscos neste sentido se intensificaram recentemente. A distribuição das previsões de analistas privados tem vindo a deslocar-se sucessivamente no sentido de taxas de inflação mais baixas (Gráfico 10). A partir do final de 2019, cerca de dois terços dos analistas que participam no inquérito do BCE previam uma inflação inferior ou igual a 1,7% num horizonte entre quatro a cinco anos. Por outro lado, as expetativas de inflação implícitas em instrumentos financeiros a mais longo prazo tornaram-se sensíveis a desenvolvimentos nas expetativas a curto prazo desde 2014, apesar de alguma redução no período mais recente (Gráfico 10).

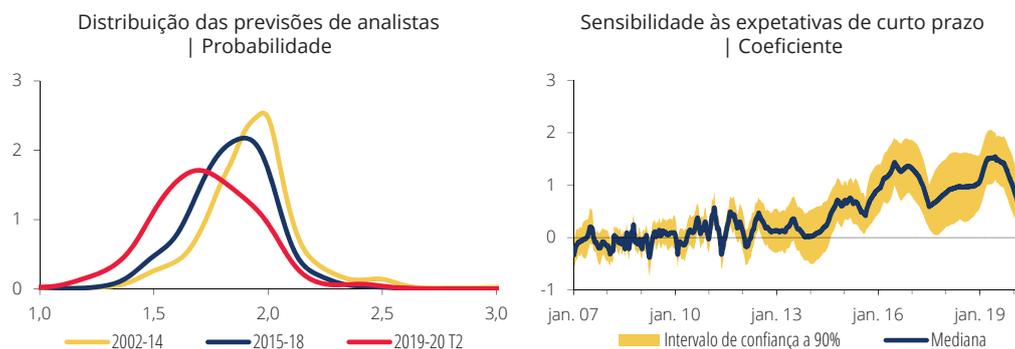
Os níveis reduzidos das expetativas de inflação a prazos mais longos podem ser vistos como causa e, ao mesmo tempo, consequência de taxas de inflação baixas, na medida em que podem refletir dúvidas quanto à capacidade de o banco central cumprir o seu mandato. A inexistência de um limite inferior explícito na quantificação do objetivo do BCE, mesmo após a revisão da estratégia de 2003, poderá ter alimentado perceções de que este seria mais tolerante com inflação baixa do que com inflação alta.²¹ Adicionalmente, a expetativa de que o limiar inferior das taxas de juro possa ser uma restrição ativa mais frequente do que no passado²², conjugada com dúvidas sobre a eficácia dos instrumentos não convencionais²³, poderá ter contribuído para expetativas de que a inflação permaneça abaixo do objetivo do BCE por um período prolongado.

21. A evidência empírica não é conclusiva quanto à simetria da função de reação da taxa de juro do BCE, dado que suporta duas caracterizações distintas: uma reação assimétrica em torno de um objetivo de inflação de 2% e uma reação simétrica em torno de um objetivo de inflação mais baixo (Rostagno et al., 2019; Hartmann e Smets, 2018 e Paloviita, Haavio, Jalasjoki e Kilponen, 2017).

22. Esta expetativa poderá afetar as decisões de consumo e de fixação de preços de famílias e empresas e contribuir para uma redução da inflação observada e esperada mesmo quando a taxa de juro esteja afastada do seu limite inferior (Hills, Nakata e Schmidt, 2019 e Amano, Carter e Leduc, 2020).

23. A evidência disponível sugere que as medidas não convencionais terão tido efeitos significativos sobre as condições financeiras e a atividade económica, mas menos claros sobre a inflação. No entanto, subsiste grande incerteza sobre a sua magnitude (BIS, 2019).

Gráfico 10 • Expetativas de inflação a prazos mais longos na área do euro – indicações de desancoragem



Fontes: BCE, Refinitiv e Banco de Portugal. | Notas: Painel da esquerda: densidade de probabilidade das previsões pontuais a 4/5 anos dos participantes no inquérito do BCE a analistas profissionais. Painel da direita: coeficiente da regressão das variações diárias das taxas de *swaps* de inflação para prazos longos (5 anos, durante 5 anos) nas variações para prazos curtos (1 ano, durante 1 ano).

Por último, um argumento de natureza monetária avançado na literatura para explicar os níveis baixos de inflação nas economias avançadas é o de que a inflação poderá estar a ser mais determinada por mecanismos de longo prazo. Partindo da relação de Fisher²⁴, os atuais níveis de inflação seriam expectáveis dada a manutenção das taxas de juro a níveis baixos por um período longo e a expectativa de que aí permaneçam de forma persistente. Alguns autores argumentam que choques monetários permanentes conduzem a alterações permanentes da inflação e da taxa de juro nominal no mesmo sentido (Uribe, 2020 e Valle e Azevedo, Ritto e Teles, 2019). Os efeitos de curto prazo destes choques permanentes são idênticos aos efeitos de longo prazo, o que contrasta com a habitual relação inversa entre inflação e taxa de juro nominal se os choques monetários forem temporários.

- Considerações para a reflexão sobre a estratégia futura

Como poderá a estratégia de política monetária contribuir para ajudar a ancorar melhor as expetativas de inflação e reduzir o risco de se atingir o limite inferior da taxa de juro?

Deste ponto de vista é importante avaliar quais os elementos da estratégia que mais ajudam a credibilizar o banco central, ou seja, os que melhor asseguram aos agentes económicos a capacidade e o compromisso do BCE para cumprir o seu mandato.

A formulação do objetivo de política monetária é um dos elementos que merece ser reexaminado. Neste âmbito, as propostas mais frequentes são a adoção pelo banco central de um objetivo de inflação mais alto ou de um compromisso explícito de tolerar inflação mais alta no futuro após desvios negativos persistentes face ao objetivo no passado (estratégias de compensação). Embora estas propostas possam ter alguns méritos para reduzir a incidência do limite inferior da taxa de juro no futuro, importa avaliar os seus riscos e a sua utilidade à luz da situação atual de baixa inflação e baixas taxas de juro por um período prolongado. Outra consideração relevante é em que medida a formulação do objetivo pode afetar o mecanismo de formação de preços. Será que uma formulação mais explícita do que a atual quanto à simetria do objetivo poderia contribuir para ancorar melhor as expetativas de inflação no longo prazo num ambiente de taxas de juro próximas do limite inferior?

Outro elemento que seria útil ponderar é a relevância dada aos objetivos subsidiários do BCE na formulação da estratégia. Até ao momento, estes objetivos têm sido acomodados na flexibilidade

24. A relação de Fisher estabelece que, no longo prazo, a taxa de juro nominal deve ser igual à taxa de juro real natural (exógena à política monetária) acrescida da inflação esperada.

introduzida pelo horizonte de médio prazo para a manutenção da estabilidade de preços. Contudo, a experiência da última década mostrou que preocupações com as perspetivas para a atividade económica e o emprego tiveram um papel importante nas decisões, eventualmente maior do que aquele que se depreenderia da estratégia. Será que haveria benefícios em atribuir um papel mais explícito aos objetivos subsidiários sem pôr em causa o foco primordial na estabilidade de preços? Ao facilitar a comunicação das decisões de política monetária e aproximá-las da forma como são tomadas na prática poderia ajudar à credibilização do banco central. Outra consideração neste âmbito é se seria desejável explicitar quão paciente deve ser o banco central em termos do retorno da inflação ao objetivo dependendo dos choques que afetam a economia.

Relativamente às análises económica e monetária, será de averiguar se a abordagem atual continua a ser a mais adequada para avaliar os riscos para a estabilidade de preços e para explicar as decisões ao público de forma a ancorar melhor as expectativas.

Finalmente, no que diz respeito aos instrumentos não convencionais importa avaliar o seu contributo para contornar as restrições impostas pelo limite inferior da taxa de juro. Em particular, é importante considerar o grau de eficácia e os eventuais efeitos secundários de cada instrumento²⁵ ao decidir quais deverão integrar o enquadramento futuro da política monetária, ou seja, quais contribuem de forma mais eficiente para o cumprimento do objetivo de estabilidade de preços.

As circunstâncias atuais, marcadas por um período prolongado de baixa inflação e baixas taxas de juro, colocam um desafio adicional à estratégia futura de política monetária. Como poderá a estratégia minimizar os riscos de a economia permanecer por um período indeterminado no limiar inferior da taxa de juro?

A análise monetária poderia ajudar a avaliar em que medida a inflação estará ou não a ser determinada por mecanismos de longo prazo. Numa situação em que as taxas de juro estão no seu limite inferior, como adaptar a análise monetária? Caso a inflação atual esteja a ser mais determinada por estes mecanismos, seria importante refletir sobre quais os elementos da estratégia que poderiam ajudar a clarificar o nível para onde a taxa de juro deverá convergir no longo prazo e, deste modo, ancorar as expectativas dos agentes económicos sobre a taxa de juro e, logo, sobre a inflação. Neste contexto, seria útil reavaliar o papel da comunicação enquanto instrumento de política monetária, em particular as indicações quanto à evolução futura das taxas de juro. Poderá a taxa de juro natural desempenhar um papel importante enquanto dispositivo de comunicação?

A transmissão não homogénea da política monetária às condições de financiamento

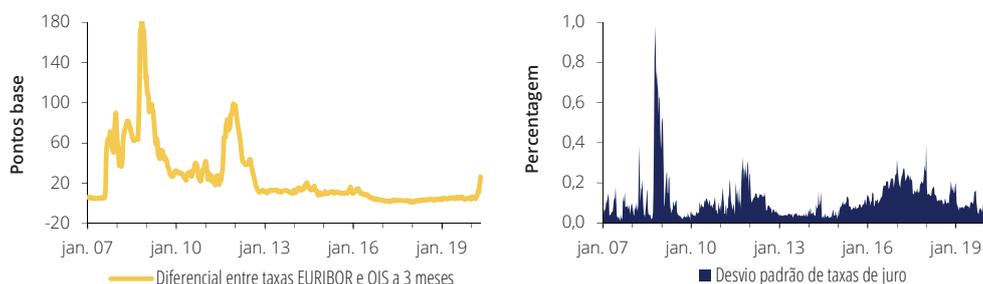
A crise financeira global e a crise das dívidas soberanas na área do euro vieram revelar quão danosa para a economia pode ser a instabilidade financeira e expor vulnerabilidades específicas da área do euro que podem obstruir a transmissão da política monetária única. Uma lição das crises foi que a estabilidade de preços é uma condição necessária mas não suficiente para a estabilidade financeira. As fragilidades do sistema bancário e a disfuncionalidade em certos mercados podem ser um impedimento à transmissão da política monetária e exigir uma reação do banco central para assegurar liquidez mesmo que a estabilidade de preços não esteja em causa. Foi assim posta em dúvida a visão pré-crise de que a autoridade monetária deve reagir à acumulação de desequilíbrios financeiros e nos preços dos ativos apenas na medida em que estes constituam um risco para a estabilidade de preços.²⁶

25. Por exemplo, os efeitos de uma política prolongada de taxa de juro negativa sobre a rentabilidade dos bancos ou os efeitos das compras de ativos sobre a disponibilidade de ativos financeiros seguros e líquidos.

26. Para uma discussão da interação entre política monetária e estabilidade financeira ver o Tema de discussão "Política monetária e estabilidade financeira: um debate em aberto" do *Boletim Económico* da primavera de 2011.

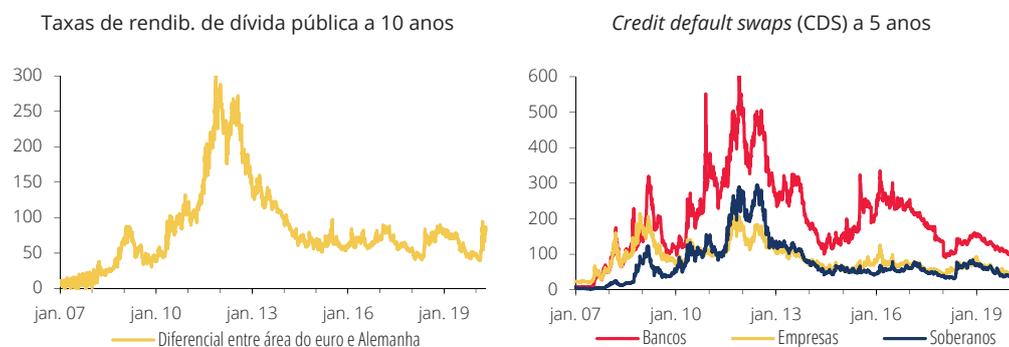
Para uma atuação eficaz da política monetária é crucial que ocorra uma transmissão efetiva das alterações das taxas de juro oficiais às taxas do mercado monetário e, por sua vez, aos custos de financiamento relevantes em última análise para a estabilidade de preços. Os choques sobre os sistemas bancários e os mercados de dívida soberana da área do euro vieram perturbar o canal de transmissão da taxa de juro. Na fase inicial da crise, os mercados monetários tornaram-se altamente fragmentados à medida que aumentaram as perceções de risco de crédito e de contraparte dos bancos, o que levou a elevados diferenciais entre taxas interbancárias sem garantia (como a EURIBOR) e taxas tipicamente sem risco (taxas OIS) e a um aumento da dispersão de taxas de juro no mercado (Gráfico 11). O aumento da aversão ao risco levou a que os bancos recorressem à intermediação feita pelo BCE e à substituição da atividade no mercado interbancário sem garantia por atividade no mercado com garantia. Numa fase posterior, a fragmentação estendeu-se aos soberanos da área do euro, o que veio amplificar a crise para o setor bancário dadas as estreitas ligações existentes entre os dois sectores (Gráfico 12). Em resultado, observou-se uma fragmentação das condições financeiras entre países e, no pico da crise, surgiram receios de desagregação da UEM. Os custos de financiamento dos bancos voltaram a aumentar, com uma divergência crescente entre bancos de países mais e menos vulneráveis. As pressões sobre os balanços dos bancos e das empresas intensificaram-se e as condições de financiamento a famílias e empresas tornaram-se heterogéneas entre países. As fortes perturbações do mecanismo de transmissão, em particular nos países mais vulneráveis, tornaram clara a importância do canal do crédito.

Gráfico 11 • Taxas de juro do mercado monetário da área do euro



Fontes: Bloomberg e NEX Data (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Dados em médias semanais. Desvio padrão das taxas de juro EONIA, *repo funds rate* (RFR), *overnight index swap* (OIS) a 1 semana e taxa de rendibilidade da dívida pública alemã a 3 meses.

Gráfico 12 • Risco de soberanos, bancos e empresas na área do euro | Pontos base



Fontes: BCE, Bloomberg e Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: CDS correspondem à agregação das quatro maiores economias da área do euro no caso dos soberanos (com pesos de PIB de 2019) e à Europa no caso dos bancos e das empresas (ITRAXX).

Na sequência das medidas convencionais e não convencionais introduzidas pelo BCE observou-se alguma correção da fragmentação, sobretudo a partir de 2012. No entanto, a partir de 2015, os mercados monetários começaram a mostrar sinais de segmentação induzidos por alterações na regulação financeira e pelas distorções resultantes do elevado grau de intermediação do banco central. O BCE aumentou a provisão de liquidez primária e reduziu a disponibilidade de ativos financeiros considerados seguros e líquidos, na sequência da implementação do seu programa alargado de compra de ativos. Contudo, estes instrumentos não são substitutos perfeitos, uma vez que os ativos têm usos alternativos como colateral²⁷ e são utilizados por um conjunto amplo de instituições financeiras incluindo não-bancos. Os não-bancos embora possam participar na venda de ativos ao banco central não têm acesso ao depósito de fundos no BCE. Neste contexto, as taxas de juro do mercado monetário com e sem garantia passaram a apresentar, a partir de 2015, uma maior dispersão e um menor alinhamento do que no passado com as taxas de política (Gráfico 11). Mais recentemente, a pandemia de COVID-19 e a incerteza sobre os seus efeitos na economia desencadearam novas perturbações nos mercados financeiros que, entretanto, foram parcialmente mitigadas pela resposta atempada das autoridades, em particular do BCE.

Algumas das alterações observadas nos mercados financeiros no período pós-crise terão uma natureza mais estrutural e poderão ter alterado de forma duradoura o modo como a política monetária afeta as condições de financiamento da economia.

Uma das alterações é a emergência de mercados financeiros com participantes mais avessos ao risco e fragmentados em termos geográficos. Existem indicações de que subsiste alguma fragmentação na área do euro, nomeadamente nas transações interbancárias transfronteiriças, embora a níveis muito inferiores aos observados durante as crises (BCE, 2018). E não é de excluir que a fragmentação possa reemergir, em caso de alteração das perceções sobre riscos, e pôr em causa a transmissão homogénea da política monetária. Embora as mudanças institucionais ocorridas na última década (analisadas em seguida neste Tema em destaque) tenham aumentado a capacidade da área do euro para lidar com crises, reduzido as interligações entre bancos e soberanos e melhorado a capacidade do BCE para atuar de forma eficaz, continuam a subsistir limitações e áreas incompletas. As alterações marcadas das condições de financiamento de vários setores/países na sequência da crise pandémica são disso exemplo (Gráfico 12).

Outras alterações com efeitos presumivelmente persistentes no funcionamento dos mercados monetários da área do euro incluem as maiores exigências regulatórias e a maior preferência por ativos seguros e líquidos. O aumento da importância dos não-bancos é outra das mudanças estruturais relevantes da última década. O financiamento da economia real por entidades não bancárias tem potencial para influenciar de forma significativa a transmissão da política monetária, dependendo da natureza e escala destas atividades.²⁸ À medida que os não-bancos se envolvem mais em áreas de negócio tradicionalmente dominadas pela banca (como a transformação de maturidades), o banco central corre o risco de perder algum controlo sobre a transmissão se lidar apenas com bancos e se depender exclusivamente deles para o fornecimento de liquidez ao resto da economia.²⁹ Neste contexto, refira-se que a segmentação observada no mercado monetário nos anos mais recentes, refletindo em parte a atuação dos não-bancos, poderá atenuar-se no futuro se o excesso de

27. As obrigações de dívida pública são o principal tipo de colateral utilizado nas operações com garantia.

28. Refira-se que a importância dos bancos no financiamento externo total das empresas não financeiras tem vindo a reduzir-se na área do euro, de 15,7% em 2007 para 10,4% em 2019.

29. Ver d'Avernas, Vandeweyer e Pariès (2020) para uma análise de como a importância dos não-bancos pode afetar a capacidade do banco central para lidar com uma crise de liquidez.

liquidez e a escassez de colateral seguro e líquido na área do euro vierem eventualmente a diminuir. Contudo, não é de esperar que desapareça. Uma dispersão sustentada das taxas de juro nos vários segmentos do mercado monetário levanta a questão do controlo do banco central sobre as taxas de curto prazo.

- Considerações para a reflexão sobre a estratégia futura

Como pode a estratégia assegurar uma transmissão homogénea da política monetária às condições de financiamento em circunstâncias de instabilidade financeira?

No que diz respeito aos objetivos que guiam a condução da política monetária importa reavaliar o papel que deve ser atribuído à estabilidade financeira e à provisão de liquidez pelo banco central. Será suficiente usar, como no passado, a análise monetária e a flexibilidade da orientação de médio prazo para formular a resposta de política monetária de forma a não alimentar a acumulação de desequilíbrios financeiros? Deveria a estratégia ser mais explícita sobre o papel de provisão de liquidez pelo BCE quando a economia enfrenta uma crise que ameaça, em última análise, a transmissão da política monetária? Explicitar na estratégia aquilo que é a prática da política monetária pode retirar alguma discricionariedade, mas pode melhorar a capacidade de ancorar expectativas e de comunicar as ações necessárias.

A forte interação entre a esfera financeira e real revelada pelas crises suscita a questão sobre os dois pilares da estratégia (análises económica e monetária) deverem ou não estar integrados. Outra questão relevante é como refletir na análise monetária as alterações estruturais observadas no sistema financeiro, como seja a importância crescente dos não-bancos.

A questão dos instrumentos e do acesso às operações de política monetária merece igualmente ser considerada. É importante avaliar quais os instrumentos mais eficazes para lidar com problemas de fragmentação e em que circunstâncias deverão ser utilizados. O papel crescente dos não-bancos na intermediação financeira levanta questões sobre os custos e benefícios de diferentes instituições terem acesso às operações do BCE. Outra dimensão que interage com a atuação dos não-bancos é a da escolha dos instrumentos a usar quando o banco central necessita expandir o seu balanço³⁰, uma vez que essa escolha não é neutra para a disponibilidade de colateral de qualidade nem para as taxas de juro de mercado na área do euro e, conseqüentemente, para uma transmissão efetiva da política monetária.

Alterações institucionais na arquitetura da UEM

O impacto da crise financeira global e da crise das dívidas soberanas na área do euro e o círculo vicioso entre as dificuldades financeiras de bancos e soberanos tornaram claro que a arquitetura incompleta da UEM limitava gravemente a capacidade da área do euro para lidar com crises, incluindo a capacidade de atuação e a eficácia da política monetária do BCE. Neste contexto foram feitos múltiplos esforços de reformas e alterações institucionais no sentido de aprofundar a UEM e tornar a área do euro mais resiliente a crises.³¹

A necessidade de uma União Bancária para salvaguardar a estabilidade financeira e criar igualdade de condições em toda a área do euro foi prontamente reconhecida.³² A União Bancária, cuja criação foi

30. A expansão do balanço pode ser feita via compra de ativos a título definitivo ou operações de crédito e pode ter diferentes contrapartidas do lado do passivo, incluindo depósitos/reservas de diferentes contrapartes ou ativos financeiros seguros disponibilizados pelo banco central.

31. Para uma análise detalhada destas alterações ver Amador, Valle e Azevedo e Braz (2018).

32. No Conselho Europeu de junho de 2012 foi apresentado o relatório dos quatro presidentes que estruturou os quatro blocos essenciais (financeiro, orçamental, económico e político) para solucionar as principais fraquezas da arquitetura da UEM.

acordada em junho de 2012, assenta em três pilares essenciais: i) uma supervisão única para os bancos, ii) um mecanismo único de resolução para bancos em dificuldades e iii) um sistema europeu de garantia de depósitos. Os dois primeiros pilares entraram em funcionamento em novembro de 2014 e janeiro de 2016, respetivamente, e vieram assegurar uma aplicação uniforme das regras prudenciais, uma supervisão consistente e igualmente eficaz independentemente do país de localização do banco e uma resolução ordeira dos bancos em dificuldades procurando minimizar os custos para os contribuintes. Apesar dos progressos, vários elementos da União Bancária permanecem incompletos, nomeadamente a ausência de um sistema europeu de garantia de depósitos. A implementação deste terceiro pilar é crucial para preservar a confiança dos depositantes, prevenir corridas aos bancos, contribuir para quebrar a ligação entre bancos e soberanos e preservar a estabilidade financeira, complementando deste modo os outros dois pilares.³³

A crise das dívidas soberanas veio demonstrar que a inexistência de um prestamista de última instância para os soberanos da área do euro poderia pôr em causa o futuro da UEM. No início da crise, em junho de 2010, foi estabelecida uma solução temporária – o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira – sucedida, em outubro de 2012, pelo estabelecimento de um mecanismo permanente para prestar apoio aos países da área do euro ameaçados por problemas de financiamento – o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE). Nos anos mais recentes têm estado em curso negociações para reformar o MEE por forma a aumentar a sua capacidade operacional, tendo sido obtido um acordo de princípio em dezembro de 2019. Em abril de 2020 foi acordada uma linha especial de crédito do MEE com acesso simplificado para fazer face aos custos com cuidados de saúde devido à pandemia de COVID-19.

O quadro de coordenação das políticas orçamentais e económicas nacionais foi igualmente reformado para colmatar as fraquezas expostas pelas crises. Foram feitas alterações no sentido de uma governação económica mais forte e de uma melhor coordenação de políticas entre os Estados-Membros com o objetivo de evitar desequilíbrios e contribuir para a convergência e estabilidade no conjunto da UE. As reformas de 2011 (*six-pack*) e 2013 (*two-pack*) vieram colocar maior ênfase no controle da dívida e da despesa pública, reforçar a aplicação das regras orçamentais e melhorar a monitorização dos desequilíbrios macroeconómicos. Estas reformas tiveram, no entanto, resultados mistos e estão em processo de revisão para aumentar a sua eficácia e atenuar algumas fraquezas, incluindo reduzir o carácter pró-cíclico da política orçamental e a elevada complexidade das regras atualmente existentes. Em março de 2020 foi ativada pela primeira vez a suspensão das regras orçamentais para permitir lidar com as consequências económicas da pandemia.

Estas alterações institucionais – com destaque para a União Bancária e para o MEE – criaram condições para que o BCE atuasse com maior determinação a partir de 2012 para resolver a fragmentação financeira na área do euro associada à crise das dívidas soberanas, embora respeitando a proibição de financiamento monetário estabelecida pelo TFUE. Um exemplo disso foi a adoção do programa OMT. As alterações contribuíram igualmente para que o setor bancário ficasse em melhores condições para transmitir os estímulos de política monetária ao resto da economia.

Embora a área do euro seja agora mais resiliente a choques continuam a ser necessários maiores progressos no reforço da UEM.³⁴ Sendo uma área económica e financeira altamente integrada deveria ser gerida através de decisões comuns que requerem instrumentos fortes em outros âmbitos que não a política monetária. A existência desses instrumentos permitiria também uma transmissão mais eficaz das medidas de política monetária e com menos efeitos secundários. Em particular,

33. Ver Panetti (2019) para uma discussão das motivações para um sistema europeu de garantia de depósitos.

34. BCE (2020) inclui uma síntese das questões em aberto dos vários elementos de aprofundamento da UEM.

continua a ser essencial completar a União Bancária, aumentar a resiliência do setor financeiro, garantir políticas orçamentais contracíclicas sólidas e intensificar a partilha de risco privado e público. A partilha de risco na área do euro continua a ser mais limitada do que noutras uniões monetárias, como seja nos Estados Unidos. O aumento da partilha de risco privado, em que os agentes diversificam os ativos entre países através de mercados bancários e de capitais integrados, pode ajudar a mitigar choques assimétricos. O aumento da partilha de risco público, através de um fundo orçamental comum com objetivos de estabilização macroeconómica ou através de mecanismos de salvaguarda da estabilidade financeira dos Estados-Membros em tempos de crise, pode atenuar recessões a nível nacional ou comuns à área do euro, como é o caso da crise pandémica de COVID-19. Deste modo, a política orçamental poderia complementar o papel da política monetária única em situações de grandes choques macroeconómicos.

- Considerações para a reflexão sobre a estratégia futura

Em que medida as alterações institucionais pós-crise e as limitações ainda existentes na arquitetura da UEM são relevantes para a formulação da estratégia de política monetária?

Um tópico importante a ser reavaliado é o da interação entre a política monetária e as outras políticas macroeconómicas. Em relação à política orçamental, continua em aberto a desejabilidade de cooperação com a política monetária em situações de crise extrema ou os desafios que a falta de uma capacidade orçamental central e de ativos seguros ao nível da área do euro colocam ao BCE em comparação com outros bancos centrais. Em relação à política macroprudencial, coloca-se a questão da articulação desejável com a política monetária considerando as alterações entretanto ocorridas como o Mecanismo Único de Supervisão e o quadro macroprudencial. Os eventuais riscos de dominância orçamental e financeira num contexto de expansão maciça do balanço do BCE e as formas de os evitar são outras considerações relevantes.

A revisão da estratégia em 2020-21

Em 23 de janeiro de 2020, o Conselho do BCE lançou um reexame da sua estratégia de política monetária.³⁵ O propósito é assegurar que a estratégia é a mais adequada para cumprir, no presente e no futuro, o objetivo primordial de manutenção da estabilidade de preços.

O reexame da estratégia cobre todos os aspetos da política monetária, tomando como dado o mandato estabelecido pelo Tratado. O reexame não incide sobre o que o BCE faz mas sobre o modo como o faz. Os elementos que vão ser reavaliados são os seguintes:

- A formulação quantitativa da estabilidade de preços;
- A forma como as análises económica e monetária devem ser atualizadas;
- O modo como o emprego, a estabilidade financeira e as alterações climáticas³⁶ podem ser relevantes na prossecução do mandato do BCE;
- A eficácia e os potenciais efeitos secundários dos instrumentos de política monetária desenvolvidos na última década;
- As atuais práticas de comunicação, ou seja, a forma como o BCE interage e comunica para que todos os cidadãos entendam a sua missão e as suas decisões.

35. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200123-3b8d9fc08d.pt.html>.

36. Refira-se que a proteção e a melhoria da qualidade do ambiente fazem parte dos objetivos da UE e que os riscos associados a alterações climáticas poderão ter implicações para a condução da política monetária, incluindo para a sua transmissão.

A revisão da estratégia do BCE vai ser guiada por uma análise aprofundada, realizada com abertura de espírito e envolvendo todas as partes interessadas. Nesse sentido, foram criados diferentes grupos de trabalho envolvendo especialistas do BCE e dos BCN da área do euro que irão analisar temas relevantes para o reexame da estratégia (Figura 2). O Conselho pretende também ouvir ideias de outros setores da sociedade por toda a Europa, incluindo académicos, deputados do Parlamento Europeu e a sociedade civil. Para tal, o Eurosistema irá promover diversos eventos de interação com o público em geral, organizações da sociedade civil e o mundo académico. Adicionalmente, os cidadãos da área do euro são convidados a apresentar, por escrito, ideias e preocupações sobre a estratégia de política monetária do BCE através do portal “O BCE escuta”³⁷. As ideias e perspetivas partilhadas nestes eventos e no portal e o trabalho desenvolvido pelos especialistas serão considerados nas deliberações do Conselho.

Figura 2 • Grupos de trabalho criados no âmbito do reexame da estratégia do BCE

Medição da inflação	Expetativas de inflação	Objetivo da estabilidade de preços
Digitalização	Globalização	Alterações climáticas
Intermediação financeira não bancária	Política macroprudencial, política monetária e estabilidade financeira	Comunicação
Modelos aplicados pelo Eurosistema	Produtividade, inovação e progresso tecnológico	

Fonte: BCE.

No início de abril, o BCE decidiu adiar o reexame da sua estratégia de política monetária na sequência do choque causado pela pandemia de COVID-19, o qual poderá igualmente influenciar a reflexão sobre a estratégia futura quando esta for retomada.

A data de conclusão da revisão, inicialmente prevista para final de 2020, foi adiada para meados de 2021 dada a necessidade de centrar os recursos do Eurosistema na resposta aos desafios entretanto colocados pela crise pandémica.

Por outro lado, esta crise poderá influenciar a reflexão sobre a estratégia dado o provável prolongamento de algumas das tendências macroeconómicas que vinham a ser observadas e dado ter tornado evidentes algumas das vulnerabilidades latentes e suscitado novos desafios.

A natureza excecional do choque causado pela pandemia de COVID-19 e a incerteza quanto aos seus efeitos sobre a inflação no médio a longo prazo poderão afetar as expetativas de inflação dos agentes económicos. No que respeita às taxas de juro, a maior aversão ao risco e a reativação das compras de ativos pelo BCE poderão reduzir a taxa natural e prolongar a permanência da taxa de política no limite inferior. A pandemia tornou evidente que as insuficiências ainda existentes em termos de partilha de risco público e de mecanismos comuns de apoio financeiro continuam a ser um risco

37. <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/form.pt.html>.

para a transmissão homogénea da política monetária na área do euro. Em todo o caso, a resposta tempestiva das autoridades demonstrou uma maior capacidade da área do euro para lidar com crises do que no passado.

Neste contexto, a reflexão sobre como minimizar os riscos de a economia permanecer no limiar inferior da taxa de juro e como assegurar a transmissão uniforme da política em todos os países da área do euro poderá ganhar importância na revisão da estratégia. A conveniência de cooperação entre a política monetária e a política orçamental face a grandes choques é outro tópico que ganhou relevância na sequência da crise pandémica. Adicionalmente, as expectativas de um aumento significativo da dívida pública em alguns países na sequência da crise e as consequentes necessidades de financiamento poderão colocar novos desafios à estratégia relacionados com os riscos de dominância orçamental.

Considerações finais

A estratégia de política monetária do BCE é constituída por dois elementos essenciais: a definição quantitativa de estabilidade de preços e os dois pilares (económico e monetário) que sustentam a análise das perspetivas para a inflação e dos riscos para a estabilidade de preços. A estratégia inicial adotada em 1998 foi clarificada em 2003.

Desde então, a implementação dos dois pilares evoluiu em resposta aos desafios que foram surgindo, com destaque para o legado da crise financeira global e da crise das dívidas soberanas na área do euro. Paralelamente, os instrumentos usados pelo BCE foram expandidos e as práticas de comunicação melhoradas. Em suma, o BCE ajustou a política monetária e respondeu de forma decisiva às circunstâncias desafiantes da última década fazendo uso das possibilidades e da flexibilidade incorporadas na sua estratégia e no seu enquadramento operacional.

Algumas das alterações macroeconómicas ocorridas na última década têm uma natureza mais persistente e poderão ser relevantes para a estratégia de política monetária no futuro. A redução da taxa de juro de natural tornou o espaço de manobra do instrumento convencional mais exíguo. Por seu turno, o período prolongado de baixa inflação na área do euro poderá implicar uma estratégia diferente da adotada no passado para lidar com uma inflação elevada. As vulnerabilidades específicas da área do euro expostas pelas crises, as limitações que subsistem na arquitetura da UEM e outras mudanças na estrutura do sistema financeiro podem continuar a dificultar a transmissão homogénea da política monetária única. Algumas destas tendências e fragilidades tornaram-se mais proeminentes na sequência do choque causado pela pandemia de COVID-19.

Tendo em conta estas alterações, a revisão da estratégia de política monetária do BCE lançada em janeiro de 2020 é inteiramente justificada. Neste exercício será essencial refletir sobre qual a formulação quantitativa do objetivo de estabilidade de preços que é mais eficaz a ancorar as expectativas de inflação dos agentes económicos, num ambiente em que a proximidade do limite inferior da taxa de juro é mais provável do que em 1998 e 2003. Outro elemento a ponderar é a relevância que deve ser dada aos objetivos subsidiários consagrados no Tratado e a melhor forma de os acomodar. A eficácia dos instrumentos não convencionais introduzidos ou a introduzir no quadro operacional bem como os riscos associados à sua utilização deve ser igualmente avaliada. A interação da política monetária com outras políticas macroeconómicas, tal como a política orçamental, é outro dos tópicos que merece reflexão e que ganhou relevância após a crise pandémica. Finalmente, a possibilidade de manutenção da situação atual de baixa inflação e baixas taxas de juro por um período ainda mais longo coloca um desafio adicional ao desenho da nova estratégia do BCE.

Referências

- Adão, B. (2019). "Porque é a estabilidade de preços um objectivo-chave dos bancos centrais?" *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, V(1), 67-89.
- Alves, N., Marques, C. R., e Sousa, J. (2007). "Is the euro area M3 abandoning us?" Banco de Portugal *Working Papers* No 20, dezembro.
- Amador, J., Valle e Azevedo, J., e Braz, C. (2018). "O aprofundamento da União Económica e Monetária." Banco de Portugal *Occasional Papers* No 1, dezembro.
- Amano, R., Carter, T. J., e Leduc, S. (2020). "Is the risk of the lower bound reducing inflation?" *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter* 2020-05, fevereiro.
- Andrade, P., Galí, J., Le Bihan, H., e Matheron, J. (2018). "The optimal inflation target and the natural rate of interest." *NBER Working Paper* 24328, fevereiro.
- BCE (2003). "Press seminar on the evaluation of the ECB's monetary policy strategy." 8 de maio.
- BCE (2018). "Measuring fragmentation in the euro area unsecured overnight interbank money market: a monetary policy transmission approach." Preparado por J. Eisenschmidt, D. Kedan, e R. Tietz, *Economic Bulletin* Issue 5.
- BCE (2019). "Drivers of underlying inflation in the euro area over time: a Phillips curve perspective." Preparado por E. Bobeica e A. Sokol, *Economic Bulletin* Issue 4.
- BCE (2020). "The state of play regarding the deepening agenda for Economic and Monetary Union." Preparado por S. Tordo, J. Carmassi, S. Hauptmeier e M. Jahning, *Economic Bulletin* Issue 2.
- Bernanke, B. S. (2015). "Why are interest rates so low, part 3: the global savings glut." Brookings, 1 de abril.
- BIS (2019). "Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis." *Committee on the Global Financial System Papers* No 63, outubro.
- Blattner, T., Catenaro, M., Ehrmann, M., Strauch, R., e Turunen, J. (2008). "The predictability of monetary policy." *ECB Occasional Paper Series* No 83, março.
- Brand, C., Bielecki, M., e Penalver, A. (eds.) (2018). "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy." *ECB Occasional Paper Series* No 217, dezembro.
- Brand, C., Goy, G., e Lemke, W. (2020). "Natural rate chimera and bond pricing reality." *DNB Working Paper* No 666, janeiro.
- Ciccarelli, M., e Osbat, C. (eds.) (2017). "Low inflation in the euro area: causes and consequences." *ECB Occasional Paper Series* No 181, janeiro.
- Coenen, G. (2003). "Zero lower bound: is it a problem in the euro area?" *ECB Working Paper Series* No 269, setembro.
- Csonto, B., Huang, Y., e Tovar, C. E. (2019). "Is digitalization driving domestic inflation?" *IMF Working Paper* No 271, dezembro.
- d'Avernas, A., Vandeweyer, Q., e Pariès, M. D. (2020). "Unconventional monetary policy and funding liquidity risk." *ECB Working Paper Series* No 2350, janeiro.
- Dincer, N., Eichengreen, B., e Geraats, P. (2019). "Transparency of monetary policy in the postcrisis world." In D. G. Mayes, P. L. Siklos e J. Sturm (eds.), *The Oxford Handbook of the Economics of Central Banking* (pp. 287-336). Oxford: Oxford University Press.
- Draghi, M. (2012). "Verbatim of the remarks made by Mario Draghi." Discurso na Global Investment Conference em Londres, 26 de julho.

- Draghi, M. (2016). "Delivering a symmetric mandate with asymmetric tools: monetary policy in a context of low interest rates." Discurso no Oesterreichische Nationalbank em Viena, 2 de junho.
- Duisenberg, W. F. (1998). "The ESCB's stability-oriented monetary policy strategy." Discurso no Institute of European Affairs em Dublin, 10 de novembro.
- Eser, F., Karadi, P., Lane, P. R., Moretti, L., e Osbat, C. (2020). "The Phillips curve at the ECB." *ECB Working Paper Series* No 2400, maio.
- Franta, M. (2018). "The likelihood of effective lower bound events." *BIS Working Papers* No 731, junho.
- Hannoun, H., Issing, O., Liebscher, K., Schlesinger, H., Stark, J., e Wellink, N. (2019). "Memorandum on the ECB's monetary policy." 4 de outubro.
- Hartmann, P., e Smets, F. (2018). "The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy." *ECB Working Paper Series* No 2219, dezembro.
- Hills, T. S., Nakata, T., e Schmidt, S. (2019). "Effective lower bound risk." *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series* 2019-077, setembro.
- Holston, K., Laubach, T., e Williams, J. C. (2017). "Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants." *Journal of International Economics*, 108, S59-S75.
- Issing, O., Gaspar, V., Angeloni, I., e Tristani, O. (2001). *Monetary Policy in the Euro Area*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Johansen, B. K., e Mertens, E. (no prelo). "A time series model of interest rates with the effective lower bound." *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Kiley, M. T., e Roberts, J. M. (2017). "Monetary policy in a low interest rate world." *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera.
- Paloviita, M., Haavio, M., Jalasjoki, P., e Kilponen, J. (2017). "What does "below, but close to, two per cent" mean? Assessing the ECB's reaction function with real time data." *Bank of Finland Research Discussion Papers* No 29, outubro.
- Panetti, E. (2019). "A economia do sistema europeu de seguro de depósitos." *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, V(4), 71-91.
- Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A., e Yiangou, J. (2019). "A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20." *ECB Working Paper Series* No 2346, dezembro.
- Smets, F. (2003). "Maintaining price stability: how long is the medium term?" *Journal of Monetary Economics*, 50(6), 1293-1309.
- Uribe, M. (2020). "The neo-Fisher effect: econometric evidence from empirical and optimizing models." Columbia University, fevereiro.
- Valle e Azevedo, J., Ritto, J., e Teles, P. (2019). "The neutrality of nominal rates: how long is the long run?" Banco de Portugal *Working Papers* No 11, junho.

