



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 2 / 2023



Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	9
2 Atividade económica	16
3 Preços e custos	24
4 Evolução do mercado financeiro	33
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	38
6 Evolução orçamental	46
Caixas	50
1 O que molda as repercussões dos choques de política monetária nos Estados Unidos sobre as economias de mercado emergentes?	50
2 Evolução dos preços do petróleo e fluxos de petróleo russo desde o embargo da UE e do limite máximo estabelecido pelos países do Grupo dos Sete (G7)	56
3 Adoção do “friend-shoring” nas cadeias de valor mundiais: análise com base em modelos	63
4 Cadeias de valor mundiais e pandemia: o impacto dos estrangulamentos no abastecimento	72
5 Quem paga a conta? O impacto desigual do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos	78
6 Resultados do teste de esforço ao balanço do Eurosistema centrado no risco climático de 2022	85
7 Retrospeção (“backcasting”) das taxas reais e das expectativas de inflação – conjugação de medidas baseadas no mercado com dados históricos para variáveis relacionadas	89
8 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 2 de novembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023	94
9 Atualização sobre as respostas à crise energética e à elevada inflação na área do euro em termos de políticas orçamentais	100

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

Projeta-se que a inflação permaneça demasiado elevada durante demasiado tempo. Por conseguinte, em 16 de março de 2023, o Conselho do BCE decidiu aumentar as três taxas de juro diretas do BCE em 50 pontos base, em conformidade com a sua determinação em assegurar um retorno atempado da inflação ao objetivo de 2,0% a médio prazo. O nível elevado de incerteza reforça a importância de uma abordagem dependente dos dados nas decisões do Conselho do BCE sobre as taxas diretas, que serão determinadas pela avaliação do mesmo das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária.

O Conselho do BCE anunciou igualmente que estava a acompanhar de perto as atuais tensões no mercado e está preparado para responder conforme necessário, no sentido de preservar a estabilidade de preços e a estabilidade financeira na área do euro. O Conselho do BCE afirmou que o setor bancário da área do euro era resiliente, apresentando posições de capital e liquidez fortes. Em todo o caso, o conjunto de instrumentos de política monetária do BCE permite inteiramente proporcionar, se necessário, apoio em termos de liquidez ao sistema financeiro da área do euro e preservar a transmissão regular da política monetária.

As novas projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE foram finalizadas no início de março, antes do recente surgimento de tensões nos mercados financeiros. Assim, essas tensões implicam uma incerteza adicional em torno das projeções de referência para a inflação e o crescimento. Antes destes desenvolvimentos recentes, a trajetória de referência da inflação global tinha já sido objeto de uma revisão em baixa, sobretudo devido a um contributo dos preços dos produtos energéticos menor do que o anteriormente esperado. Os especialistas do BCE consideram agora que a inflação se situe, em média, em 5,3% em 2023, 2,9% em 2024 e 2,1% em 2025. Ao mesmo tempo, as pressões subjacentes sobre os preços permanecem fortes. A inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares continuou a subir em fevereiro e os especialistas do BCE esperam que seja, em média, de 4,6% em 2023, valor que é mais elevado do que o avançado nas projeções de dezembro. Subsequentemente, projeta-se que desça para 2,5% em 2024 e 2,2% em 2025, com o desvanecimento das pressões em sentido ascendente geradas pelos anteriores choques da oferta e pela reabertura da economia e com a maior restritividade da política monetária a atenuar cada vez mais a procura.

As projeções de referência para o crescimento em 2023 foram revistas em alta para uma média de 1,0%, em resultado quer da descida dos preços dos produtos energéticos quer da maior resiliência da economia à conjuntura económica internacional difícil. Os especialistas do BCE esperam que, então, o crescimento registre novo aumento, para 1,6%, tanto em 2024 como em 2025, apoiado por um

mercado de trabalho robusto, pela melhoria da confiança e por uma recuperação dos rendimentos reais. Simultaneamente, o aumento do crescimento em 2024 e 2025 é mais fraco do que o projetado em dezembro, devido à maior restritividade da política monetária.

Atividade económica

A atividade económica mundial manteve-se moderada na viragem do ano, mas as perspetivas de curto prazo melhoraram, impulsionadas pela reabertura económica da China e pela resiliência continuada dos mercados de trabalho nas economias avançadas. O abrandamento dos constrangimentos no abastecimento continua a sustentar o comércio mundial e, apesar da descida da inflação global, as pressões subjacentes sobre os preços permanecem fortes. Neste contexto, as perspetivas de crescimento mundial para 2023 e 2024 incluídas nas projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE foram revistas em alta em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Embora a reabertura da economia chinesa apoie o crescimento mundial este ano, a atividade económica mundial permanece relativamente fraca, continuando as taxas de crescimento abaixo das médias históricas ao longo de todo o horizonte de projeção de 2023 a 2025. As projeções para o comércio mundial foram também revistas em alta, a fim de refletir a reabertura económica da China e o novo abrandamento dos constrangimentos nas cadeias de abastecimento mundiais. Existem sinais crescentes de que a inflação mundial medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) já atingiu o valor máximo em 2022, embora as pressões sobre os preços na economia mundial permaneçam elevadas. A desinflação está a ser impulsionada pelo desvanecimento das perturbações no abastecimento, pela queda dos preços dos produtos energéticos e pelo aumento sincronizado da restritividade da política monetária em todo o mundo. Contudo, a resiliência dos mercados de trabalho e o forte crescimento dos salários, sobretudo nas principais economias avançadas, sugerem que as pressões inflacionistas subjacentes na economia mundial permanecem fortes e que o processo de desinflação será gradual.

A economia da área do euro estagnou no quarto trimestre de 2022, não se verificando, assim, a contração anteriormente esperada. No entanto, a procura interna privada registou uma queda acentuada. A inflação elevada, as incertezas prevalecentes e as condições de financiamento mais restritivas enfraqueceram o consumo privado e o investimento, que diminuíram, 0,9% e 3,6%, respetivamente. Segundo as projeções de referência, a economia deverá recuperar nos próximos trimestres. A produção industrial deverá aumentar com a continuação da melhoria das condições de abastecimento e da confiança e com as empresas a dar vazão ao grande volume de encomendas em atraso. A subida dos salários e a descida dos preços dos produtos energéticos compensarão, em parte, a perda de poder de compra que muitas famílias estão a sofrer em resultado da inflação elevada. Tal, por seu turno, apoiará as despesas de consumo. Acresce que o mercado de trabalho permanece forte, não obstante o enfraquecimento da atividade económica. O emprego registou um crescimento de 0,3% no quarto trimestre de 2022 e, em janeiro de 2023, a taxa de desemprego permaneceu no seu mínimo histórico de 6,6%.

Com o aprovisionamento energético a tornar-se mais seguro, os preços dos produtos energéticos desceram de forma significativa, a confiança melhorou e a atividade deverá recuperar ligeiramente no curto prazo. Os preços mais baixos dos produtos energéticos estão agora a proporcionar uma certa atenuação dos custos, em especial nos setores com grande consumo energético, e os estrangulamentos no abastecimento a nível mundial desvaneceram-se em grande medida. O mercado energético deverá continuar o processo de reequilíbrio e os rendimentos reais deverão melhorar. Com um fortalecimento também da procura externa e com a condição de que as atuais tensões nos mercados financeiros diminuam, o crescimento do produto deverá recuperar a partir de meados de 2023, apoiado por um mercado de trabalho robusto. No entanto, a normalização em curso da política monetária do BCE e os novos aumentos das taxas de juro esperados pelos mercados repercutir-se-ão cada vez mais na economia real, com efeitos redutores adicionais decorrentes de um recente aumento da restritividade das condições de oferta de crédito. A par da cessação gradual do apoio orçamental e de algumas preocupações remanescentes relativamente aos riscos para o aprovisionamento energético no próximo inverno, tal pesará sobre o crescimento económico no médio prazo. De um modo geral, o crescimento médio anual do produto interno bruto (PIB) real deverá abrandar para 1,0% em 2023 (face a 3,6% em 2022), recuperando depois para 1,6% em 2024 e 2025. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em alta em 0,5 pontos percentuais para 2023, devido à repercussão das surpresas positivas no segundo semestre de 2022 e à melhoria das perspetivas a curto prazo. Para 2024 e 2025, foram revistas em baixa em 0,3 e 0,2 pontos percentuais, respetivamente, porque a maior restritividade das condições de financiamento e a recente apreciação do euro superaram os efeitos positivos sobre o rendimento e a confiança decorrentes de uma inflação mais baixa.

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas orçamentais para a área do euro deverão melhorar no decurso do horizonte de projeção. Na sequência da estimada descida significativa em 2022, projeta-se que o défice orçamental da área do euro continue a diminuir ligeiramente em 2023 e de forma mais considerável em 2024 (para 2,4% do PIB), permanecendo inalterado em 2025. A diminuição do saldo orçamental no final do horizonte de projeção, em comparação com 2022, é explicada pela melhoria do saldo primário corrigido do ciclo e por uma melhor componente cíclica, ao passo que os pagamentos de juros aumentam gradualmente como uma percentagem do PIB ao longo do horizonte de projeção. Projeta-se que a dívida da área do euro continue a diminuir, embora de modo mais lento após 2022, situando-se num valor ligeiramente inferior a 87% do PIB em 2025. Tal deve-se sobretudo aos diferenciais negativos entre taxa de juro e taxa de crescimento, que mais do que compensam os persistentes défices primários. Contudo, em 2025, os rácios do défice e da dívida deverão permanecer acima dos níveis anteriores à pandemia. Em comparação com as projeções de dezembro, a trajetória do saldo orçamental foi revista em alta no período de 2023 a 2025, ainda que apenas marginalmente no final do horizonte de projeção, enquanto os pagamentos de juros subiram para o período de 2024 a 2025. O rácio da dívida foi revisto em baixa, refletindo sobretudo a melhoria da trajetória do saldo primário.

As medidas de apoio estatal para proteger a economia do impacto dos preços elevados dos produtos energéticos devem ser temporárias, direcionadas e adaptadas a preservar os incentivos a um menor consumo energético. Com a descida dos preços dos produtos energéticos e a diminuição dos riscos em torno do aprovisionamento energético, é importante começar a descontinuar essas medidas sem demora e de forma concertada. Quaisquer medidas que não sigam estes princípios podem intensificar as pressões inflacionistas a médio prazo, exigindo uma resposta mais forte da política monetária. Além disso, em consonância com o quadro de governação económica da União Europeia e como manifesto nas orientações emitidas pela Comissão Europeia em 8 de março de 2023, as políticas orçamentais devem visar a consecução de uma economia da área do euro mais produtiva e a redução gradual da elevada dívida pública. Políticas destinadas a aumentar a capacidade de oferta da área do euro, especialmente no setor energético, podem ajudar a reduzir as pressões sobre os preços no médio prazo. Para o efeito, os governos devem implementar rapidamente os respetivos planos de reforma estrutural e investimento ao abrigo do programa “NextGenerationEU”. A reforma do quadro de governação económica da União Europeia deve ser concluída rapidamente.

Inflação

A inflação desceu ligeiramente, situando-se em 8,5% em fevereiro. A descida deveu-se à nova queda acentuada dos preços dos produtos energéticos. Em contraste, a inflação dos preços dos produtos alimentares continuou a subir, atingindo 15,0%, com o anterior grande aumento dos custos energéticos e de outros fatores de produção alimentar ainda a repercutir-se nos preços no consumidor.

Além disso, as pressões subjacentes sobre os preços permanecem fortes. A inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares subiu para 5,6% em fevereiro e outros indicadores da inflação subjacente também se mantiveram elevados. A inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos aumentou para 6,8% em fevereiro, refletindo sobretudo os efeitos desfasados dos anteriores estrangulamentos no abastecimento e dos preços elevados dos produtos energéticos. A inflação dos preços dos serviços, que subiu para 4,8% em fevereiro, continua igualmente a ser impulsionada pela transmissão gradual dos anteriores aumentos dos custos energéticos, pela procura latente resultante da reabertura da economia e pela subida dos salários.

As pressões sobre os salários intensificaram-se devido à robustez dos mercados de trabalho e com os empregados a terem por objetivo recuperar algum do poder de compra perdido em resultado da inflação elevada. Além disso, muitas empresas tiveram a oportunidade de aumentar as margens de lucro em setores com uma oferta limitada e uma procura ressurgente. Ao mesmo tempo, a maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se atualmente em torno de 2,0%, se bem que se justifique um acompanhamento constante, sobretudo à luz da recente volatilidade das expectativas de inflação baseadas no mercado.

A correção acentuada nos mercados energéticos provocou uma descida significativa das pressões sobre os preços, esperando-se agora que a inflação desça a um ritmo mais rápido. A inflação dos preços dos produtos energéticos, que atingiu um máximo superior a 40% no outono passado, deverá tornar-se negativa no segundo semestre de 2023, devido à descida dos preços das matérias-primas para níveis inferiores aos observados pela última vez antes da invasão da Ucrânia pela Rússia, a fortes efeitos de base e à apreciação da taxa de câmbio do euro. As perspetivas mais favoráveis para os preços das matérias-primas energéticas implicam que as medidas orçamentais deverão desempenhar um papel um pouco menor na redução dos preços dos produtos energéticos em 2023 e, com a cessação das mesmas, espera-se agora uma menor subida da inflação dos preços dos produtos energéticos em 2024.

A reversão das taxas de inflação de outras componentes do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) deverá começar um pouco mais tarde, visto que, no curto prazo, continuarão a verificar-se as pressões acumuladas decorrentes da transmissão dos custos, em especial à inflação dos preços dos produtos alimentares, bem como dos efeitos persistentes associados aos anteriores estrangulamentos da oferta e à reabertura da economia. A inflação global deverá descer para um valor inferior a 3,0% até ao final de 2023 e estabilizar em 2,9% em 2024, antes de se aproximar mais do objetivo de inflação de 2,0% no terceiro trimestre de 2025, situando-se, em média, em 2,1% para o ano. Em contraste com a inflação global, a inflação subjacente medida com base no IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares será, em média, mais elevada em 2023 do que em 2022, refletindo efeitos desfasados relacionados com efeitos indiretos quer dos anteriores preços elevados dos produtos energéticos quer da anterior forte depreciação do euro, que dominarão no curto prazo. Os efeitos sobre a inflação subjacente das descidas mais recentes dos preços dos produtos energéticos e da recente apreciação do euro serão sentidos apenas mais tarde no horizonte de projeção. A esperada descida da inflação no médio prazo reflete também o impacto gradual da normalização da política monetária. Contudo, a restritividade dos mercados de trabalho e os efeitos de compensação pela inflação implicam que se espera que os salários registem taxas de crescimento muito acima das médias históricas e que, no final do horizonte, se situem em termos reais em níveis próximos dos do primeiro trimestre de 2022. Em comparação com as projeções de dezembro de 2022, a inflação global foi revista em baixa para os vários anos do horizonte de projeção (em 1,0 pontos percentuais para 2023, em 0,5 pontos percentuais para 2024 e em 0,2 pontos percentuais para 2025). A revisão em baixa considerável para 2023 advém das grandes surpresas em sentido descendente relacionadas com a inflação dos preços dos produtos energéticos nos últimos meses e dos pressupostos muito mais baixos relativos aos preços dos produtos energéticos, parcialmente compensados por surpresas de dados em sentido ascendente para a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares. Relativamente a 2024 e 2025, as revisões em baixa estão relacionadas com um menor impacto da reversão de medidas orçamentais na inflação dos preços dos produtos energéticos, com um desvanecimento mais forte de efeitos indiretos e com a crescente repercussão da recente apreciação do euro.

Análise dos riscos

Os riscos para as perspetivas de crescimento mundial apresentam-se enviesados no sentido descendente. Tensões nos mercados financeiros persistentemente elevadas podem restringir as condições de crédito gerais de uma forma mais forte do que o esperado e reduzir a confiança. A guerra injustificada da Rússia contra a Ucrânia e o povo ucraniano continua a representar um significativo risco em sentido descendente para a economia e pode fazer subir novamente os custos energéticos e alimentares. O crescimento da área do euro pode também ser ainda mais restringido, se o enfraquecimento da economia mundial for maior do que o aguardado. Todavia, as empresas poderão adaptar-se mais depressa à conjuntura internacional difícil e, juntamente com o desvanecimento do choque energético, isso pode apoiar um crescimento mais elevado do que o atualmente previsto.

Os riscos em sentido ascendente para a inflação incluem as atuais pressões acumuladas, que ainda podem elevar mais do que o esperado os preços a retalho no curto prazo. Fatores internos, como uma subida persistente das expectativas de inflação para níveis acima do objetivo do Conselho do BCE ou aumentos dos salários e das margens de lucro superiores aos previstos, podem fazer subir ainda mais a inflação, incluindo a médio prazo. Uma recuperação mais forte do que o esperado na China poderia igualmente dar um novo impulso aos preços das matérias-primas e à procura externa. Os riscos em sentido descendente para a inflação incluem tensões nos mercados financeiros persistentemente elevadas, que podem acelerar a desinflação. Acresce que a queda dos preços dos produtos energéticos pode traduzir-se numa menor pressão da inflação subjacente e dos salários. O enfraquecimento da procura, incluindo devido a uma maior desaceleração do crédito bancário ou a uma transmissão da política monetária mais forte do que o projetado, contribuiria também para pressões sobre os preços mais baixas do que o aguardado presentemente, em especial no médio prazo.

Condições monetárias e financeiras

As taxas de juro do mercado subiram muito nas semanas subsequentes à reunião de fevereiro do Conselho do BCE. Contudo, o aumento inverteu-se fortemente no período que antecedeu a reunião de março num contexto de graves tensões nos mercados financeiros. O crédito bancário a empresas da área do euro tornou-se mais caro. O crédito às empresas registou novo enfraquecimento, devido à menor procura e às condições de oferta de crédito mais restritivas. A contração de empréstimos pelas famílias também passou a ser mais cara, em especial devido às taxas mais elevadas do crédito à habitação. Este aumento dos custos de endividamento e a resultante diminuição da procura, a par de critérios de concessão de crédito mais restritivos, conduziram a um novo abrandamento do crescimento dos empréstimos às famílias. Perante esta dinâmica mais fraca dos empréstimos, o crescimento da moeda abrandou acentuadamente, impulsionado pelas suas componentes mais líquidas.

Decisões de política monetária

Com base na sua avaliação atual, o Conselho do BCE decidiu aumentar as três taxas de juro diretoras do BCE em 50 pontos base. Nessa conformidade, a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito serão aumentadas para, respetivamente, 3,50%, 3,75% e 3,00%, com efeitos a partir de 22 de março de 2023.

A carteira do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) está a diminuir a um ritmo comedido e previsível, dado que o Eurosistema não reinveste a totalidade dos pagamentos de capital de títulos vencidos. A diminuição ascenderá, em média, a 15 mil milhões de euros por mês até ao final de junho de 2023 e o seu ritmo subsequente será determinado com o tempo. No que respeita ao programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP), o Conselho do BCE tenciona reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no contexto do programa até, pelo menos, ao final de 2024. De qualquer forma, a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada. O Conselho do BCE continuará a aplicar flexibilidade no reinvestimento dos reembolsos previstos no âmbito da carteira do PEPP, a fim de contrariar os riscos para o mecanismo de transmissão da política monetária relacionados com a pandemia.

Como os bancos estão a reembolsar os montantes dos empréstimos obtidos no âmbito das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas, o Conselho do BCE avaliará regularmente a forma como estas operações estão a contribuir para a orientação da política monetária.

Conclusão

Resumindo, projeta-se que a inflação permaneça demasiado elevada durante demasiado tempo. Por conseguinte, na sua reunião de março, o Conselho do BCE decidiu aumentar as três taxas de juro diretoras do BCE em 50 pontos base, em conformidade com a sua determinação em assegurar um retorno atempado da inflação ao objetivo de 2,0% a médio prazo.

O nível elevado de incerteza reforça a importância de uma abordagem dependente dos dados nas decisões do Conselho do BCE sobre as taxas diretoras, que serão determinadas pela avaliação do mesmo das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária.

O Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, no âmbito do seu mandato, a fim de assegurar o retorno da inflação ao seu objetivo de 2,0% a médio prazo e preservar a transmissão regular da política monetária.

1 Conjuntura externa

A atividade económica mundial manteve-se moderada na viragem do ano, mas as perspetivas de curto prazo melhoraram, apoiadas pela reabertura económica da China e pelos mercados de trabalho ainda resilientes nas economias avançadas. O abrandamento dos constrangimentos no abastecimento continua a apoiar o comércio mundial. Apesar da descida da inflação global, as pressões subjacentes sobre os preços permanecem fortes. Neste contexto, as perspetivas de crescimento mundial para 2023 e 2024, tal como incorporadas nas projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, foram revistas em alta em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema. Embora a reabertura da economia da China reforce o crescimento mundial este ano, a atividade económica mundial permanece relativamente fraca, mantendo-se as taxas de crescimento abaixo das médias históricas ao longo de todo o horizonte de projeção de 2023 a 2025. As projeções para o comércio mundial foram também revistas em alta a fim de refletir a reabertura económica da China e o novo abrandamento dos constrangimentos nas cadeias de abastecimento mundiais. Existem sinais crescentes de que a inflação mundial medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) já tinha atingido o valor máximo em 2022, embora as pressões sobre os preços na economia mundial permaneçam elevadas. A desinflação está a ser apoiada pelo desvanecimento das perturbações no abastecimento, pela queda dos preços dos produtos energéticos e pelo aumento sincronizado da restritividade da política monetária em todo o mundo. Contudo, a resiliência dos mercados de trabalho e o forte crescimento dos salários, sobretudo nas principais economias avançadas, sugerem que as pressões inflacionistas subjacentes na economia mundial permanecem fortes.

A inflação elevada, a maior restritividade da política monetária e as perturbações no abastecimento relacionadas com a pandemia na China atenuaram o crescimento mundial na viragem do ano. Em conjunto com a

incerteza geopolítica acrescida relacionada com a guerra na Ucrânia e a persistência de riscos de abastecimento para os mercados mundiais de produtos energéticos e de matérias-primas alimentares, estes fatores pesaram sobre a atividade económica, com o crescimento do PIB real mundial a diminuir acentuadamente para um valor estimado de 0,4% no quarto trimestre de 2022¹. Embora este valor esteja globalmente em linha com as projeções de dezembro de 2022, verificaram-se duas forças opostas. Primeiro, o levantamento abrupto das políticas de saúde pública de contenção da COVID-19 na China desencadeou um aumento acentuado das taxas de infeção, no curto prazo, o que aponta para uma atividade económica muito mais fraca do que o anteriormente esperado. Segundo, o crescimento do PIB real nos Estados Unidos foi mais forte do que o previsto, devido a um contributo positivo considerável das exportações líquidas e das existências, embora a procura interna tenha registado nova moderação.

¹ Dado que esta secção se centra na evolução da conjuntura mundial, todas as referências a indicadores económicos agregados mundiais e/ou globais excluem a área do euro.

Espera-se que o crescimento do PIB real mundial aumente no primeiro trimestre de 2023, mas mantendo-se moderado.

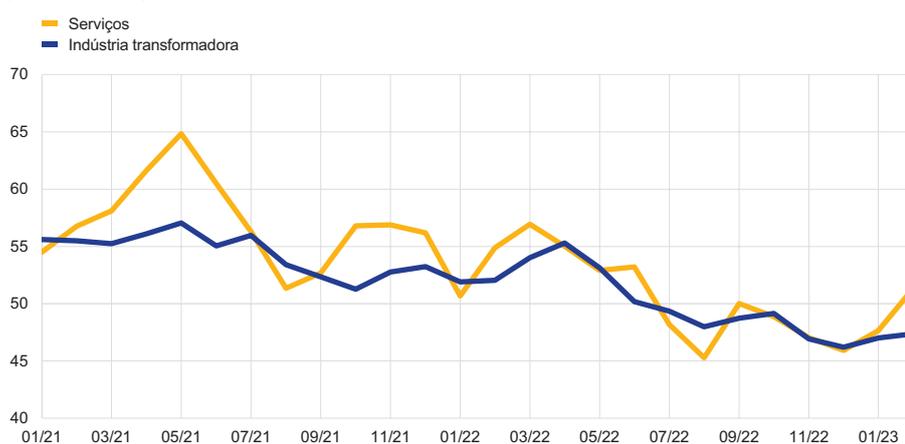
Este aumento reflete o facto de as recentes perturbações relacionadas com a pandemia na China parecerem já estar a atenuar-se e o desempenho do mercado de trabalho nas economias avançadas permanecer sólido, o que está igualmente em consonância com as indicações obtidas nos inquéritos mais recentes do Índice de Gestores de Compras (IGC), que sugerem uma melhoria da atividade económica. Nas economias avançadas, a produção no setor dos serviços aumentou recentemente, a par da atual resiliência do mercado de trabalho, enquanto a produção na indústria transformadora permanece em níveis contracionistas (gráfico 1, painel a). Na China, a recuperação face às perturbações decorre a bom ritmo, tendo a produção na indústria transformadora e no setor dos serviços recuperado rapidamente em fevereiro, o que melhorou os agregados dos mercados emergentes (gráfico 1, painel b).

Gráfico 1

Índice de Gestores de Compras do produto por setor nas economias avançadas e nas economias de mercado emergentes

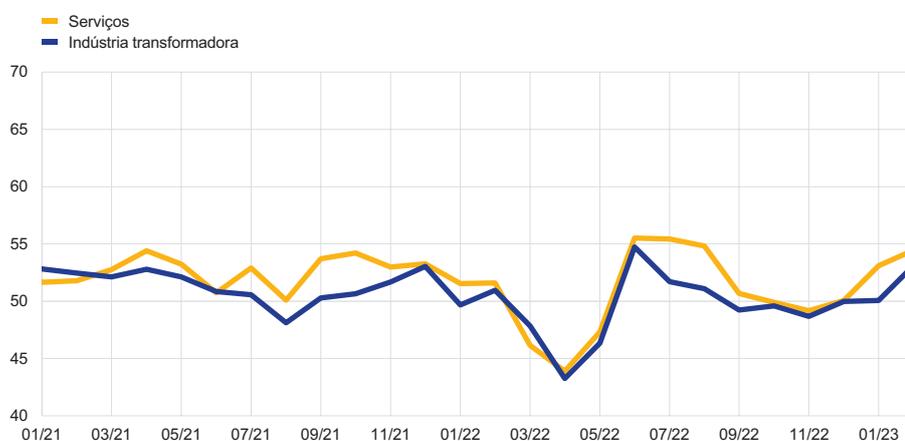
a) Economias avançadas (excluindo a área do euro)

(índices de difusão)



b) Economias de mercado emergentes

(índices de difusão)



Fontes: S&P Global S&P Global Market Intelligence e cálculos de especialistas do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2023.

As perspetivas de crescimento mundial foram revistas em alta para 2023 e 2024. Embora a reabertura económica na China apoie o crescimento mundial em 2023, a atividade económica mundial continua lenta, permanecendo as taxas de crescimento abaixo das médias históricas ao longo do horizonte de projeção. De acordo com as projeções de março de 2023, o crescimento do PIB real mundial deverá situar-se em 3,0% em 2023, ligeiramente abaixo da taxa de crescimento de 3,3% estimada para 2022, aumentando depois muito gradualmente para 3,2% em 2024 e 3,3% em 2025. Em comparação com as projeções de dezembro de 2022, tal representa revisões em alta para 2023 (0,4 pontos percentuais) e 2024 (0,1 pontos percentuais), mas não se verificam alterações relativamente a 2025. Um fator fundamental subjacente às revisões é a melhoria das perspetivas para a China, projetando-se que as perturbações relacionadas com a pandemia observadas na viragem do ano preparem o caminho para uma recuperação mais rápida no final de 2023, dado que a economia chinesa estará menos condicionada pelo risco de novos confinamentos. O crescimento do PIB real nos Estados Unidos foi também revisto em alta, num contexto de continuação da resiliência do mercado de trabalho. Nas economias avançadas, a trajetória projetada para o crescimento do PIB real permanece relativamente fraca para 2023, globalmente em consonância com as projeções de dezembro de 2022, sendo que deverá recuperar posteriormente de forma apenas gradual. No que respeita às economias de mercado emergentes, projetam-se taxas de crescimento globalmente estáveis em cerca de 4,0% ao longo de todo o horizonte de projeção.

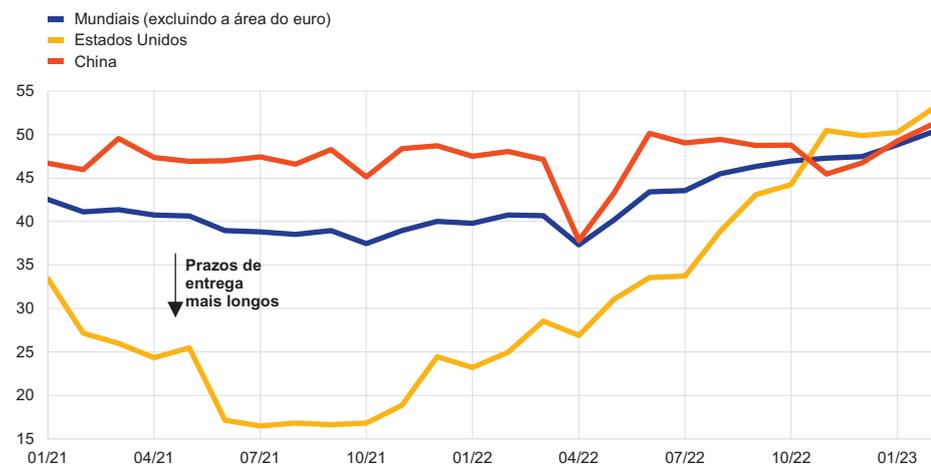
As projeções para o comércio mundial foram também revistas em alta, a fim de refletir a reabertura económica da China e o novo abrandamento dos constrangimentos nas cadeias de abastecimento mundiais. Tal ocorre após um crescimento negativo no quarto trimestre de 2022, altura em que se estima que o comércio mundial tenha diminuído devido ao enfraquecimento do comércio de bens nas economias avançadas e de mercado emergentes. Desde então, têm-se verificado sinais preliminares de estabilização num nível baixo. Embora permaneça em níveis contracionistas, o IGC mundial para as novas encomendas de exportações na indústria transformadora melhorou em janeiro e fevereiro de 2023. Adicionalmente, os constrangimentos no abastecimento a nível mundial atenuaram-se significativamente e os prazos de entrega dos fornecedores reduziram-se, o que sugere que o impacto das perturbações relacionadas com a pandemia na China sobre as cadeias de abastecimento mundiais foi relativamente limitado e de curta duração (gráfico 2). De acordo com as projeções de março de 2023, o crescimento do comércio mundial será menos dinâmico do que o crescimento do PIB real mundial este ano, refletindo a descida contínua do impacto da dissipação dos estrangulamentos no abastecimento, que contribuiu para um forte crescimento do comércio em 2022. À medida que os padrões de consumo, especialmente nas economias avançadas, normalizam e regressam a uma preferência por serviços em detrimento de bens, o comércio mundial poderá ser afetado negativamente. Projeta-se que o comércio mundial cresça 2,5% em 2023 – um ritmo relativamente fraco em comparação com as médias históricas – e aumente 3,4% em 2024 e 2025, globalmente em consonância com o crescimento do PIB real mundial. Espera-se que a procura externa da área do euro siga uma trajetória

semelhante. As projeções de março de 2023 apontam para um aumento da procura externa da área do euro de 2,1% em 2023, subindo depois para 3,1% em 2024 e 3,3% em 2025. As projeções para o comércio mundial e a procura externa da área do euro foram revistas em alta para 2023, devido, em parte, a resultados superiores ao esperado no terceiro trimestre de 2022 que resultaram em consideráveis efeitos de repercussão estatística.

Gráfico 2

Prazos de entrega dos fornecedores no Índice de Gestores de Compras

(índice)



Fontes: S&P Global S&P Global Market Intelligence e cálculos de especialistas do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2023.

As pressões sobre os preços na economia mundial mantêm-se elevadas.

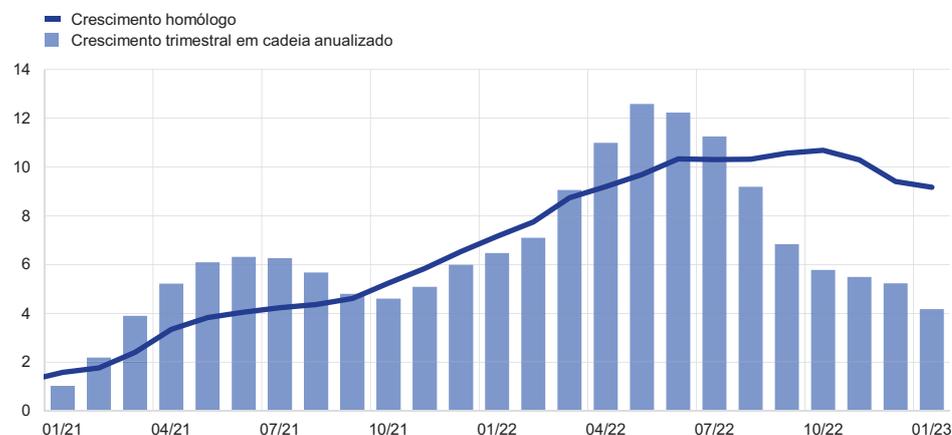
A inflação mundial medida pelo IPC tem vindo a diminuir desde que atingiu um valor máximo no verão de 2022, devido ao desvanecimento das perturbações no abastecimento, à queda dos preços dos produtos energéticos e ao aumento sincronizado da restritividade da política monetária. Contudo, a resiliência dos mercados de trabalho e o forte crescimento dos salários, sobretudo nas economias avançadas, sugerem que as pressões inflacionistas subjacentes são fortes. A inflação global homóloga medida pelo IPC nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) diminuiu ligeiramente para 9,2% em janeiro de 2023, face a 9,4% no mês anterior. O dinamismo da inflação global medida pelo IPC está a descer acentuadamente devido à queda dos preços dos produtos energéticos (gráfico 3, painel a). Em contraste, a inflação subjacente medida pelo IPC (que exclui as componentes dos produtos energéticos e dos produtos alimentares) manteve-se inalterada em 7,2% ao longo do mesmo período e, embora o seu dinamismo tenha abrandado ligeiramente, permanece relativamente forte, o que sugere pressões inflacionistas mais persistentes (gráfico 3, painel b). A trajetória projetada para os preços das exportações dos concorrentes da área do euro também reflete esta narrativa e foi revista ligeiramente em baixa em comparação com as projeções de dezembro de 2022.

Gráfico 3

Inflação medida pelo índice de preços no consumidor nos países da OCDE

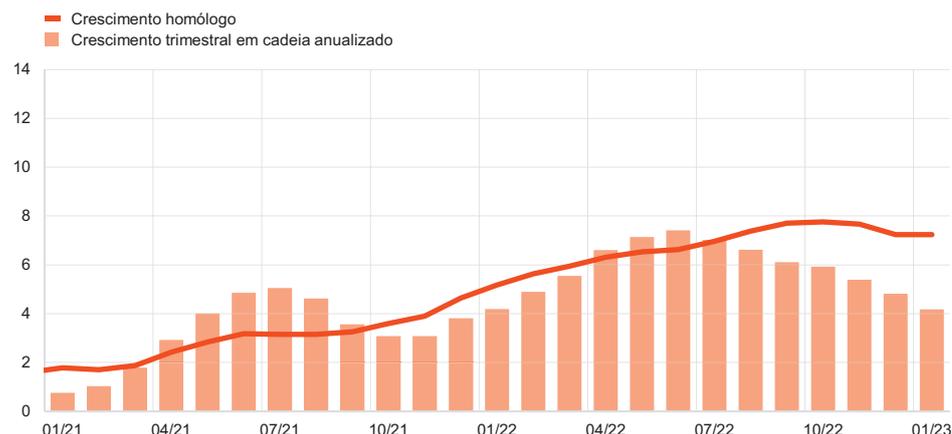
a) Global

(taxas de variação homogêneas (%) e taxas de variação trimestrais em cadeia anualizadas (%))



b) Subjacente

(taxas de variação homogêneas (%) e taxas de variação trimestrais em cadeia anualizadas (%))



Fontes: OECD e cálculos do BCE.

Notas: A inflação subjacente medida pelo IPC exclui as componentes de produtos energéticos e alimentares. Os padrões da inflação global homogênea e da inflação subjacente homogênea medidas pelo IPC, e o respetivo dinamismo da inflação, seriam semelhantes mesmo se se excluísse a Turquia (país em que a inflação continua em dois dígitos elevados) do total da OCDE. Em janeiro de 2023, a inflação global homogênea e a inflação subjacente homogênea medidas pelo IPC nos países da OCDE excluindo a Turquia (que não são apresentadas nos painéis) situaram-se em 7,5% e 5,7%, respetivamente, em comparação com 7,6% e 5,6% em dezembro de 2022. As últimas observações referem-se a janeiro de 2023.

Os preços mundiais do petróleo diminuíram e os preços do gás na Europa descenderam acentuadamente, embora permaneçam muito acima dos níveis registados antes da guerra entre a Rússia e a Ucrânia. A substituição com êxito das importações de gás da Rússia por importações de gás natural liquefeito no decurso de 2022 contribuiu para a constituição de existências de gás na Europa antes do inverno. Os respetivos níveis também se mantiveram elevados, devido à menor procura em resultado de um inverno muito ameno e à eficácia das medidas de poupança de gás. Além disso, os atuais níveis elevados de existências de gás deixam a Europa em melhor posição antes do próximo inverno comparativamente ao ano passado. No entanto, mantêm-se os riscos ascendentes para os preços do gás, devido à possibilidade de i) a procura chinesa de importações de gás natural liquefeito ser mais forte do que o atualmente esperado e ii) a Rússia reduzir o restante abastecimento de gás à Europa mais para o final do ano. No que se

refere ao petróleo, a queda dos preços reflete uma procura mundial mais fraca e preocupações crescentes quanto à procura futura de petróleo, na sequência das tensões nos mercados financeiros provenientes do setor bancário dos Estados Unidos. Também reflete o efeito, até agora relativamente limitado, sobre o abastecimento mundial de petróleo das últimas sanções impostas à Rússia, que foi apenas parcialmente compensado pelo impacto da reabertura económica da China. Além disso, o abastecimento mundial de petróleo foi impulsionado por uma maior produção no Cazaquistão e na Nigéria. Contudo, mantêm-se os riscos ascendentes para os preços mundiais do petróleo, dada a possibilidade de uma menor oferta de petróleo da Rússia, apesar do atual desvio das suas exportações de petróleo da Europa para a China e a Índia. Em resposta às sanções, a Rússia anunciou uma redução de 5% na sua produção de petróleo bruto.

O sentimento mundial face ao risco permanece volátil. Esta volatilidade voltou a aumentar mais recentemente, no contexto de tensões significativas nos mercados financeiros desencadeadas por falências de bancos nos Estados Unidos. Os mercados financeiros mundiais, e as valorizações nos mercados bolsistas em particular, foram inicialmente impulsionados pelo otimismo gerado pela reabertura da economia chinesa, pela moderação dos preços dos produtos energéticos e por sinais iniciais de abrandamento das pressões inflacionistas. Contudo, mais recentemente, o seu desempenho tem sido variado, devido a sinais de que as pressões inflacionistas subjacentes na economia mundial permanecem fortes, em resultado da continuação do forte desempenho dos mercados de trabalho e do elevado crescimento dos salários. Tal levou os participantes no mercado a rever as suas expectativas quanto às medidas de política monetária nas principais economias avançadas, o que pesa igualmente sobre o sentimento mundial face ao risco.

Nos Estados Unidos, projeta-se que a atividade económica abrande no primeiro semestre deste ano, enquanto a desinflação deverá ser mais gradual do que o esperado. O crescimento do PIB real no quarto trimestre de 2022 aumentou 0,8% em termos trimestrais, impulsionado pelo forte investimento em existências, enquanto a procura interna continuou a registar uma atenuação. Indicadores recentes apontam para um crescimento modesto das despesas de consumo, refletindo, em parte, condições financeiras mais restritivas ao longo do último ano. Além disso, a atividade no setor da habitação continua a enfraquecer, em grande parte devido à subida das taxas hipotecárias. Taxas de juro mais elevadas e um crescimento do produto mais lento também parecem estar a pesar sobre o investimento fixo das empresas. Numa análise prospetiva, a continuação do abrandamento da procura interna aponta para um fraco crescimento no primeiro semestre do ano, mesmo com uma moderação da inflação e mercados de trabalho fortes. Apesar deste crescimento mais lento, o mercado de trabalho permanece muito restritivo, com poucos sinais de diminuição da restritividade, e o crescimento dos salários nominais ainda é elevado, corroborando a ideia de que a inflação nos Estados Unidos poderá ser mais persistente do que o previsto. A inflação global homóloga medida pelo IPC desceu para 6,0% em fevereiro de 2023, devido a uma descida dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, e a inflação subjacente homóloga medida pelo IPC diminuiu ligeiramente para 5,5%. Embora as tensões nos mercados financeiros desencadeadas por falências de bancos possam continuar a pesar sobre o crescimento da economia dos Estados Unidos, o seu impacto permanece, em grande medida, incerto.

Na China, a recuperação face às recentes perturbações relacionadas com a pandemia decorre a bom ritmo. O crescimento do PIB real em termos trimestrais em cadeia manteve-se inalterado no quarto trimestre de 2022, na sequência da decisão repentina por parte das autoridades de abandonar a estratégia dinâmica de zero infeções com COVID, o que inicialmente resultou num grande aumento das taxas de infeção por COVID-19. No entanto, à medida que essa vaga de infeções continua a diminuir, a atividade económica deverá recuperar já no primeiro trimestre de 2023 e de forma mais forte a partir do segundo trimestre à medida que as restrições relacionadas com a pandemia desvanecem. Tal é apoiado pelo grande aumento da mobilidade e do congestionamento observado nas grandes cidades, embora outros indicadores que acompanham a atividade económica, como os relativos aos preços do carvão e à qualidade do ar, tenham recuperado de forma mais moderada até à data. O turismo emissor chinês também parece estar a recuperar. Entretanto, o setor imobiliário apresenta apenas uma ligeira recuperação, o que é explicado pela persistência do efeito na confiança em torno das compras de maior valor gerado pela pandemia e pela continuação de perceções negativas quanto à viabilidade de promotores imobiliários privados. Neste contexto, as perspetivas de crescimento da China foram revistas em alta para 2023, esperando-se que atinjam taxas de crescimento médias semelhantes ao objetivo “em torno de 5,0%” anunciado recentemente pelo Governo. As pressões inflacionistas na China mantêm-se moderadas e não se projeta que aumentem significativamente com a reabertura da economia.

No Japão, o crescimento do PIB real permaneceu inalterado no quarto trimestre de 2022, num contexto de procura interna relativamente fraca. Este resultado foi mais fraco do que o projetado, sendo que, em geral, se esperava que a recuperação fosse mais dinâmica, uma vez que o crescimento tinha registado uma contração no terceiro trimestre. Para 2023, projeta-se que a atividade económica aumente gradualmente, apoiada pela procura não satisfeita, pela reabertura económica da China e pela continuação do apoio monetário e orçamental. Em janeiro, a inflação global homóloga medida pelo IPC aumentou para 4,3%. No curto prazo, espera-se que a inflação registe uma moderação, devido a efeitos de base favoráveis dos preços mais elevados dos produtos energéticos e dos produtos alimentares observados no ano passado e ao alargamento dos subsídios do governo sobre os produtos energéticos.

No Reino Unido, a atividade económica deverá permanecer fraca no primeiro semestre de 2023. Depois de a economia ter evitado por pouco uma recessão técnica no final do ano passado, o dinamismo do crescimento foi negativo na viragem do ano. Em conjunto com valores reduzidos dos indicadores de curto prazo, tal sugere que o crescimento poderá voltar a ser negativo no primeiro trimestre, dado que estes indicadores apontam para um enfraquecimento prolongado do dinamismo do crescimento e as famílias continuam a ser confrontadas com uma queda dos salários reais e condições financeiras mais restritivas. Em janeiro, a inflação global homóloga medida pelo IPC desceu para 10,1%, refletindo preços dos combustíveis mais baixos, e a inflação subjacente mostrou os primeiros sinais de abrandamento graças à inflação mais baixa nos serviços de hotelaria e restauração. No entanto, dado que o mercado de trabalho permanece restritivo e os salários estão a aumentar fortemente, as pressões inflacionistas deverão também ser mais persistentes na economia do Reino Unido, apesar de um fraco desempenho do crescimento.

2 Atividade económica

O PIB real da área do euro cresceu 3,5% em 2022, situando-se, assim, 2,4% acima do nível anterior à pandemia. No entanto, este resultado ocultou um abrandamento significativo da atividade no segundo semestre de 2022, refletindo o desvanecimento do efeito dos fatores que apoiaram a economia no início do ano, nomeadamente a forte recuperação da procura de serviços com uma grande componente de contacto após o abrandamento das restrições relacionadas com a COVID-19. Além disso, o aumento dos preços da energia teve um impacto negativo na despesa e na produção. A atividade económica na área do euro estagnou no último trimestre de 2022 em resultado de fatores de compensação. Enquanto o comércio líquido teve um grande impacto positivo no crescimento, todas as componentes da procura interna privada registaram uma contração num contexto de diminuição do rendimento disponível real, incerteza persistente e condições de financiamento mais restritivas. Espera-se que a economia da área do euro inicie uma trajetória de recuperação gradual na primeira parte de 2023, uma vez que os dados de inquéritos que têm vindo a ser disponibilizados apontam para um ligeiro aumento da atividade e da confiança. Um aprovisionamento energético mais seguro, preços significativamente mais baixos dos produtos energéticos, a melhoria dos problemas relacionados com a cadeia de abastecimento e o apoio estatal deverão continuar a proporcionar algum alívio às famílias e setores da indústria nos próximos trimestres. No médio prazo, um mercado de trabalho robusto, a melhoria da confiança e o aumento dos rendimentos reais deverão apoiar uma recuperação do crescimento do PIB da área do euro, mas a restritividade gradual das condições de financiamento deverá ter um efeito atenuante sobre a atividade.

Esta avaliação encontra-se globalmente refletida no cenário de referência das projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE. Projeta-se que o crescimento anual do PIB real desacelere para 1,0% em 2023, aumentando depois para 1,6% em 2024 e 2025. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas económicas foram revistas em alta em 0,5 pontos percentuais em 2023 e em baixa 0,3 pontos percentuais em 2024 e 0,2 pontos percentuais em 2025. Uma vez que as projeções foram finalizadas no início de março de 2023, antes do recente surgimento de tensões nos mercados financeiros, estas perspetivas encontram-se, contudo, rodeadas de incerteza adicional.

A atividade da área do euro estagnou no quarto trimestre de 2022.

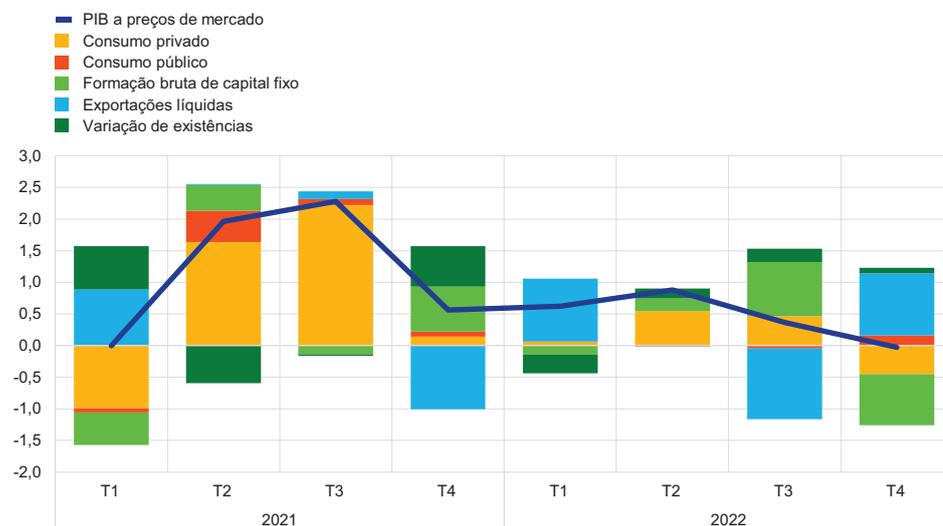
A desagregação da despesa mostra um forte contributo negativo da procura interna, com o consumo privado e o investimento a registarem uma descida acentuada (gráfico 4). Contudo, tal foi compensado por um contributo positivo do comércio líquido devido a exportações fracas e à diminuição das importações. Embora a dinâmica do investimento e das importações no último trimestre de 2022 tenha sido afetada pela volatilidade registada na Irlanda, a contração da procura interna privada sugere uma dinâmica de crescimento subjacente muito fraca no final do ano. Este último resultado trimestral levou a que o crescimento anual do PIB real da

área do euro se situasse em 3,5% em 2022, com uma repercussão no crescimento em 2023 estimada em 0,4%, ou seja, ligeiramente abaixo da média histórica.

Gráfico 4

PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2022.

Espera-se que o crescimento do PIB da área do euro passe a ser ligeiramente positivo no primeiro trimestre de 2023, com sinais contraditórios dos indicadores económicos mais recentes.

Os dados de inquéritos que têm vindo a ser disponibilizados sugerem que a economia da área do euro poderá ter registado uma expansão modesta no primeiro trimestre do ano. O Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto para a área do euro voltou a aumentar em fevereiro para um máximo de nove meses, estando agora globalmente em linha com a sua média de longo prazo. Esta recuperação foi impulsionada sobretudo pela atividade empresarial no setor dos serviços (gráfico 5, painel a). A atividade persistentemente forte nos serviços com uma grande componente de contacto no início de 2023 aponta para alguns efeitos remanescentes da reabertura da economia. O índice do produto para a indústria transformadora subiu acima de 50 em fevereiro, assinalando um crescimento pela primeira vez desde maio de 2022. A indústria transformadora beneficiou de uma melhoria dos problemas relacionados com a cadeia de abastecimento, como refletido na forte descida do indicador relativo aos prazos de entrega dos fornecedores em fevereiro. No entanto, as fracas condições da procura continuaram a pesar sobre a produção na indústria transformadora, a qual, recentemente, tem estado sobretudo dependente da acumulação de encomendas em atraso.

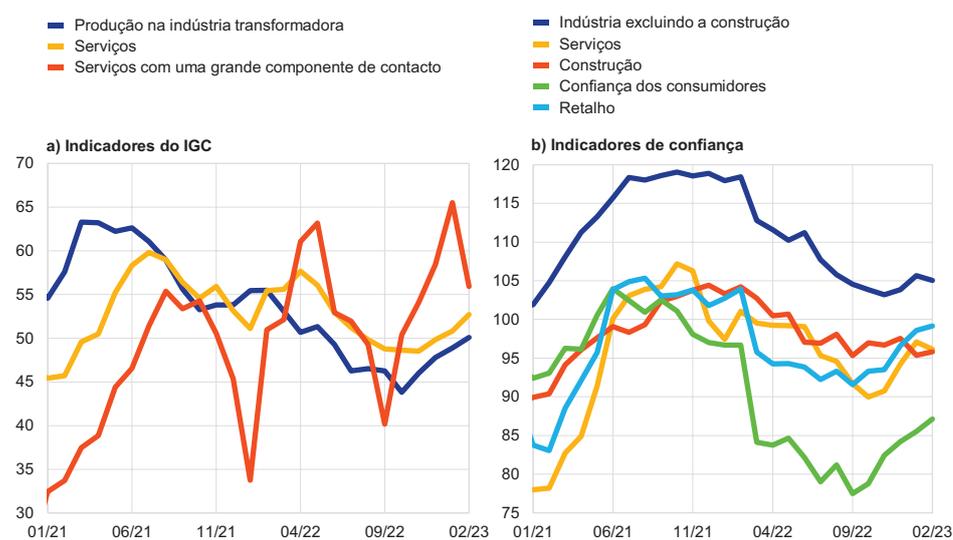
Os setores da indústria transformadora e dos serviços parecem ter sido apoiados por uma melhoria contínua da confiança no início de 2023, mas não é claro em que medida as recentes tensões nos mercados financeiros poderão atenuar a confiança no futuro.

O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia manteve-se globalmente estável em fevereiro, após uma

melhoria assinalável em janeiro, mas ainda se encontra num nível historicamente baixo. Além disso, a sua estabilidade oculta alguma inversão do sentimento da indústria e dos serviços, compensada apenas pela melhoria da confiança nos setores da construção e do retalho (gráfico 5, painel b). A confiança dos consumidores continuou a recuperar em fevereiro, aumentando pelo quarto mês consecutivo, embora o índice permaneça muito abaixo da sua média de longo prazo e do nível atingido antes do início da guerra na Ucrânia. Os resultados dos inquéritos mostram também que, nos últimos meses, as famílias começaram a evidenciar menos preocupação com os preços elevados dos produtos energéticos e que a incerteza quanto à sua situação financeira diminuiu. São sinais de uma recuperação gradual das despesas de consumo, apesar do provável impacto adverso da inflação ainda elevada e do aumento das taxas de juro e, possivelmente, das recentes tensões nos mercados financeiros.

Gráfico 5 Indicadores baseados em inquéritos entre setores da economia

(painel da esquerda: saldos em percentagem; painel da direita: saldos em percentagem, fevereiro 2020 = 100)



Fontes: S&P Global, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a janeiro de 2023 para os serviços com uma grande componente de contacto e a fevereiro de 2023 para todos os outros indicadores.

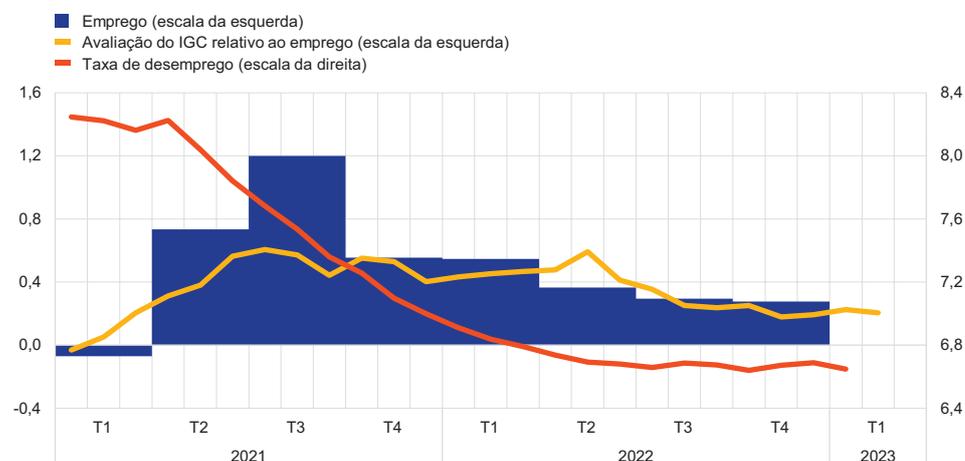
O mercado de trabalho continuou a expandir-se no quarto trimestre de 2022 e manteve-se resiliente à estagnação do crescimento do PIB.

O emprego aumentou 0,3% no quarto trimestre de 2022 e o total de horas trabalhadas aumentou 0,4%. Desde o quarto trimestre de 2019, o emprego aumentou 2,3% e o total de horas trabalhadas aumentou 0,6% (gráfico 6). Tal representa uma descida de 1,7% da média de horas trabalhadas. Parte desta descida está relacionada com a forte criação de emprego no setor público desde o quarto trimestre de 2019, que, em média, apresenta uma média de horas trabalhadas mais baixa em comparação com o total da economia. A população ativa cresceu significativamente face ao quarto trimestre de 2019. A taxa de desemprego situou-se em 6,6% em janeiro e permanece globalmente estável desde abril de 2022. A procura de mão de obra permanece forte, com a taxa de postos de trabalho por preencher estável em 3,2%, o nível mais elevado desde o início da série e um ponto percentual acima do registado no quarto trimestre de 2019.

Gráfico 6

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

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



Fontes: Eurostat, S&P Global Market Intelligence e cálculos do BCE.

Notas: As duas linhas indicam a evolução mensal, enquanto as barras representam os dados trimestrais. O IGC é expresso num desvio face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2022 para o emprego, a fevereiro de 2023 para a avaliação do IGC relativo ao emprego e a janeiro de 2023 para a taxa de desemprego.

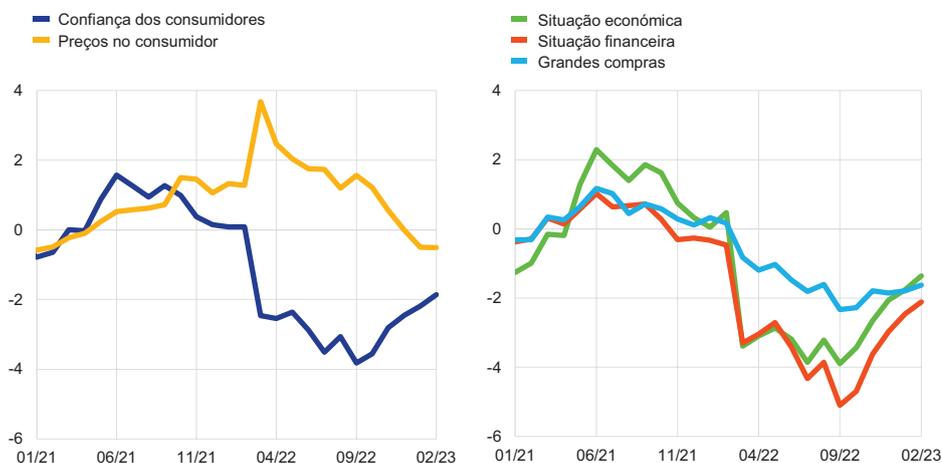
Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho apontam para um crescimento contínuo do emprego no primeiro trimestre de 2023. O indicador mensal do IGC compósito do emprego desceu de 52,3 em janeiro para 52,0 em fevereiro, mantendo-se, ainda assim, acima do limiar de 50 que indica uma expansão do emprego. Este indicador tem-se situado em terreno expansionista desde fevereiro de 2021, mas tem diminuído significativamente desde maio de 2022, o que sugere uma desaceleração do crescimento do emprego. Analisando a evolução nos diferentes setores, este indicador aponta para um crescimento contínuo do emprego nos setores da indústria e dos serviços e para uma estabilização generalizada no setor da construção.

O consumo privado registou uma contração no quarto trimestre do ano passado, devido à diminuição do rendimento disponível real e pela persistência da incerteza. Apesar dos efeitos favoráveis de um mercado de trabalho e apoio orçamental ainda resilientes, a inflação elevada influenciou o rendimento disponível real no último trimestre de 2022. Neste contexto, após três trimestres de dinâmica positiva, o consumo privado registou uma contração de 0,9% no último trimestre de 2022, refletindo evoluções divergentes de componentes individuais. O consumo de bens não duradouros registou uma contração acentuada no final do ano passado, refletindo a evolução das vendas a retalho (-1,1%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2022). As despesas com serviços diminuíram ligeiramente, beneficiando ainda um pouco de efeitos de reabertura remanescentes. Em contraste, o consumo de bens duradouros continuou a aumentar pelo segundo trimestre consecutivo, beneficiando da diminuição das perturbações do abastecimento no setor dos veículos e dos incentivos governamentais para a aquisição de veículos integralmente elétricos ou híbridos *plug-in* na Alemanha. Refletindo esta situação,

os novos registos de automóveis de passageiros aumentaram 8,0% no quarto trimestre do ano passado, mas caíram 7,1% em termos mensais em cadeia em janeiro, devido à cessação destes incentivos. Não obstante os persistentes fatores adversos, os dados que têm vindo a ser disponibilizados fornecem alguns sinais de uma recuperação gradual das despesas de consumo no primeiro semestre de 2023. As vendas a retalho aumentaram 0,3% em termos mensais em cadeia em janeiro e as famílias reviram em baixa as suas expectativas de inflação nos últimos meses (gráfico 7, painel da esquerda), enquanto a incerteza quanto à sua situação financeira diminuiu. O indicador da Comissão Europeia relativo à confiança dos consumidores continuou a recuperar em fevereiro, com base sobretudo na melhoria das expectativas quanto às perspetivas económicas gerais e à situação financeira das famílias (gráfico 7, painel da direita). Os últimos inquéritos da Comissão Europeia às empresas e aos consumidores indicam também que a procura esperada por serviços de alojamento, restauração e viagens aumentou em fevereiro, a par de melhorias persistentes nas expectativas de procura prospetivas por parte dos retalhistas. A utilização de poupanças deverá também ajudar a regularizar o consumo, em certa medida, face ao fraco rendimento disponível real, apesar do custo de oportunidade de detenção de moeda, num contexto de subida das taxas de juro e da atual maior restritividade das condições dos empréstimos às famílias.

Gráfico 7 Expectativas das famílias

(saldos harmonizados em percentagem)



Fontes: Comissão Europeia (Direção Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros) e cálculos do BCE.
Notas: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2023.

O investimento empresarial registou uma contração no quarto trimestre de 2022 e deverá permanecer fraco no primeiro trimestre de 2023. O investimento em outros setores exceto construção (a maior aproximação para o investimento empresarial nas contas nacionais) registou uma forte queda no último trimestre de 2022 – 5,8% em termos trimestrais em cadeia – após uma revisão em alta do seu crescimento em 8,4% no terceiro trimestre. Contudo, a maior parte da forte volatilidade observada nestes trimestres reflete um novo episódio de evolução errática do investimento em propriedade intelectual relacionado sobretudo com o

setor multinacional irlandês². Excluindo esta componente volátil, o investimento empresarial registou uma contração de 0,3% no último trimestre, após um crescimento de 1,9% no terceiro trimestre. A descida no quarto trimestre foi impulsionada por uma contração acentuada no setor de máquinas e equipamento, em que o investimento em maquinaria e equipamento de transporte e em maquinaria e equipamento que não de transporte caiu abruptamente. Os dados que têm vindo a ser disponibilizados para o primeiro trimestre de 2023 sugerem que o investimento empresarial se manterá fraco nos próximos meses, dada a elevada incerteza remanescente, o abrandamento das encomendas e o aumento dos custos de financiamento. O indicador do IGC do produto para o setor dos bens de investimento regressou a território de crescimento em fevereiro, colocando a média trimestral acima do limiar teórico de não crescimento pela primeira vez desde o segundo trimestre de 2022, ao passo que as operações comerciais em curso no setor também parecem ter melhorado após uma descida acentuada no último trimestre de 2022. Contudo, a mesma fonte sugere que as novas encomendas no setor permanecem em território negativo, enquanto a utilização da capacidade produtiva tem vindo a diminuir fortemente desde o verão. O indicador da Comissão Europeia relativo à confiança na indústria para o setor dos bens de investimento em fevereiro de 2023 manteve-se em torno de um desvio-padrão completo abaixo do nível que tinha atingido antes da invasão da Ucrânia pela Rússia, enquanto o Sentix, um índice económico global mais amplo e baseado nos investidores, também permaneceu muito abaixo da sua média de longo prazo. A par do aumento acentuado dos custos de financiamento, estes sinais contraditórios contínuos sugerem um investimento empresarial fraco nos próximos trimestres.

O investimento em habitação diminuiu significativamente no quarto trimestre de 2022 e prevê-se que continue a registar uma contração no curto prazo.

O investimento em habitação diminuiu 1,6% no quarto trimestre, após ter caído 1,1%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre. O produto no setor da construção de edifícios manteve-se, em média, praticamente inalterado no quarto trimestre, mas registou uma queda acentuada em dezembro, sugerindo um ponto de partida fraco para o primeiro trimestre de 2023. Além disso, o indicador da Comissão da atividade de construção nos últimos três meses desceu acentuadamente, em média, em janeiro e fevereiro, em comparação com a média do quarto trimestre. Além disso, apesar de alguma melhoria, o IGC para a construção residencial manteve-se em níveis contracionistas. Os estrangulamentos no abastecimento parecem estar a diminuir gradualmente. De acordo com o inquérito mensal da Comissão Europeia sobre os limites à produção para o setor da construção, a percentagem de empresas do setor da construção que assinalavam uma escassez de materiais e/ou equipamento continuou a diminuir, em média, em janeiro e fevereiro, bem como a percentagem de empresas que indicavam escassez de mão de obra, que, no entanto, se manteve num nível elevado. No entanto, a percentagem dos gestores que especificaram a procura insuficiente como um fator limitativo da atividade do setor subiu novamente em comparação com a média do

² Ocasionalmente, a grande volatilidade estatística do investimento intangível na Irlanda afeta de forma considerável a dinâmica de investimento da área do euro. Para mais informação, ver a caixa 1, intitulada [Non-construction investment in the euro area and the United States](#), no artigo [The recovery in business investment - drivers, opportunities, challenges and risks](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2022.

quarto trimestre, o que indica uma procura mais fraca. Esta informação está em consonância com os níveis baixos da componente de novas encomendas do IGC para a construção, embora as intenções de curto prazo das famílias de renovar, comprar ou construir uma habitação tenham estabilizado. Em termos gerais, é provável que a procura de habitação continue a enfraquecer, num contexto de deterioração significativa das condições de financiamento e de aumento significativo dos custos de construção, reduzindo assim ainda mais o investimento em habitação no futuro.

O crescimento dos volumes das exportações da área do euro continuou a ser lento na viragem do ano, devido a uma procura externa fraca a nível mundial.

As estimativas iniciais apontam para um crescimento modesto das exportações reais de bens numa base trimestral em cadeia em dezembro, à medida que a procura externa mundial enfraquecia. Ao mesmo tempo, os dados mensais apontam para uma queda acentuada da produção em setores com utilização intensiva de energia (tais como produtos químicos), sugerindo que, apesar das recentes reduções dos preços dos produtos energéticos, os efeitos dos custos ainda elevados destes produtos continuam a pesar sobre as perspetivas de produção e exportação. Com a contração dos volumes de importações, o comércio líquido contribuiu positivamente para o crescimento do PIB no quarto trimestre. A queda dos preços dos produtos energéticos esteve também subjacente a uma nova melhoria dos termos de troca da área do euro, o que contribuiu para uma recuperação acentuada da balança corrente no quarto trimestre de 2022. Os indicadores prospetivos apontam para a continuação do enfraquecimento a curto prazo dos volumes das exportações da área do euro. Ao mesmo tempo, os prazos de entrega por parte dos fornecedores reduziram-se em fevereiro, o que deverá atenuar os fatores adversos para o comércio da área do euro³. A reabertura da China deverá também apoiar as exportações de bens e serviços da área do euro, incluindo o turismo, mas espera-se que o impacto global na atividade da área do euro seja modesto. O IGC relativo às novas encomendas no setor do turismo recuperou fortemente em janeiro e fevereiro.

Para além do curto prazo, espera-se que o crescimento do PIB se fortaleça gradualmente, à medida que a incerteza diminui e os rendimentos reais aumentam, apesar da maior restritividade das condições de financiamento.

Um aprovisionamento energético mais seguro, preços significativamente mais baixos dos produtos energéticos, a melhoria dos problemas relacionados com a cadeia de abastecimento e o apoio estatal deverão continuar a proporcionar algum alívio às famílias e setores da indústria com utilização intensiva de energia nos próximos trimestres. A produção industrial deverá aumentar com a continuação da melhoria das condições de abastecimento e da confiança e com as empresas a dar vazão ao grande volume de encomendas em atraso. A subida dos salários e a descida dos preços dos produtos energéticos deverão compensar, em parte, a perda de poder de compra que muitas famílias estão a sofrer em resultado da inflação elevada. Tal, por seu turno, apoiará as despesas de consumo. No médio prazo, um mercado de trabalho robusto, a melhoria da confiança e o aumento dos

³ Ver a caixa intitulada [Cadeias de valor mundiais e pandemia: o impacto dos estrangulamentos no abastecimento](#) na presente edição do *Boletim Económico*.

rendimentos reais deverão apoiar uma recuperação do crescimento do PIB da área do euro, mas a restritividade gradual das condições de financiamento deverá ter um efeito atenuante sobre a atividade.

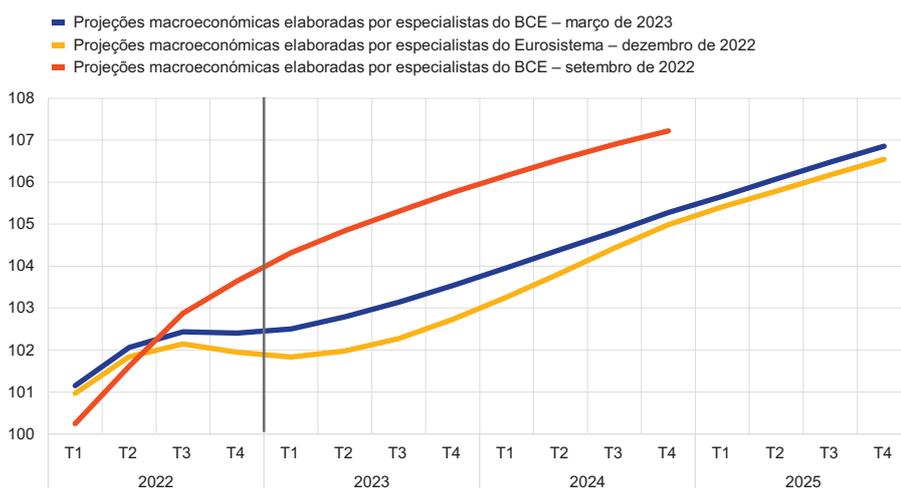
As projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE indicam que o crescimento do PIB real anual abrandará para 1,0% em 2023, recuperando para 1,6% em 2024 e 2025 (gráfico 8).

Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento do PIB real foi objeto de uma revisão em alta de 0,5 pontos percentuais no que respeita a 2023 e revisto em baixa em 0,3 pontos percentuais para 2024 e 0,2 pontos percentuais para 2025. Uma vez que as projeções foram finalizadas no início de março de 2023, antes do recente surgimento de tensões nos mercados financeiros, estas perspetivas encontram-se, contudo, rodeadas de incerteza adicional.

Gráfico 8

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

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



Fontes: Eurostat e Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2023.
Nota: A linha vertical indica o início das projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE.

3 Preços e custos

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação na área do euro desceu ligeiramente para 8,5% em fevereiro, refletindo sobretudo uma nova queda acentuada dos preços dos produtos energéticos. No entanto, a inflação dos preços dos produtos alimentares e a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares aumentou novamente, com o anterior grande aumento dos custos energéticos e de outros fatores de produção, bem como os impactos dos estrangulamentos no abastecimento e a reabertura da economia, ainda a repercutir-se nos preços no consumidor com um desfasamento temporal. De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, espera-se que a inflação global seja, em média, de 5,3% em 2023, o que reflete, em grande medida, os efeitos de base em sentido descendente relacionados com os produtos energéticos, quedas dos preços dos produtos energéticos e um abrandamento das pressões acumuladas⁴. Durante o resto do horizonte de projeção, prevê-se que continue a diminuir para 2,9% em 2024 e 2,1% em 2025. Espera-se que a inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares se situe em 4,6% em 2023, valor que é mais elevado do que o avançado nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema. Subsequentemente, projeta-se que desça para 2,5% em 2024 e 2,2% em 2025. As pressões sobre os salários intensificaram-se e a maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo situa-se atualmente em torno de 2,0%, se bem que se justifique um acompanhamento constante, sobretudo tendo em conta a recente volatilidade das expectativas de inflação baseadas no mercado.

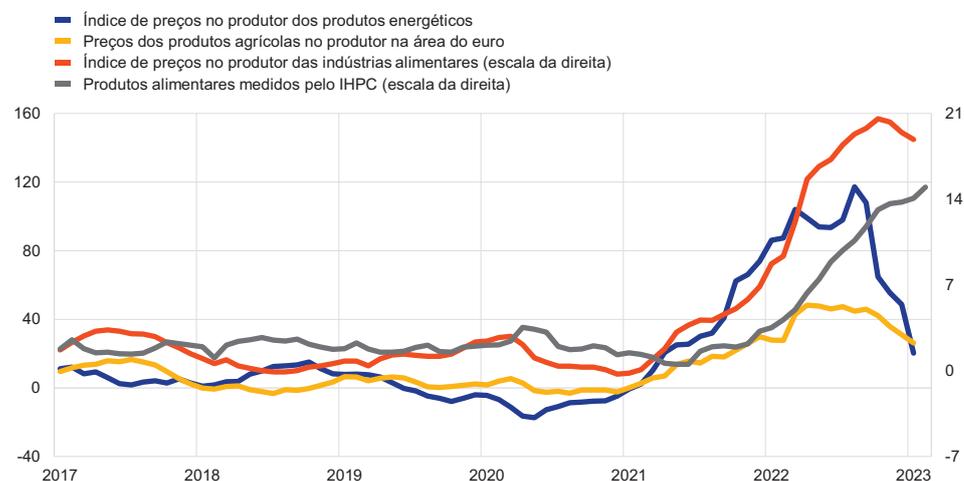
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC, voltou a diminuir para 8,5% em fevereiro, ligeiramente abaixo do valor de 8,6% de janeiro 2023. A descida foi impulsionada pela taxa de variação homóloga dos preços dos produtos energéticos (13,7% em fevereiro, face a 18,9% em janeiro), enquanto as taxas de inflação para todas as outras componentes aumentaram. O novo aumento de 15% da inflação dos preços dos produtos alimentares em fevereiro, face a 14,1% em janeiro, refletiu um novo reforço da taxa de inflação homóloga para os produtos alimentares transformados e não transformados, mas em particular para estes últimos. A forte dinâmica dos preços dos produtos alimentares continuou a refletir os efeitos desfasados dos anteriores aumentos dos preços das matérias-primas alimentares e dos custos relacionados com produtos energéticos a partir de meados de 2021. Contudo, a moderação de indicadores como os preços dos produtos agrícolas no produtor na área do euro aponta para uma possível normalização da inflação dos preços dos produtos alimentares em termos prospetivos (gráfico 9).

⁴ As projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE foram finalizadas no início de março e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 15 de fevereiro de 2023.

Gráfico 9

Pressões sobre os custos dos fatores de produção dos produtos energéticos e dos produtos alimentares

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Eurostat.

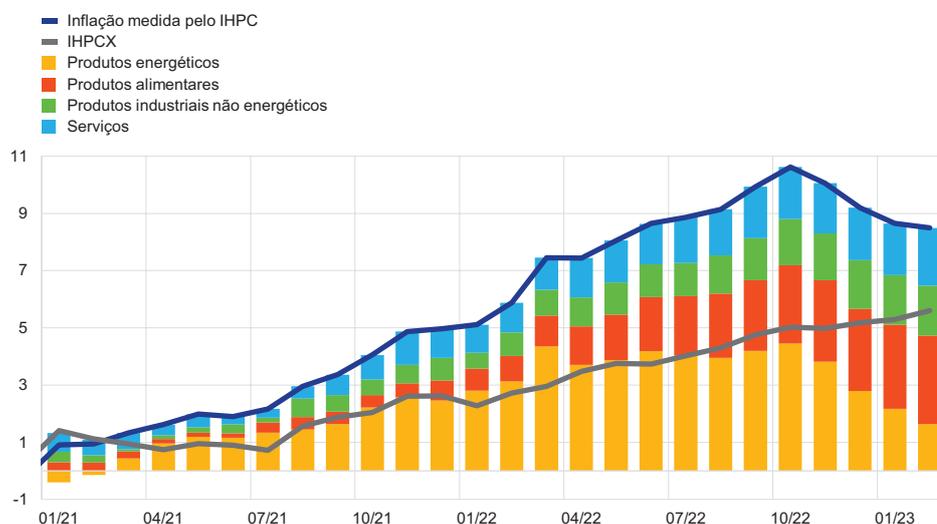
Notas: "IHPC" corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2023 (estimativas provisórias) para os produtos alimentares medidos pelo IHPC e a janeiro de 2023 no que respeita às restantes rubricas.

A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) aumentou novamente para 5,6% em fevereiro, face a 5,3% em janeiro, impulsionada pela inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos e dos serviços (gráfico 10). A atual força e o novo aumento da inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos continuam a refletir as pressões acumuladas resultantes de anteriores estrangulamentos no abastecimento e elevados custos dos produtos energéticos. A inflação dos serviços aumentou fortemente para 4,8% em fevereiro, face a 4,4% em janeiro, sendo provável que os preços dos setores com uma grande componente de contacto, como as férias organizadas, continuem a ser um dos principais fatores impulsionadores. Tal está em consonância com as pressões da procura após a reabertura da economia, mas, uma vez que se trata de serviços, na sua maioria, com grande consumo energético, o aumento dos preços dos produtos energéticos desde meados de 2021 deverá ter criado pressões adicionais em sentido ascendente sobre os custos, que continuam a repercutir-se.

Gráfico 10

Inflação global e respetivas componentes principais

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: "IHPC" corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. "IHPCX" corresponde ao IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2023 (estimativas provisórias).

As medidas da inflação subjacente mantiveram-se em níveis elevados e continuaram a transmitir sinais contraditórios (gráfico 11)⁵.

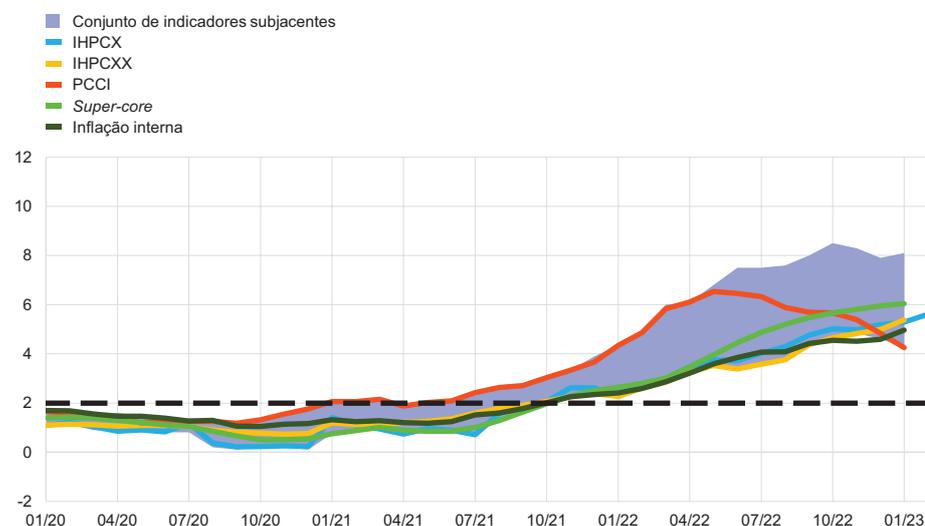
Embora a inflação medida pelo IHPCX tenha aumentado de novo em fevereiro, outros indicadores da inflação subjacente, atualmente apenas disponíveis até janeiro de 2023, transmitiram sinais contraditórios. O indicador *super-core*, que inclui rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo económico, e o indicador de inflação interna, que inclui rubricas do IHPC com menor conteúdo importado, continuaram a aumentar até janeiro. Em contrapartida, a taxa de variação da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) baseada em modelos (incluindo e excluindo rubricas dos produtos energéticos) desceu nos últimos meses anteriores a janeiro. Este movimento em sentido descendente está em linha com indicações de uma desaceleração do dinamismo do IHPCX, com as variações trimestrais em cadeia desde novembro de 2022 a serem mais baixas do que nos meses anteriores.

⁵ Para uma descrição das medidas da inflação subjacente, ver a secção [Inflation Diagnostics](#) do *Blogue do BCE*.

Gráfico 11

Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O conjunto de indicadores da inflação subjacente inclui IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados, IHPCX (IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares), IHPCXX (IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado), as médias aparadas de 10% e 30%, o indicador da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) e o indicador *super-core*. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2023 (estimativas provisórias) para o IHPCX e a janeiro de 2023 para os restantes indicadores.

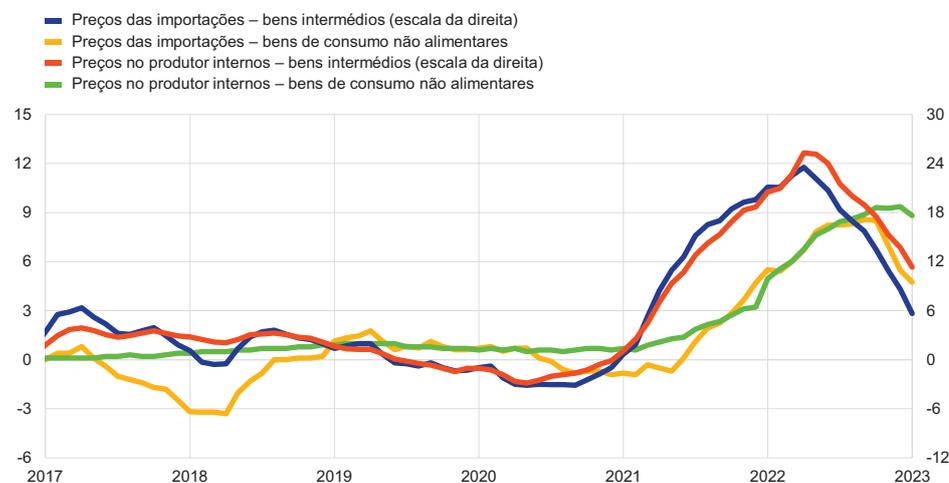
A acumulação de pressões relativamente à inflação dos preços dos bens de consumo permaneceu forte, não obstante algum abrandamento na cadeia de preços (gráfico 12).

As pressões acumuladas resultantes dos estrangulamentos no abastecimento e dos preços elevados dos produtos energéticos continuam a ter efeitos, sustentando a continuação de uma elevada taxa de inflação dos produtos industriais não energéticos, de 6,8% em fevereiro de 2023, face a 6,7% no mês anterior. Os dados relativos aos preços no produtor em janeiro de 2023 mostraram que a acumulação de pressões ainda era forte, em particular nas fases mais avançadas da cadeia de preços. Ao mesmo tempo, a taxa de crescimento homóloga dos preços no produtor das vendas internas de bens de consumo não alimentares caiu para 8,8% em janeiro de 2023, face a 9,4% em dezembro de 2022, revelando sinais preliminares de abrandamento. O crescimento dos preços das importações de bens de consumo não alimentares continuou a abrandar, apoiado pela apreciação da taxa de câmbio do euro, situando-se em 4,7% em janeiro de 2023, face a 5,5% no mês anterior. A descida na taxa de crescimento homóloga dos preços das importações e dos preços no produtor de bens intermédios foi mais acentuada no mesmo período, caindo de 8,6% para 5,6% e de 13,7% para 11,3%, respetivamente. Tal aponta para um certo abrandamento da pressão ao longo da cadeia de preços.

Gráfico 12

Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

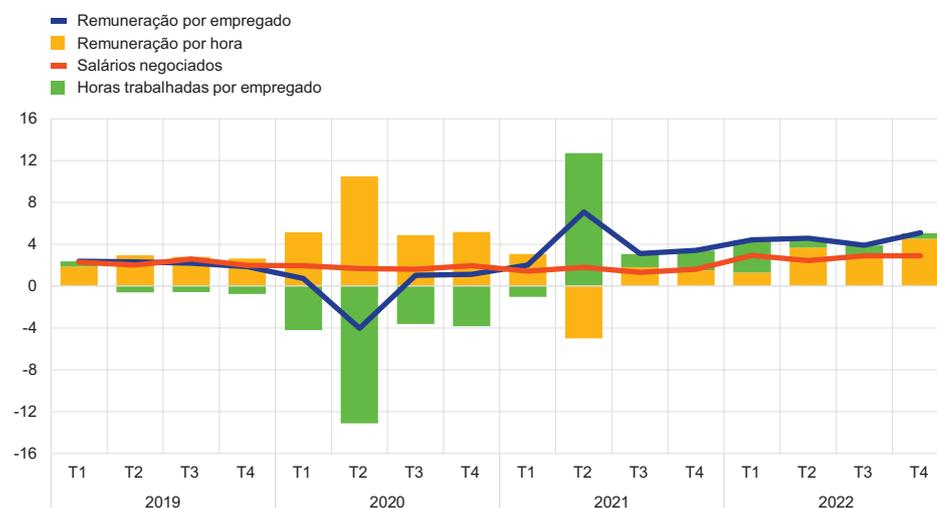
Nota: As últimas observações referem-se a janeiro de 2023.

A dinâmica salarial fortaleceu-se no final de 2022. Embora o crescimento dos salários negociados tenha progressivamente subido para 3,0% no quarto trimestre de 2022, o crescimento salarial efetivo, medido em termos de remuneração por empregado e de remuneração por hora, registou um fortalecimento considerável (gráfico 13). As contas nacionais mostram que o crescimento homólogo da remuneração por empregado na área do euro aumentou para 5,1% no quarto trimestre de 2022 (face a 3,9% no trimestre anterior), impulsionado, em grande medida, por um crescimento mais elevado no setor dos serviços não mercantis. O crescimento da remuneração por hora também aumentou no quarto trimestre de 2022, atingindo 4,5% em termos homólogos, face a 3,0% no trimestre anterior. As elevadas taxas de inflação dos consumidores observadas no final de 2022 implicam que, em termos reais, os salários médios por trabalhador e por hora continuaram a diminuir no quarto trimestre de 2022. As informações das negociações salariais concluídas no final de 2022 e no início de 2023 sugerem que o fortalecimento do crescimento dos salários nominais deverá continuar.

Gráfico 13

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

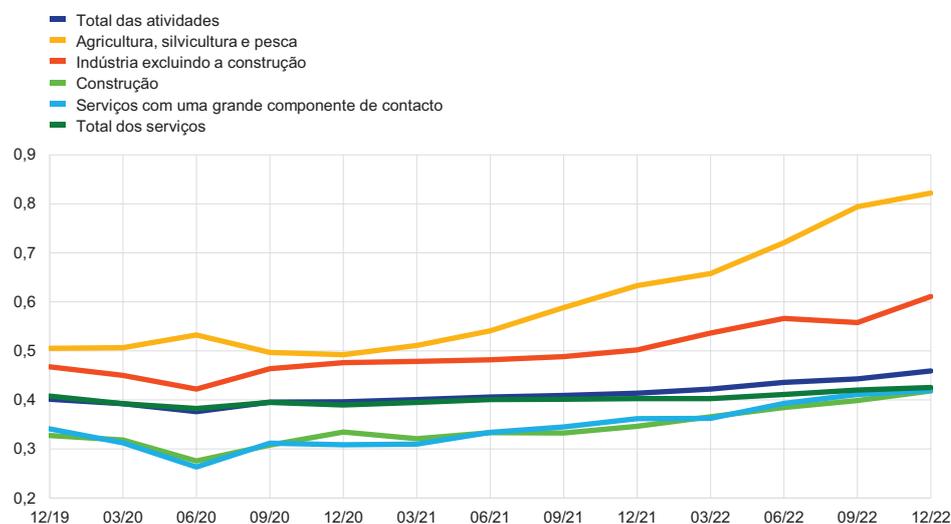
Nota: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2022.

As pressões internas sobre os preços continuaram a aumentar devido à evolução dos custos do trabalho e das margens de lucro. A taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB aumentou para 5,8% no quarto trimestre de 2022, face a 4,6% no trimestre anterior, impulsionada pelos custos do trabalho e pelos lucros. Os custos unitários do trabalho registaram um crescimento de 3,2% para 4,7% entre o terceiro e o quarto trimestres de 2022, enquanto o crescimento homólogo dos lucros unitários (medidos pelo excedente de exploração bruto) passou de 7,4% para 9,4%. Em termos globais, os lucros unitários representaram mais de metade do crescimento das pressões internas sobre os custos no quarto trimestre de 2022. A conjuntura de desequilíbrios entre a oferta e a procura em muitos setores, de pressões elevadas sobre os preços dos fatores de produção e de uma inflação geralmente elevada parece ter facilitado aumentos das margens de lucro que extravasam uma pura recuperação dos custos dos fatores de produção. Em 2022, a forte evolução dos lucros unitários, com algumas heterogeneidades, é visível em todos os setores económicos principais e, em contraste com o período da pandemia, também se tornou mais visível nos setores dos serviços com uma grande componente de contacto (gráfico 14).

Gráfico 14

Evolução dos lucros unitários setoriais

(excedente de exploração bruto em relação ao valor acrescentado real; níveis)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Para cada setor, os lucros unitários são calculados como o excedente de exploração bruto em relação ao valor acrescentado real. O excedente de exploração bruto é estimado como o valor acrescentado bruto nominal menos a remuneração de empregados. A remuneração de empregados inclui os rendimentos de trabalho dos trabalhadores por conta própria, pressupondo que a remuneração do trabalho per capita dos trabalhadores por conta própria é similar à dos trabalhadores por conta de outrem. Os serviços com uma grande componente de contacto incluem o comércio, os transportes, as atividades de alojamento e restauração, bem como as atividades artísticas e de espetáculos e outros serviços. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2022.

Os dados baseados em inquéritos e mercados mostram que os analistas continuam a esperar que a inflação desça, permanecendo as expetativas a mais longo prazo em torno do objetivo de 2,0% do BCE (gráfico 15).

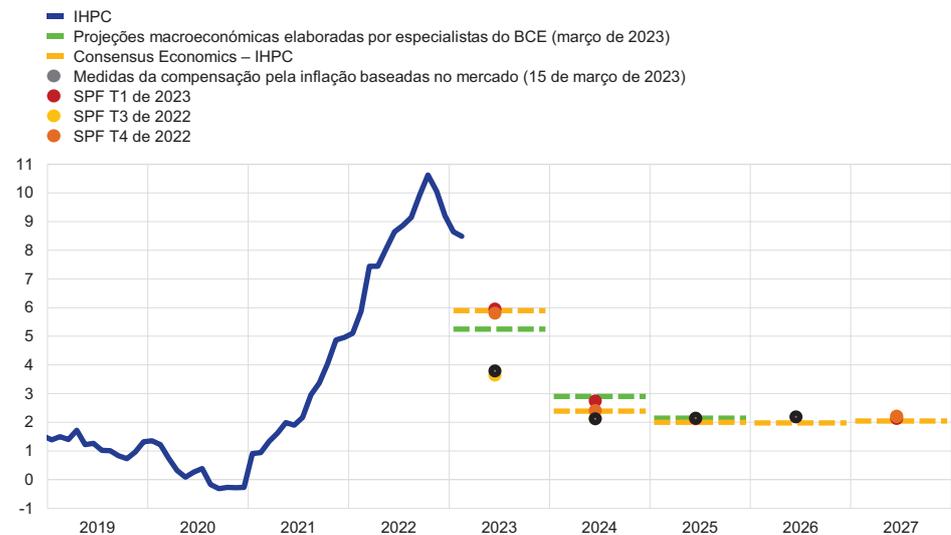
No mais recente do inquérito do BCE a analistas profissionais (*Survey of Professional Forecasters – SPF*) em janeiro de 2023, as expetativas de inflação para 2023 foram revistas ligeiramente em alta em 0,14 pontos percentuais, para 5,9%. As expetativas de inflação a longo prazo para 2027 neste inquérito foram ligeiramente mais baixas, situando-se em 2,1% (caindo de 2,2%) no IHPC e em 2,0% (caindo de 2,1%) no IHPCX. As expetativas da mediana da inflação a longo prazo para 2026 previstas no inquérito do BCE a analistas monetários de fevereiro de 2023 mantiveram-se inalteradas em 2,0%, em consonância com as recentes rondas de outros inquéritos (2,0% para 2027 no inquérito da Consensus Economics de fevereiro de 2023). De acordo com o último inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores (*Consumer Expectations Survey*) (janeiro de 2023), as expetativas da média/mediana da inflação com uma antecedência de 3 anos caíram substancialmente para 3,8%/2,5%, face a 4,6%/3,0% na ronda anterior. Em 15 de março de 2023, as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação (com base no IHPC excluindo o tabaco) sugerem que a inflação na área do euro diminuirá em 2023, situando-se em 3,8% em dezembro de 2023. No decurso de 2024, as medidas de compensação pela inflação baseadas no mercado sugerem que a inflação se aproximará de 2,0%. As medidas a mais longo prazo de compensação pela inflação aumentaram de forma moderada durante o período em análise, com a taxa dos *swaps* indexados à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos a situar-se em 2,35% em 15 de março de 2023. É de salientar, no entanto, que as medidas de compensação pela inflação baseadas no mercado não constituem uma medida direta das expetativas de inflação efetivas dos participantes no mercado,

uma vez que contêm prémios de risco de inflação para compensar a incerteza quanto à inflação. Em contrapartida, as medidas baseadas em inquéritos das expectativas de inflação a longo prazo, isentas de prémios de risco de inflação, têm-se mantido relativamente estáveis, em torno de 2,0%. Esta estabilidade relativa sugere que a atual volatilidade das medidas de longo prazo baseadas no mercado reflete predominantemente variações nos prémios de risco de inflação.

Gráfico 15

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, [Inquérito a Analistas Profissionais](#) (primeiro trimestre de 2023), [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE](#) (março de 2023) e cálculos do BCE.

Notas: "IHPC" corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. "SPF" corresponde ao Inquérito aos Analistas Profissionais (*Survey of Professional Forecasters*). Os indicadores baseados no mercado das séries da compensação pela inflação têm por base a taxa de inflação à vista a 1 ano, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 2 anos, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 3 anos e a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 4 anos. Devido a um desfasamento de indexação, a taxa de inflação à vista a 1 ano disponível mais recente indica a compensação pela inflação entre dezembro de 2022 e dezembro de 2023. As taxas de inflação a prazo indicam igualmente a taxa de inflação em dezembro em comparação com o ano anterior. As últimas observações para o IHPC referem-se a fevereiro de 2023 (estimativas provisórias). As projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE foram finalizadas no início de março e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 15 de fevereiro de 2023. A data de fecho das previsões a longo prazo da Consensus Economics foi janeiro de 2023. As últimas observações sobre os indicadores da compensação pela inflação baseados no mercado referem-se a 15 de março de 2023. O Inquérito a Analistas Profissionais relativo ao primeiro trimestre de 2023 foi realizado entre 6 e 12 de janeiro de 2023.

As projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro

elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação global

permaneça elevada no curto prazo, em 5,3% em média em 2023, antes de cair

para 2,9% em 2024 e 2,1% em 2025 (gráfico 16). A inflação global deverá descer

consideravelmente ao longo de 2023, impulsionada por efeitos de base em sentido

descendente relacionados com os produtos energéticos, por quedas dos preços

dos produtos energéticos e por um abrandamento das pressões acumuladas. Nas

projeções de referência, a inflação global diminuirá de 10,0% no quarto trimestre

de 2022 para 2,8% no quarto trimestre de 2023, para oscilar depois em torno de

3,0% em 2024, antes de atingir o objetivo de inflação do BCE de 2,0% no terceiro

trimestre de 2025. A inflação medida pelo IHPCX deverá registar uma moderação,

com a diminuição gradual das pressões acumuladas sobre os preços (para a

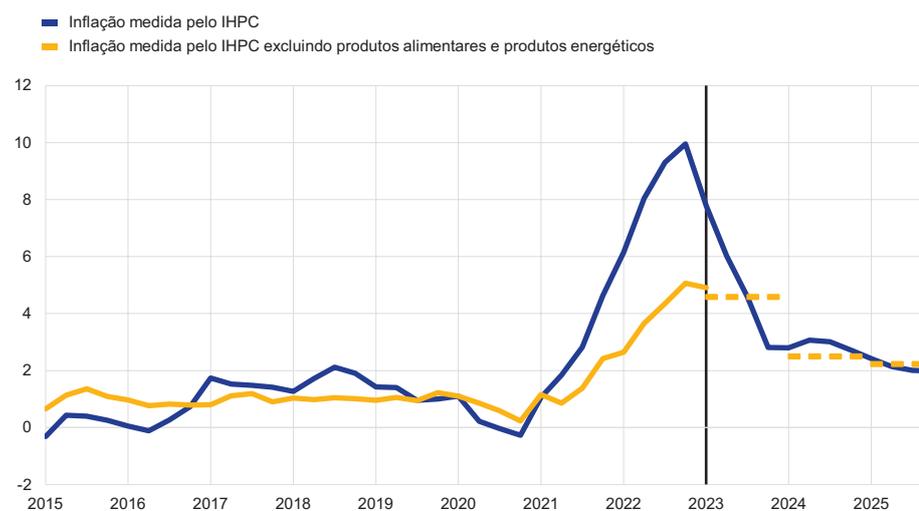
qual contribuíram as recentes quedas dos preços dos produtos energéticos) e a

transmissão da maior restritividade da política monetária à economia, ao passo que o crescimento historicamente elevado dos salários contribuirá para manter a inflação subjacente elevada. A esperada descida de 4,6% em 2023 para 2,2% em 2025 vem na sequência do desvanecimento do impacto em sentido ascendente dos estrangulamentos no abastecimento e dos efeitos da reabertura da economia, aliados aos efeitos desfasados do abrandamento do crescimento e da diminuição da intensidade dos efeitos indiretos da subida dos preços dos produtos energéticos. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a inflação global foi revista em baixa para todos os anos do horizonte de projeção (em 1,0 pontos percentuais para 2023, 0,5 pontos percentuais para 2024 e 0,2 pontos percentuais para 2025). A revisão em baixa considerável para 2023 foi impulsionada principalmente por uma trajetória mais baixa do que o esperado para a inflação dos preços dos produtos energéticos, ao passo que, em 2024 e 2025, também reflete uma revisão em baixa da inflação medida pelo IHPCX de 0,3 e 0,2 pontos percentuais, respetivamente.

Gráfico 16

Inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX para a área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e *Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE* (março de 2023).
 Notas: "IHPC" corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. "IHPCX" corresponde ao IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos. A linha vertical indica o início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2023 (dados) e ao quarto trimestre de 2025 (projeções). As projeções macroeconómicas de março de 2023 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE foram finalizadas no início de março e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 15 de fevereiro de 2023. Os dados históricos para a inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX são de periodicidade trimestral. Os dados das previsões são de periodicidade trimestral para a inflação medida pelo IHPC e de periodicidade anual para a inflação medida pelo IHPCX.

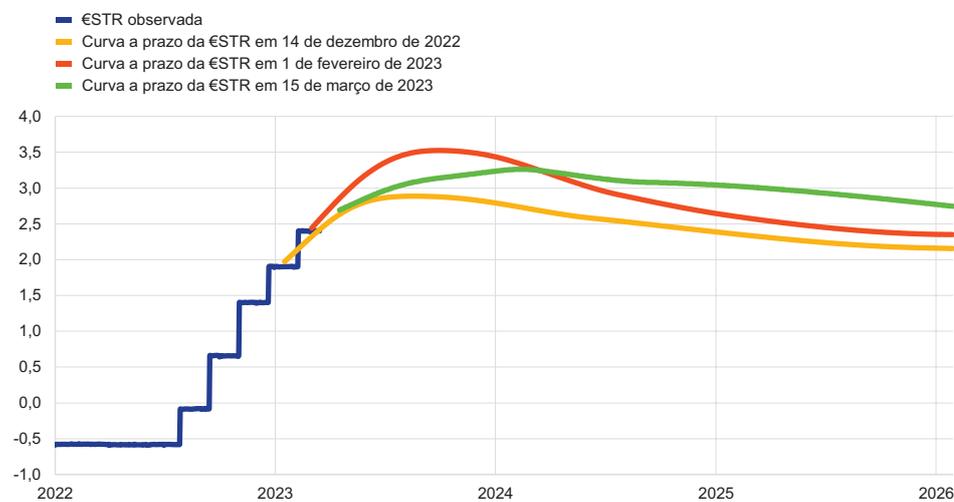
O período em análise (15 de dezembro de 2022 a 15 de março de 2023) registou um padrão altamente volátil nos mercados financeiros da área do euro e culminou no aumento das tensões no mercado e em incerteza acrescida desencadeada pelas dificuldades sentidas em vários bancos regionais dos Estados Unidos e numa importante instituição financeira suíça. Antes destas tensões no mercado, a subida das taxas de juro de curto e de longo prazo foi, em grande medida, impulsionada por expectativas de mercado de uma maior restritividade da política monetária mais pronunciada e duradoura, uma vez que as pressões subjacentes sobre os preços se mantiveram fortes, apesar da descida da inflação global. As expectativas quanto a estes aumentos das taxas recuaram em grande medida, após os participantes no mercado reavaliarem a trajetória futura das taxas de política monetária, à luz do aumento das tensões no mercado e das suas ramificações para as perspetivas de inflação. Consequentemente, ao longo de todo o período em análise, as taxas isentas de risco e as taxas de rendibilidade das obrigações de mais longo prazo da área do euro aumentaram apenas ligeiramente. A venda generalizada de ativos de maior risco no final do período em análise levou a um alargamento considerável dos diferenciais das obrigações de empresas com elevada rendibilidade e a uma grande queda dos preços das ações, nomeadamente para os bancos. Nos mercados cambiais, o euro manteve-se globalmente inalterado em termos ponderados pelo comércio durante o período em análise.

No período em análise (15 de dezembro de 2022 a 15 de março de 2023), as taxas isentas de risco de curto prazo da área do euro aumentaram apenas ligeiramente, dado que as expectativas de mercado de uma restritividade mais pronunciada da política monetária recuaram, em grande medida, no final do período em análise, num contexto de crescentes tensões nos mercados financeiros. A taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) acompanhou de perto as alterações à taxa de juro da facilidade permanente de depósito, que o Conselho do BCE aumentou em 50 pontos base nas suas reuniões de política monetária de dezembro (de 1,5% para 2%) e de fevereiro (de 2% para 2,5%). Durante a maior parte do período em análise, a curva a prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight*, com base na €STR, aumentou significativamente, refletindo expectativas mais firmes de novos aumentos das taxas, impulsionadas por perspetivas de crescimento mais resilientes e fortes pressões inflacionistas subjacentes. Contudo, no final do período em análise, o nível elevado de incerteza, decorrente das dificuldades sentidas por vários bancos sediados nos Estados Unidos e pelo Credit Suisse, também criou tensão nos mercados financeiros da área do euro. Num contexto de elevada volatilidade, a curva a prazo da €STR registou um movimento significativamente mais baixo entre prazos. No final do período em análise, a taxa máxima foi fixada para atingir um valor próximo de 3,3% no início de 2024 (em comparação com uma taxa máxima de 2,9% no início do período em análise), embora apontando para uma inversão a partir do segundo trimestre de 2024. De um modo geral, a curva a prazo da €STR registou um movimento mais elevado em todos os prazos durante o período em análise.

Gráfico 17

Taxas implícitas nos contratos a prazo da €STR

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Nota: A curva a prazo é calculada utilizando as taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR.

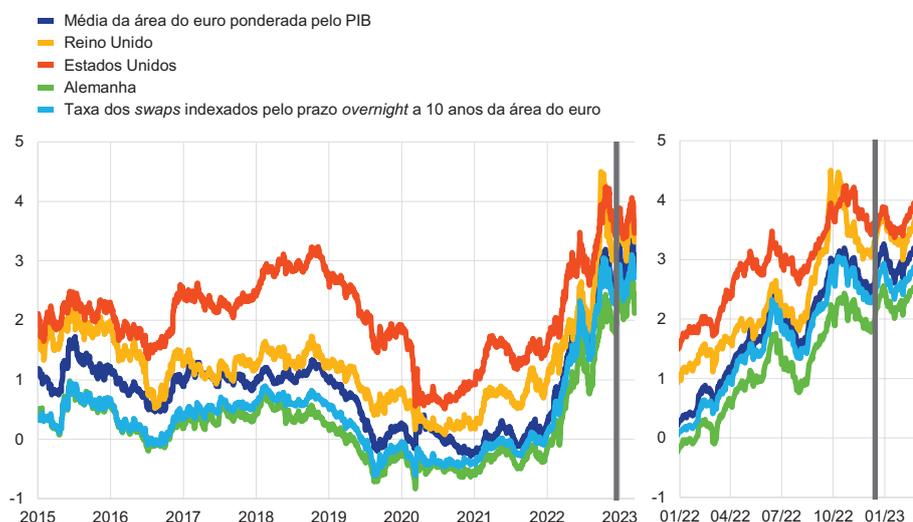
As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo acompanharam os movimentos das taxas isentas de risco e foram também muito afetadas pelo elevado nível de incerteza (gráfico 18).

No período em análise, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo acompanharam, em geral, a evolução das taxas isentas de risco e estiveram sujeitas a uma volatilidade considerável. As taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo permaneceram sensíveis às notícias macroeconómicas que têm sido disponibilizadas, antes de serem também muito afetadas pela maior incerteza nos mercados financeiros, desencadeada pelas dificuldades sentidas em determinados bancos dos Estados Unidos. A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB seguiu, de um modo geral, a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da área do euro durante a maior parte do período, com movimentos globalmente semelhantes nas taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos dos Estados Unidos e do Reino Unido. Num contexto de oscilações intermédias relacionadas com notícias macroeconómicas, a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da área do euro e a taxa das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB aumentaram substancialmente a partir de 15 de dezembro de 2022, antes de a maior parte desse aumento se inverter num contexto de crescentes tensões no mercado no final do período em análise. As crescentes tensões no mercado conduziram a uma menor queda da taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos em comparação com a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos ponderada pelo PIB, registando-se em particular uma descida da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da Alemanha. Ao longo de todo o período em análise, a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da área do euro e a média ponderada pelo PIB da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos aumentaram 31 e 7 pontos base, atingindo 2,76% e 2,84%, respetivamente.

Gráfico 18

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

(percentagens por ano)



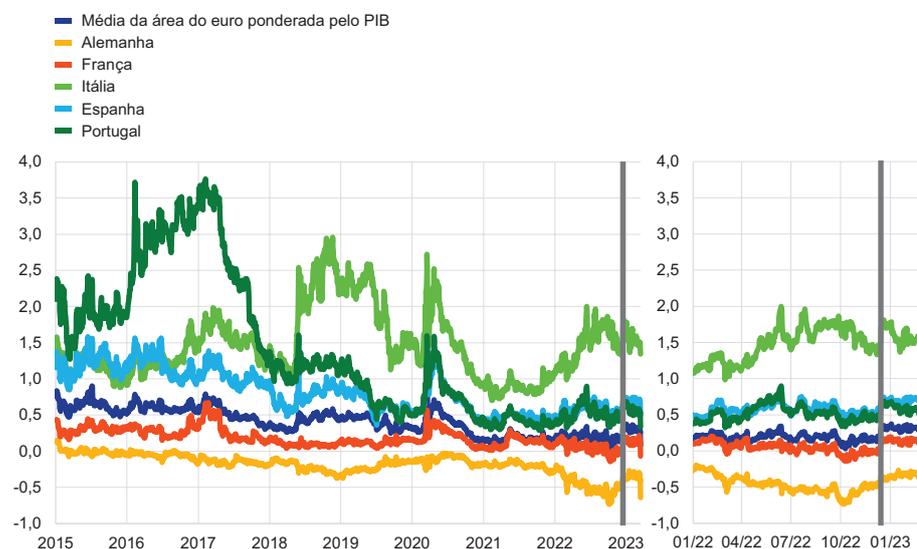
As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro evoluíram globalmente em linha com as taxas isentas de risco durante a maior parte do período em análise, com os diferenciais das obrigações soberanas a reduzirem-se ligeiramente entre os países perto do final do período em análise (gráfico 19). Embora as taxas de longo prazo isentas de risco tenham registado flutuações consideráveis durante o período em análise, o diferencial das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderado pelo PIB em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* manteve-se relativamente estável até aos últimos dias do período em análise.

À medida que as tensões no mercado aumentavam, as ações dos bancos europeus caíram abruptamente e o sentimento de risco entre os participantes no mercado registou uma queda acentuada, dando origem a uma descida das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública da área do euro em relação às taxas dos *swaps*. A média ponderada pelo PIB das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos terminou o período em análise 24 pontos base abaixo do valor registado em meados de dezembro de 2022. A descida refletiu uma maior restritividade dos diferenciais das obrigações soberanas entre países. Por exemplo, o diferencial das obrigações soberanas a 10 anos de Itália diminuiu 36 pontos base, enquanto os diferenciais correspondentes da Grécia e da Alemanha diminuíram 28 pontos base.

Gráfico 19

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

(em pontos percentuais)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 15 de dezembro de 2022. As últimas observações referem-se a 15 de março de 2023.

À medida que o sentimento de risco diminuiu no final do período em análise, os diferenciais das obrigações de empresas com elevado nível de rentabilidade aumentaram significativamente e terminaram o período em análise acima do valor registado inicialmente. Apesar da maior restritividade dos diferenciais das obrigações de empresas durante a maior parte do período em análise, em resultado da melhoria das perspetivas macroeconómicas, a queda súbita do sentimento de risco no final do período em análise significou um aumento substancial dos diferenciais das obrigações de empresas com elevado nível de rentabilidade, tendo terminado o período em análise 23 pontos base acima do valor registado inicialmente. Os diferenciais das obrigações de empresas com grau de qualidade de investimento mantiveram-se praticamente inalterados durante o período em análise.

Em consonância com esta evolução, os preços das ações europeias registaram uma grande queda no contexto da venda generalizada de ativos de maior risco no final do período em análise. Embora a queda dos preços das ações no final do período em análise tenha sido generalizada, foi particularmente pronunciada para as ações dos bancos. No entanto, antes da queda, os preços das ações da área do euro tinham estado a subir, impulsionados sobretudo pelo setor bancário, num contexto de perspetivas de crescimento a curto prazo mais resilientes e de uma época de reporte de lucros melhor do que o esperado no quarto trimestre de 2022. Considerando todo o período em análise, os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) aumentaram 5,2% na área do euro e 1,1% nos Estados Unidos. Relativamente ao setor bancário, o índice ganhou 8,4% na área do euro, tendo perdido 10,8% nos Estados Unidos.

Gráfico 20

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

(índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Refinitiv e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 15 de dezembro de 2022. As últimas observações referem-se a 15 de março de 2023.

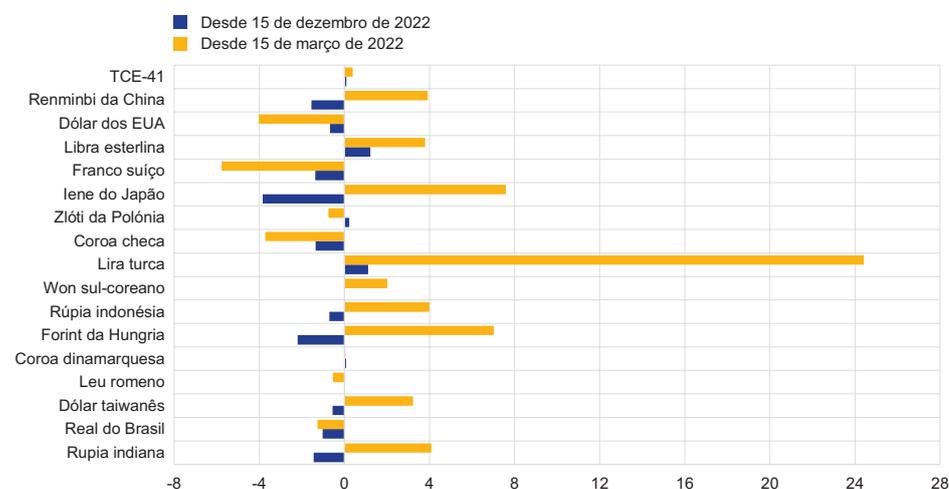
Nos mercados cambiais, o euro manteve-se globalmente inalterado em termos ponderados pelo comércio (gráfico 21).

Durante o período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 41 dos principais parceiros comerciais da área do euro, registou uma apreciação de 0,1%. No que se refere aos movimentos da taxa de câmbio bilateral, o euro registou uma depreciação face à maioria das principais moedas, incluindo o dólar dos Estados Unidos (em 0,7%), o renminbi da China (em 1,5%), o iene do Japão (em 3,8%) e o franco suíço (em 1,4%). Ao mesmo tempo, o euro fortaleceu-se face à libra esterlina (em 1,2%), bem como face a outras moedas europeias.

Gráfico 21

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-41 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 41 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevaletentes em 15 de março de 2023.

5 Condições de financiamento e evolução do crédito

Em janeiro de 2023, as taxas ativas bancárias voltaram a aumentar, refletindo subidas nas taxas de juro diretoras do BCE. Os empréstimos bancários às empresas e às famílias também registaram nova moderação em janeiro, num contexto de taxas de juro mais elevadas, procura mais fraca e critérios de concessão de crédito mais restritivos. No período de 15 de dezembro de 2022 a 15 de março de 2023, o custo do financiamento por ações diminuiu consideravelmente, enquanto o custo do financiamento por dívida baseada no mercado registou apenas um ligeiro aumento. O crescimento do volume total de financiamento externo das empresas abrandou acentuadamente. A dinâmica monetária registou uma moderação pronunciada, impulsionada pelas suas componentes mais líquidas e pelo crescimento mais lento do crédito.

Os custos de financiamento dos bancos da área do euro aumentaram em janeiro, refletindo movimentos nas taxas de mercado e taxas de depósito mais elevadas.

O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro voltou a aumentar, situando-se no seu nível mais elevado desde 2014 (gráfico 22, painel a). Em janeiro, as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias aumentaram novamente, retomando a forte tendência em sentido ascendente iniciada no ano passado. As taxas de rendibilidade das obrigações bancárias aumentaram quase 400 pontos base entre janeiro de 2022 e março de 2023 (gráfico 22, painel b). As taxas de depósito subiram ligeiramente para 0,56% em janeiro, face a 0,50% em dezembro, passando o aumento acumulado desde o início de 2022 a cifrar-se em cerca de 50 pontos base. Este aumento foi significativamente inferior à subida de 300 pontos base das taxas de juro diretoras do BCE durante o mesmo período. O ajustamento lento das taxas passivas a alterações nas taxas diretoras e o conseqüente alargamento do diferencial entre as taxas passivas e as taxas diretoras estão em linha com os padrões observados durante anteriores ciclos de subida das taxas de juro. Esta evolução reflete principalmente a tendência da remuneração dos depósitos *overnight* (que constituem uma grande percentagem da base de depósitos dos bancos) para ser menos sensível a aumentos das taxas diretoras do que a remuneração dos depósitos a prazo, que espelhou as alterações nas taxas diretoras. Uma das razões para tal prende-se com o facto de os depósitos *overnight* oferecerem liquidez e serviços de pagamento que, frequentemente, não têm um preço explícito. A recalibração dos termos e condições da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III), que entrou em vigor em 23 de novembro de 2022, também contribuiu para uma normalização dos custos globais de financiamento dos bancos⁶. Entre novembro de 2022 e fevereiro de 2023, os bancos efetuaram reembolsos (obrigatórios e, em particular, voluntários) consideráveis de fundos disponibilizados no âmbito das ORPA direcionadas III (896 mil milhões de euros), reduzindo os saldos em cerca de 42% após a recalibração. Além disso, desde o final de 2021, os bancos aumentaram a emissão de obrigações, num contexto de descontinuação gradual

⁶ Ver o comunicado do BCE intitulado [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#), 27 de outubro de 2022.

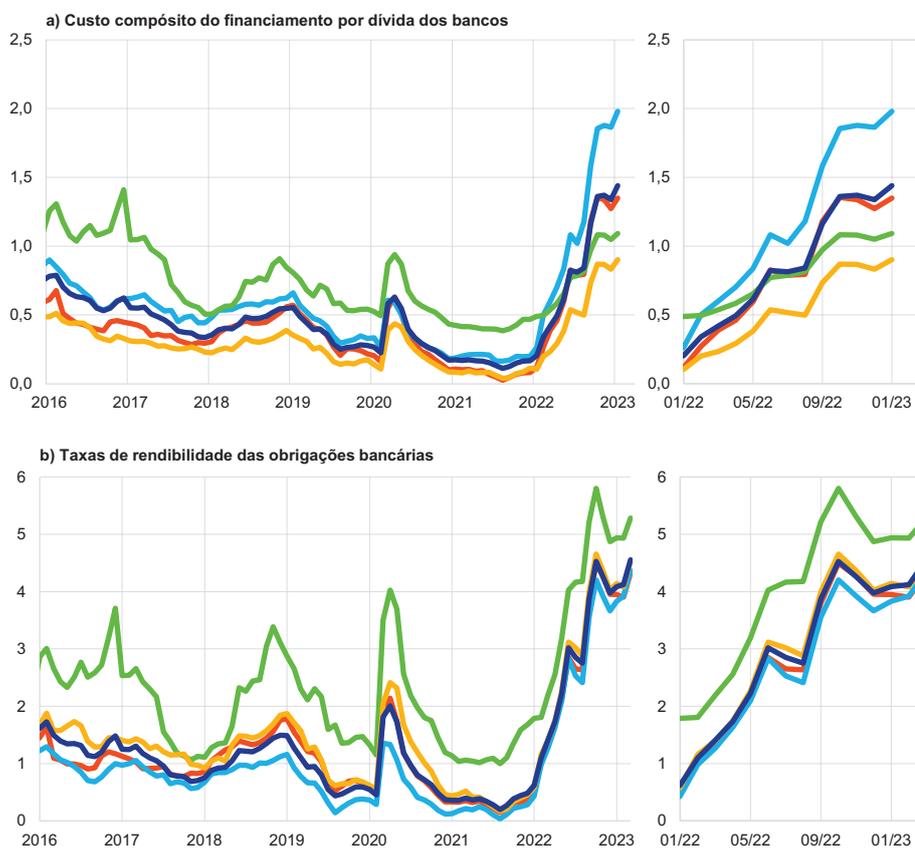
das ORPA direcionadas e de abrandamento dos depósitos. Em termos de solidez dos balanços, os bancos da área do euro estão, em geral, bem capitalizados, excedendo os requisitos regulamentares e os objetivos de capital, embora os riscos decorrentes do enfraquecimento da conjuntura económica possam reduzir a qualidade dos ativos dos bancos, sendo que existem sinais incipientes de aumento do risco de crédito, como sugerido, por exemplo, pela evolução dos empréstimos com aumento significativo do risco de crédito.

Gráfico 22

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

(percentagens homólogas)

- Área do euro
- Alemanha
- França
- Espanha
- Itália



Fontes: BCE, Índices iBoxx da IHS Markit e cálculos do BCE.

Notas: As taxas de financiamento bancário compósitas são uma média ponderada do custo compósito dos depósitos e do financiamento por dívida baseada no mercado sem garantia. O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As taxas de rendibilidade das obrigações bancárias são médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. As últimas observações referem-se a janeiro de 2023 para as taxas de financiamento bancário compósitas e a 15 de março de 2023 para as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias.

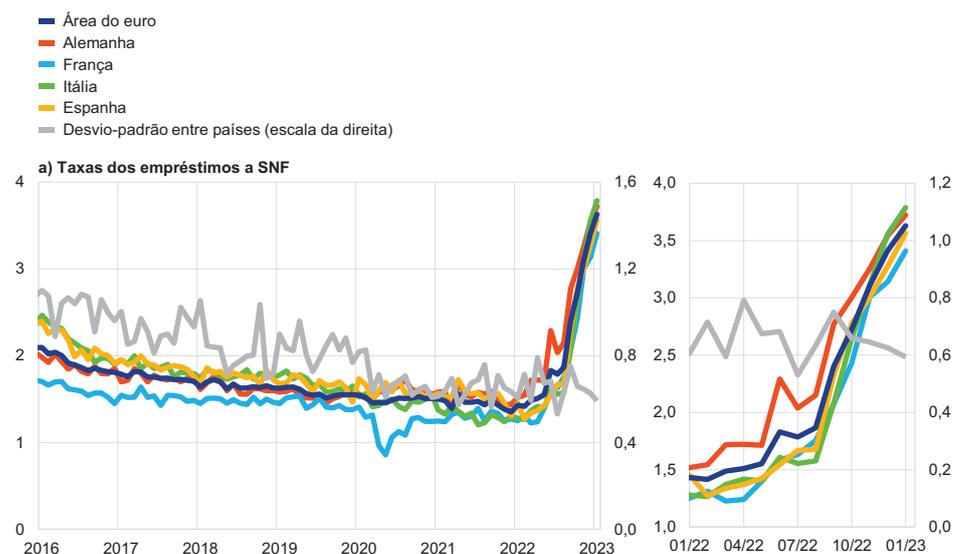
As taxas ativas bancárias aplicadas às empresas e às famílias voltaram a aumentar em janeiro de 2023, refletindo as subidas das taxas de juro diretoras do BCE.

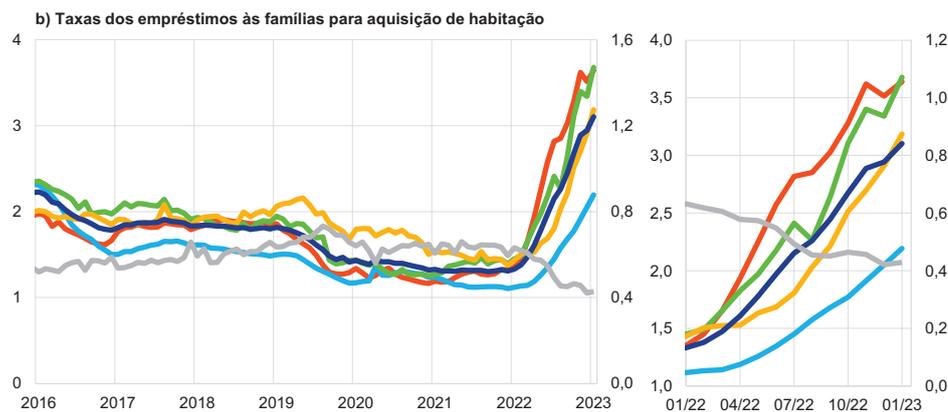
As alterações às medidas de política monetária do BCE estão a ser transmitidas às condições de concessão de crédito bancário. Desde o início de 2022, os aumentos dos custos de financiamento dos bancos fizeram subir acentuadamente as taxas ativas em todos os países da área do euro (gráfico 23), enquanto os critérios de concessão de crédito se tornaram mais restritivos. As taxas ativas bancárias aplicadas aos empréstimos às sociedades não financeiras (SNF) subiram para 3,63% em janeiro de 2023, o que compara com 3,41% em dezembro de 2022 e 1,43% um ano antes. As taxas ativas bancárias aplicadas aos empréstimos às famílias para aquisição de habitação também registaram nova subida, situando-se em 3,10% em janeiro, o que compara com 2,94% em dezembro e 1,33% um ano antes. Estes aumentos foram mais rápidos do que em anteriores ciclos de subida, refletindo sobretudo o ritmo mais rápido das subidas das taxas diretoras. Os resultados do [inquérito sobre as expetativas dos consumidores](#) de janeiro de 2023 sugerem que os consumidores preveem que as taxas hipotecárias continuem a aumentar nos próximos 12 meses. Esperam igualmente que se torne mais difícil obter crédito à habitação. O diferencial entre as taxas bancárias ativas aplicadas a empréstimos de reduzido montante e a empréstimos de grande montante aumentou ligeiramente em janeiro, refletindo a evolução das taxas aplicáveis a empréstimos de reduzido montante, mas manteve-se próximo do seu mínimo histórico. A dispersão entre países das taxas ativas aplicadas às empresas e às famílias manteve-se estável, sugerindo que a transmissão da maior restritividade da política monetária do BCE tem funcionado sem problemas (gráfico 23, painéis a e b).

Gráfico 23

Taxas ativas bancárias compósitas dos empréstimos às SNF e às famílias em países selecionados

(percentagens homólogas; desvio-padrão)





Fonte: BCE.

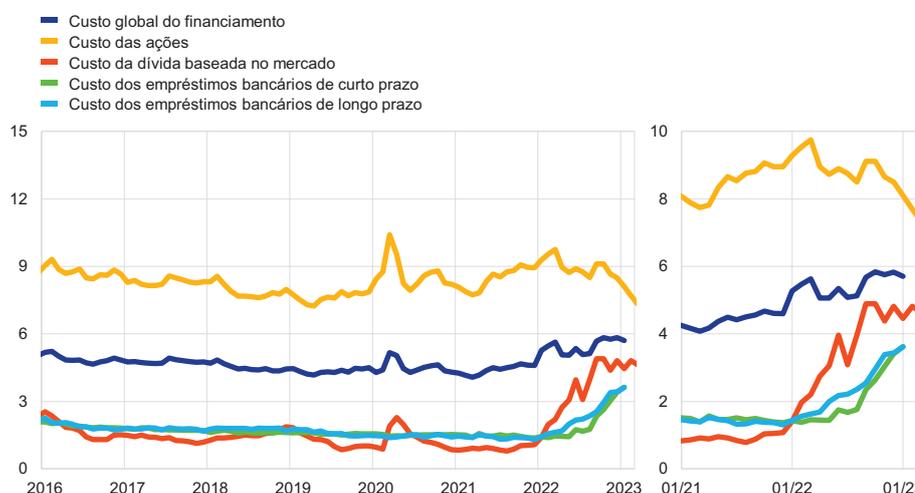
Notas: As taxas ativas bancárias compostas são calculadas através da agregação das taxas de curto e de longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a janeiro de 2023.

No período de 15 de dezembro de 2022 a 15 de março de 2023, o custo do financiamento por ações das SNF diminuiu consideravelmente, enquanto o custo da dívida baseada no mercado aumentou apenas ligeiramente. Devido a desfazamentos nos dados disponíveis sobre o custo do financiamento bancário, o custo global de financiamento das SNF, incluindo o custo dos empréstimos bancários, o custo da dívida baseada no mercado e o custo das ações, só pode ser calculado até janeiro de 2023, quando se situou em 5,7%, cerca de 15 pontos base abaixo do seu nível no mês anterior (gráfico 24). Tal resultou de uma descida do custo quer da dívida baseada no mercado – devido à redução das taxas isentas de risco e à compressão dos diferenciais das obrigações de empresas – quer do financiamento por ações, que superou o aumento do custo do financiamento por dívida bancária de curto e de longo prazo. Embora tenha diminuído ligeiramente face ao pico atingido em outubro de 2022, em janeiro de 2023 o custo global do financiamento permaneceu próximo dos níveis elevados observados pela última vez no final de 2011. Ao longo do período em análise, o custo da dívida baseada no mercado aumentou ligeiramente, devido ao aumento das taxas isentas de risco, que foi mais pronunciado no segmento muito curto da curva. Os diferenciais das obrigações de empresas nos segmentos de elevada rentabilidade também aumentaram, enquanto o diferencial das obrigações de categoria de investimento se manteve praticamente inalterado. Contudo, o pequeno aumento das taxas isentas de risco não compensou a descida acentuada do prémio de risco das ações, conduzindo assim a uma descida significativa do custo das ações.

Gráfico 24

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

(percentagens homólogas)



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

Notas: O custo global do financiamento das SNF é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações, com base nos respetivos saldos. As últimas observações dizem respeito a 15 de março de 2023 para o custo da dívida baseada no mercado (média mensal de dados diários), 10 de março de 2023 para o custo das ações (dados semanais) e 31 de janeiro de 2023 para o custo global do financiamento e para o custo do financiamento bancário (dados mensais).

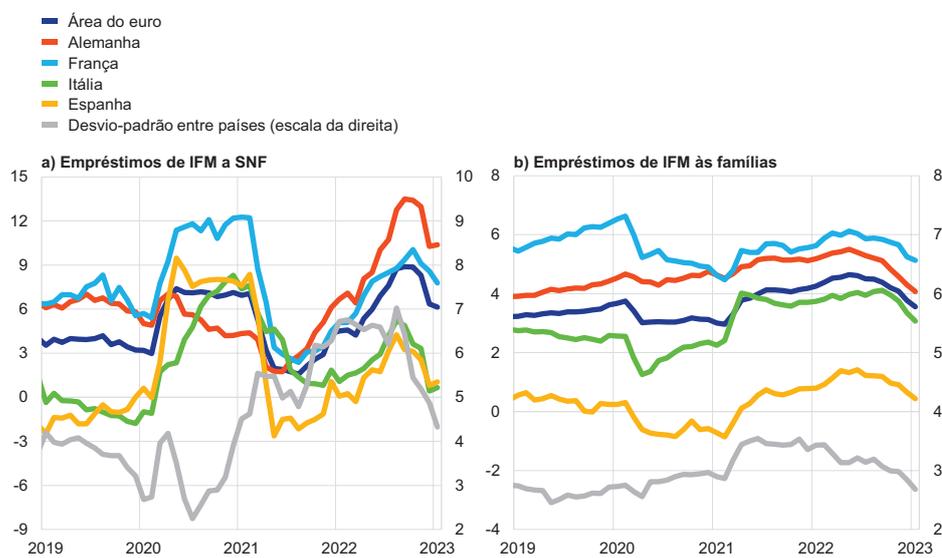
Os empréstimos bancários às empresas e às famílias voltaram a abrandar em janeiro, num contexto de taxas de juro mais elevadas, procura mais fraca e critérios de concessão de crédito mais restritivos.

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF diminuiu para 6,1% em janeiro, face a 6,3% em dezembro (gráfico 25, painel a). Este abrandamento foi generalizado às maiores economias e reflete taxas de juro mais elevadas, o enfraquecimento da procura e critérios de concessão de crédito mais restritivos. Em termos de prazos, a contração foi particularmente visível nos empréstimos de curto prazo associados a despesas com fundos de maneio mais elevadas. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias também registou uma moderação, para 3,6% em janeiro, face a 3,8% em dezembro (gráfico 25, painel b). Embora esta evolução advenha principalmente da descida em curso do crescimento dos empréstimos para aquisição de habitação, o crédito ao consumo e outros empréstimos também contribuíram ligeiramente para o enfraquecimento do crédito às famílias. Os principais fatores impulsionadores do abrandamento do endividamento das famílias foram a subida das taxas de juro, a maior restritividade dos critérios aplicados à concessão de empréstimos bancários e o enfraquecimento da procura de empréstimos em resultado da deterioração das perspetivas para o mercado da habitação e da reduzida confiança dos consumidores.

Gráfico 25

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

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



Fonte: BCE.

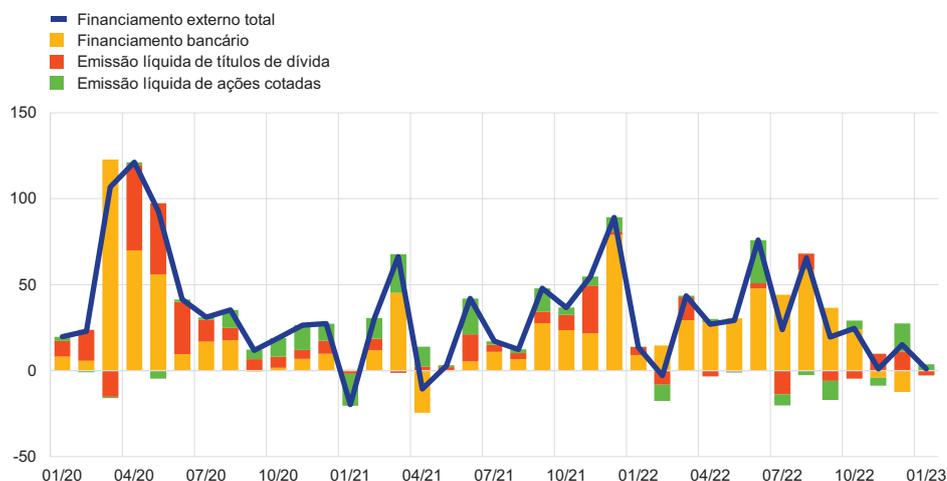
Notas: Os empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. As últimas observações referem-se a janeiro de 2023.

O crescimento do volume total de financiamento externo das empresas registou um abrandamento acentuado, refletindo sobretudo o enfraquecimento dos empréstimos bancários. A taxa de crescimento homóloga do financiamento externo diminuiu de 3,2% em outubro para 2,3% em janeiro de 2023, refletindo a menor necessidade de financiamento das empresas à medida que a atividade económica abrandava e a maior restritividade dos critérios de concessão de crédito aplicados pelos bancos (gráfico 26). A emissão líquida de títulos de dívida tornou-se novamente negativa em janeiro, após dois meses de recuperação parcial. A emissão de ações cotadas foi, em geral, fraca, mas recuperou novamente em dezembro, impulsionada pela recapitalização pública de uma grande empresa com utilização intensiva de energia.

Gráfico 26

Fluxos de financiamento externo líquido às SNF na área do euro

(fluxos mensais; mil milhões de euros)



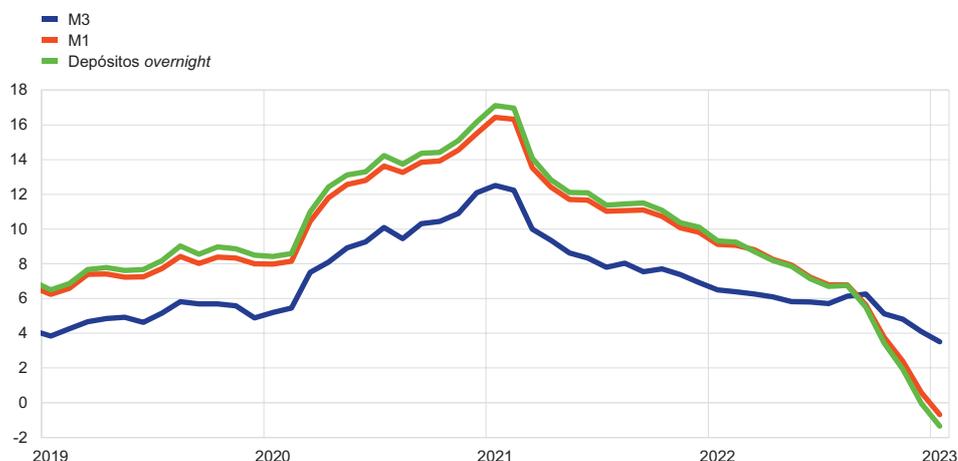
A reafetação de fundos de depósitos *overnight* para depósitos a prazo prosseguiu em janeiro, refletindo variações na remuneração relativa destes instrumentos.

A taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight* passou a ser negativa em janeiro, situando-se em -1,3%. A redução acentuada do crescimento dos depósitos *overnight* desde o segundo trimestre de 2022 (gráfico 27) deve-se à substituição em larga escala de depósitos *overnight* por depósitos a prazo e ao menor crescimento económico. Este reajustamento da carteira foi desencadeado pela remuneração mais elevada dos depósitos a prazo em relação aos depósitos *overnight*. Tal está em linha com os padrões históricos durante ciclos de maior restritividade, segundo os quais a remuneração dos depósitos *overnight* se ajusta lentamente a alterações nas taxas diretoras, enquanto a remuneração dos depósitos a prazo se ajusta mais rapidamente, o que implica um alargamento dos diferenciais das taxas de juro. Contudo, a mudança para depósitos a prazo no atual ciclo de maior restritividade é mais substancial do que em anteriores ciclos similares, uma vez que a percentagem de depósitos *overnight* era superior ao habitual durante o período de taxas de juro baixas, quando o custo de oportunidade de detenção de ativos muito líquidos era particularmente reduzido.

Gráfico 27

M3, M1 e depósitos *overnight*

(taxa de crescimento homóloga; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a janeiro de 2023.

A dinâmica monetária registou uma moderação pronunciada no quarto trimestre de 2022 e em janeiro de 2023, impulsionada pelas suas componentes mais líquidas e pelo crescimento mais lento do crédito.

O crescimento homólogo do agregado monetário largo (M3) diminuiu para 3,5% em janeiro, face a 4,1% em dezembro (gráfico 27). A tendência de descida continuou a ser impulsionada pela descontinuação gradual das compras líquidas de ativos do Eurosistema e das ORPA direcionadas, por uma dinâmica do crédito mais fraca num contexto de taxas de juro mais elevadas e por uma mudança gradual por parte dos bancos no sentido de fontes de financiamento a mais longo prazo. As saídas monetárias da área do euro para o resto do mundo atenuaram o crescimento do agregado monetário largo em janeiro, no contexto de vendas líquidas de títulos de dívida pública da área do euro por não residentes. No que respeita às componentes do agregado monetário largo, o crescimento do agregado estreito M1 registou uma nova descida acentuada e entrou em terreno negativo pela primeira vez desde o início da União Económica e Monetária, dando assim um contributo negativo para o crescimento do M3. Esta evolução está também a ser impulsionada pela transferência de fundos de depósitos *overnight* para depósitos a prazo com melhor remuneração, no contexto de taxas mais elevadas.

6 Evolução orçamental

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas orçamentais para a área do euro continuam a melhorar, mas os rácios do défice e da dívida permanecem muito acima dos níveis observados antes da pandemia. Projeta-se que o rácio do défice da área do euro baixe para 3,4% em 2023 e 2,4% em 2024, mantendo-se neste nível em 2025. As projeções indicam que a orientação orçamental da área do euro seja globalmente neutra em 2023, tornando-se consideravelmente mais restritiva em 2024 e regressando a níveis neutros em 2025. Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro diminua de um valor estimado de 91% em 2022 para cerca de 87% em 2025. As projeções orçamentais de referência continuam rodeadas de elevados níveis de incerteza, em especial no que se refere à magnitude das medidas de apoio energético, tendo em conta a recente descida dos preços dos produtos energéticos. Numa perspetiva de políticas, as medidas de apoio governamental para proteger a economia do impacto dos preços elevados dos produtos energéticos devem ser temporárias, direcionadas e adaptadas para preservar os incentivos a um menor consumo energético. Com a descida dos preços dos produtos energéticos e a diminuição dos riscos em torno do aprovisionamento energético, é importante começar a descontinuar essas medidas sem demora e de forma concertada. Quaisquer medidas orçamentais que não sigam estes princípios podem intensificar as pressões inflacionistas a médio prazo, exigindo uma resposta mais forte da política monetária. Na mesma ótica, a declaração do Eurogrupo publicada em 13 de março de 2023 apela aos Estados-Membros para que, caso não se verifiquem novos choques sobre os preços, continuem a eliminar progressivamente as medidas de apoio energético, o que também contribuiria para reduzir os défices das administrações públicas. Além disso, em consonância com o quadro de governação económica da UE, as políticas orçamentais devem ser orientadas para a consecução de uma economia mais produtiva e a redução gradual da elevada dívida pública. A reforma do quadro de governação económica da União Europeia deve ser concluída rapidamente.

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro deverá melhorar ao longo do horizonte de projeção^{7,8}. Projeta-se que o défice orçamental da área do euro diminua para 3,4% do PIB em 2023 e desça de forma mais significativa em 2024, para 2,4% do PIB, mantendo-se inalterado em 2025 (gráfico 28). Uma reclassificação estatística, que implicou a passagem da contabilidade de caixa para a contabilidade de exercício dos créditos fiscais concedidos para melhorias na construção residencial em Itália, levou a revisões significativas do défice orçamental da área do euro esperado. O défice foi revisto em alta em cerca de 0,3 pontos percentuais do PIB em 2022 (para 3,7% do PIB) e em baixa em cerca de 0,1 pontos percentuais durante o resto do horizonte de

⁷ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2023](#).

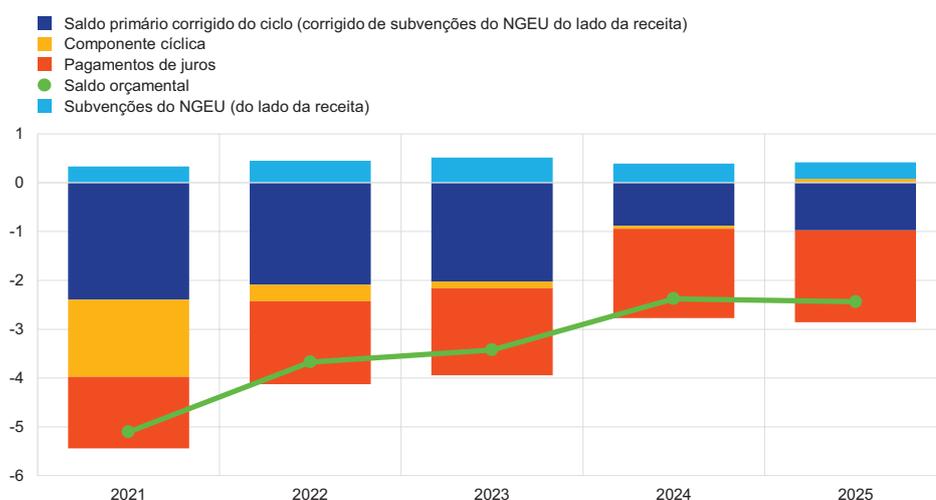
⁸ Os dados históricos relativos à Itália e à área do euro não podem ser revistos enquanto não for disponibilizado o conjunto de dados completo para a notificação referente ao procedimento relativo aos défices excessivos.

projeção. Para além da reclassificação estatística em Itália, na ausência de grandes novidades em termos de orçamento, as perspetivas relativas ao défice da área do euro são influenciadas sobretudo pela redução das medidas de apoio orçamental que estão a ser implementadas pelos governos em resposta à crise energética e à inflação elevada. Estima-se agora que estas medidas atinjam 1,8% do PIB a nível da área do euro em 2023, o que compara com mais de 1,9% do PIB nas projeções de dezembro, e 0,5% do PIB em 2024 (caixa 9).

Gráfico 28

Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fontes: Cálculos do BCE e projeções macroeconómicas de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE.

Notas: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos países da área do euro. O saldo orçamental das administrações públicas e respetivas componentes são corrigidos do impacto estimado de uma reclassificação estatística em Itália ao longo do período de projeção orçamental 2022-2025. Para os dados antigos (2021), este ajustamento estará disponível no contexto das notificações de procedimento por défice excessivo do Eurostat de abril de 2023 e das projeções macroeconómicas de junho de 2023 elaboradas por especialistas do Eurosistema (todas a publicar).

Estima-se que a orientação orçamental da área do euro seja globalmente neutra em 2023 e se torne significativamente mais restritiva em 2024, regressando a níveis neutros em 2025⁹. A orientação orçamental globalmente neutra em 2023 é explicada pela inversão parcial das receitas extraordinárias projetada para o período entre 2021 e 2022, globalmente compensada por um ligeiro aumento da restritividade das medidas discricionárias em geral, refletindo a remoção de parte das medidas de estímulo que os governos implementaram em resposta à crise pandémica e à reclassificação estatística em Itália. Em 2024, projeta-se que a restritividade da orientação orçamental aumente mais substancialmente, devido sobretudo à retirada de cerca de 70% do apoio orçamental face aos preços dos produtos energéticos e à inflação implementado pelos governos da área do euro em 2023. Projeta-se também que o apoio

⁹ A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo proporcionado pelas políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida nesta secção como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Atendendo a que as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções do pacote “Next Generation EU” com base no orçamento da UE não têm um impacto contracionista na procura, o saldo primário corrigido do ciclo é, neste contexto, ajustado de modo a excluir essas receitas. Para mais pormenores sobre o conceito de orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

proveniente das subvenções ao abrigo do instrumento “NextGenerationEU” (NGEU) seja reduzido face a 2023, enquanto se espera que uma nova inversão das receitas extraordinárias atenuie a maior restritividade da orientação orçamental em 2024-2025.

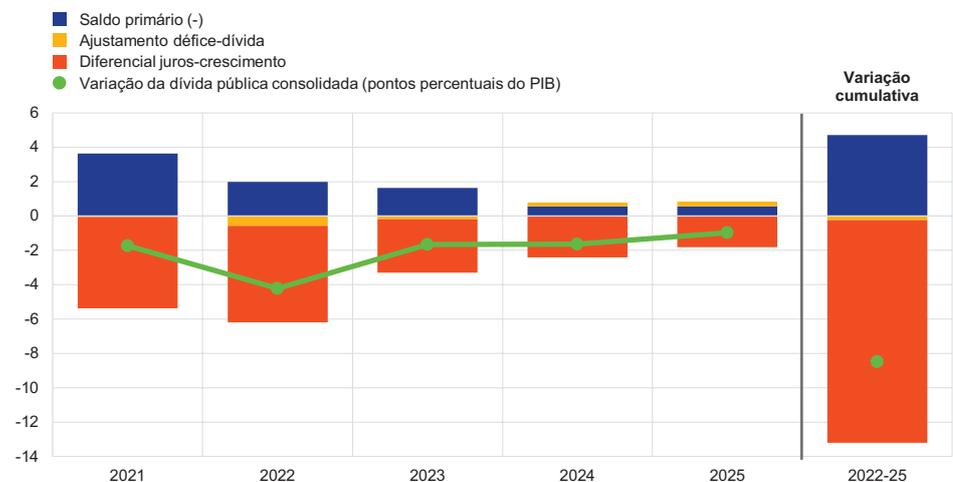
Projeta-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro continue a diminuir para um valor ligeiramente inferior a 87% do PIB até 2025.

Após um aumento do rácio da dívida de cerca de 13 pontos percentuais, para cerca de 97% em 2020, devido à resposta dos governos da área do euro à crise da COVID-19, prevê-se que se cifre em 91% do PIB em 2022, desça para cerca de 89% do PIB em 2023 e continue a diminuir para cerca de 87% do PIB em 2025. Esta redução deve-se sobretudo aos diferenciais negativos entre as taxas de juro e o crescimento nominal do PIB, que, embora registando uma redução após 2022, deverão continuar a mais do que compensar os défices primários (gráfico 29). Os ajustamentos défice-dívida deverão ser globalmente neutros em termos acumulados ao longo de todo o horizonte de projeção. Não obstante esta descida gradual, espera-se que, até 2025, o rácio da dívida agregada da área do euro se mantenha acima do seu nível anterior à pandemia (em quase 3 pontos percentuais).

Gráfico 29

Fatores impulsionadores da variação da dívida pública da área do euro

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



Fontes: Cálculos do BCE e projeções macroeconómicas de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE.
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos países da área do euro.

Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a trajetória do saldo orçamental da área do euro foi objeto de uma ligeira revisão em alta ao longo do período de 2023-2025. A revisão em alta é apenas marginal, apesar de se prever um aumento dos pagamentos de juros entre 2024 e 2025. O rácio da dívida foi revisto em baixa, refletindo sobretudo a melhoria do saldo primário.

As medidas de apoio governamental para proteger a economia do impacto dos preços elevados dos produtos energéticos devem ser temporárias, direcionadas e adaptadas para preservar os incentivos a um menor consumo energético.

Com a descida dos preços dos produtos energéticos e a diminuição dos riscos em torno do aprovisionamento energético, é importante começar a descontinuar essas medidas sem demora e de forma concertada. É provável que medidas orçamentais que não cumpram estes princípios exacerbem as pressões inflacionistas, o que requereria uma resposta mais forte da política monetária. Além disso, em consonância com o quadro de governação económica da UE, as políticas orçamentais devem ser orientadas para a consecução de uma economia mais produtiva e a redução gradual da elevada dívida pública. Na sequência da publicação da [comunicação da Comissão Europeia](#) em 9 de novembro de 2022 e das [conclusões do Conselho](#) sobre as orientações para a reforma do quadro de governação económica da UE por ocasião da reunião do Conselho ECOFIN em 14 de março de 2023, a reforma do quadro de governação económica da União Europeia deve ser concluída rapidamente.

Caixas

1 O que molda as repercussões dos choques de política monetária nos Estados Unidos sobre as economias de mercado emergentes?

Por Erik Andres Escayola, Peter McQuade, Christofer Schroeder e Marcel Tirpák

As economias de mercado emergentes enfrentam uma conjuntura macroeconómica difícil e incerta, com o enfraquecimento da procura mundial, a inflação elevada, num contexto de choques sobre a oferta, e uma maior restritividade sincronizada da política monetária a funcionar como fatores adversos ao crescimento. A presente caixa avalia um destes fatores adversos – o impacto do aumento da restritividade da política monetária pelo Sistema de Reserva Federal nos Estados Unidos – e analisa fatores e canais que moldam as repercussões nas economias de mercado emergentes de grande dimensão e importância sistémica. Em termos gerais, as economias de mercado emergentes tenderam a apresentar uma maior resiliência a alterações nas condições de financiamento a nível mundial durante o atual ciclo de maior restritividade do que no passado, possivelmente devido a uma redução das suas vulnerabilidades macrofinanceiras nas últimas décadas. No entanto, existe alguma heterogeneidade no desempenho dos países neste domínio. Consideramos que o impacto dos choques de política monetária nos Estados Unidos varia entre as economias de mercado emergentes e é moldado pelas vulnerabilidades macrofinanceiras e pelas medidas de política monetária a nível nacional.

Utilizamos um quadro empírico de projeções locais para estudar a forma como as variáveis macroeconómicas e macrofinanceiras nas economias de mercado emergentes respondem aos choques de política monetária com origem nos Estados Unidos¹. Utilizando os choques de política monetária nos Estados Unidos identificados com uma frequência elevada como a nossa principal variável explicativa, estimamos as respostas por impulso das variáveis macrofinanceiras e analisamos a forma como estas respostas são influenciadas pelas características

¹ A nossa análise tem por base Jarociński, M. e Karadi, P., “Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n.º 2, abril de 2020, pp. 1-43, e Georgiadis, G. e Jarociński, M., “Global implications of multi-dimensional US monetary policy normalisation”, *Série de Documentos de Trabalho*, BCE, a publicar. Os anúncios dos bancos centrais podem revelar informação sobre a orientação da política monetária (política monetária pura) e a avaliação do banco central das perspetivas económicas (informação do banco central). Centramo-nos em choques de política monetária pura, dado que nos interessa o efeito das políticas da Reserva Federal nas economias de mercado emergentes. Utilizamos um quadro de projeções locais dependentes do estado, em que a referida dependência é modelizada através de uma função logística, como em Auerbach, A.J. e Gorodnichenko, Y., “Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”, *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 4, n.º 2, maio de 2012, pp. 1-27.

específicas das economias em causa. Os resultados da projeção de referência mostram que um aumento inesperado da restritividade da política monetária nos Estados Unidos está tipicamente associado a uma maior restritividade imediata das condições financeiras de uma economia de mercado emergente, após a qual a produção industrial e a inflação baixam, sendo que este efeito atinge um pico após aproximadamente 18 meses². Estas respostas captam o efeito da componente inesperada da política monetária nos Estados Unidos ao invés da componente sistemática. Apresentam o sinal esperado e têm significado económico em termos de dimensão.

As economias de mercado emergentes com maiores vulnerabilidades respondem de forma mais acentuada aos choques de política monetária nos Estados Unidos. A maior resiliência das economias de mercado emergentes até ao momento poderá estar associada aos seus níveis mais baixos de vulnerabilidade macrofinanceira. Uma métrica de vulnerabilidade sugere que as economias de mercado emergentes se tornaram, de um modo geral, menos vulneráveis ao longo da última década, embora parte desta tendência descendente tenha sido invertida pela pandemia de coronavírus (COVID-19) (gráfico A)³. Quando esta variável de vulnerabilidade é incluída em regressões e interage com choques de política monetária nos Estados Unidos, observamos que as condições financeiras, a produção industrial e a inflação medida pelo IPC reagem de forma mais acentuada quando um país se encontra num estado mais vulnerável (pontos vermelhos no gráfico B) em comparação com um estado menos vulnerável (pontos verdes no gráfico B).

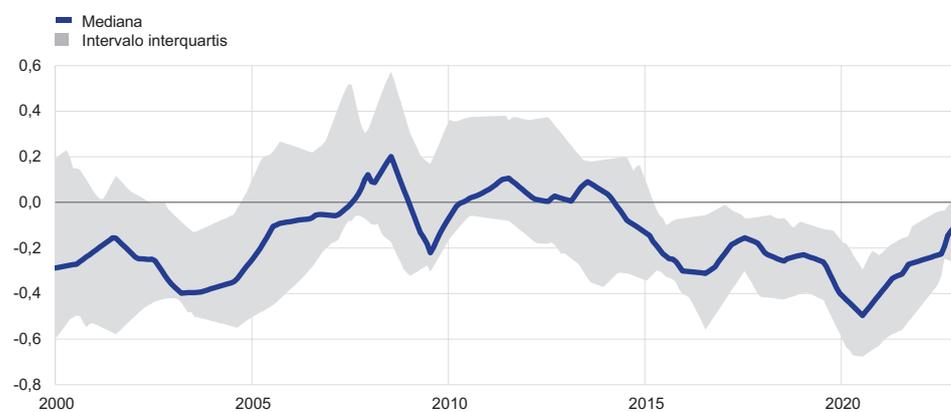
² Um choque de política monetária nos Estados Unidos que resulte num aumento de um desvio-padrão na taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos a 5 anos ao longo da amostra utilizada na estimativa está associado a uma maior restritividade de aproximadamente um desvio-padrão (0,02 pontos percentuais (p.p.)) no índice das condições financeiras, a uma diminuição de um desvio-padrão (0,3 p.p.) na produção industrial e a uma diminuição de um terço de um desvio-padrão (0,08 p.p.) na inflação medida pelo IPC da economia de mercado emergente mediana.

³ A métrica de vulnerabilidade macrofinanceira aqui utilizada resume a vulnerabilidade das economias de mercado emergentes em termos de desvios na taxa de câmbio, da ancoragem das expectativas de inflação e das responsabilidades sobre o exterior denominadas em dólares dos Estados Unidos. Estas variáveis são particularmente relevantes na atual conjuntura de inflação elevada e fortalecimento do dólar dos Estados Unidos.

Gráfico A

Uma métrica de vulnerabilidade para as economias de mercado emergentes

(índice)



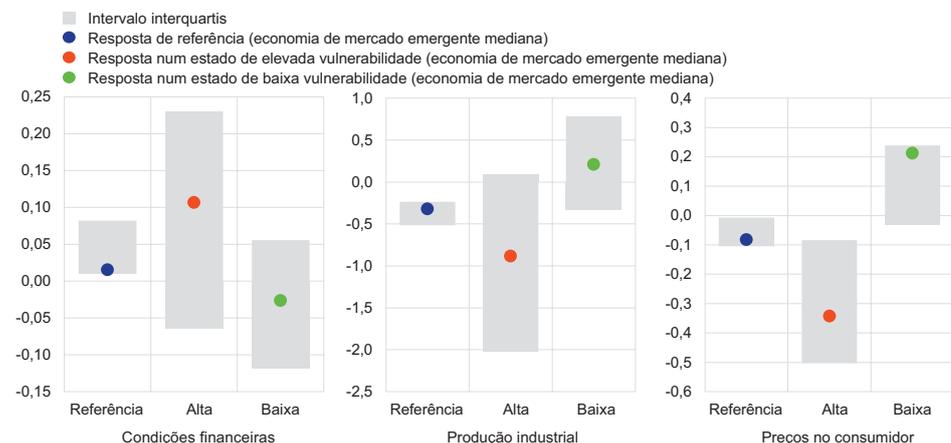
Fontes: Haver Analytics, Refinitiv, Georgiadis e Jarociński (op. cit.) e cálculos do BCE.

Notas: Este índice de vulnerabilidade tem por base as principais componentes de quatro variáveis fundamentais, a saber: i) o desvio da taxa de câmbio efetiva real calculado como o desvio em relação à tendência linear (a fim de considerar o efeito Balassa-Samuelson), ii) o desvio da taxa de câmbio efetiva real calculado como o desvio face à média das economias avançadas (incluído porque as sobrevalorizações demonstraram ser elementos de previsão de crises, como em Gourinchas, P.-O. e Obstfeld, M., "Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n.º 1, janeiro de 2012, pp. 226-265), iii) anteriores taxas de inflação (a fim de captar expectativas de inflação fracamente ancoradas, como em Ahmed, S., Akinci, O. e Queralto, A., "U.S. monetary policy spillovers to emerging markets: Both shocks and vulnerabilities matter", *International Finance Discussion Papers*, n.º 1321, Conselho de Governadores do Sistema de Reserva Federal, julho de 2021) e iv) o passivo da dívida de carteira denominado em dólares dos Estados Unidos em relação ao PIB (a fim de captar vulnerabilidades no balanço externo). A amostra de países inclui 11 economias de mercado emergentes (Brasil, Chile, China, Índia, Malásia, México, Rússia, África do Sul, Coreia do Sul, Tailândia e Turquia) e três Estados-Membros da UE (República Checa, Hungria e Polónia). Valores mais elevados indicam uma maior vulnerabilidade. As últimas observações referem-se a novembro de 2022.

Gráfico B

Impacto de choques de política monetária contracionistas nos Estados Unidos sobre as economias de mercado emergentes por nível de vulnerabilidade

(pico de resposta; pontos percentuais)



Fontes: Haver Analytics, Refinitiv, Jarociński e Karadi (op. cit.), Georgiadis e Jarociński (op. cit.) e cálculos do BCE.

Notas: O presente gráfico mostra as respostas de variáveis dependentes em termos de logaritmo para economias com diferentes níveis de vulnerabilidade. Utilizando um quadro mensal de projeções locais dependentes do estado (com base em Auerbach e Gorodnichenko, op. cit.), apresentamos estimativas medianas para a especificação de referência (pontos azuis), um estado de elevada vulnerabilidade (pontos vermelhos) e um estado de baixa vulnerabilidade (pontos verdes). As barras a cinzento mostram os intervalos interquartis, indicando a heterogeneidade das respostas. As respostas foram escalonadas a fim de mostrar o impacto de um choque de política monetária pura com origem nos Estados Unidos que resulte numa alteração de um desvio-padrão na taxa de rendimento do instrumento financeiro subjacente (obrigações do Tesouro dos Estados Unidos a 5 anos). No painel da esquerda, valores mais elevados indicam condições financeiras mais restritivas.

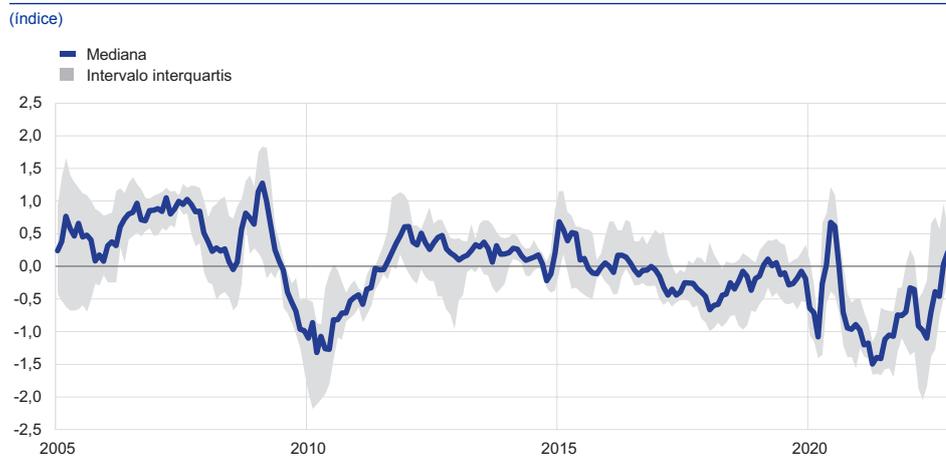
Além disso, as orientações de política monetária internas das economias de mercado emergentes também ajudam a moldar as suas respostas aos choques de política monetária nos Estados Unidos. No atual ciclo de maior restritividade a nível mundial, muitas economias de mercado emergentes começaram a aumentar as taxas de juro consideravelmente mais cedo do que os Estados Unidos. Tal pode refletir, em parte, melhorias nos quadros de política, tendo muitos bancos centrais agora maior independência e mandatos mais credíveis para assegurar a estabilidade de preços. Simultaneamente, os bancos centrais das economias de mercado emergentes precisam de calibrar cuidadosamente as suas respostas em termos de política à atual conjuntura macroeconómica, contrariando os riscos para uma credibilidade arduamente conquistada, tendo simultaneamente em consideração o papel fundamental desempenhado pelos choques sobre a oferta na subida acentuada da inflação a nível mundial.

Em resultado dos rápidos aumentos das taxas observados até à data, as taxas diretoras de muitas economias de mercado emergentes situam-se próximo dos níveis implícitos nas estimativas das suas funções de reação de política monetária. A função de reação de política monetária proporciona um indicador de referência básico, mas útil, da forma como as taxas diretoras do banco central de uma economia de mercado emergente reagem tipicamente a variações na inflação e no produto esperados e na posição cíclica da economia (entre outros fatores) com base em coeficientes estimados através de uma análise de regressão. O gráfico C apresenta a forma como as taxas diretoras dos bancos centrais observadas comparam com estes parâmetros de referência, sendo que valores positivos indicam que a política monetária é mais restritiva do que o implícito nas estimativas da função de reação de um banco central e vice-versa. Tal mostra que, apesar dos recentes choques sobre a oferta e da gravidade da subida acentuada da inflação, as taxas diretoras dos bancos centrais da maioria das economias de mercado emergentes incluídas na amostra estão agora em consonância com as suas funções de reação típicas⁴.

⁴ Esta situação surge na sequência de um período de políticas mais acomodáticas introduzidas em resposta à pandemia de COVID-19.

Gráfico C

Comparação das taxas diretoras das economias de mercado emergentes com os níveis implícitos nas suas funções de reação de banco central



Fontes: Haver Analytics, Refinitiv e cálculos do BCE.

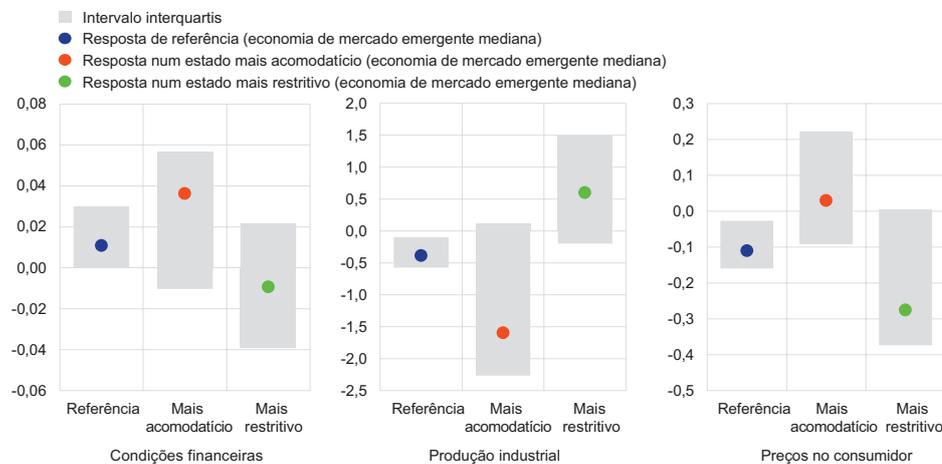
Notas: Este índice é construído como a diferença entre i) a taxa diretora observada da economia de mercado emergente e ii) a taxa diretora implícita numa função de reação de banco central estimada empiricamente (como em Coibion, O. e Gorodnichenko, Y., "Why Are Target Interest Rate Changes So Persistent?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n.º 4, outubro de 2012, pp. 126-162. As principais variáveis explicativas incluem a inflação e o crescimento do produto esperados com uma antecedência de 1 ano, bem como a posição cíclica da economia captada por estimativas contemporâneas do desvio do produto. Além disso, temos em conta a taxa de câmbio efetiva real e os preços do petróleo. A amostra inclui nove economias de mercado emergentes (Brasil, Chile, China, Índia, Malásia, Rússia, África do Sul, Coreia do Sul e Tailândia) e três Estados-Membros da UE (República Checa, Hungria e Polónia). A amostra é menor do que no gráfico A e a série temporal é mais curta, devido à disponibilidade dos dados necessários ao cálculo das funções de reação de banco central. Valores positivos significam que a política monetária é mais restritiva do que o implícito na função de reação de banco central estimada e vice-versa. As últimas observações referem-se a novembro de 2022.

O impacto dos choques de política monetária com origem nos Estados Unidos pode ser mitigado por uma política monetária interna prudente nas economias de mercado emergentes. Os nossos resultados empíricos sugerem que, quando a política monetária de uma economia de mercado emergente é pelo menos tão restritiva como a implícita nas estimativas da sua função de reação de banco central, as repercussões da política monetária dos Estados Unidos nas condições financeiras e na produção industrial são tipicamente mais limitadas (pontos verdes no gráfico D), em comparação com uma situação em que a política monetária é mais acomodatória do que o sugerido pela função de reação (pontos vermelhos no gráfico D).

Gráfico D

Impacto de choques de política monetária contracionistas nos Estados Unidos sobre as economias de mercado emergentes por orientação de política monetária

(pico de resposta; pontos percentuais)



Fontes: Haver Analytics, Refinitiv, Jarociński e Karadi (*op. cit.*) e cálculos do BCE.

Notas: Este gráfico mostra as respostas de variáveis dependentes, em termos de logaritmo, consoante as orientações de política monetária das economias em relação às suas funções de reação de banco central. Utilizando um quadro mensal de projeções locais dependentes do estado (com base em Auerbach e Gorodnichenko, *op. cit.*), apresentamos estimativas medianas para a especificação de referência (pontos azuis), um estado em que as taxas diretoras se situam abaixo dos níveis implícitos nas funções de reação de banco central (pontos vermelhos) e um estado em que as taxas diretoras se situam acima dos níveis implícitos nas funções de reação de banco central (pontos verdes). As barras a cinzento mostram os intervalos interquartis, indicando a heterogeneidade das respostas. As respostas foram escalonadas a fim de mostrar o impacto de um choque de política monetária pura com origem nos Estados Unidos que resulte numa alteração de um desvio-padrão na taxa de rendimento do instrumento financeiro subjacente (obrigações do Tesouro dos Estados Unidos a 5 anos). No painel da esquerda, valores mais elevados denotam condições financeiras mais restritivas.

De um modo geral, a nossa análise empírica sugere que a sensibilidade das economias de mercado emergentes a repercussões da política monetária nos Estados Unidos pode ser amplificada ou atenuada por vulnerabilidades macrofinanceiras e medidas de política monetária internas. Muitas economias de mercado emergentes enfrentam atualmente o mesmo tipo de pressões inflacionistas e choques sobre a oferta que as economias avançadas. Os respetivos bancos centrais participaram no atual ciclo de maior restritividade a nível mundial, e até se anteciparam ligeiramente ao mesmo, procurando preservar a sua credibilidade e manter a inflação ancorada. Tal contrasta com o ciclo de maior restritividade que ocorreu após a crise financeira mundial, quando os bancos centrais das economias avançadas foram os primeiros a aumentar a restritividade. As nossas conclusões sugerem que a manutenção de uma orientação de política prudente contribui para mitigar as repercussões da política monetária nos Estados Unidos. Sugerem também que a menor vulnerabilidade das economias de mercado emergentes em relação ao passado poderá estar a ajudá-las a protegê-las de tensões, embora exista alguma heterogeneidade entre países neste domínio.

2 Evolução dos preços do petróleo e fluxos de petróleo russo desde o embargo da UE e do limite máximo estabelecido pelos países do Grupo dos Sete (G7)

Por Jakob Feveile Adolfsen, Rinalds Gerinovics, Ana-Simona Manu e Adrian Schmith

Nos últimos meses, entraram em vigor novas sanções às exportações de petróleo da Rússia, incluindo proibições da UE de importações de petróleo por via marítima provenientes da Rússia e limites máximos de preços aplicados ao petróleo russo em resposta à persistente agressão militar da Rússia contra a Ucrânia.

A proibição da UE de importações de petróleo bruto da Rússia por via marítima entrou em vigor em 5 de dezembro de 2022, seguida do embargo aos produtos petrolíferos refinados a partir de 5 de fevereiro de 2023. Paralelamente aos embargos da UE, o G7, a UE e um conjunto de países parceiros proibiram igualmente a prestação de serviços marítimos¹ relacionados com remessas russas de petróleo bruto e produtos petrolíferos russos, a menos que o petróleo seja adquirido a um preço igual ou inferior ao limite estabelecido². O limite máximo do preço do petróleo bruto russo foi fixado em 60 dólares dos Estados Unidos por barril, valor atualmente superior ao preço de venda no mercado para a maioria das exportações russas de petróleo bruto. Foram impostos dois limites máximos de preços aos produtos refinados: 100 dólares por barril para os produtos petrolíferos comercializados com um prémio face ao petróleo bruto, como o gasóleo, o querosene e a gasolina; e 45 dólares por barril para os produtos petrolíferos comercializados com desconto face ao petróleo bruto, como o fuelóleo e a nafta. O mecanismo de fixação de um limite máximo de preço destina-se a restringir as receitas russas provenientes do petróleo, limitando o preço, permitindo ao mesmo tempo o fornecimento de petróleo russo ao mercado mundial, evitando assim picos nos preços internacionais do petróleo. A presente caixa apresenta uma análise inicial do impacto das novas sanções sobre os preços do petróleo a nível internacional e as exportações russas de petróleo por via marítima.

A Rússia já tinha reorientado grande parte da sua oferta de petróleo antes da entrada em vigor do embargo da UE e do limite máximo de preços do G7.

A Rússia exportava cerca de 8 milhões de barris de petróleo por dia para uma grande variedade de parceiros comerciais antes de invadir a Ucrânia. Dois terços destas exportações correspondiam a petróleo bruto e um terço a produtos petrolíferos refinados, que, no seu conjunto, eram transportados principalmente por via marítima (gráfico A, painel a). Menos de um terço das exportações de petróleo era transportado através de oleodutos. A UE era o destino de quase metade das exportações de petróleo da Rússia no início de 2022, mas os padrões comerciais mudaram significativamente ao longo do ano. O anúncio, em junho, de um futuro

¹ Incluindo corretagem comercial e de mercadorias, financiamento, transporte marítimo, seguros (incluindo proteção e indemnização), registo de navios e embarcações e corretagem aduaneira.

² O G7, a UE e a Austrália formam, em conjunto, a Aliança para a Limitação dos Preços (*Price Cap Coalition*), enquanto a Albânia, a Bósnia-Herzegovina, a Islândia, o Listenstaine, o Montenegro, a Macedónia do Norte, a Noruega, a Suíça e a Ucrânia se comprometeram a seguir as sanções da UE contra a Rússia.

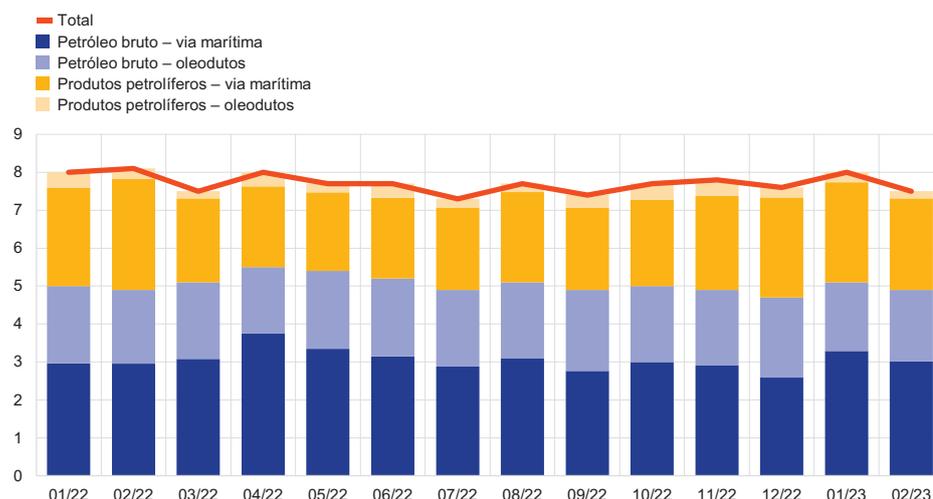
embargo da UE e um comportamento de autossancionamento por parte dos compradores europeus levou a uma diminuição das exportações de petróleo bruto por via marítima da Rússia para a UE de quase 70% (1,4 milhões de barris por dia) entre fevereiro e novembro de 2022. A Rússia redirecionou estas exportações sobretudo para países asiáticos (gráfico A, painel b), mantendo o volume agregado das exportações russas de petróleo bruto por via marítima praticamente inalterado. Em particular, foi exportado mais petróleo bruto para a China e a Índia, tendo a sua quota coletiva nas exportações russas de petróleo aumentado para cerca de 70% em novembro de 2022 (antes da entrada em vigor do novo regime de sanções em 5 de dezembro de 2022), o que compara com um pouco menos de 20% no período anterior à guerra.

Gráfico A

Evolução das exportações russas de petróleo à medida que as sanções relacionadas com a guerra entraram em vigor

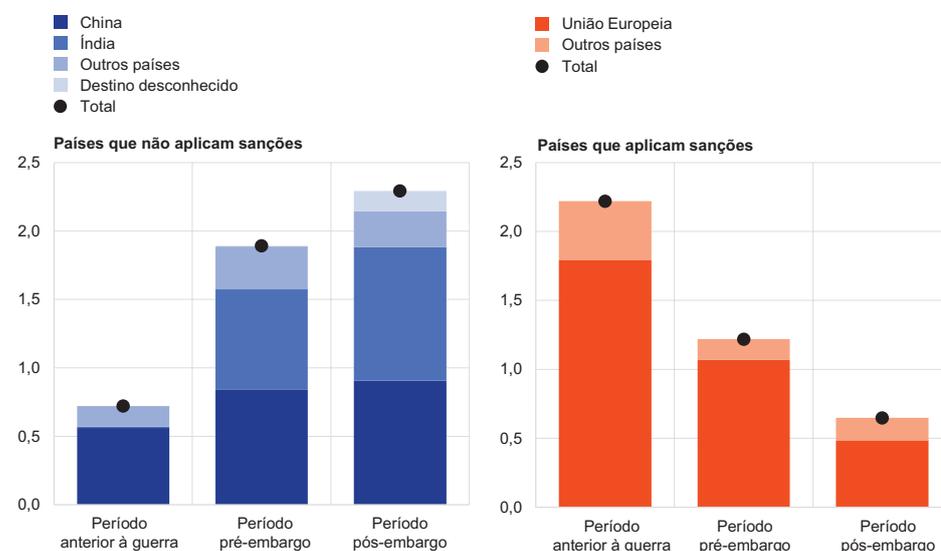
a) Total das exportações de petróleo da Rússia por tipo de produto e transporte

(milhões de barris por dia)



b) Exportações russas de petróleo bruto por via marítima antes da guerra e em torno da data de aplicação do embargo da UE

(milhões de barris por dia)



Fontes: Agência Internacional de Energia (AIE), Refinitiv e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Painel a): pressupõe-se que os valores fornecidos pela AIE para o total mensal das exportações de petróleo bruto da Rússia incluem o petróleo transportado por via marítima e por oleodutos. O mesmo é assumido para os valores relativos ao total mensal das exportações de produtos petrolíferos refinados da Rússia. As discrepâncias em relação aos dados da AIE sobre as exportações de petróleo por via marítima podem resultar da utilização de diferentes fontes de dados subjacentes para o sistema de identificação automática dos navios (*Automatic Identification System – AIS*). Painel b): "Países que não aplicam sanções" inclui o Canadá, a Austrália, o Japão, a Albânia, a Bósnia-Herzegovina, a Islândia, o Listenstaine, o Montenegro, a Macedónia do Norte, a Noruega, a Ucrânia, a Suíça, os Estados Unidos, o Reino Unido e a UE-27, "Países que não aplicam sanções" inclui todos os outros países. As exportações por via marítima para destino desconhecido estão incluídas nas barras referentes aos países que não aplicam sanções. Os dados consideram apenas misturas russas, excluindo a mistura produzida pelo Cazaquistão. "Período anterior à guerra": 1 de novembro de 2021 a 23 de fevereiro de 2022; "Período pré-embargo": 24 de fevereiro a 4 de dezembro de 2022; "Período pós-embargo": 5 de dezembro de 2022 a 14 de março de 2023. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2023 para o painel a) e a 14 de março de 2023 para o painel b).

As novas sanções conduziram inicialmente a uma queda significativa das exportações russas de petróleo bruto por via marítima, mas os volumes recuperaram desde então. Durante as primeiras semanas após 5 de dezembro de 2022, as exportações russas de petróleo bruto por via marítima diminuíram 35%, à medida que os fluxos para a UE diminuam acentuadamente³. As exportações para a Índia, a China e a Turquia também diminuíram quando as novas sanções entraram em vigor, embora estes países não tenham aderido ao mecanismo de fixação de um limite máximo de preço do petróleo. No entanto, após a queda inicial, as exportações de petróleo bruto recuperaram. A recuperação reflete um maior redirecionamento do petróleo bruto dos países que aplicam sanções para países que não as aplicam, embora as estatísticas disponíveis estejam incompletas, uma vez que uma quantidade significativa de petróleo bruto russo é classificada como carregada em petroleiros com destinos não divulgados. No total, os volumes de exportação de petróleo bruto da Rússia por via marítima mantiveram-se, em média, praticamente inalterados desde a aplicação das sanções ao petróleo bruto, em comparação com os volumes de exportação em novembro de 2022.

³ Continuavam a chegar pequenas quantidades de petróleo bruto à Bulgária, que está temporariamente isenta do embargo. É provável que as exportações para outros países da UE após 5 de dezembro estejam relacionadas com isenções de aplicação, uma vez que os navios carregados antes da data do embargo poderiam ainda entregar petróleo russo.

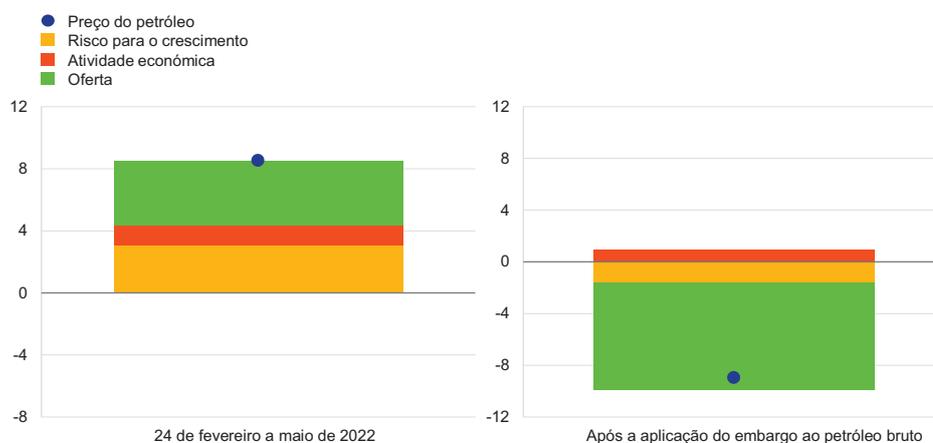
Os preços mundiais do petróleo têm exibido uma volatilidade limitada, apesar da introdução do embargo da UE ao petróleo bruto e do limite máximo de preço aplicado ao petróleo bruto. Desde 5 de dezembro de 2022, os preços do petróleo a nível internacional diminuíram (9%). As estimativas de modelos sugerem que a oferta de petróleo terá contribuído negativamente para os preços do petróleo (gráfico B), o que pode ser explicado pelo impacto relativamente reduzido sobre os volumes das exportações russas de petróleo bruto por via marítima quando comparado com as expectativas iniciais de quedas mais significativas. Ao mesmo tempo, poderão estar em jogo outros fatores, tais como uma maior produção no Cazaquistão e na Nigéria, que também aumentaram a oferta mundial de petróleo durante o período. Esta evolução contrasta com a evolução dos preços do petróleo na sequência imediata da invasão da Ucrânia pela Rússia, quando as preocupações quanto à escassez da oferta de petróleo a nível mundial foram o principal fator impulsor da subida dos preços do petróleo observada durante a primavera de 2022, num contexto de receios de perturbações na oferta de petróleo proveniente da Rússia.

Gráfico B

Evolução dos preços do petróleo

Decomposição com base em modelos das variações dos preços do petróleo bruto *Brent*

(taxa de variação diária acumulada (%))



Fontes: Refinitiv e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Foi utilizado o modelo de petróleo diário de Venditti, F. e Veronese, G., *Global financial markets and oil price shocks in real time*, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2472, BCE, setembro de 2020. Os choques estruturais são estimados utilizando os preços à vista, o diferencial entre preços futuros/à vista, as expectativas do mercado quanto à volatilidade dos preços do petróleo e o índice de preços das ações. A componente de risco identifica a incerteza quanto ao crescimento e à procura de petróleo, enquanto a componente da atividade económica identifica choques sobre a procura atual decorrentes de variações na atividade económica. A Rússia invadiu a Ucrânia a 24 de fevereiro de 2022. O embargo ao petróleo bruto foi aplicado em 5 de dezembro de 2022. As últimas observações referem-se a 14 de março de 2023.

O petróleo russo continuou a ser transacionado com desconto. O petróleo bruto *Urals* – o principal tipo de petróleo exportado pela Rússia para a Europa – tem sido vendido com grande desconto face ao petróleo bruto *Brent* desde a invasão da Ucrânia, uma vez que muitas empresas europeias se têm absterido de o comprar. Antes da invasão, o diferencial do *Brent* face ao *Urals* era reduzido, situando-se em torno de 3 dólares dos Estados Unidos por barril, mas posteriormente aumentou para cerca de 35 dólares dos Estados Unidos por barril. O desconto aumentou imediatamente após a aplicação das novas sanções sobre o petróleo bruto da Rússia, mas regressou posteriormente aos níveis observados antes de dezembro de 2022⁴. Em contrapartida, o preço de mercado do petróleo russo ESPO (do inglês *Eastern Siberia-Pacific Ocean*), que é tradicionalmente exportado para a Ásia, tem estado mais próximo dos preços do petróleo a nível internacional, mantendo-se em níveis superiores ao limite máximo do preço do petróleo. Tal pode refletir o facto de cerca de 45% das exportações russas de petróleo para a Ásia Oriental serem transportadas através de oleodutos para a China, que não são afetados pelas sanções do G7 e dos países da UE. Além disso, o petróleo ESPO tem sido normalmente transportado por petroleiros registados em países fora do G7 e da UE, o que facilita o transporte deste tipo de petróleo russo sem estar sujeito às novas sanções.

As exportações de produtos petrolíferos refinados provenientes da Rússia diminuíram ligeiramente à medida que novas medidas entraram em vigor.

Em contraste com as exportações de petróleo bruto, desde a invasão da Ucrânia, a Rússia apenas redirecionou volumes limitados de produtos petrolíferos refinados da UE para outros países, o que indica que o redirecionamento das exportações de produtos petrolíferos refinados para outros países poderá ser mais difícil para a Rússia do que o redirecionamento do petróleo bruto transportado por via marítima (gráfico C, painel a). Uma das razões para tal pode ser o facto de a China e a Índia, países que atraíram grandes quantidades de petróleo bruto da Rússia, serem exportadores líquidos de uma vasta gama de produtos petrolíferos refinados. Na sequência do anúncio de sanções em junho de 2022, as exportações russas de produtos petrolíferos refinados aumentaram gradualmente, impulsionadas pelos fluxos para África e a Ásia, no entanto, desde a aplicação das sanções em 5 de fevereiro de 2023, diminuíram visivelmente. Não obstante, desde então a Rússia tem conseguido compensar parcialmente a redução das importações dos Estados-Membros da UE através de um novo aumento das exportações para África e outros destinos não divulgados. Em comparação com janeiro de 2023, as exportações russas de produtos petrolíferos refinados diminuíram apenas 3% no seu todo, desde que as sanções começaram a ser implementadas.

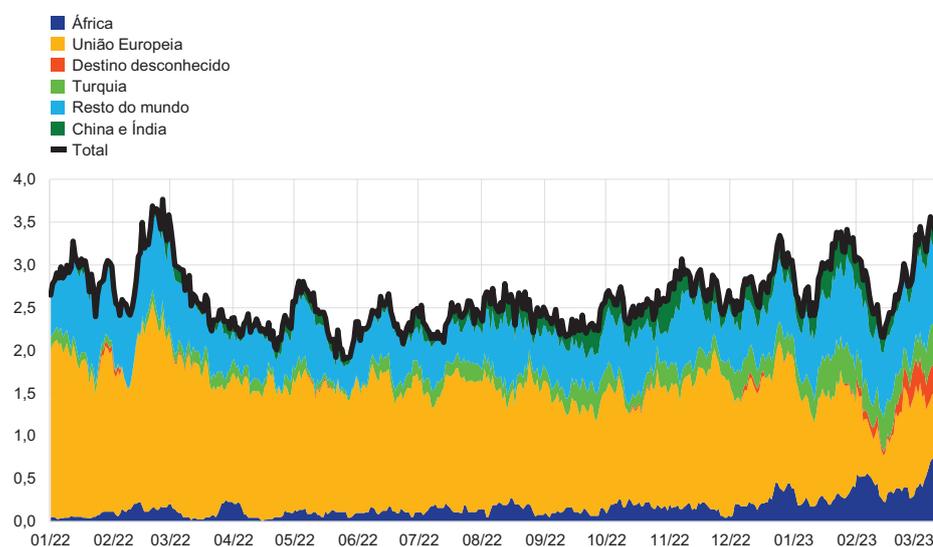
⁴ Centramo-nos no preço sem custos de frete e seguro, uma vez que o preço máximo se refere ao preço excluindo os custos de transporte. Os preços do petróleo bruto *Urals* aqui apresentados correspondem ao valor franco a bordo (*free-on-board* – FOB) no porto de Primorsk conforme publicados pela Refinitiv.

Gráfico C

Evolução do mercado de produtos petrolíferos refinados

a) Exportações russas de produtos petrolíferos refinados por via marítima, por destino

(milhões de barris por dia, média móvel de 10 dias)



b) “Crack spreads” europeus

(USD por barril)



Fontes: Refinitiv e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: “Produtos petrolíferos refinados” refere-se a gásóleo, componentes da gasolina, combustível para motores a jato, querosene e nafta. “Crack spreads” são os diferenciais entre o preço do petróleo bruto e o do produto petrolífero refinado correspondente. As últimas observações para ambos os painéis referem-se a 14 de março de 2023.

O mercado europeu de gasóleo continua retraído, apesar de a UE ter reforçado as suas importações de petróleo refinado antes de 5 de fevereiro.

A UE aumentou significativamente as suas importações de produtos petrolíferos refinados na viragem do ano, refletindo mais transações com o Médio Oriente e a Ásia, bem como uma antecipação das importações de fuelóleo e gasóleo provenientes da Rússia em relação à data do embargo. A dependência da Europa em relação ao gasóleo russo suscitou preocupações persistentes quanto à escassez da oferta, como se verificou no aumento acentuado dos diferenciais entre os preços do gasóleo e do petróleo bruto (no inglês “crack spreads”) desde o início da guerra na Ucrânia (gráfico C, painel b). Nas semanas próximas de 5 de fevereiro, as importações agregadas de gasóleo da UE diminuíram acentuadamente, mas estes diferenciais também se estreitaram, sugerindo que a descida inicial tinha sido prevista pelo mercado. A queda mundial dos preços do gasóleo na sequência de uma recuperação das existências também contribuiu para a descida dos diferenciais entre os preços do gasóleo e do petróleo bruto. No entanto, o mercado europeu do gasóleo continua retraído, com diferenciais superiores aos registados antes do início da guerra.

Poderá ainda materializar-se um impacto mais forte das sanções nos mercados petrolíferos mundiais.

Em primeiro lugar, o limite máximo do preço do petróleo bruto poderá ter um impacto mais forte nas exportações russas de petróleo bruto nos próximos meses, uma vez que os países que estão a aplicar as sanções visam manter o limite máximo de preço pelo menos 5% inferior ao preço de mercado do petróleo russo. As futuras reavaliações do limite máximo de preço poderiam testar se as sanções estão a funcionar como previsto, em especial porque a Rússia proibiu oficialmente exportações de petróleo para países que tivessem aderido ao mecanismo de fixação de um limite máximo de preço a partir de fevereiro e mais de 60% dos fluxos de petróleo bruto russos provenientes do mar Báltico e do mar Negro continuam a ser objeto de um seguro por parte dos países que aplicam sanções⁵. A Rússia já anunciou uma redução da produção de petróleo a partir de março de 2023 em resposta à aplicação das sanções, correspondente a cerca de 0,5% da oferta de petróleo bruto a nível mundial. Em segundo lugar, o embargo e o correspondente mecanismo de fixação de um limite máximo de preço dos produtos petrolíferos refinados ainda se encontram numa fase inicial de implementação⁶, o que implica que ainda existe uma incerteza elevada quanto ao impacto final sobre os mercados de produtos petrolíferos refinados. Ao longo do tempo, o embargo pode aumentar as pressões sobre os preços num mercado europeu de gasóleo que já enfrenta alguma escassez, tendo a UE de competir na compra de barris de gasóleo provenientes dos Estados Unidos e do Médio Oriente com os clientes tradicionais desses fornecedores.

⁵ Ver o artigo intitulado [Weekly snapshot – Russian fossil fuels 6 to 12 February 2023](#), Centre for Research on Energy and Clean Air.

⁶ A aplicação do limite máximo do preço do petróleo refinado inclui um período transitório de 55 dias para os produtos petrolíferos russos transportados por via marítima adquiridos por valores acima do limite máximo, desde que sejam carregados no navio no porto de origem antes de 5 de fevereiro de 2023 e descarregados no porto de destino final antes de 1 de abril de 2023.

Adoção do “friend-shoring” nas cadeias de valor mundiais: análise com base em modelos

Por Maria-Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann e Baptiste Meunier

Nos últimos anos, as considerações geopolíticas começaram a desempenhar um papel cada vez mais importante nas relações comerciais mundiais.

Embora as críticas à globalização tenham antecedido a pandemia de coronavírus (COVID-19), as tensões geopolíticas intensificaram-se, em particular no contexto da pandemia e da invasão da Ucrânia pela Rússia. As perturbações no comércio mundial registadas desde 2020 têm vindo a suscitar preocupações quanto à resiliência das cadeias de abastecimento e a reforçar os debates sobre segurança económica. Consequentemente, alguns países começaram a tomar medidas associadas à cadeia de abastecimento destinadas a “relocalizar” (transferir a produção para o país de origem) ou a adotar o “friend-shoring” (obtenção de meios de produção de fornecedores de países aliados), a fim de garantir o acesso a meios de produção críticos (por exemplo, a estratégia de “dupla circulação” da China, a lei dos Estados Unidos relativa aos *chips* e a “autonomia estratégica aberta” da União Europeia (“UE”))¹.

Um cenário em que as cadeias de valor mundiais sejam remodeladas em resposta a preocupações quanto à segurança económica poderia resultar numa inversão da integração do comércio mundial. Na presente caixa, utilizamos uma análise esquemática e baseada em modelos para quantificar os potenciais efeitos económicos de um cenário hipotético de fragmentação do comércio mundial. Em linha com a recente evolução da literatura académica e utilizando como exemplo ilustrativo as crescentes tensões geopolíticas entre os Estados Unidos e a China, consideramos a dissociação da economia mundial para um bloco oriental e um bloco ocidental². Neste cenário, os países são automaticamente afetados a cada bloco de acordo com os respetivos padrões

¹ No âmbito da política de “dupla circulação”, adotada em 2020, a China visa: i) integrar verticalmente a produção e obter uma autossuficiência apoiada pelo seu enorme mercado interno e ii) globalizar as empresas chinesas. A “autonomia estratégica aberta” da UE refere-se à respetiva capacidade para agir autonomamente em domínios políticos estrategicamente importantes. Isto aplica-se particularmente à economia, ao salvaguardar a resiliência do sistema industrial da UE e o seu aprovisionamento de meios de produção críticos. A lei dos Estados Unidos relativa aos *chips*, de 2022, cria grandes subvenções e incentivos à investigação, ao desenvolvimento e à produção de componentes tecnológicos nos Estados Unidos.

² Este cenário é modelizado, por exemplo, em Góes, C. e Bekkers, E., [The impact of geopolitical conflicts on trade, growth, and innovation](#), *Staff Working Paper*, n.º ERSD-2022-09, Organização Mundial do Comércio, junho de 2022; Felbermayr, G., Gans, S., Mahlkow, H. e Sandkamp, A., [Decoupling Europe](#), *Kiel Policy Brief*, n.º 153, Kiel Institute for the World Economy, julho de 2021; e Felbermayr, G., Mahlkow, H. e Sandkamp, A., [Cutting through the Value Chain: The Long-Run Effects of Decoupling the East from the West](#), *Kiel Working Papers*, n.º 2210, Kiel Institute for the World Economy, março de 2022. Um cenário semelhante é também utilizado em Chepeliev, M., Maliszewska, M., Osorio-Rodarte, I., Seara e Pereira, M.F. e van der Mensbrugge, D., [Pandemic, Climate Mitigation, and Reshoring: Impacts of a Changing Global Economy on Trade, Incomes, and Poverty](#), *Policy Research Working Paper*, n.º 9955, Banco Mundial, março de 2022; e Cerdeiro, D., Kothari, S. e Redl, C., [Asia and the World Face Growing Risks From Economic Fragmentation](#), *Blogue do FMI*, outubro de 2022.

de votação na Assembleia Geral das Nações Unidas (ONU)³. Neste cenário de fragmentação, parte-se do princípio de que o comércio (em percentagem do PIB) de meios de produção intermédios entre os dois blocos regressa ao nível registado em meados da década de 90 (ou seja, antes da implementação de políticas de liberalização do comércio generalizadas)⁴. Visamos apenas o comércio de produtos intermédios, e não de produtos finais, uma vez que a maioria das medidas recentemente adotadas pelos países se centrou na relocalização/“friend-shoring” de cadeias de valor mundiais. Por último, parte-se do princípio de que este cenário de fragmentação é alcançado através de maiores barreiras não pautais ao comércio entre blocos (por exemplo, sob a forma de regulamentos ou normas) e não de tarifas – refletindo o âmbito da maioria das políticas comerciais recentes.

Os efeitos económicos da fragmentação do comércio são quantificados utilizando um modelo inovador multipaíses e multissetorial desenvolvido por Baqaee e Farhi⁵. Este modelo permite calcular os efeitos não lineares de maiores barreiras ao comércio para uma amostra de 41 países (ou grupos de países) e 30 setores⁶. Centramo-nos nos efeitos sobre o bem-estar, o comércio de produtos intermédios e os preços, tanto numa perspetiva mundial como para os dois blocos⁷. Uma vantagem crucial deste modelo reside no facto de, ao apresentar interligações setoriais, explicar os efeitos de amplificação de choques comerciais através de redes de produção bem como os efeitos de substituição através do comércio internacional. O modelo considera as reações endógenas dos produtores e consumidores a um choque comercial numa economia mundial interligada. A transmissão funciona sobretudo através do canal de preços: maiores barreiras ao

³ Os grupos de países refletem a afetação por país em Góes e Bekkers, *op. cit.* Os países são distribuídos por blocos geopolíticos de forma automática e assente em dados, tendo em conta a votação nas Nações Unidas fornecida pela base de dados construída de acordo com as semelhanças entre políticas externas (*Foreign Policy Similarity – FPS*) em Hage, F., “Chance-Corrected Measures of Foreign Policy Similarity (FPSIM Version 2)”, *Harvard Dataverse*, 2017. Utilizamos a votação de 2015 para distribuir os países por blocos. A distribuição por blocos é resistente à utilização de outros anos da FPS (2000, 2005 ou 2010) e de votações mais recentes nas Nações Unidas, por exemplo, a votação de abril de 2022 sobre a suspensão da Rússia do Conselho de Direitos Humanos das Nações Unidas. Em última instância, a distribuição daí resultante reflete, em geral, a divisão em economias avançadas e em desenvolvimento. Esta abordagem segue estudos semelhantes na literatura que assentaram na votação das Nações Unidas para distinguir as semelhanças geopolíticas, como Góes e Bekkers, *op. cit.*; e Campos, R., Estefania-Flores, J., Furceri, D. e Timini, J., “Trade fragmentation”, *mimeo*, 2023.

⁴ Mais especificamente, o choque comercial é calibrado de modo a que o comércio de bens intermédios entre blocos (em percentagem do PIB mundial) implícito nos modelos corresponda ao nível observado nos dados de meados da década de 1990. Os dados históricos foram retirados da base de dados mundial de entradas-saídas (*World Input-Output Tables – WIOT*) de longo prazo de Timmer, M., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. e de Vries, G., “An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: The Case of Global Automotive Production”, *Review of International Economics*, vol. 23(3), agosto de 2015, pp. 575-605. O modelo Baqaee-Farhi é calibrado nos quadros de entradas-saídas de 2017 do Banco Asiático de Desenvolvimento. A magnitude calibrada do choque corresponde a um aumento de 20% das barreiras não pautais ao comércio (custos do comércio do tipo “icebergue”).

⁵ Baqaee, D.R. e Farhi, E., “Networks, Barriers, and Trade”, *Econometrica*, a publicar, 2023. Para uma aplicação de um modelo semelhante ao impacto do choque sobre os preços dos produtos energéticos, ver a caixa intitulada [Quem paga a conta? O impacto desigual do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos](#), na presente edição do *Boletim Económico*.

⁶ A amostra inclui todos os setores da economia, incluindo a indústria transformadora, serviços, construção, setor energético, indústrias extrativas e agricultura.

⁷ Note-se que as quantificações baseadas em modelos refletem respostas de equilíbrio geral dos preços relativos. Apresentam-se os resultados relativos ao estado estacionário inicial. O modelo não inclui um canal de expectativas para a inflação. O modelo inclui um banco central que reage ao efeito inflacionista de um choque sobre os custos do comércio, atenuando a procura para conter as pressões sobre os preços.

comércio aumentam os preços das importações. Consequentemente, os produtores em cada bloco substituem os meios de produção “estrangeiros” mais caros, gerando assim um choque da procura para os fornecedores a montante, resultando em menores fluxos comerciais entre os blocos. Tal conduz igualmente a ajustamentos nas estruturas de produção dentro dos blocos e a alterações na procura de fatores de produção (capital e mão de obra). À medida que os preços do capital e da mão de obra se ajustam, o rendimento disponível das famílias e os padrões de consumo também se alteram. Estes canais de substituição e redistribuição geram efeitos de equilíbrio geral sobre os preços, a procura e a oferta, que, por sua vez, afetam o comércio, a produção e o bem-estar em ambos os blocos.

Os efeitos de equilíbrio geral podem ser obtidos utilizando duas configurações de modelos diferentes – rígidas e flexíveis – que podem ser consideradas semelhantes aos impactos de curto e de longo prazo, respetivamente.

Os canais de propagação do choque comercial acima discutido são captados no modelo através de três parâmetros principais: i) elasticidade da substituição entre meios de produção⁸, ii) facilidade de reafetação dos fatores de produção entre setores⁹ e iii) grau de rigidez dos salários. Calibramos duas configurações opostas. A configuração *flexível* permite salários flexíveis e uma elevada substituíbilidade dos meios de produção e dos fatores de produção, como analisado na literatura recente¹⁰. Esta configuração suscita uma resposta relativamente fraca da economia mundial, uma vez que permite que consumidores e produtores substituam facilmente entre produtos, que os fatores de produção sejam transferidos para setores que enfrentam uma procura mais elevada e que os salários sejam ajustados. Em contraste, a configuração *rígida* apresenta salários rígidos e uma reduzida substituíbilidade dos meios e fatores de produção¹¹. Consequentemente, esta configuração gera uma reação mais forte dos canais de substituição e redistribuição, uma vez que a capacidade de um país/bloco para se ajustar imediatamente é mais limitada em resultado da reduzida mobilidade dos fatores e da menor margem para substituir meios de produção mais caros. A consequente queda da produção interna e do rendimento das famílias é, por conseguinte, maior, pelo que a perturbação no fornecimento de meios de produção intermédios para os setores a jusante e na procura para produtores a montante é mais forte. Tal reflete o mecanismo de amplificação das redes de produção mundiais. Além disso, na presença de salários

⁸ O modelo Baqaee-Farhi não permite a aplicação de diferentes elasticidades de substituição entre países. Contudo, a maior substituíbilidade dos bens produzidos numa região economicamente integrada (por exemplo, a área do euro) reflete-se no modelo através de covariâncias mais elevadas de entradas-saídas, o que, por sua vez, permite aos produtores mudar mais facilmente para bens produzidos numa área económica integrada na sequência de um choque comercial.

⁹ Tal não se aplica aos países, uma vez que no modelo Baqaee-Farhi os fatores de produção não são móveis entre países. No modelo, os fatores de produção são o capital e a mão de obra pouco, medianamente e altamente qualificada.

¹⁰ As elasticidades da substituição são retiradas de Atalay, E., “How Important Are Sectoral Shocks?”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, outubro de 2017, pp. 254-80, que fornece um conjunto de estimativas. As elasticidades das configurações *rígida* e *flexível*, respetivamente, são retiradas dos 10% inferior e superior deste intervalo. Note-se que, em ambas as configurações, a quantificação baseada em modelos reflete respostas de equilíbrio geral. Modelos comerciais como o modelo Baqaee-Farhi não determinam a dinâmica do ajustamento.

¹¹ No modelo Baqaee-Farhi, os salários rígidos são modelizados como salários constantes (sem evolução). Nesta configuração, a economia ajusta-se através da quantidade de mão de obra (emprego). Este é o oposto do funcionamento de base do modelo em que os salários reagem de forma endógena, mas a quantidade de cada fator de produção é fixa e exógena.

rígidos, a economia ajusta-se a flutuações temporárias da procura (interna e/ou externa) ao eliminar postos de trabalho (não reduzindo os salários), o que pesa sobre o consumo. Dado que a rigidez tende a ser mais restritiva no curto prazo, a configuração *rígida* pode ser vista como uma aproximação estreita dos efeitos de curto prazo, enquanto a configuração *flexível* está mais próxima do equilíbrio de longo prazo¹². A este respeito, os resultados podem também ser vistos em termos da transição dos efeitos de curto prazo (estrutura *rígida*) para os efeitos de longo prazo (estrutura *flexível*). Para além desta interpretação, estas duas configurações também têm em conta o elevado nível de incerteza em torno das elasticidades da substituição presentes na literatura.

Num cenário de fragmentação do comércio, as perdas nos fluxos comerciais entre blocos não seriam totalmente compensadas pelo desvio dos fluxos comerciais dentro dos blocos, causando perdas líquidas no comércio.

A fragmentação do comércio seguindo estas linhas geopolíticas hipotéticas poderia resultar numa diminuição das importações reais entre 12% (configuração *flexível*) e 19% (configuração *rígida*), impulsionada sobretudo por uma queda do comércio de produtos intermédios (que cairia entre 19% e 25%), como ilustrado no gráfico A (painel a). O comércio de bens finais também diminuiria entre 1% e 9%, apesar de não ser o objetivo direto das barreiras ao comércio. Tal reflete a redução do bem-estar e da procura por parte das famílias e a substituição de bens finais intensivos em cadeias de valor mundiais produzidos no estrangeiro, cujo preço aumentou, por bens finais produzidos internamente ou dentro do bloco. A descida do comércio intermédio reflete uma recomposição do aprovisionamento de meios de produção por parte das empresas. O gráfico A (painel b) apresenta os efeitos de desvio dos meios de produção intermédios. A diminuição das importações de meios de produção intermédios entre blocos é apenas parcialmente compensada por um aumento das importações dentro de blocos, sendo que o aprovisionamento interno cresce mais significativamente, afetando assim o comércio.

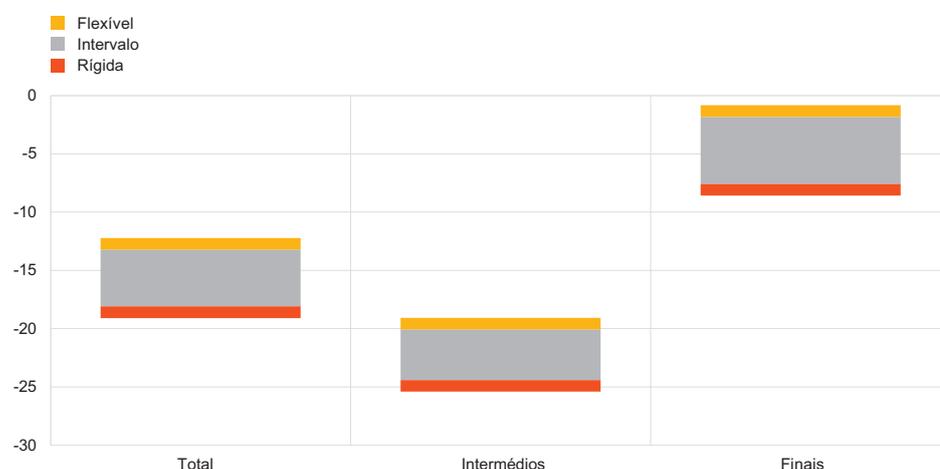
¹² Mais especificamente, o impacto de longo prazo no comércio pode ser considerado como ocorrendo pelo menos 6 a 8 anos após o choque, como descrito em Peter, A. e Ruane, C., “The Aggregate Importance of Intermediate Input Substitutability”, *2019 Meeting Papers*, n.º 1293, Society for Economic Dynamics, 2019. Relativamente à duração dos salários rígidos (cerca de um ano), esta estimativa tem por base Taylor, J., “Aggregate Dynamics and Staggered Contracts”, *Journal of Political Economy*, vol. 88(1), fevereiro de 1980, pp. 1-23, bem como os estudos empíricos e teóricos baseados na mesma.

Gráfico A

Importações reais e aprovisionamento de meios de produção intermédios

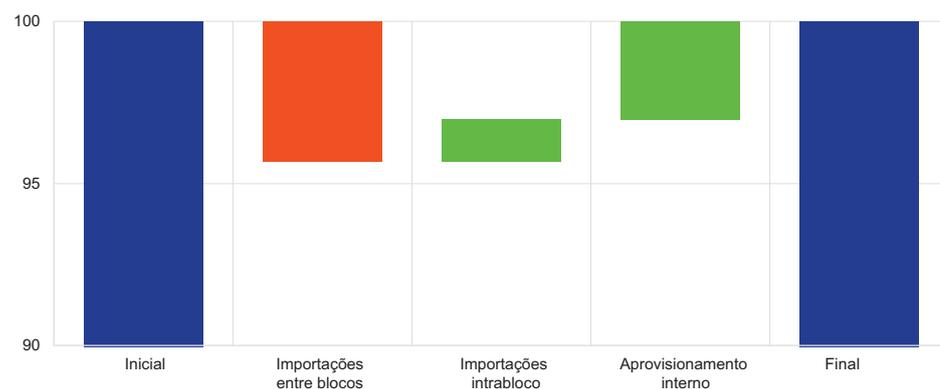
a) Importações mundiais por tipo de comércio

(desvio percentual em relação ao estado estacionário)



b) Aprovisionamento de meios de produção intermédios (mundo)

(pontos percentuais, quota de mercado)



Fontes: Baqaee e Farhi, Banco Asiático de Desenvolvimento, base de dados FPS e cálculos do BCE.

Notas: Impacto não linear simulado através de 25 iterações do modelo log-linearizado. No painel a) as áreas a cinzento indicam o intervalo entre a configuração *flexível* (linha amarela) e a configuração *rígida* (linha vermelha) e ilustram o âmbito dos efeitos associados ao choque comercial. O painel b) refere-se à configuração *flexível*. No painel b) a barra a vermelho indica perdas de quota de mercado, enquanto as barras a verde indicam ganhos de quota de mercado.

As perdas de bem-estar podem ser consideráveis, embora bastante

heterogéneas entre economias. Numa perspetiva mundial, estima-se que as perdas de bem-estar, captadas pela variação da despesa nacional bruta (DNB), se situem entre 0,9% (configuração *flexível*) e 5,3% (configuração *rígida*) (gráfico B, painel a). Em linha com a interpretação acima discutida, tal sugere que as perdas poderão ser consideráveis no curto prazo, caso se verifique uma correção acentuada dos fluxos comerciais (configuração *rígida*). Quando a rigidez se dissipa, as perdas são gradualmente absorvidas à medida que se encontra meios de produção substitutos, quer através do aumento da produção interna, quer do aumento do comércio intrabloco. Tal, por sua vez, aumenta o emprego e reduz o preço dos meios de produção externos, limitando as perdas decorrentes da fragmentação do comércio a longo prazo (configuração *flexível*). O gráfico B (painel b) apresenta perdas de bem-estar em países seleccionados. As perdas de

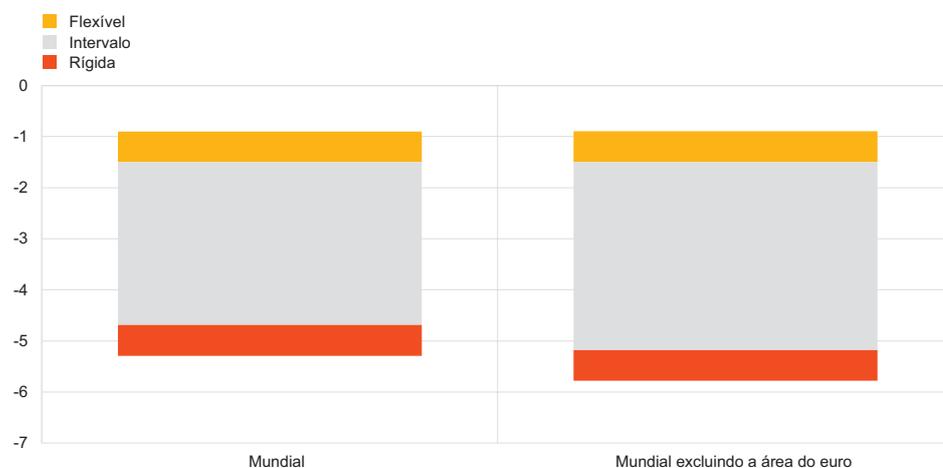
bem-estar variam muito entre economias e situam-se num intervalo entre 0,2% e 6,9% na configuração *flexível* e entre 0,4% e 10,5% na configuração *rígida*. Embora todos os países percam com a fragmentação, os países que dependem fortemente das cadeias de valor mundiais e do comércio com o outro bloco registam as perdas mais avultadas. Tal contrasta com as grandes economias, como os Estados Unidos e a China, que registam menores perdas mesmo na configuração *rígida*. As perdas na área do euro são também relativamente ligeiras, uma vez que, tal como os Estados Unidos e a China, o seu grande mercado interno permite mais facilmente a substituição por meios de produção intermédios internos após o choque. No entanto, as suas perdas são ligeiramente superiores às dos Estados Unidos ou da China devido à maior abertura comercial da área do euro. Os efeitos estimados na configuração *flexível* estão, de um modo geral, em linha com a literatura recente, que considera fracos os efeitos da fragmentação do comércio no longo prazo¹³. No curto prazo, porém, a fragmentação do comércio pode também implicar custos de transição significativos (configuração *rígida*), uma vez que é necessário algum tempo para se poder reconfigurar as cadeias de abastecimento.

Gráfico B

Variação da despesa nacional bruta

a) Mundial

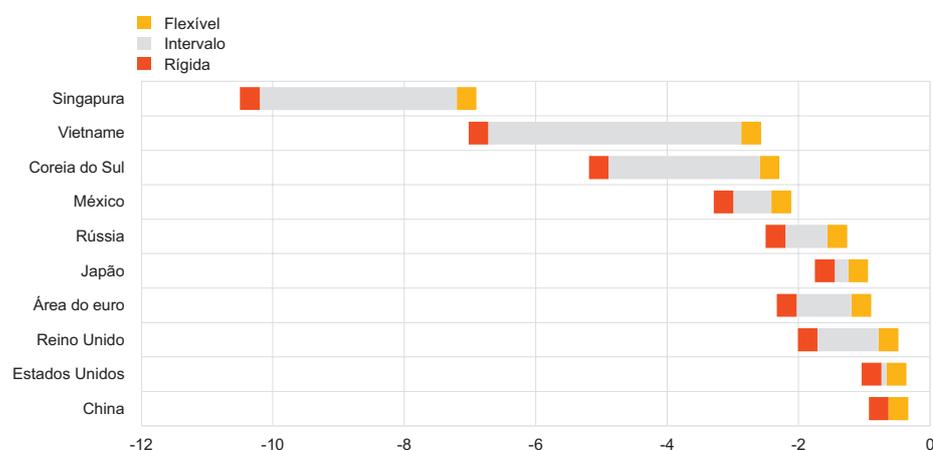
(desvio em relação ao estado estacionário, percentagens)



¹³ Por exemplo, o Fundo Monetário Internacional (FMI) estima que uma dissociação Leste-Oeste diminuiria o PIB mundial em 1,5% (ver "Sailing into Headwinds", *Regional Economic Outlook: Asia and the Pacific*, FMI, outubro de 2022). Felbermayr, Mahlkow e Sandkamp, *op. cit.*, consideram que uma dissociação entre a China e o Ocidente resultaria em perdas de bem-estar de entre 1,0% e 3,6%. Góes e Bekkers, *op. cit.*, estimam as perdas de bem-estar a nível mundial em 5% caso se concretize um cenário de dissociação Leste-Oeste. Estimam-se perdas de bem-estar de entre 1,6% e 6,2% numa dissociação liderada pela China em Lim, B., Yoo, J., Hong, K. e Cheong, I., "Impacts of Reverse Global Value Chain (GVC) Factors on Global Trade and Energy Market", *Energies*, vol. 14(12), junho de 2021, p. 3417. Em termos quantitativos, as perdas de bem-estar na configuração *flexível* podem ser inferiores às indicadas em alguns estudos recentes. Contudo, tal reflete o facto de que modelizamos aqui as repercussões de um regresso do comércio de bens intermédios entre blocos geopolíticos para níveis observados na década de 90, enquanto a maior parte da literatura recente se centra no cenário mais disruptivo de um encerramento total do comércio entre blocos.

b) Países individuais

(desvio em relação ao estado estacionário, percentagens)



Fontes: Baqaee e Farhi, Banco Asiático de Desenvolvimento, base de dados FPS e cálculos do BCE.

Notas: O impacto não linear é simulado através de 25 iterações do modelo log-linearizado. Em ambos os painéis, as áreas a cinzento indicam o intervalo entre a configuração *flexível* (linha amarela) e a configuração *rígida* (linha vermelha) e ilustram o âmbito dos efeitos associados ao choque comercial.

Uma fragmentação das cadeias de valor seguindo linhas geopolíticas geraria efeitos sobre os preços, uma vez que os produtores teriam de substituir meios de produção externos mais baratos.

O impacto sobre os preços é uma combinação do choque sobre os preços das importações e dos efeitos de redistribuição acima discutidos. Tal reflete-se na heterogeneidade entre países da resposta dos preços (gráfico C, painel a). A nível mundial, o aumento do nível de preços no consumidor varia entre 0,9% (configuração *flexível*) e 4,8% (configuração *rígida*), enquanto nos Estados Unidos o intervalo se situa entre 1,7% e 4,9%¹⁴. Na área do euro, os menores aumentos de preços em comparação com outros países de grande dimensão são explicados por menores pressões em sentido ascendente sobre os preços resultantes de efeitos de deslocalização. A fragmentação do comércio tem também um impacto distributivo que se reflete na evolução relativa dos salários dos trabalhadores pouco, medianamente e altamente qualificados. O gráfico C (painel b) mostra a evolução dos salários dos trabalhadores medianamente qualificados. No bloco ocidental, a fragmentação do comércio redistribui os rendimentos por trabalhadores pouco qualificados, cujos salários evoluem de forma mais favorável do que os dos trabalhadores altamente qualificados¹⁵. Tal reflete o facto de, num contexto de crescente fragmentação do comércio, os países ocidentais importarem menos bens produzidos por mão de obra pouco qualificada do bloco oriental, aumentando assim a procura e os salários de mão de obra pouco qualificada no bloco ocidental. Pelo contrário, no bloco oriental, os salários dos trabalhadores pouco qualificados diminuem em comparação com a mão de obra altamente qualificada.

¹⁴ Dado que o crescimento salarial é, na essência, nulo no cenário rígido, o aumento do nível dos preços no consumidor é equivalente a uma diminuição dos salários reais. No que respeita à função de reação do banco central, ver a nota 7.

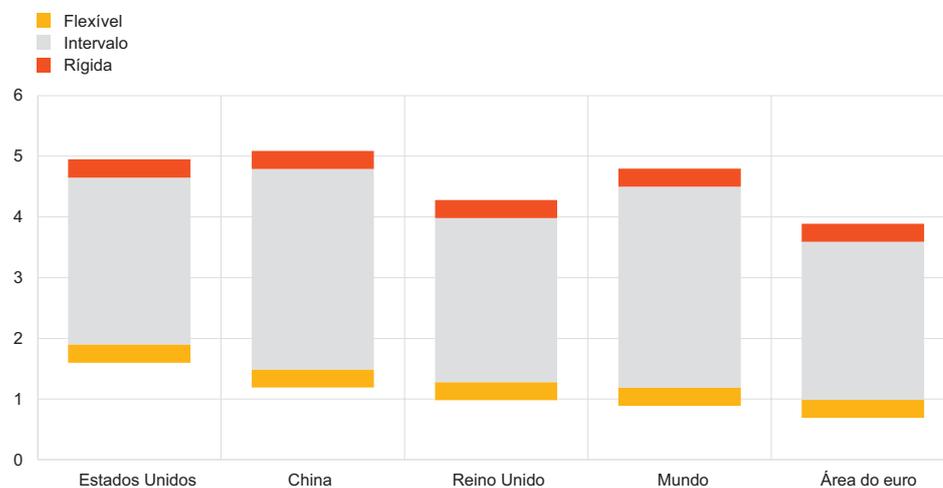
¹⁵ O impacto positivo nos salários da mão de obra altamente qualificada (em relação aos salários do trabalho de mão de obra medianamente qualificada) no bloco ocidental é impulsionado sobretudo por alguns países do bloco, que inicialmente têm uma menor percentagem de mão de obra altamente qualificada e para os quais o “friend-shoring” conduz a um aumento da procura.

Gráfico C

Impacto nominal da fragmentação do comércio

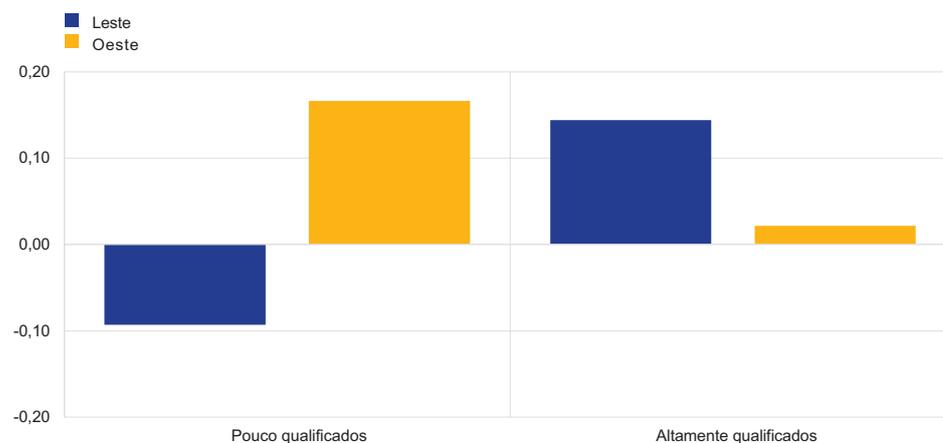
a) Preços no consumidor

(desvio em relação ao estado estacionário, percentagens)



b) Salários

(desvio em relação ao estado estacionário em comparação com a mão de obra medianamente qualificada, pontos percentuais)



Fontes: Baqaee e Farhi, Banco Asiático de Desenvolvimento, base de dados FPS e cálculos do BCE.

Notas: Impacto não linear simulado através de 25 iterações do modelo log-linearizado. No painel a) as áreas a cinzento indicam o intervalo entre a configuração *flexível* (linha amarela) e a configuração *rígida* (linha vermelha) e ilustram o âmbito dos efeitos associados ao choque comercial. O painel b) refere-se à configuração *flexível*.

As estimativas apresentadas na presente caixa estão sujeitas a incerteza, uma vez que a trajetória futura da fragmentação do comércio continua a ser altamente imprevisível e se poderão concretizar outros efeitos de amplificação que não são aqui considerados. As estimativas são fortemente influenciadas pela

magnitude e extensão de qualquer cenário de dissociação. Um cenário em que a dissociação Leste-Oeste se limita a setores estratégicos (automóveis, máquinas, dispositivos eletrônicos, metais) produz um impacto substancialmente menor, com perdas de despesa nacional bruta a nível mundial de entre 0,5% e 2,5%. Em contrapartida, um cenário que combine a dissociação Leste-Oeste com uma dissociação intrabloco para setores estratégicos aumentaria o impacto em cerca de um terço¹⁶. A composição dos blocos pode também diferir da nossa distribuição automática com base na votação nas Nações Unidas, designadamente porque alguns países poderiam manter-se neutros. No curto prazo, outros fatores para além dos salários rígidos e da reduzida substituíbilidade podem conduzir a perdas ainda maiores, por exemplo, a presença de meios de produção críticos difíceis de substituir (por exemplo, lítio ou minerais raros) – o que pode levar a paragens temporárias da produção – ou de mecanismos de amplificação financeira (por exemplo, sob a forma de um aumento dos prémios de risco). A mais longo prazo, os canais de transmissão não considerados na presente caixa, tais como a difusão de conhecimentos entre fronteiras, poderão também pesar sobre o crescimento.

Em conclusão, de uma perspetiva puramente económica, a fragmentação do comércio seria uma situação de dupla perda, tendo em conta os custos que implica tanto a nível mundial como a nível nacional. Embora as estimativas

acima indicadas estejam sujeitas a riscos em sentido ascendente e descendente (dependendo da magnitude e do âmbito de qualquer cenário de fragmentação), de uma perspetiva puramente económica, a fragmentação do comércio implicaria custos consideráveis no que respeita a trocas comerciais substancialmente distorcidas, à redução do bem-estar e a preços mais elevados. Para além dos resultados apresentados na presente caixa, literatura académica sugere que a realocização pode aumentar as vulnerabilidades económicas, uma vez que a partilha de riscos e a diversificação se reduziriam¹⁷.

¹⁶ Este cenário alternativo apresenta barreiras (não pautais) ao comércio de produtos intermédios entre os dois blocos em todos os setores – à semelhança do cenário de referência. Além disso, acrescenta barreiras (não pautais) semelhantes ao comércio de produtos intermédios entre zonas de comércio livre regionais (USMCA, MERCOSUL, UE, RCEP) em setores estratégicos (automóveis, máquinas, dispositivos eletrônicos, metais).

¹⁷ Ver, por exemplo, Bonadio, B., Huo, Z., Levchenko, A. e Pandalai-Nayar, N., “Global supply chains in the pandemic”, *Journal of International Economics*, vol. 133, 2021; e [Shocks, risks and global value chains: insights from the OECD METRO model](#), Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico, junho de 2020.

Cadeias de valor mundiais e pandemia: o impacto dos estrangulamentos no abastecimento

Por Laura Lebastard e Roberta Serafini

A presente caixa analisa a forma como a pandemia afetou as cadeias de valor mundiais. Utiliza dados relativos a França, em especial entre setembro de 2020 e dezembro de 2021, altura em que surgiram estrangulamentos no abastecimento¹. A pandemia resultou numa contração da procura e da oferta que ocorreu tanto a nível nacional como internacional. Por esta razão, as empresas envolvidas no comércio internacional foram expostas a perturbações não só nacionais como também internacionais: a redução da oferta resultou na escassez de fatores de produção intermédios para as empresas importadoras, que coincidiu com uma procura externa mais fraca por parte das empresas exportadoras. As empresas envolvidas em cadeias de valor mundiais, nomeadamente empresas que importam e exportam, depararam-se com estes desafios em simultâneo. Dados pontuais demonstram que a disponibilidade limitada dos principais fatores de produção funcionou como um entrave à capacidade de produção das empresas envolvidas em cadeias de valor mundiais e, por conseguinte, às suas exportações, por exemplo, no caso da disponibilidade de *microchips* na indústria automóvel². A presente caixa, assente em dados do comércio altamente pormenorizados para o universo completo das empresas francesas, mostra que a participação em cadeias de valor mundiais aumentou a vulnerabilidade das empresas às implicações económicas da pandemia. Os resultados podem ser elucidativos quanto à evolução na área do euro em geral, uma vez que a dinâmica das exportações francesas durante a pandemia e a sua exposição, ao longo do tempo, a estrangulamentos no abastecimento foram semelhantes às observadas no conjunto da área do euro em termos de calendário e dimensão do ajustamento³.

Ao contrário da crise financeira mundial, durante a pandemia, as empresas em cadeias de valor mundiais registaram uma queda maior das exportações em comparação com outros exportadores, sugerindo que as cadeias de valor da oferta podem constituir uma fonte de vulnerabilidade ou uma fonte de resiliência, consoante a natureza da crise. Para efeitos da presente caixa, consideram-se “empresas em cadeias de valor mundiais” as empresas que, nos seis meses anteriores ao surto da pandemia, exportaram todos os meses e importaram pelo menos uma vez durante o mesmo período. No início da crise da COVID-19,

¹ Esta caixa baseia-se parcialmente em Lebastard, L., Matani, M. e Serafini, R., [GVC exporter performance during the COVID-19 pandemic: the role of supply bottlenecks](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2766, BCE, janeiro de 2023.

² Ver a caixa intitulada [Motor vehicle sector: explaining the drop in output and the rise in prices](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2022.

³ A composição de empresas da França no comércio internacional é semelhante à de outros países da área do euro. Nomeadamente, os comerciantes bidirecionais constituem uma percentagem relativamente diminuta do número total de empresas envolvidas no comércio, mas representam a grande maioria do comércio total em termos de valor (ver Eurostat, [Globalisation patterns in EU trade and investment](#), edição de 2017). Os países fornecedores são igualmente semelhantes (ver Marin, D., Schymik, J. e Tscheke, J., [Europe's export superstars – it's the organisation!](#), *Working Papers*, n.º 2015/05, Bruegel, julho de 2015).

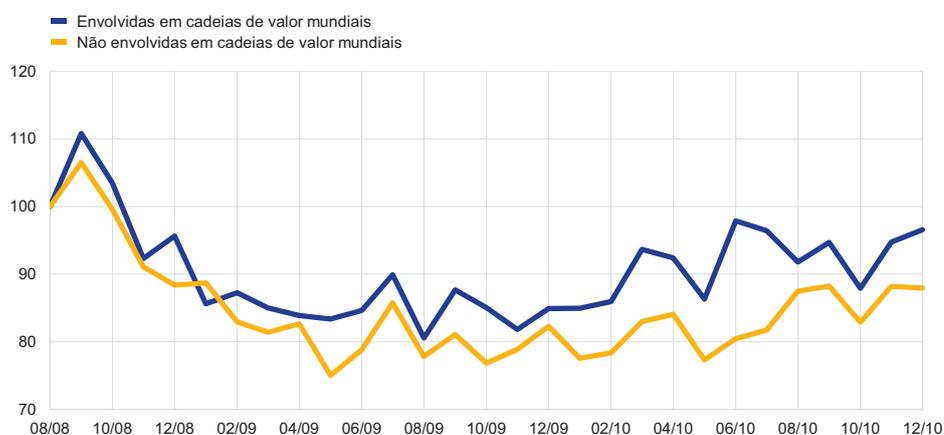
as empresas envolvidas em redes de produção mundiais registaram a queda mais acentuada das exportações e, após a reabertura económica, recuperaram a um ritmo mais lento do que outros exportadores (gráfico A, painel a). Em abril de 2020, os exportadores envolvidos em cadeias de valor mundiais registaram uma diminuição de 42% dos respetivos valores de exportação face a janeiro de 2020. Para outros exportadores, a diminuição acumulada não foi tão drástica, atingindo, em maio de 2020, um nível mínimo 28% abaixo do nível registado em janeiro de 2020. Os dois grupos de exportadores divergiram ainda mais quando, no verão de 2020, se procedeu ao levantamento das restrições relacionadas com a pandemia. Em março de 2021, os exportadores não envolvidos em cadeias de valor mundiais tinham atingido os níveis de janeiro de 2020 e, em setembro de 2021, tinham recuperado muito para além dos níveis anteriores à pandemia, ao passo que, até dezembro de 2021, as empresas envolvidas em cadeias de valor mundiais ultrapassaram os respetivos níveis de exportação de janeiro de 2020. No entanto, durante a crise financeira mundial de 2008, as empresas envolvidas em cadeias de valor mundiais revelaram-se mais resilientes (gráfico A, painel b). Em comparação com a crise da COVID-19, o colapso do comércio internacional em 2008 foi menos significativo e menos abrupto, embora tenha sido mais persistente.

Gráfico A

Valores de exportação das empresas

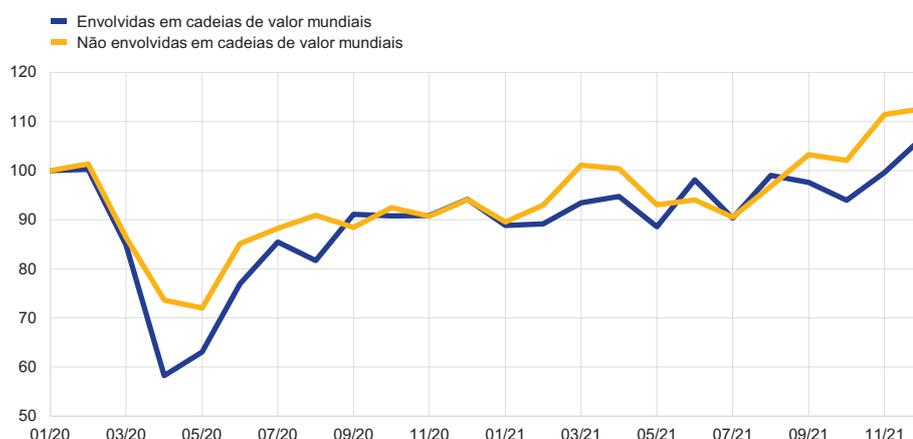
a) Crise financeira mundial

(total das exportações, mês de base (agosto de 2008) = 100)



b) Crise da COVID-19

(total das exportações, mês de base (janeiro de 2020) = 100)



Fontes: Direction générale des douanes et droits indirects e cálculos próprios dos autores.
Nota: O gráfico baseia-se em dados ao nível das empresas relativos a França.

A análise empírica confirma que as exportações das empresas em cadeias de valor mundiais foram fortemente afetadas pela pandemia, em termos relativos, em particular após o aumento dos estrangulamentos no abastecimento em setembro de 2020. Um estudo de evento que compara ambos os tipos de

exportadores ilustra o aparecimento, em abril e maio de 2020, do primeiro efeito negativo e súbito de fazer parte de uma cadeia de valor mundial durante a crise da COVID-19, bem como uma nova diminuição das exportações a partir de outubro de 2020, que se revelou mais progressiva e persistente (gráfico B, linha azul)⁴. A primeira queda das exportações de empresas em cadeias de valor mundiais em relação a outros exportadores ocorreu em abril, ao passo que o confinamento chinês teve início em janeiro. Este impacto desfasado pode ser explicado pelo tempo que um navio de carga demora

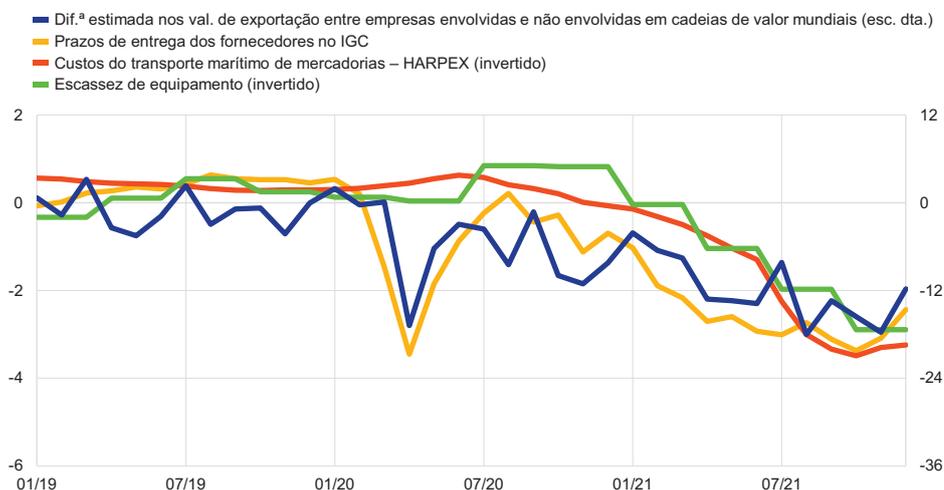
a viajar da China até França (seis semanas). Esta situação retardou a propagação da crise e o efeito negativo sobre os *stocks* de fatores de produção intermédios entre as empresas envolvidas em cadeias de valor mundiais, permitindo-lhes manter a sua produção durante um curto período de tempo. A linha azul no gráfico B mostra a diferença nos valores das exportações entre as empresas envolvidas e as não envolvidas em cadeias de valor mundiais entre setembro de 2020 e dezembro de 2021, podendo ser interpretada como uma medida das perturbações no abastecimento a nível das empresas. A evolução desta linha é muito similar à de outros indicadores normalmente utilizados para monitorizar os estrangulamentos (por exemplo, indicadores baseados nos prazos de entrega dos fornecedores, nos custos de expedição ou na escassez de equipamento).

⁴ O gráfico B mostra a estimativa $\hat{\beta}_i$, calculada de acordo com Lebastard, L., Matani, M. e Serafini, R., *op. cit.*, utilizando a seguinte especificação econométrica, em que a variável dependente é o logaritmo natural das exportações: $\ln export_{it} = \sum_{j=-12}^{24} \beta_j COVID19_{jt} \times GVC_i + FE_i + FE_t + \varepsilon_{it}$. O grupo de tratamento inclui todas as empresas em cadeias de valor mundiais no período anterior à pandemia (ou seja, importação e exportação), enquanto o grupo de controlo é composto pelos outros exportadores. O modelo econométrico controla a dimensão das empresas através da inclusão de efeitos fixos da empresa e de choques temporários, utilizando efeitos fixos em termos de tempo. O ponto de referência é dezembro de 2019. A base de dados inclui o universo completo das empresas exportadoras em França, ao mesmo tempo que os exportadores ocasionais no período anterior à pandemia foram excluídos.

Gráfico B

Indicadores de estrangulamento para o comércio internacional e diferença nos valores de exportação entre empresas envolvidas em cadeias de valor mundiais e empresas não envolvidas em cadeias de valor mundiais

(pontuação Z)



Fontes: Direction générale des douanes et droits indirects, Markit, S&P Global, Harper Petersen, Comissão Europeia e cálculos próprios dos autores.

Notas: Todos os índices foram normalizados utilizando pontuações Z ao longo do período que decorre de janeiro de 2000 a outubro de 2022. Um aumento da pontuação dos prazos de entrega dos fornecedores no IGC para todos os bens e bens intermédios significa uma melhoria (ou seja, uma redução dos prazos de entrega). O índice de custos de frete marítimo da Harper Petersen (HARPEX) reflete a evolução dos preços a nível mundial no mercado de afretamento de navios porta-contentores. A Comissão Europeia mede a escassez de equipamento como um fator limitativo da produção em termos da percentagem de inquiridos que referem um aumento menos a percentagem de inquiridos que referem uma diminuição. Todos os indicadores de estrangulamento dizem respeito a França, com exceção do HARPEX, que é mundial.

Os exportadores que abastecem as suas importações em destinos geograficamente mais próximos foram menos afetados por estrangulamentos no abastecimento do que os que importam de geografias mais distantes. As

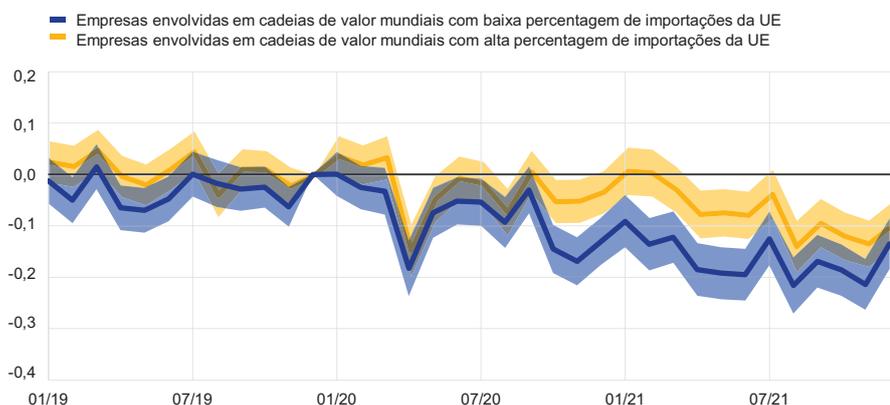
empresas com percentagens mais altas de fatores de produção importados de outros países da UE foram menos afetadas durante a fase de confinamento do que as empresas que recorreram mais a fatores de produção do resto do mundo (gráfico C, painel a). Além disso, as empresas envolvidas em cadeias de valor mundiais que importavam sobretudo da UE foram mais tarde atingidas por estrangulamentos no abastecimento, com efeitos negativos visíveis apenas a partir de abril de 2021. Entre setembro de 2020 e dezembro de 2021, as perdas de exportação das empresas que importam de geografias mais distantes foram duas vezes superiores às registadas pelas empresas que importam da UE. Pelo contrário, as empresas com maior dependência de fatores de produção provenientes da China foram as mais afetadas no mesmo período (gráfico C, painel b), possivelmente devido ao confinamento mais rigoroso e prolongado na China e aos prazos de entrega mais longos para o transporte marítimo de mercadorias provenientes da Ásia.

Gráfico C

Diferenças nos valores da exportação entre empresas envolvidas em cadeias de valor mundiais, consoante os países fornecedores dos fatores de produção importados

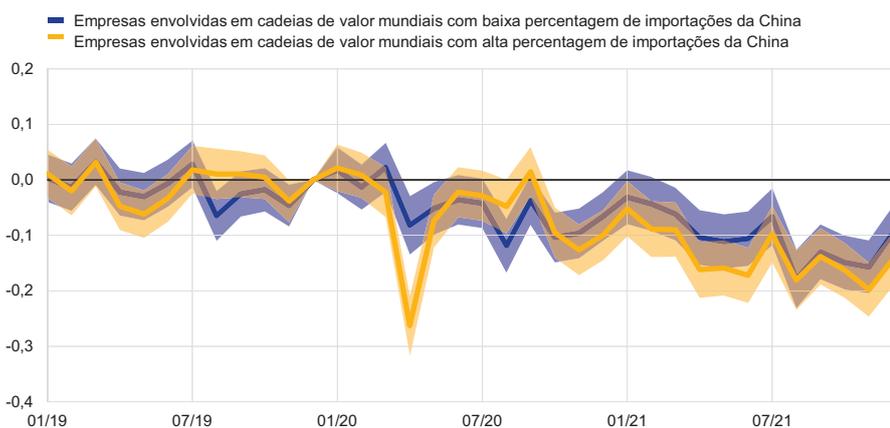
a) União Europeia

(pontos percentuais e intervalos de confiança de 95%)



b) China

(pontos percentuais e intervalos de confiança de 95%)



Notas: Trata-se de um estudo de um evento que utiliza uma configuração semelhante à linha azul no gráfico B. A regressão do estudo do evento é a seguinte: $\ln export_{it} = \alpha + \sum_{j=-12}^{24} \beta_j Covid_{jt} * GVC_i * LowShare_i + \sum_{k=-12}^{24} \beta_k Covid_{kt} * GVC_i * (1 - LowShare_i) + FE_i + FE_t + \varepsilon_{it}$. *LowShare* assume o valor 1 se a percentagem de bens importados do país for inferior à mediana (entre as empresas em cadeias de valor mundiais – GVC) nos seis meses anteriores à pandemia, enquanto *HighShare* é o oposto. O ponto de referência é dezembro de 2019.

Um cálculo estilizado com base nas estimativas *supra* sugere que as perturbações no abastecimento podem explicar uma diminuição das exportações que seja aproximadamente equivalente a 1% do PIB nominal da área do euro em 2020 e 2% em 2021. Este cálculo envolveu a combinação da elasticidade obtida a partir do gráfico B com indicadores de países da participação das empresas em cadeias de valor mundiais nos outros países da área do euro, a fim de calcular uma estimativa das implicações da COVID-19 e dos estrangulamentos no abastecimento associados relativamente às exportações da área do euro⁵. Os valores produzidos por este cálculo estão em linha com a anterior análise do BCE para a área do euro utilizando dados macroeconómicos⁶. É provável que o impacto dos estrangulamentos no abastecimento tenha variado significativamente entre os países da área do euro, tendo em conta as diferenças na participação em cadeias de valor mundiais entre estes países.

⁵ A percentagem das exportações em cadeias de valor mundiais no total das exportações é calculada com base em estimativas constantes em Lebastard, L., Matani, M. e Serafini, R., *op. cit.* Estas estimativas referem-se a França (95% das exportações provêm de empresas em cadeias de valor mundiais) e são alargadas aos outros países da área do euro através do redimensionamento do índice de participação retrospectiva em cadeias de valor mundiais (*GVC backward participation*) da base de dados TiVa da OCDE. O total das exportações das empresas em cadeias de valor mundiais é então calculado como a percentagem das exportações das empresas em cadeias de valor mundiais no total das exportações de cada país em dezembro de 2019. Partindo do princípio de que os resultados para França são representativos do conjunto da área do euro, a elasticidade apresentada no painel a) do gráfico C é então aplicada ao total das exportações de empresas em cadeias de valor mundiais em cada mês para cada país, a fim de calcular a queda total das exportações devido a estrangulamentos no abastecimento. Esta descida é então dividida pelo PIB de cada país e anualizada de modo a obter o impacto anual dos estrangulamentos nas exportações em percentagem do PIB.

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

5 Quem paga a conta? O impacto desigual do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos

Por Niccolò Battistini, Alina Bobasu e Johannes Gareis

O recente aumento dos preços dos produtos energéticos na área do euro conduziu a uma deterioração significativa dos termos de troca dos produtos energéticos. Esta deterioração (definida como o rácio dos preços das exportações em relação aos das importações) induziu uma perda acumulada de 2,4 pontos percentuais do PIB entre o terceiro trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022, a maior perda registada num período de cinco trimestres desde o lançamento do euro (gráfico A, ponto vermelho)¹. Sendo assim, de que forma se distribuiu esta perda pelas famílias e pelas empresas? Para avaliar o impacto desigual do recente aumento dos preços dos produtos energéticos importados na área do euro, a presente caixa adota uma abordagem bifásica. Primeiro, utiliza dados desagregados para destrinçar os efeitos da recente deterioração dos termos de troca dos produtos energéticos sobre a despesa final e o rendimento agregado, repartindo as perdas de poder de compra implícitas ao longo da distribuição do rendimento das famílias. Segundo, a caixa utiliza modelos estruturais para identificar o choque sobre os preços dos produtos energéticos subjacente à recente deterioração dos termos de troca e para medir os seus efeitos diretos, indiretos e de segunda ordem na economia global². Ao longo da caixa, as variáveis são expressas em termos nominais.

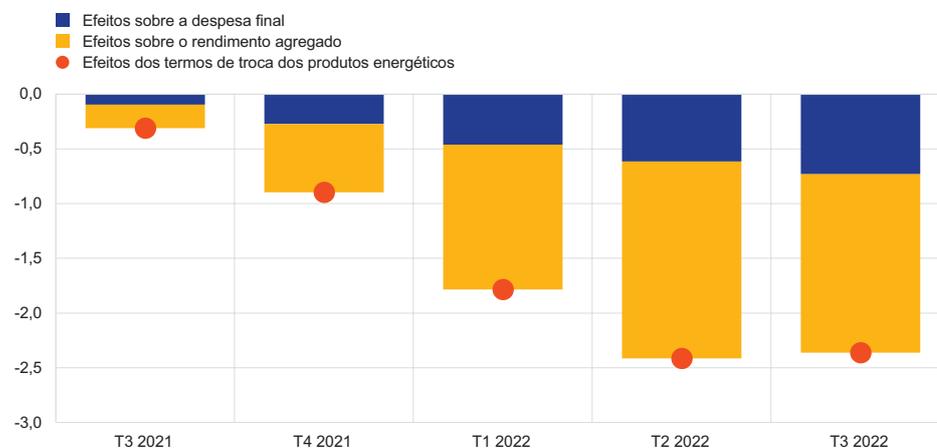
¹ Para mais pormenores sobre o cálculo dos termos de troca, ver a caixa intitulada [Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2022.

² Os efeitos diretos resultam de uma ligação imediata entre as componentes específicas da despesa/rendimento e os produtos energéticos importados, enquanto os efeitos indiretos captam a transmissão do choque sobre os preços dos produtos energéticos através da cadeia de produção e de distribuição. Os efeitos de segunda ordem ocorrem quando os agentes alteram o seu comportamento de consumo ou investimento em resposta ao choque ou transmitem os efeitos dos preços dos produtos energéticos à fixação de salários e preços, dependendo de características económicas, institucionais ou de política mais amplas. A taxonomia dos diferentes efeitos sobre a economia global reflete a taxonomia dos diferentes efeitos das subidas dos preços dos produtos energéticos sobre a inflação. Ver, por exemplo, a caixa intitulada [Wage share dynamics and second-round effects on inflation after energy price surges in the 1970s and today](#), *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2022.

Gráfico A

Efeitos dos termos de troca dos produtos energéticos sobre o PIB

(variações cumulativas, pontos percentuais do PIB)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os efeitos dos termos de troca dos produtos energéticos são calculados ponderando as variações dos preços das exportações e importações de produtos energéticos pela percentagem das exportações e importações de produtos energéticos no PIB (todos em termos nominais). Os efeitos sobre a despesa final e o rendimento agregado são ainda diferenciados utilizando informação desagregada dos quadros anuais de entradas-saídas sobre o conteúdo importado das despesas. Mais especificamente, o contributo das importações dos termos de troca dos produtos energéticos é primeiramente decomposto com base na quota das importações de produtos energéticos para consumo privado, consumo público, investimento total, existências e meios de produção intermédios do total das importações de produtos energéticos. Os efeitos sobre a despesa final são o negativo da soma do contributo das importações do consumo privado, do consumo público, do investimento total e das existências. Os efeitos sobre o rendimento agregado correspondem à diferença entre o contributo das exportações e o contributo das importações de meios de produção intermédios. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2022.

Os efeitos dos termos de troca dos produtos energéticos refletiram uma perda de rendimento agregado e, em menor medida, uma subida acentuada da despesa final em consumo privado. Os efeitos do aumento dos preços dos produtos energéticos e das subsequentes alterações nos termos de troca sobre o PIB são calculados como a diferença entre o impacto nas exportações de produtos energéticos internos e o impacto nas importações de produtos energéticos externos para os meios de produção intermédios e a despesa final. Visto que a maior despesa final com produtos energéticos também faz crescer o PIB, os efeitos do aumento dos preços dos produtos energéticos sobre o PIB através da despesa final anulam-se em termos líquidos. Assim, o impacto líquido sobre as exportações e importações através de meios de produção intermédios mede o efeito remanescente sobre o rendimento agregado. Devido à ausência de dados trimestrais granulares, só é possível destringir estes efeitos por via da despesa e do rendimento com informação desagregada dos quadros anuais de entradas-saídas que mostram o conteúdo importado de produtos energéticos na despesa³. Nesta base, a perda de termos de troca dos produtos energéticos entre o terceiro trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022 refletiu-se numa diminuição do rendimento agregado em 1,7 pontos percentuais do PIB e na subida da despesa final em 0,7 pontos

³ O conteúdo importado de produtos energéticos é calculado com base nos quadros de entradas-saídas mundiais FIGARO (setor a setor) do Eurostat entre 2010 e 2020. Os dados relativos às importações e exportações para a área do euro representam fluxos intra e extra-área do euro, em linha com o conceito das contas nacionais. A desagregação da despesa é composta pelo consumo privado (incluindo famílias e instituições sem fim lucrativo), consumo público, investimento total (incluindo existências), exportações e importações. As séries cronológicas trimestrais são obtidas por interpolação linear (até 2020) e extrapolação constante (antes de 2010 e após 2020) das séries cronológicas anuais.

percentuais do PIB (gráfico A, barras), quase inteiramente devido ao consumo privado⁴.

As diferentes exposições das famílias a flutuações nos custos dos produtos energéticos e no rendimento agregado implicam um impacto relativamente maior da subida acentuada dos preços dos produtos energéticos nas famílias com rendimentos mais baixos.

A exposição aos produtos energéticos varia significativamente entre grupos de rendimentos, uma vez que as famílias no quintil inferior gastam 12% do seu rendimento disponível em eletricidade, gás e aquecimento, enquanto as famílias no quintil superior gastam apenas 4%. A elasticidade do rendimento também difere significativamente entre famílias, uma vez que os rendimentos do trabalho são menos cíclicos e representam a principal fonte de rendimento das famílias com rendimentos mais baixos, enquanto os rendimentos não relacionados com o trabalho são mais cíclicos e afetam principalmente as famílias com rendimentos mais elevados⁵. Em conjugação com os efeitos sobre o consumo privado e o rendimento agregado indicados na análise acima referida, estas exposições aos produtos energéticos e as elasticidades do rendimento indicam que, em percentagem do seu rendimento, as famílias do quintil inferior registaram perdas de poder de compra correspondentes ao dobro da dimensão das do quintil superior entre o terceiro trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022 (gráfico B). Em conjunto com os amortecedores de liquidez relativamente reduzidos das famílias com rendimentos mais baixos⁶, tal aponta para a conclusão de que estas famílias foram as mais afetadas – em relação ao seu rendimento – pelo aumento dos preços dos produtos energéticos, apesar das medidas orçamentais que proporcionaram algum alívio⁷.

⁴ A composição relativa da despesa interna em produtos energéticos importados entre a despesa final e os meios de produção intermédios é consistente com as conclusões reportadas para o petróleo na caixa intitulada [Preços do petróleo, termos de troca e consumo privado](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2018.

⁵ As elasticidades do rendimento específicas dos quintis obtêm-se multiplicando a elasticidade dos salários (rendimento dos empregados) e dos lucros (excedente de exploração, rendimentos de propriedade e rendimento dos trabalhadores por conta própria) ao rendimento agregado pela percentagem específica dos salários e lucros dos quintis em relação ao rendimento total, respetivamente. As elasticidades salariais refletem a estimativa dos betas dos trabalhadores por Lenza, M. e Slacalek, J., [How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area](#), *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 2190, BCE, outubro de 2018, e estão também em linha com as medidas descritas na caixa intitulada [Risco de rendimento das famílias ao longo do ciclo económico](#), *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2019. Parte-se do princípio de que as elasticidades dos lucros correspondem à unidade. As percentagens dos salários e dos lucros em relação ao rendimento total são obtidas a partir de [estatísticas experimentais](#) produzidas por Lamarche, P., Oehler, F. e Riobóo, I., [European household's income, consumption and wealth](#), *Statistical Journal of the IAOS*, vol. 36, n.º 4, novembro de 2020, pp. 1175-1188.

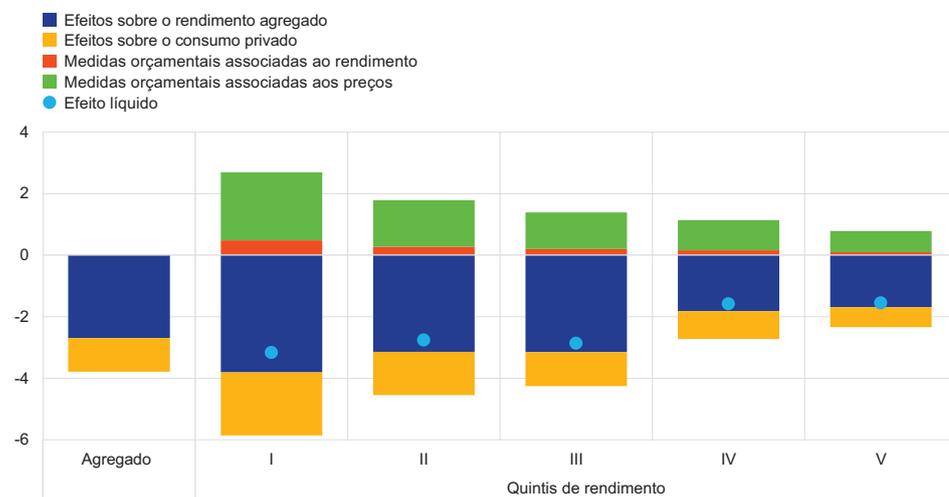
⁶ A taxa de poupança mediana em percentagem do rendimento disponível das famílias é mais elevada nos quintis de rendimento mais elevado. Enquanto as famílias com baixos rendimentos gastam as suas poupanças, com uma taxa de poupança mediana de cerca de -5,8% do rendimento disponível no quintil de rendimento inferior, as famílias do quintil de rendimento superior poupam cerca de 40% do seu rendimento disponível (de acordo com as [estatísticas experimentais do Eurostat sobre rendimento, consumo e riqueza](#)).

⁷ Para mais pormenores sobre o impacto das medidas orçamentais para compensar os preços dos produtos energéticos/inflação sobre o rendimento das famílias, ver a caixa 2 do artigo intitulado “Fiscal policy and high inflation”, na presente edição do *Boletim Económico*. Na presente caixa, as medidas associadas ao rendimento referem-se apenas às medidas orçamentais para compensar os preços dos produtos energéticos. São simplesmente redistribuídas utilizando a exposição direta das famílias ao consumo de produtos energéticos e representam o teor energético importado do consumo das famílias (10%). As medidas associadas aos preços são redistribuídas por quintis de rendimento com base em exposições aos produtos energéticos, à semelhança da abordagem apresentada na caixa 2 do referido artigo.

Gráfico B

Efeitos líquidos sobre as famílias da variação dos termos de troca dos produtos energéticos resultantes do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos

(variação cumulativa entre o terceiro trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022, pontos percentuais do rendimento disponível)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os efeitos dos termos de troca dos produtos energéticos sobre o consumo das famílias e o rendimento agregado foram calculados com base nos mais recentes quadros de entradas-saídas FIGARO do Eurostat. Os efeitos da despesa e as medidas orçamentais são repartidos utilizando a percentagem do rendimento disponível gasto em produtos energéticos importados, com base em informações provenientes das [estatísticas experimentais sobre rendimento, consumo e riqueza](#). Os efeitos agregados sobre o rendimento refletem a exposição aos rendimentos do trabalho (salários) e aos rendimentos não relacionados com o trabalho (lucros, rendimentos de propriedade e rendimentos dos trabalhadores por conta própria) das famílias ao longo da distribuição do rendimento, com base em informação proveniente de [estatísticas experimentais sobre rendimento e consumo provenientes de inquéritos sociais e contas nacionais](#). Os efeitos líquidos referem-se ao impacto global sobre o rendimento agregado e o consumo privado, líquidos dos efeitos das medidas orçamentais (rendimento e preços).

Podem ser utilizados modelos estruturais para avaliar o impacto global do choque sobre os preços dos produtos energéticos, aprofundando além dos efeitos observados através dos termos de troca dos produtos energéticos.

Os termos de troca dos produtos energéticos são apenas uma primeira avaliação do impacto dos choques sobre os preços dos produtos energéticos por duas razões: primeiro, reagem a muitos outros choques e, segundo, são apenas um dos vários canais através dos quais se propagam choques sobre os preços dos produtos energéticos. Neste texto, são utilizados modelos económicos estruturais para avaliar os efeitos económicos diretos, indiretos e de segunda ordem do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos no conjunto da economia. Primeiro, é utilizado um modelo das redes de produção para destriçar os efeitos diretos e indiretos do choque através das cadeias de abastecimento mundiais na presença

de uma elasticidade limitada da substituição dos meios de produção⁸. Os modelos de vetores autorregressivos estruturais (SVAR) estimam então o impacto global do choque com base em regularidades históricas, tendo em conta efeitos de segunda ordem decorrentes de alterações no comportamento dos agentes, na formação de preços e salários e em medidas de política⁹.

O modelo das redes de produção mostra que os efeitos diretos e indiretos afetaram principalmente o consumo privado do lado da despesa e os setores não energéticos do lado do rendimento. Os efeitos diretos – refletindo o impacto nos preços e nas quantidades induzidos pelas exposições setoriais a produtos energéticos fora da área do euro – pesaram sobre as exportações líquidas através do aumento das importações de produtos energéticos do lado da despesa e favoreceram o setor energético através do aumento das vendas do lado do rendimento (gráfico C). Contudo, os efeitos indiretos – incluindo a transmissão plena dos preços dos produtos energéticos e a substituição de bens energéticos caros – afetaram especialmente o consumo privado do lado da despesa. Além disso, estes efeitos indiretos induziram perdas, em particular do lado do rendimento para as empresas que não pertencem ao setor energético, nomeadamente os setores com utilização intensiva de energia, como os bens intermédios e os serviços de transportes, e os setores centrais, como as atividades de consultoria e técnicas. De um modo geral, o modelo das redes de produção mostra que os efeitos indiretos amplificaram os efeitos diretos em cerca de metade, passando de -0,6 para -0,9 pontos percentuais do PIB (gráfico C, linhas a cheio), entre o terceiro trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022¹⁰.

⁸ O modelo das redes de produção pressupõe que os choques se propagam a montante aos preços e a jusante às vendas, tendo em conta a complementaridade entre meios de produção ao longo das cadeias de abastecimento. Pressupõe-se que o choque seja um choque tecnológico negativo, afetando os setores energéticos não pertencentes à área do euro em proporção da sua quota no produto mundial. Uma vez que o choque é aproximado pela variação percentual em termos trimestrais em cadeia dos preços das importações de produtos energéticos da área do euro (em consonância com o modelo econométrico apresentado mais abaixo), a elasticidade do modelo do choque é normalizada para produzir um aumento de 1 ponto percentual nos preços das importações de produtos energéticos da área do euro. Pressupõe-se que a elasticidade da substituição seja de 0,7, dentro do intervalo de estimativas de 0,5 a 0,9 documentadas na literatura. A especificação e calibração do modelo das redes de produção corresponde ao caso da economia assente na produção indireta (“roundabout”) sem ineficiências, tal como descrito por Baqaee, D.R. e Farhi, E., “Networks, Barriers, and Trade”, *Econometrica*, a publicar, 2023. Para uma aplicação do modelo aos efeitos económicos mundiais da fragmentação do comércio, ver a caixa intitulada [Adoção do ‘friend-shoring’ nas cadeias de valor mundiais: análise com base em modelos](#), na presente edição do *Boletim Económico*.

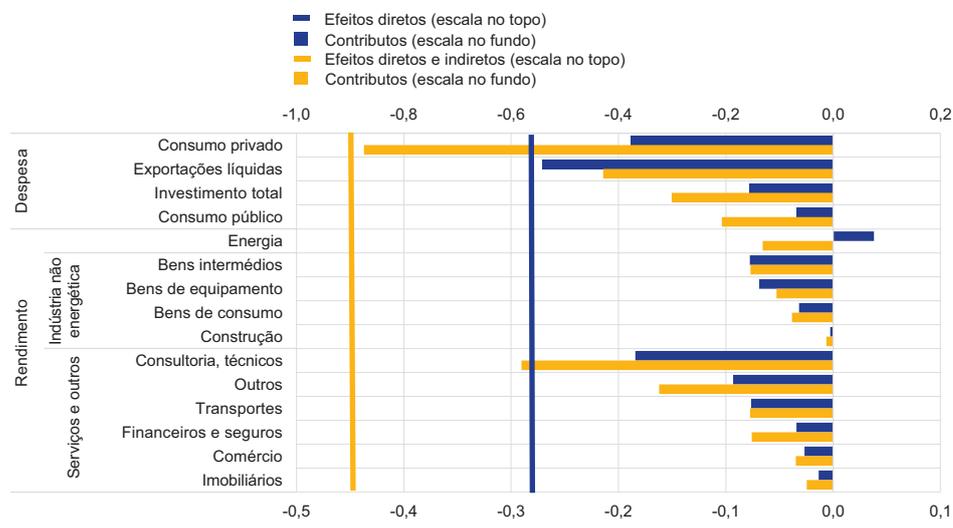
⁹ Os modelos considerados contêm o mesmo conjunto de variáveis fundamentais, complementadas por variáveis do lado da despesa ou do rendimento do PIB e do rendimento disponível setorial. As variáveis fundamentais incluem as perdas de rendimento relacionadas com as importações de produtos energéticos para a área do euro, um índice das condições económicas mundiais, a taxa de câmbio efetiva da área do euro, o PIB real da área do euro, o deflador do PIB, o deflador do consumo privado e uma taxa de juro de curto prazo. Os modelos são estimados com dados do período entre o primeiro trimestre de 1999 e o quarto trimestre de 2019, a fim de evitar que as flutuações económicas extraordinárias decorrentes da pandemia de coronavírus (COVID-19) tenham impacto sobre os parâmetros estimados dos modelos. Todos os dados, com exceção das taxas de juro, são expressos em variações percentuais em comparação com o trimestre anterior. Para o índice das condições mundiais, ver Baumeister C., Korobilis, D. e Lee, T.K., [Energy Markets and Global Economic Conditions](#), *The Review of Economics and Statistics*, vol. 104, n.º 4, 2022, pp. 828-844. A taxa de juro de curto prazo é aproximada pela taxa de juro paralela de curto prazo estimada por Wu, J.C. e Xia, F.D., [Time-Varying Lower Bound of Interest Rates in Europe](#), *Chicago Booth Research Paper*, n.º 17-06, 2017.

¹⁰ No intervalo de calibrações alternativas reportadas na literatura para a elasticidade da substituição entre 0,5 e 0,9, os efeitos diretos e indiretos variam entre -1,5 e -0,3 pontos percentuais do PIB, respetivamente, sem afetar significativamente a distribuição entre as componentes setoriais, da despesa e do rendimento.

Gráfico C

Efeitos diretos e indiretos do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos no conjunto da economia

(variação cumulativa entre o terceiro trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022, pontos percentuais do PIB)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A elasticidade direta e indireta das diferentes componentes perante choques sobre o aprovisionamento energético importado tem por base um modelo das redes de produção com dados entre o terceiro trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022. A agregação por setor reflete as [categorias de uso final do Eurostat \(grandes agrupamentos industriais, GAI\)](#), com base na [classificação NACE2](#), com ajustamentos em função da desagregação setorial disponível nos [quadros de entradas-saídas mundiais FIGARO por ramo de atividade](#). Mais especificamente, "Energia" refere-se aos setores B, C19, D35, E36, "Bens de consumo" a C10-C12, C13-C15, C18, C21, C31-C32, "Bens intermédios" a C16, C17, C20, C22, C23, C24, C27, "Bens de equipamento" a C25, C26, C28, C29, C30, C33, "Construção" a F, "Comércio" a G45, G46, G47, "Transportes" a H49, H50, H51, H52, H53, "Financeiros e seguros" a K, "Imobiliários" a L, "Consultoria e técnicos" a M69-M70, M71, M72, M73, M74-M75, N77, N78, N79, N80-N82, "Outros" aos setores restantes.

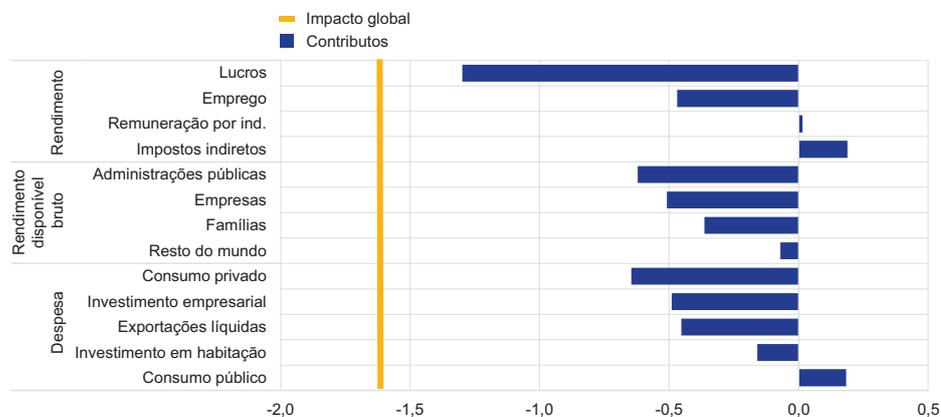
Os modelos econométricos sugerem que o impacto global foi generalizado entre as componentes da despesa e se fez sentir sobretudo por via dos lucros do lado do rendimento, enquanto o governo protegeu parcialmente o rendimento disponível do setor privado.

Analizando a desagregação do PIB do lado do rendimento, o choque infligiu perdas substanciais nos lucros e, em menor grau, nos rendimentos do trabalho entre o terceiro trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022 (gráfico D). As perdas de rendimentos do trabalho foram principalmente impulsionadas por variações no emprego, sugerindo um aumento mais dinâmico do emprego na ausência do choque sobre os preços dos produtos energéticos ao longo do mesmo período. Os resultados sugerem igualmente que a intervenção do setor público desempenhou um papel significativo na atenuação do impacto negativo no setor privado. Tal reflete-se na perda substancial de rendimento disponível dos governos em relação às famílias e empresas. Do lado da despesa, a perda global do PIB deveu-se a todas as componentes da despesa e, em particular, ao consumo privado, seguido do investimento empresarial. Em comparação com os efeitos diretos e indiretos acima referidos (gráfico C), estes resultados sugerem que os efeitos de segunda ordem alteraram significativamente as consequências distributivas do choque sobre os preços dos produtos energéticos do lado da despesa, distribuindo os efeitos de forma mais uniforme pelo consumo privado e pelo investimento. Os modelos SVAR apontam para um impacto global de -1,5 pontos percentuais do PIB entre o terceiro trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022 do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos (gráfico D, linha a cheio).

Gráfico D

Efeitos globais do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos no conjunto da economia

(variação cumulativa entre o terceiro trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022, pontos percentuais do PIB)



Fontes: Eurostat, Baumeister *et al.*, Wu e Xia, BCE e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico apresenta os resultados baseados em modelos SVAR dos efeitos do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos para três decomposições diferentes do PIB nominal. Mais especificamente, para cada desagregação, os modelos estimam o impacto do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos no PIB e nas respetivas componentes. O impacto sobre as componentes é então redimensionado pela sua percentagem média no PIB ao longo do período da amostra. O contributo dos impostos indiretos, do resto do mundo (a economia mundial fora da área do euro) e das exportações líquidas é calculado como os valores residuais entre o total dos efeitos do PIB e a soma dos contributos estimados das componentes modelizadas. Para facilitar a exposição, os efeitos do PIB são calculados como uma média em todos os modelos, com o contributo das componentes apresentado a uma escala em conformidade. Os modelos identificam um choque sobre os preços dos produtos energéticos com base no pressuposto de que o choque conduz a um aumento das perdas de rendimento relacionadas com as importações de produtos energéticos para a área do euro e a uma descida do PIB real, bem como a um aumento dos deflatores do PIB e do consumo privado, com o segundo a crescer mais do que o primeiro. Uma vez que as variáveis do lado da despesa ou do rendimento do PIB e do rendimento disponível setorial não são condicionadas nas estimativas, a direção e a magnitude destas respostas são determinadas pelos dados. Para mais pormenores sobre as variáveis do modelo, ver a nota 9. "Lucros" refere-se ao excedente de exploração bruto e ao rendimento misto, enquanto o "investimento empresarial" se refere ao investimento em outros setores exceto construção.

De um modo geral, a presente caixa conclui que o recente choque sobre os preços dos produtos energéticos afetou particularmente as famílias com rendimentos mais baixos e as empresas que não pertencem ao setor energético, apesar do apoio dos governos. A caixa destaca o papel fundamental dos dados desagregados na avaliação e quantificação dos efeitos da alteração dos termos de troca dos produtos energéticos sobre a despesa final e o rendimento agregado. Além disso, a análise indica que os efeitos indiretos e de segunda ordem influenciaram, em grande medida, as implicações distributivas do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos. Apesar de uma moderação das pressões sobre os preços dos produtos energéticos nos últimos meses, os efeitos do recente choque sobre os preços dos produtos energéticos poderão continuar a manifestar-se no curto prazo, à medida que a economia se ajusta gradualmente.

Resultados do teste de esforço ao balanço do Eurosistema centrado no risco climático de 2022

Por Maximilian Germann, Piotr Kusmierczyk e Christelle Puyo

Em 2022, o BCE realizou um teste de esforço ao balanço do Eurosistema centrado no risco climático no âmbito do respetivo plano de ação para incluir considerações sobre as alterações climáticas na sua estratégia de política monetária¹. Este exercício tinha os seguintes objetivos: i) analisar a sensibilidade às alterações climáticas do perfil de risco financeiro do Eurosistema e ii) melhorar a capacidade de avaliação do risco climático por parte do Eurosistema. O âmbito do exercício abrangeu diversas carteiras de política monetária do Eurosistema, nomeadamente posições em obrigações de empresas, obrigações com ativos subjacentes, instrumentos de dívida titularizados, bem como operações de crédito com garantia.

Este teste de esforço centrado no risco climático utilizou cenários desenvolvidos pela Rede para a Ecologização do Sistema Financeiro (*Network for Greening the Financial System – NGFS*) composta por bancos centrais e autoridades de supervisão e cenários desenvolvidos pelo BCE. Utilizou três cenários de longo prazo incluídos na Fase II da NGFS² que projetam variáveis macrofinanceiras e climáticas num horizonte de 30 anos. Os cenários diferem em termos do grau de implementação das políticas climáticas que se pressupõe (principalmente sob a forma de um imposto sobre o carbono) e dos diferentes tipos de risco climático que se espera que daí resultem. O cenário de estufa mundial (*hot house world scenario*) implica um risco físico grave, mas não conduz a um risco de transição, uma vez que se baseia no pressuposto de que as políticas climáticas não sejam implementadas. No cenário de transição desordenada (*disorderly transition scenario*), a aplicação das políticas climáticas é adiada, o que conduz a um risco de transição grave, mas um risco físico apenas limitado. Os riscos decorrentes dos cenários de transição desordenada e de estufa mundial são analisados em relação aos decorrentes do cenário de transição ordenada (*orderly transition scenario*), no qual se pressupõe que as políticas climáticas sejam implementadas de forma atempada. Além disso, o exercício de teste de esforço considerou dois outros cenários de curto prazo concebidos por especialistas do BCE: um cenário de risco de inundações (*flood risk scenario*), que inclui perigos físicos graves que se materializam num horizonte de 1 ano e um cenário de transição desordenada de curto prazo, que antecipa aumentos acentuados do preço do carbono num horizonte de curto prazo (3 anos). À luz dos desafios associados à conceção de cenários climáticos de longo prazo, estes dois cenários de curto prazo forneceram contributos adicionais úteis para esta análise, com o cenário de risco de

¹ Para mais pormenores, ver o comunicado [BCE apresenta plano de ação para incluir considerações sobre as alterações climáticas na sua estratégia de política monetária](#), BCE, 8 de julho de 2021. O teste de esforço centrado no risco climático foi realizado pela Direção de Gestão do Risco do BCE em cooperação com o Comité de Gestão do Risco do Eurosistema.

² Para mais pormenores, ver [NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors](#), Rede para a Ecologização do Sistema Financeiro, junho de 2021.

inundações a definir a forma como um perigo físico grave se poderia concretizar em toda a Europa.

A metodologia e o âmbito do exercício foram alinhados com o teste de esforço centrado no risco climático de 2022³ realizado pela Supervisão Bancária do BCE e o teste de esforço a nível do conjunto da economia centrado no risco climático de 2021⁴ realizado pelo BCE. Nos cinco cenários, o exercício aplicou choques de risco de crédito utilizando “modelos-satélite” específicos a cada tipo de exposição financeira. Estes choques têm por base o teste de esforço centrado no risco climático de 2022 realizado pela Supervisão Bancária do BCE, acima referido, bem como os dados da NGFS. Além de choques de crédito, o exercício utilizou choques de mercado sob a forma de aumentos das taxas de juro isentas de risco e dos diferenciais das obrigações de empresas.

Este teste de esforço ao balanço do Eurosistema centrado no risco climático utilizou o quadro de avaliação do risco financeiro do Eurosistema como base para a sua estimativa do risco, utilizando os choques acima referidos.

Este quadro, também utilizado para as atividades regulares do Eurosistema de avaliação e prestação de informação sobre o risco financeiro, tem por base um modelo de simulação conjunta dos riscos de crédito e de mercado. Os resultados analisados assumem a forma de uma perda esperada⁵ estimada para um horizonte de 1 ano, com 99% de confiança. Foram consideradas duas perspetivas diferentes: uma abordagem ao risco autónoma, que calcula o risco de cada carteira de forma independente, e uma abordagem centrada no contributo dos riscos, que determina o contributo de cada carteira para o risco total para o Eurosistema. A data de fecho dos dados do balanço do Eurosistema e dos dados de mercado foi 30 de junho de 2022.

³ Para mais pormenores, ver [2022 climate risk stress test](#), Supervisão Bancária do BCE, julho de 2022.

⁴ A abordagem é descrita em Alogoskoufis, S. *et al.*, [ECB economy-wide climate stress test](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 281, BCE, Frankfurt am Main, setembro de 2021.

⁵ Esta perda esperada constitui uma medida de cauda da distribuição das perdas no balanço do Eurosistema, calculadas com base nas diferenças de preço relativo entre a situação numa determinada data e um ano mais tarde: a perda é calculada como a média do pior 1% das perdas na distribuição.

Quadro A

Panorâmica dos cenários e dos principais resultados do teste de esforço ao balanço do Eurosistema centrado no risco climático de 2022

Cenário	Projeções	Horizonte	Tipo de risco	Resultados
Cenários de longo prazo	Transição ordenada	30 anos (2020-2050)	Tanto risco de transição como físico	O risco de transição e o risco físico têm um impacto materialmente relevante. As obrigações de empresas dão o maior contributo para o risco. O impacto do risco de transição nas obrigações de empresas concentra-se em setores específicos, enquanto o impacto do risco físico se concentra em determinadas áreas geográficas. As obrigações com ativos subjacentes, os instrumentos de dívida titularizados e as operações de crédito dão um menor contributo para o risco total.
	Transição desordenada			
	Estufa mundial			
Cenário desordenado de curto prazo	Referência	3 anos (2022-2024)	Risco de transição	O risco de transição tem um impacto materialmente relevante. As obrigações de empresas são o principal fator a contribuir para o risco. O risco para as obrigações de empresas concentra-se em setores específicos.
	Esforço			
Cenário de risco de inundações	Referência	1 ano (2022)	Risco físico	O risco físico tem um impacto materialmente relevante. As obrigações de empresas dão o maior contributo para o risco. O risco para as obrigações de empresas concentra-se em determinadas áreas geográficas. As obrigações com ativos subjacentes contribuem significativamente para o risco.
	Esforço			

Os resultados do exercício mostram que ambos os tipos de risco climático – risco de transição e risco físico – têm um impacto materialmente relevante no perfil de risco do balanço do Eurosistema. Os cenários de esforço de transição desordenada e estufa mundial de longo prazo produzem estimativas do risco 20% a 30% mais elevadas do que as do cenário de transição ordenada. O cenário de estufa mundial gera um maior impacto do risco, o que mostra que o risco físico tem maior impacto no balanço do Eurosistema do que o risco de transição. A integração dos riscos relacionados com as alterações climáticas nos quadros de avaliação do risco e de constituição de provisões regulares do Eurosistema deverá permitir modificar os quadros de controlo do risco e constituir reservas financeiras ao longo do tempo, dando, assim, resposta a estes riscos.

O resultado agregado é principalmente impulsionado pelos montantes devidos a título definitivo de obrigações de empresas, as quais, em todos os cenários, dão um maior contributo para o aumento do risco total do que os outros tipos de exposição financeira no âmbito deste exercício. O impacto do risco climático nas obrigações de empresas está particularmente concentrado em áreas específicas de cada tipo de risco. O impacto do risco de transição, por exemplo, concentra-se principalmente num número limitado de setores particularmente vulneráveis ao risco climático (e que têm, em média, um nível elevado de emissões em percentagem das receitas), ao passo que o impacto do risco físico se concentra em determinadas áreas geográficas.

As posições do Eurosistema em obrigações de empresas implicam um grau de risco climático semelhante ao do volume no mercado de títulos elegíveis para este tipo de aquisições. Tal pode ser observado através da realização do mesmo teste de esforço numa amostra de referência de títulos que cumpram os

critérios de elegibilidade do Eurosistema e sejam ponderados pela capitalização de mercado. Nos dois cenários adversos, os aumentos do risco resultantes não diferem significativamente dos resultados obtidos para o balanço do Eurosistema. Este resultado era expetável, dado que, à data de fecho da informação, as aquisições de obrigações de empresas pelo Eurosistema eram determinadas por um referencial de capitalização de mercado, uma vez que as considerações sobre as alterações climáticas apenas foram incorporadas neste tipo de aquisições em outubro de 2022.

O aumento do risco relativo, tanto para as obrigações com ativos subjacentes como para os instrumentos de dívida titularizados, é maior no cenário de estufa mundial do que no cenário de transição desordenada. A sensibilidade relativamente elevada destes ativos ao risco físico também se reflete nos resultados do cenário de risco de inundações. Neste cenário, o aumento das estimativas do risco para as obrigações com ativos subjacentes e os instrumentos de dívida titularizados é muito mais elevado do que o das obrigações de empresas, sendo também mais elevado do que nos cenários de longo prazo. Consequentemente, o contributo das obrigações com ativos subjacentes para o aumento do risco total neste cenário é particularmente significativo. Não é este o caso dos instrumentos de dívida titularizados, uma vez que a respetiva carteira é consideravelmente menor. Além disso, o resultado do cenário de risco de inundações sublinha a importância do canal dos preços da habitação na transmissão do risco climático, uma vez que as obrigações com ativos subjacentes e os instrumentos de dívida titularizados garantidos por imóveis estão particularmente expostos a flutuações nas valorizações no mercado da habitação.

Entretanto, as operações de crédito com garantia dão apenas um pequeno contributo para o aumento do risco total, apesar da grande dimensão da exposição. Este exercício considerou operações de crédito garantidas por obrigações de empresas, obrigações com ativos subjacentes, instrumentos de dívida titularizados e obrigações bancárias não garantidas. O risco mais baixo por unidade de exposição destas operações de concessão de crédito pode estar associado à sua natureza de incumprimento duplo: embora o esforço relacionado com o risco climático seja canalizado através tanto da contraparte como dos ativos de garantia, o risco apenas se materializa em cenários em que a contraparte entra em incumprimento e o valor dos ativos de garantia cai abaixo do nível de proteção oferecido pelas margens de avaliação aplicáveis. Normalmente, tal ocorre nos casos em que o emitente dos ativos de garantia também entra em incumprimento. O risco climático concentra-se, por conseguinte, na exposição a contrapartes específicas, especialmente no cenário de estufa mundial, no qual determinadas instituições e os ativos de garantia por elas apresentados estão localizados em regiões gravemente afetadas.

Espera-se que, no futuro, sejam realizados testes de esforço ao balanço do Eurosistema centrados no risco climático numa base regular. Estes exercícios futuros deverão proporcionar uma oportunidade para continuar a melhorar a metodologia e alargar o âmbito das exposições financeiras abrangidas. Em termos prospetivos, as considerações sobre os riscos climáticos devem também tornar-se parte integrante do quadro de gestão do risco existente, que envolve uma análise do risco financeiro total para o Eurosistema face às reservas financeiras existentes.

7 Retrospeção (“backcasting”) das taxas reais e das expectativas de inflação – conjugação de medidas baseadas no mercado com dados históricos para variáveis relacionadas

Por Valentin Burban e Fabian Schupp

Os mercados de produtos financeiros indexados à inflação na área do euro oferecem informações valiosas sobre as expectativas dos participantes no mercado quanto à inflação e às taxas de juro reais, mas estes instrumentos financeiros apenas estão disponíveis desde o início da década de 2000.

As taxas de rendibilidade das obrigações indexadas à inflação (*inflation-linked bonds* – ILB) e as taxas de juro dos *swaps* indexados à inflação (*inflation-linked swaps* – ILS) incorporam as expectativas dos participantes no mercado quanto à inflação e às taxas de juro reais ao longo de períodos de 1 a 30 anos. Na perspetiva de um banco central, a informação extraída destes instrumentos pode ajudar a avaliar a eficácia das suas decisões de política monetária e orientar a trajetória futura da política monetária. Na área do euro, porém, a história destes dados abrange um número muito limitado de ciclos económicos e de política, uma vez que os mercados de produtos indexados à inflação da área do euro surgiram apenas no início da década de 2000. Tal limita a análise das relações económicas estruturais¹.

No entanto, a correlação entre as medidas baseadas no mercado, por um lado, e as múltiplas variáveis económicas, por outro, permite estimar séries temporais para as taxas dos ILS e as taxas reais implícitas no mercado que recuem ainda mais no tempo, ou seja, uma retrospeção. Estas séries temporais mais longas são construídas estimando a relação entre as taxas dos ILS ou as taxas reais implícitas no mercado e séries temporais mais longas de dados estatísticos para variáveis como a inflação ou indicadores da atividade económica. O ponto de partida para o exercício de retrospeção é um conjunto de 108 variáveis, que remontam pelo menos a 1992, que podem fornecer informações sobre a compensação da inflação e as taxas reais². As séries temporais consideradas mais úteis para gerar as aproximações históricas são selecionadas a partir do conjunto com base num modelo estatístico³ e numa apreciação económica. Estas séries incluem a inflação homóloga na área do euro, o crescimento da produção industrial, as taxas reais de curto prazo observadas (taxas nominais de curto prazo menos inflação observada), uma medida do desvio do produto, informações de inquéritos

¹ A análise apresentada na caixa tem por base as taxas dos ILS da área do euro. Embora o mercado destes instrumentos exista desde o início da década de 2000, a análise baseia-se numa amostra com início apenas em 2005, altura em que se considera que o mercado já se encontrava plenamente desenvolvido. Ver, por exemplo, Neri, S., Bulligan, G., Cecchetti, S., Corsello, F., Papetti, A., Riggi, M., Rondinelli, C. e Tagliabracci, A., *On the anchoring of inflation expectations in the euro area*, *Questioni di Economia e Finanza*, n.º 712, Banca d'Italia, setembro de 2022.

² No caso das variáveis financeiras, em vez de utilizar agregados baseados em dados para todos os países da área do euro antes de 1999, o conjunto de variáveis baseia-se principalmente em séries com dados da Alemanha e de França.

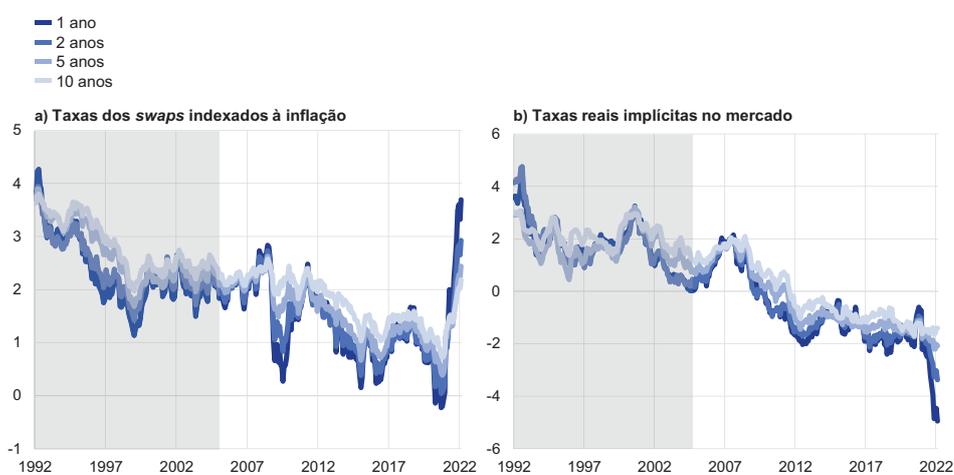
³ Para uma determinada variável (ILS ou taxa real para um determinado prazo de vencimento), a seleção baseia-se, em parte, numa aplicação sequencial de uma regressão LASSO (*least absolute shrinkage and selection operator*).

sobre expectativas de inflação e taxas reais, várias taxas de rendibilidade das obrigações e indicadores de incerteza em termos de políticas económicas. Partindo do pressuposto (e testando) que a relação estatística entre estas séries temporais e as taxas dos ILS ou taxas reais implícitas no mercado é estável ao longo do tempo, estas taxas podem ser estimadas retrospectivamente, ou seja, podem ser estimados os respetivos valores para os períodos anteriores à sua existência⁴. Os resultados deste exercício são apresentados no gráfico A. As séries estimadas retrospectivamente indicam os contornos gerais da compensação pela inflação e das taxas reais para vários prazos ao longo de um período em que ainda não estavam disponíveis medidas baseadas no mercado em tempo real. Tal poderia esclarecer, por exemplo, se no passado já existiam tendências observadas quando estavam disponíveis indicadores baseados no mercado. De um modo mais geral, as séries temporais longas estimadas para a compensação pela inflação e as taxas reais podem ser utilizadas como dados para a análise econométrica e para ilustrar factos estilizados e padrões históricos. Ao mesmo tempo, as séries temporais “quase históricas” devem ser interpretadas com cuidado, não devendo as pequenas flutuações em períodos de tempo curtos ser excessivamente interpretadas.

Gráfico A

Taxas dos *swaps* indexados à inflação (ILS) da área do euro e taxas reais implícitas no mercado estimadas retrospectivamente

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv, Bloomberg, OCDE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom e Davis⁵ e cálculos do BCE.

Notas: As séries de dados mostram valores ajustados. As áreas sombreadas assinalam o período para o qual as taxas dos ILS da área do euro e as taxas reais foram estimadas retrospectivamente (janeiro de 1992 a março de 2005). As últimas observações referem-se a fevereiro de 2022.

As séries dos ILS e da taxa real implícitas em modelos correspondem razoavelmente bem às séries temporais observadas (gráficos B e C).

Além disso, para prazos de *swap* mais curtos, as taxas dos ILS estimadas retrospectivamente estão globalmente em linha com as medidas das expectativas

⁴ Esta abordagem segue as análises realizadas por Groen, J. e Middelorp, M. em [Creating a History of U.S. Inflation Expectations](#), *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 21 de agosto de 2013 e por Marshall, W. em “Introducing a backcast history of traded inflation”, *Global Rates Notes*, Goldman Sachs, 2020.

⁵ Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., “Measuring Economic Policy Uncertainty”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, n.º 4, novembro 2016, pp. 1593-1636.

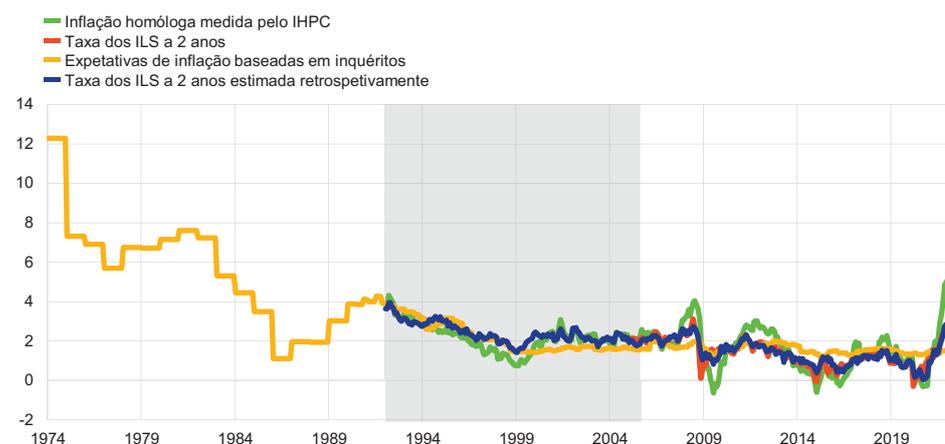
de inflação baseadas em inquéritos da Consensus Economics e do *Economic Outlook* da OCDE, ou seja, a dinâmica da retrospeção parece plausível face a estas bitolas (gráfico B)⁶. Nos prazos mais longos, as séries estimadas retrospectivamente desviam-se consideravelmente das medidas baseadas em inquéritos das expetativas de inflação (gráfico C). Contudo, tal não é, por si só, uma indicação de mau ajustamento e está em linha com os resultados da literatura que sugerem que as medidas baseadas no mercado das expetativas de inflação de longo prazo incluem um prémio de risco considerável⁷. Considera-se, pelo contrário, que os resultados dos inquéritos excluem, em geral, os prémios de risco⁸. Os resultados das séries de taxas reais implícitas no mercado estimadas retrospectivamente também correspondem razoavelmente bem às séries observadas. Também neste caso, os prazos mais curtos estão globalmente em linha com as medidas das expetativas de inflação obtidas a partir de dados de inquéritos em conjugação com dados das taxas de rendibilidade nominais.

Gráfico B

Ajustamento das taxas dos ILS a 2 anos da área do euro e das taxas reais implícitas no mercado face às expetativas de inflação baseadas em inquéritos

a) Compensação pela inflação

(percentagens por ano)



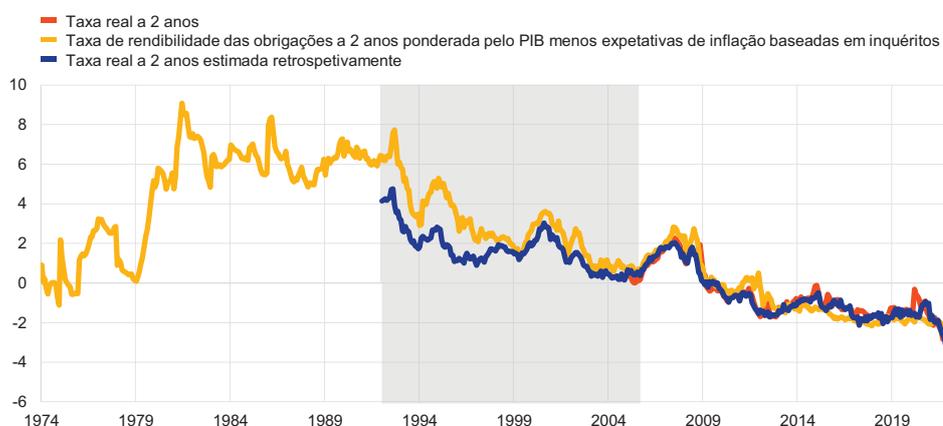
⁶ Em parte, isto é, obviamente, por construção, uma vez que estes inquéritos também estão contidos no conjunto de variáveis explicativas.

⁷ Ver a caixa intitulada [Decomposição das medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação em expetativas de inflação e prémios de risco](#), *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2021.

⁸ Além disso, as expetativas de inflação aferidas a partir de inquéritos podem, em qualquer caso, diferir das expetativas incorporadas nos preços dos mercados financeiros.

b) Taxas reais

(percentagens por ano)



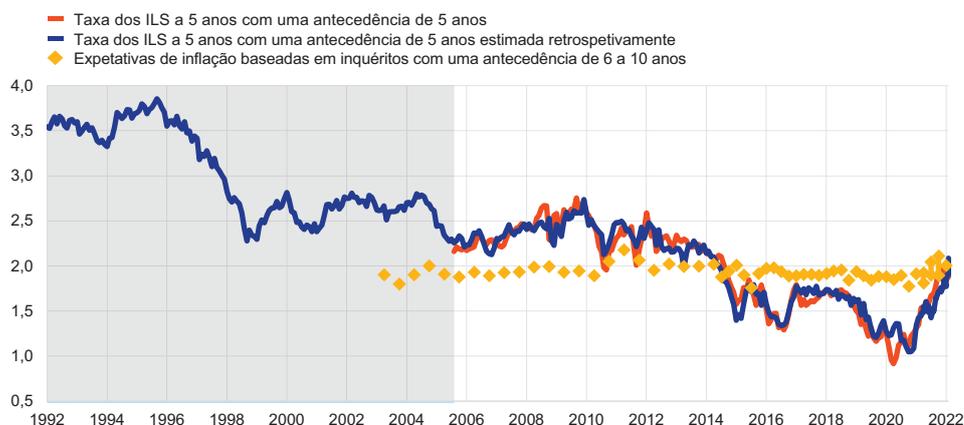
Fontes: Refinitiv, Bloomberg, OCDE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom e Davis e cálculos do BCE.

Notas: A área sombreada assinala a amostra para a qual as taxas dos ILS da área do euro e as taxas reais foram estimadas retrospectivamente (janeiro de 1992 a março de 2005). As expectativas de inflação baseadas em inquéritos assentam no *Economic Outlook* da OCDE e em dados da Consensus Economics. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2022

Gráfico C

Ajustamento da taxa dos ILS a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos da área do euro face às expectativas de inflação baseadas em inquéritos

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv, Bloomberg, OCDE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom e Davis e cálculos do BCE.

Notas: A área sombreada assinala a amostra para a qual as taxas dos ILS da área do euro e as taxas reais foram estimadas retrospectivamente (janeiro de 1992 a março de 2005). As expectativas de inflação baseadas em inquéritos são da Consensus Economics. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2022.

As séries estimadas retrospectivamente sugerem que a tendência de descida das taxas de longo prazo nominais e isentas de risco observada no período que antecedeu a introdução do euro em 1999 refletiu quer uma compensação pela inflação mais baixa, quer taxas reais implícitas no mercado mais baixas, que mais tarde explicam a maior parte da descida das taxas nominais desde 1999 (gráfico D). A descida das taxas dos ILS estimadas retrospectivamente para a década de 1990 está em linha com a descida da inflação global nos vários países que mais tarde viriam a fazer parte da área do euro. Contudo, uma inflação mais baixa e, ao mesmo tempo, mais estável foi também um fenómeno mundial observado no contexto do período da chamada “grande moderação”, frequentemente associada a uma política monetária mais eficaz⁹. Esta evolução foi acompanhada por uma descida generalizada das taxas de juro nominais na futura área do euro no período que antecedeu a criação do euro, o que, de acordo com as séries dos ILS e das taxas reais implícitas no mercado estimadas retrospectivamente, refletiu em partes iguais uma menor compensação pela inflação e taxas reais mais baixas. Durante os primeiros anos após o início do euro, tanto as taxas dos ILS como as taxas reais implícitas no mercado estimadas retrospectivamente se mantiveram bastante estáveis, mas posteriormente continuaram a diminuir de forma significativa: primeiro, em 2008 no contexto da crise financeira mundial e, depois, durante o período de inflação baixa entre 2013 e a crise pandémica em 2020-2021. Contudo, embora as taxas dos ILS tenham recuperado das descidas e regressado a níveis mais próximos de 2%, as taxas reais implícitas permanecem em níveis historicamente baixos, em linha com uma descida mais permanente da taxa de juro natural¹⁰.

Gráfico D

Decomposição da taxa de rendibilidade nominal isenta de risco da área do euro a 10 anos em componente de inflação e taxas reais

(percentagens por ano)



Fontes: Refinitiv, Bloomberg, OCDE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom e Davis e cálculos do BCE.

Notas: A taxa de rendibilidade nominal ajustada isenta de risco é calculada como a soma das séries estimadas retrospectivamente e ajustadas da taxa dos ILS a 10 anos e das séries estimadas retrospectivamente e ajustadas da taxa real implícita no mercado a 10 anos. As taxas dos ILS a 10 anos e as taxas reais a 10 anos foram estimadas retrospectivamente para a amostra de janeiro de 1992 a março de 2005. As barras de variação no painel da direita apresentam a decomposição da variação da taxa de rendibilidade nominal a 10 anos ajustada em componente de inflação e taxa real para o respetivo período de tempo. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2022.

⁹ Ver Bernanke, B.S., The Great Moderation, in Koenig, E.F., Leeson, R. e Kahn, G.A. (editores), *The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy*, capítulo 6, Hoover Institution Press, Stanford, California, junho de 2012.

¹⁰ Para estimativas e uma discussão dos fatores impulsionadores da taxa de juro natural, ver Brand, C., Bielecki, M. e Penalver, C., *The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy*, *Série de Documentos de Trabalho Opcionais*, n.º 217, BCE, dezembro de 2018.

8 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 2 de novembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023

Por Elvira Fioretto e Ross James Murphy

A presente caixa descreve as condições de liquidez e as operações de política monetária do BCE durante o sétimo e oitavo períodos de manutenção de reservas de 2022. No seu conjunto, estes dois períodos de manutenção decorreram de 2 de novembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023 (o “período em análise”).

A restritividade da política manteve-se durante o período em análise.

O Conselho do BCE, na reunião no final de outubro de 2022, aumentou as suas taxas de juro diretoras em 75 pontos base, tendo-as aumentado novamente em 50 pontos base na reunião de meados de dezembro de 2022. Estes aumentos entraram em vigor no sétimo e oitavo períodos de manutenção, respetivamente.

A liquidez excedentária média no sistema bancário da área do euro diminuiu 245,8 mil milhões de euros durante o período em análise, mas manteve-se muito ampla em níveis superiores 4 biliões de euros. A diminuição deveu-se sobretudo aos reembolsos antecipados, em novembro e dezembro, dos fundos disponibilizados ao abrigo das operações 3 a 10 da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III).

Contudo, a descida foi parcialmente compensada pela redução dos fatores autónomos líquidos, que acrescentaram liquidez ao sistema. Esta descida dos fatores autónomos líquidos prosseguiu a tendência observada desde o final da conjuntura de taxas de juro negativas em julho de 2022. Durante o oitavo período de manutenção, a descida dos depósitos das administrações públicas foi o principal fator impulsionador da redução dos fatores autónomos líquidos.

O Hrvatska narodna banka passou a integrar o Eurosistema em 1 de janeiro de 2023, quando a Croácia adotou o euro. Por conseguinte, o Hrvatska narodna banka tornou-se o 20.º membro do Eurosistema. A partir de 1 de janeiro de 2023, os valores do balanço do Hrvatska narodna banka começaram a ser incluídos nas demonstrações financeiras do Eurosistema.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma dos fatores autónomos líquidos e das reservas mínimas, diminuíram 259,6 mil milhões de euros, para 2247 mil milhões de euros. A diminuição deveu-se quase na totalidade a uma queda de 264 mil milhões de euros nos fatores autónomos líquidos, para 2079,7 mil milhões de euros, a qual, por sua vez, foi induzida sobretudo por uma diminuição dos fatores autónomos de absorção de liquidez (ver a secção do quadro A intitulada

“Outras informações com base na liquidez”). As reservas mínimas aumentaram ligeiramente, 4,4 mil milhões de euros, situando-se em 167,3 mil milhões de euros.

Os fatores autónomos de absorção de liquidez diminuíram 211,5 mil milhões de euros no período em análise, para 3068,5 mil milhões de euros, principalmente devido a uma tendência descendente dos depósitos das administrações públicas e de outros fatores autónomos. Os depósitos das administrações públicas caíram 112,7 mil milhões de euros, em média, no período em análise, para 432,6 mil milhões de euros, tendo a maior parte da descida ocorrido no oitavo período de manutenção (ver a secção do quadro A intitulada “Passivo”). Com a eliminação do limite máximo de taxa de juro de 0% aplicável aos depósitos das administrações públicas, tal como decidido pelo Conselho do BCE em setembro de 2022, a descida reflete não só efeitos sazonais, em que os saldos mais baixos são normalmente detidos no final do ano, mas também uma diminuição mais estrutural, após a pandemia, das reservas detidas pelos Tesouros nacionais e um aumento do investimento dessas reservas em instrumentos de mercado. O valor médio de notas em circulação diminuiu 11,3 mil milhões de euros ao longo do período em análise, para 1563,2 mil milhões de euros. Prosseguiu a redução do volume de notas detidas e dos montantes de moeda detida em caixa observada desde o final da conjuntura de taxas diretoras negativas, mas a um ritmo mais lento. Esta tendência foi parcialmente compensada pelo habitual aumento sazonal observado no final do ano.

Os fatores autónomos de cedência de liquidez aumentaram 52,6 mil milhões de euros, situando-se em 989,2 mil milhões de euros. Enquanto as disponibilidades líquidas sobre o exterior baixaram ligeiramente, diminuindo 2,5 mil milhões de euros, os ativos líquidos denominados em euros aumentaram 55,1 mil milhões de euros no período em análise.

O quadro A apresenta uma panorâmica dos fatores autónomos¹ referidos acima e respetivas variações.

¹ Para mais pormenores sobre os fatores autónomos, ver o artigo intitulado [A gestão de liquidez do BCE](#), *Boletim Mensal*, BCE, maio de 2002.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 2 de novembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023						Período analisado anterior: 27 de julho a 1 de novembro de 2022	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 2 de novembro a 20 de dezembro de 2022		Oitavo período de manutenção: 21 de dezembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023		Quinto e sexto períodos de manutenção	
Fatores autónomos de absorção de liquidez	3 068,5	(-211,5)	3 155,4	(-74,9)	2 981,6	(-173,9)	3 280,0	(-105,3)
Notas em circulação	1 563,2	(-11,3)	1 560,8	(-2,9)	1 565,6	(+4,7)	1 574,5	(-22,3)
Depósitos das administrações públicas	432,6	(-112,7)	492,5	(-44,2)	372,8	(-119,7)	545,3	(-97,4)
Outros fatores autónomos (líquidos) ¹⁾	1 072,7	(-87,5)	1 102,1	(-27,7)	1 043,2	(-58,9)	1 160,2	(+14,5)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	37,4	(-1 933,8)	47,1	(-120,5)	27,7	(-19,5)	1 971,2	(-1 871,8)
Reservas mínimas obrigatórias ²⁾³⁾	167,3	(+4,4)	166,7	(+2,3)	167,9	(+1,3)	162,9	(+3,8)
Facilidade permanente de depósito	4 286,5	(+1 688,0)	4 521,5	(+31,5)	4 051,6	(-470,0)	2 598,5	(+1 918,3)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

3) Com a suspensão do sistema de dois níveis, as informações sobre o volume isento foram retiradas do quadro.

Ativo

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 2 de novembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023						Período analisado anterior: 27 de julho a 1 de novembro de 2022	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 2 de novembro a 20 de dezembro de 2022		Oitavo período de manutenção: 21 de dezembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023		Quinto e sexto períodos de manutenção	
Fatores autónomos de cedência de liquidez	989,2	(+52,6)	996,0	(+14,5)	982,4	(-13,6)	936,6	(-5,4)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	950,4	(-2,5)	960,4	(+4,6)	940,4	(-20,0)	952,9	(+14,6)
Ativos líquidos denominados em euros	38,8	(+55,1)	35,6	(+9,8)	42,0	(+6,3)	-16,3	(-20,0)
Instrumentos de política monetária	6 570,9	(-505,4)	6 895,1	(-175,9)	6 246,7	(-648,4)	7 076,3	(-49,6)
Operações de mercado aberto	6 570,9	(-505,4)	6 895,1	(-175,9)	6 246,6	(-648,5)	7 076,3	(-49,6)
Operações de crédito	1 626,8	(-497,9)	1 949,0	(-173,7)	1 304,5	(-644,5)	2 124,7	(-53,7)
OPR	1,6	(-1,2)	1,9	(-2,0)	1,2	(-0,7)	2,8	(+2,1)
ORPA com prazo de 3 meses	2,4	(+1,2)	2,0	(+0,4)	2,8	(+0,8)	1,2	(+0,9)
Operações das ORPA direcionadas III	1 621,9	(-496,8)	1 944,0	(-171,7)	1 299,7	(-644,3)	2 118,7	(-55,9)
PELTRO	0,9	(-1,0)	1,1	(-0,4)	0,8	(-0,3)	2,0	(-0,8)
Carteiras definitivas	4 944,1	(-7,5)	4 946,1	(-2,2)	4 942,1	(-3,9)	4 951,6	(+4,0)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,1)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de 0,1 mil milhões de euros mais próximo. Os valores entre parênteses denotam as variações face ao período analisado ou de manutenção anterior. "OPR" designa operações principais de refinanciamento, "ORPA" refere-se às operações de refinanciamento de prazo alargado e "PELTRO" significa operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica.

1) Com a descontinuação das aquisições líquidas de ativos, deixa de ser apresentada a desagregação individual das carteiras definitivas.

Outras informações com base na liquidez

(médias; em mil milhões de euros)

	Período em análise atual: 2 de novembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023						Período analisado anterior: 27 de julho a 1 de novembro de 2022	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 2 de novembro a 20 de dezembro de 2022		Oitavo período de manutenção: 21 de dezembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023		Quinto e sexto períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹⁾	2 247,0	(-259,6)	2 326,4	(-86,9)	2 167,5	(-158,9)	2 506,6	(-96,2)
Fatores autónomos líquidos ²⁾	2 079,7	(-264,0)	2 159,8	(-89,2)	1 999,6	(-160,2)	2 343,7	(-100,0)
Liquidez excedentária ³⁾	4 323,9	(-245,8)	4 568,6	(-89,0)	4 079,1	(-489,5)	4 569,7	(+46,5)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

	Período em análise atual: 2 de novembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023						Período analisado anterior: 27 de julho a 1 de novembro de 2022	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 2 de novembro a 20 de dezembro de 2022		Oitavo período de manutenção: 21 de dezembro de 2022 a 7 de fevereiro de 2023		Quinto e sexto períodos de manutenção	
OPR	2,25	(+1,38)	2,00	(+0,75)	2,50	(+0,50)	0,88	(+0,88)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	2,50	(+1,38)	2,25	(+0,75)	2,75	(+0,50)	1,13	(+0,88)
Facilidade permanente de depósito	1,75	(+1,38)	1,50	(+0,75)	2,00	(+0,50)	0,38	(+0,88)
€STR	1,652	(+1,366)	1,402	(+0,745)	1,902	(+0,501)	0,286	(+0,869)
Índice da RepoFunds rate do euro	1,485	(+1,337)	1,313	(+0,854)	1,658	(+0,345)	0,148	(+0,794)

Fonte: BCE.

Notas: Os valores entre parênteses denotam as variações em pontos percentuais face ao período analisado ou de manutenção anterior. A €STR é a taxa de juro de curto prazo do euro.

Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

Durante o período em análise, o montante médio de liquidez cedida através de instrumentos de política monetária diminuiu 505,4 mil milhões de euros, para 6570,9 mil milhões de euros (gráfico A). A redução da liquidez deveu-se

principalmente à diminuição das operações de crédito em resultado do reembolso voluntário pelos bancos ao abrigo dos fundos das ORPA direcionadas III. Foram descontinuadas as aquisições líquidas de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) do BCE no final de março de 2022 e as aquisições ao abrigo do seu programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) em 1 de julho de 2022, o que significa que as carteiras definitivas deixaram de ceder liquidez adicional². Tal como comunicado em dezembro, a carteira do APP diminuirá a um ritmo comedido e previsível a partir do início de março de 2023, dado que o Eurosistema deixará de reinvestir todos os pagamentos de capital de títulos

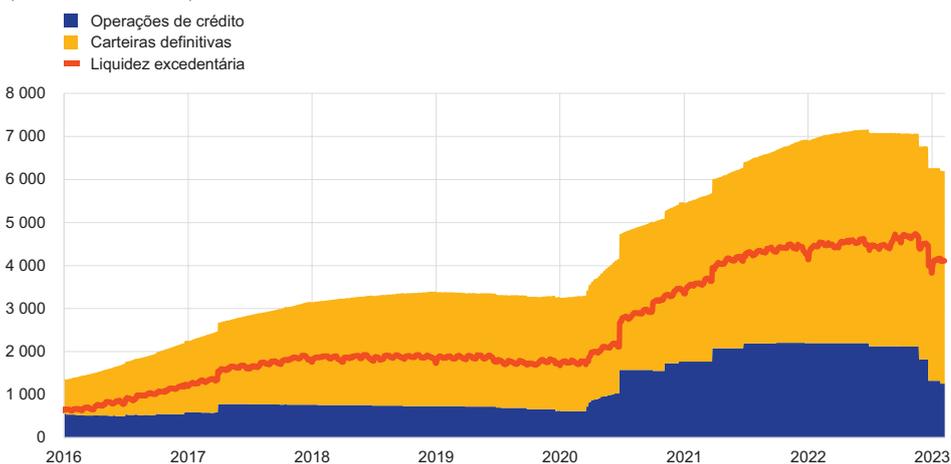
² Os títulos detidos nas carteiras definitivas são escriturados pelo custo amortizado e reavaliados no final de cada trimestre, o que também tem impacto nas médias totais e nas variações nas carteiras.

vincendos. A diminuição ascenderá, em média, a 15 mil milhões de euros por mês até ao final de junho de 2023 e o seu ritmo subsequente será determinado com o tempo.

Gráfico A

Variações na liquidez cedida através de operações de mercado aberto e liquidez excedentária

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 7 de fevereiro de 2023.

O montante médio da liquidez cedida através de operações de crédito diminuiu 497,9 mil milhões de euros durante o período em análise.

Esta redução reflete sobretudo o reembolso voluntário ao abrigo das ORPA direcionadas III, que ascenderam a 496,8 mil milhões de euros durante o período em análise. As operações de reembolso antecipado voluntário em novembro, dezembro e janeiro ascenderam a 296,3 mil milhões de euros, 447,5 mil milhões de euros e 62,7 mil milhões de euros, respetivamente. Estes reembolsos de valor elevado seguiram-se à decisão do Conselho do BCE de recalibrar as condições das operações no final de outubro, a fim de assegurar a coerência com o processo mais geral de normalização da política monetária. As variações noutras operações de crédito (operações de refinanciamento de prazo alargado devido a emergência pandémica, operações principais de refinanciamento e operações de refinanciamento de prazo alargado com prazo de 3 meses) foram menores, o que resultou numa diminuição líquida da liquidez cedida de apenas mil milhões de euros.

Liquidez excedentária

A liquidez excedentária média diminuiu 245,8 mil milhões de euros, atingindo 4323,9 mil milhões de euros (gráfico A).

A liquidez excedentária corresponde à soma das reservas dos bancos que ultrapassam as reservas mínimas obrigatórias e do recurso à facilidade permanente de depósito, menos o recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez. Reflete a diferença entre a liquidez total cedida ao sistema bancário e as necessidades de liquidez dos bancos. Após um

pico em setembro de 2022 (4,8 biliões de euros), a liquidez excedentária diminuiu progressivamente na sequência dos reembolsos antecipados das ORPA direcionadas III acima referidos, líquidos dos efeitos dos fatores autónomos.

Evolução das taxas de juro

A média da taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) aumentou 136,6 pontos base durante o período em análise, para 1,65% por ano. A transmissão dos aumentos das taxas de juro diretoras do BCE aplicáveis em novembro e dezembro às taxas do mercado monetário sem garantia em julho e setembro foi, de um modo geral, plena e imediata. Em média, a €STR foi transacionada a 9,8 e 10 pontos base abaixo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito durante o sétimo e oitavo períodos de manutenção, respetivamente, em comparação com 8,5 e 9,3 pontos base durante o quinto e sexto períodos de manutenção, respetivamente.

A repo rate média da área do euro, calculada pelo índice da RepoFunds rate do euro, aumentou quase 133,7 pontos base durante o período em análise, para 1,485%. A transmissão às taxas do mercado monetário com garantia não foi tão regular como ao mercado monetário sem garantia, em particular no caso das subidas iniciais das taxas diretoras em julho e setembro de 2022. Contudo, a transmissão melhorou posteriormente, tendo sido praticamente plena nas subidas das taxas diretoras em novembro e dezembro. Esta transmissão mais regular esteve provavelmente relacionada com um abrandamento das preocupações acerca da escassez de ativos de garantia. A disponibilidade de ativos de garantia melhorou através de vários canais. Na sua reunião de setembro, o Conselho do BCE decidiu alterar a remuneração de determinados depósitos não abrangidos pela política monetária, eliminando temporariamente, até 30 de abril de 2023, o limite máximo de 0% aplicável à remuneração dos depósitos das administrações públicas, reduzindo assim as preocupações do mercado quanto à colocação de uma grande parte dos depósitos das administrações públicas no Eurosistema no mercado das operações de reporte. Os serviços de gestão da dívida da Alemanha e da Itália anunciaram novas medidas destinadas a facilitar o funcionamento do mercado das operações de reporte. A partir de 10 de novembro, o Eurosistema aumentou o limite de numerário que pode ser apresentado como garantia em operações de cedência de títulos para 250 mil milhões de euros (face a 150 mil milhões de euros), a fim de evitar potenciais preocupações em torno do final do ano e apoiar o funcionamento do mercado em geral. Além disso, as operações de reembolso antecipado das ORPA direcionadas III também contribuíram para o aumento da disponibilidade de ativos de garantia elegíveis para utilização em operações de reporte, ao libertarem alguns ativos de garantia transacionáveis nos quais o financiamento das ORPA direcionadas tinha sido garantido.

Atualização sobre as respostas à crise energética e à elevada inflação na área do euro em termos de políticas orçamentais¹

Por Cristina Checherita-Westphal e Ettore Dorrucci

A presente caixa fornece estimativas atualizadas do apoio orçamental proporcionado pelas administrações públicas dos países da área do euro em resposta à crise energética e à elevada inflação, refletindo as projeções macroeconómicas de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE². Atualiza o custo em termos de saldo orçamental (custo orçamental) das medidas discricionárias de compensação face aos preços dos produtos energéticos e à inflação, a fim de refletir a evolução mais recente dos preços dos produtos energéticos e as alterações das políticas orçamentais desde as projeções macroeconómicas de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Fornece também informação mais granular sobre a conceção e a cronologia dessas medidas de apoio orçamental, o que inclui uma avaliação da fixação de limites máximos dos preços dos produtos energéticos e do perfil trimestral das medidas, que ajuda a dar uma indicação mais precisa da transmissão dessas medidas à inflação³.

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE, o apoio orçamental discricionário decretado pelos países da área do euro em resposta à crise energética e à elevada inflação continua a ser de grande dimensão em 2023 (gráfico A). Estima-se que este apoio orçamental represente cerca de 1,8% do PIB da área do euro em 2023 (em comparação com 1,9% em 2022), diminuindo de modo pronunciado para 0,5% do PIB em 2024. Antes da invasão da Ucrânia por parte da Rússia, o apoio face aos preços dos produtos energéticos na área do euro era relativamente limitado e confinado a alguns países. Contudo, na sequência da subida acentuada dos preços dos produtos energéticos em 2022, todos os países da área do euro adotaram medidas de apoio face aos preços dos produtos energéticos, embora a dimensão dessas medidas tenha divergido consideravelmente entre os Estados-Membros. Tais medidas assumiram sobretudo a forma de impostos indiretos reduzidos e de aumentos de subsídios, na maior parte em relação a produtos energéticos, bem como transferências para as famílias. No outono de 2022, quando os governos elaboraram os projetos de planos orçamentais para 2023 – que, em alguns países, tinham subjacentes estratégias governamentais plurianuais – as medidas foram

¹ A presente caixa atualiza as estimativas apresentadas no artigo intitulado [Fiscal policy and high inflation](#), divulgado com antecedência em 13 de fevereiro de 2023, e incluído na edição integral em língua inglesa do presente *Boletim Económico*. Incide sobre as medidas estatais com impacto no saldo orçamental. Acresce que alguns governos adotaram medidas regulamentares para limitar o aumento dos preços dos produtos energéticos que poderão não ter um impacto direto no saldo orçamental e/ou outras formas de apoio à liquidez, tais como garantias. Em princípio, estas últimas só afetariam os saldos orçamentais se as garantias (responsabilidades contingentes) fossem executadas.

² A finalização dos pressupostos de política orçamental e das projeções efetuadas no âmbito das projeções de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE ocorreu no início de março de 2023.

³ Para uma quantificação atualizada do impacto na inflação no período de 2023 a 2025, ver as [projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE](#), publicadas em 16 de março de 2023.

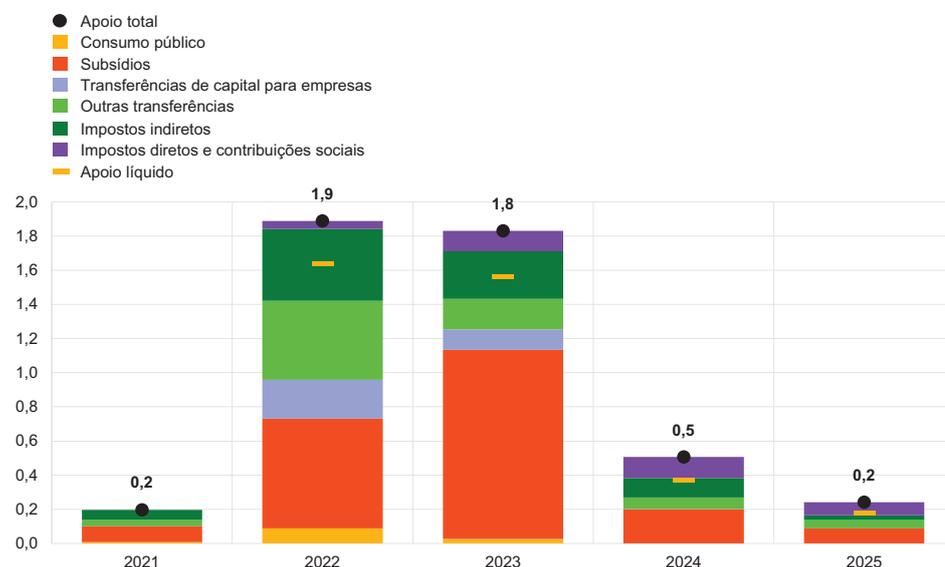
novamente prolongadas até ao último trimestre de 2022 e, em particular, até 2023, produzindo alguns efeitos no período de 2024 a 2025. Além disso, foram aprovadas medidas significativas de fixação de limites máximos dos preços em alguns países, em particular na Alemanha (com efeitos no défice principalmente em 2023) e nos Países Baixos (efeitos limitados a 2023). Essas medidas foram prolongadas noutros países, por exemplo, em França (até 2023, estimando-se também alguns efeitos em 2024) e, em menor grau, em Espanha (até 2023).

Gráfico A

Medidas discricionárias de apoio orçamental na área do euro em resposta à crise energética e à elevada inflação

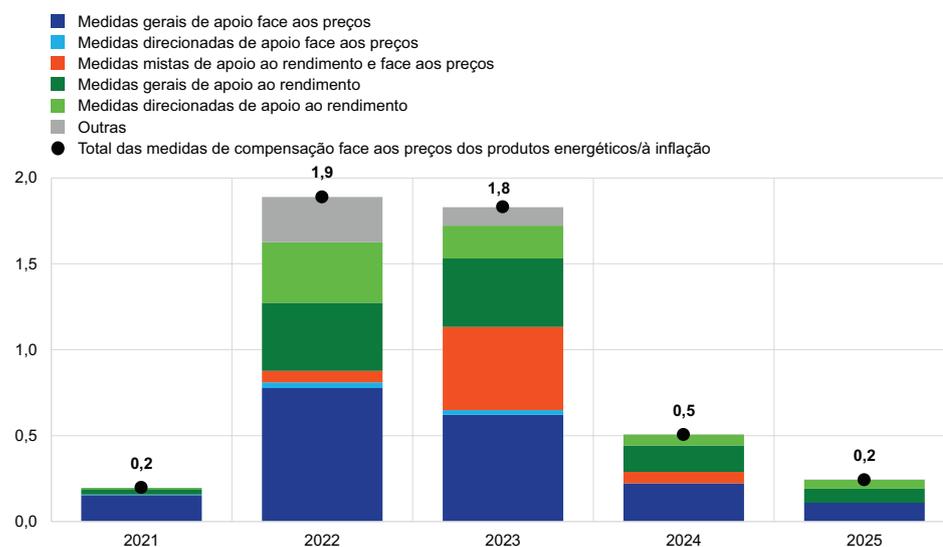
a) Dimensão do apoio e composição por instrumento orçamental ao longo do horizonte de projeção

(em percentagem do PIB)



b) Decomposição de medidas com base nos canais através dos quais afetam a inflação

(em percentagem do PIB)



Fontes: Cálculos dos especialistas do BCE com base nas projeções macroeconómicas de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE e atualizações dos questionários orçamentais disponibilizados pelo Grupo de Trabalho sobre Finanças Públicas (*Working Group on Public Finance – WGPF*) do Sistema Europeu de Bancos Centrais.

Notas: No painel a), a dimensão das barras indica o apoio orçamental com impacto no saldo orçamental em termos brutos. "Apoio líquido" refere-se ao apoio orçamental bruto corrigido de medidas de financiamento discricionárias (principalmente impostos excecionais sobre os lucros do setor energético). "Outras transferências" refere-se sobretudo a transferências para as famílias. No painel b), as distinções entre medidas de apoio ao rendimento e medidas de apoio face aos preços, bem como entre medidas direcionadas e medidas gerais, são explicadas no artigo intitulado "Fiscal policy and high inflation", na edição integral em língua inglesa do presente *Boletim Económico*. A categoria "Medidas mistas de apoio ao rendimento e face aos preços" refere-se a medidas de apoio orçamental que não podem ser claramente distinguidas como medidas de apoio ao rendimento ou de apoio face aos preços. Prende-se sobretudo com as medidas para travar os preços dos produtos energéticos na Alemanha, que são de natureza mista por, em princípio, serem registadas como apoio ao rendimento, mas também têm efeitos sobre o IHPC. A categoria "Outras" inclui aquisições das administrações públicas para enchimento das instalações de armazenamento de gás, transferências de capital para apoiar a liquidez das empresas e quaisquer outras rubricas residuais.

Em comparação com as projeções de dezembro de 2022 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o apoio orçamental bruto total da área do euro em resposta à crise energética e à elevada inflação foi reduzido para 2023, embora apenas em 0,14 pontos percentuais para o conjunto do ano.

A razão para a rigidez observada no custo orçamentado das medidas face aos preços dos produtos energéticos reside no facto de apenas cerca de 43% desse apoio orçamental em 2023 estar diretamente ligado aos preços dos produtos energéticos por via da fixação de limites máximos. O remanescente representa medidas convencionais, tais como subsídios, cortes nos impostos indiretos e transferências para as famílias, que habitualmente não têm uma ligação explícita aos preços de mercado dos produtos energéticos. Significa que essas medidas são suprimidas com base numa decisão discricionária ou permanecem em vigor. Além disso, seria difícil reavaliar o seu verdadeiro impacto no orçamento em tempo real.

A dimensão da transmissão dos preços por grosso dos produtos energéticos ao custo orçamental das medidas de fixação de limites máximos dos preços difere de país para país. Depende de três fatores importantes: i) o desfasamento com que os preços por grosso afetam os preços dos produtos energéticos no consumidor (a retalho) (quanto maior o desfasamento, mais tarde reagem os custos orçamentais), ii) a conceção específica das medidas (por exemplo, baseadas no consumo passado *versus* o consumo atual) e iii) a estrutura prevalecente dos contratos energéticos em cada país (preço fixo *versus* preço flexível).

Entre as cinco maiores economias da área do euro, estima-se que, no mesmo ano, a transmissão dos preços por grosso aos custos orçamentais

seja elevada nos Países Baixos e reduzida na Alemanha e em França, ao passo que as medidas de fixação de limites máximos dos preços com efeitos diretos no saldo orçamental são relativamente poucas em Espanha e não estão em vigor em Itália, pelo menos por enquanto. Por último, a rigidez do custo do apoio orçamental em 2023 a nível agregado da área do euro pode também ser explicada pelo facto de as estimativas para alguns países terem sido revistas em alta desde as projeções de dezembro de 2022, à luz de nova informação incluída nas leis do orçamento finais, incluindo prolongamentos até 2023 de medidas de apoio⁴.

Como ilustrado no painel b) do gráfico A, estas medidas para compensar os preços dos produtos energéticos/a inflação afetam a inflação através de dois canais principais:

1. **Efeitos diretos sobre os preços** – as medidas orçamentais temporárias com impacto direto no custo marginal do consumo energético reduzem as pressões inflacionistas no curto prazo. Poderão também favorecer a moderação salarial e, assim, limitar os efeitos de segunda ordem dos aumentos acentuados dos preços dos produtos energéticos. As medidas neste grupo dividem-se em duas categorias importantes:
 - a) cortes nos impostos indiretos e medidas equivalentes, como reduções das taxas de rede energética. Estas medidas reduzem os preços ao serem ativadas e têm o efeito inverso quando cessam, gerando um efeito de desnível no perfil da inflação, passível de ser relativamente independente da evolução contemporânea dos preços dos produtos energéticos;
 - b) fixação de limites máximos dos preços a retalho do gás e da eletricidade. Apesar de tais medidas também terem um efeito direto sobre a inflação, o seu impacto no perfil da inflação é normalmente mais suave do que no caso de medidas em matéria de impostos indiretos.
2. **Efeitos indiretos sobre o rendimento disponível por via da procura agregada** – neste caso, são de esperar alguns efeitos acumulados em alta sobre a inflação. Todavia, estes efeitos serão relativamente menos pronunciados e desfasados, pois funcionam através do canal do rendimento disponível, que afeta o consumo privado apenas parcialmente e com algum desfasamento. Simultaneamente, estes efeitos podem ter um impacto mais persistente.

Não obstante os dois canais tenderem a funcionar em sentidos opostos, no curto prazo o impacto sobre a inflação medida pelo IHPC resulta principalmente de efeitos diretos sobre os preços. O painel b) do gráfico A apresenta estimativas anuais dos custos orçamentais para os dois principais canais de transmissão, bem como para as medidas de carácter misto – que se inserem

⁴ Passando do apoio bruto ao apoio líquido (ou seja, o apoio bruto *menos* as medidas de financiamento discricionárias), as medidas de apoio em 2023 face aos preços dos produtos energéticos na área do euro continuam globalmente inalteradas desde as projeções de dezembro de 2022, situando-se em 1,6% do PIB. No tocante a algumas medidas de financiamento discricionárias, tais como impostos excecionais sobre os lucros das empresas do setor energético e menos subsídios a empresas produtoras de energia verde, a rendibilidade das medidas depende mais diretamente da dinâmica dos preços do gás e, por conseguinte, foi revista em baixa de forma mais substancial, em particular no que respeita a França.

em ambas as categorias – e para as que não podem ser facilmente classificadas numa ou noutra categoria. Destaca igualmente a distinção importante entre medidas gerais e medidas direcionadas, que também é relevante quer do ponto de vista da distribuição quer da transmissão macroeconómica. De um modo geral, as medidas direcionadas de apoio específico a famílias com rendimentos baixos e a empresas com um elevado consumo energético continuam a ser limitadas na área do euro, embora se verifique uma heterogeneidade significativa entre países⁵.

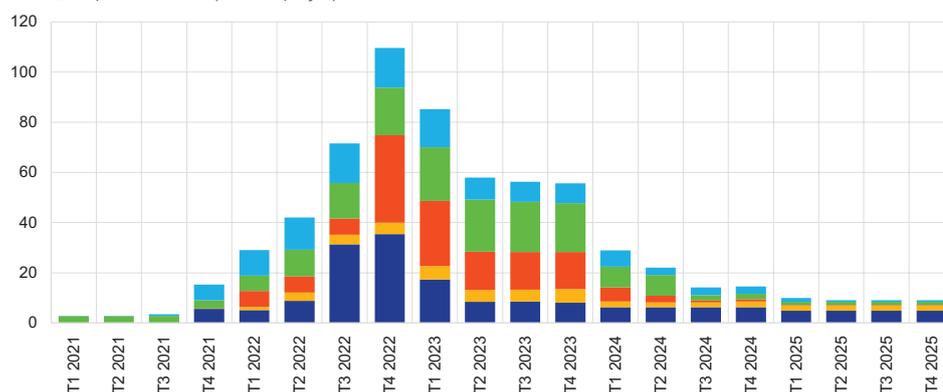
Por último, em conjugação com um mapeamento mais pormenorizado dos instrumentos orçamentais, o perfil trimestral do apoio orçamental ao longo do horizonte de projeção também desempenha um papel importante, dadas as suas implicações macroeconómicas (gráfico B). Ainda que, em 2022, a dimensão das medidas tenha aumentado de trimestre para trimestre, observa-se o contrário posteriormente. O perfil trimestral aponta para uma descontinuação significativa de determinadas medidas já no primeiro trimestre de 2023 (cerca de 30 mil milhões de euros). Estima-se então que o custo das medidas caia para cerca de metade no início de 2024, diminuindo depois de forma mais gradual. O gráfico B indica também os instrumentos orçamentais e os canais de propagação pertinentes para simulações utilizando modelos macroeconómicos.

Gráfico B

Perfil trimestral e classificação do canal macroeconómico das medidas discricionárias de apoio orçamental na área do euro em resposta à crise energética e à elevada inflação

(em mil milhões de euros)

- Transferências para as famílias (canal do rendimento das famílias)
- Subsídios (canal do rendimento das famílias)
- Apoio às empresas (canal do rendimento e outros canais: apoio aos lucros/à liquidez)
- Subsídios (canal de preços)
- Impostos indiretos (canal de preços)



Fontes: Cálculos dos especialistas do BCE com base nas projeções macroeconómicas de março de 2023 elaboradas por especialistas do BCE e atualizações dos questionários orçamentais disponibilizados pelo WGPf.

Notas: A classificação das medidas de apoio face aos preços dos produtos energéticos baseia-se na definição de “medidas de apoio face aos preços” do WGPf (ou seja, que afetam o custo marginal do consumo energético), enquanto as medidas de apoio ao rendimento são classificadas com base na definição fornecida no artigo intitulado “Fiscal policy and high inflation”, na edição integral em língua inglesa do presente *Boletim Económico*. Essa classificação encontra-se ajustada para melhor ter em conta os canais através dos quais as medidas afetam a inflação (para além do seu registo nas estatísticas financeiras públicas, reproduzido no painel a) do gráfico A). Para avaliar os efeitos macroeconómicos, simulam-se outras formas de apoio às empresas (captadas em “apoio aos lucros/à liquidez”) como equivalentes a uma menor tributação direta. Para o perfil trimestral, as estimativas baseiam-se numa abordagem da base para o topo e específica de cada país que tem em conta as datas de início e de cessação da aplicação das medidas individuais e, se conhecido, o trimestre anunciado em que é efetuado o pagamento das medidas de apoio ao rendimento. Nos casos em que a cronologia das medidas não é especificada, os custos orçamentais são distribuídos equitativamente pelos trimestres.

⁵ As estimativas variam entre 10% e 30%, dependendo da definição de “medidas direcionadas”. Tendo em conta a definição de “medidas subordinadas a condição de recursos” utilizada nas estimativas do Eurosistema, as medidas direcionadas ascendem a apenas 12% em 2023.

As estimativas apresentadas nesta caixa encontram-se rodeadas de um elevado grau de incerteza. De um modo geral, considera-se que o equilíbrio dos riscos no que respeita aos custos orçamentais destas medidas de apoio, em particular em 2023, apresenta um enviesamento para um menor estímulo devido à recente descida dos preços dos produtos energéticos. Ao mesmo tempo, persistem alguns riscos em alta relacionados com possíveis novos apoios face aos preços dos produtos energéticos, em especial durante o inverno de 2023/2024.

© **Banco Central Europeu, 2023**

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

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

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

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

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-23-002-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep