BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 2 / 2019

Índice

Evolução económica e monetária **2**

Apreciação global 2

1 Conjuntura externa 6

2 Evolução financeira 13

3 Atividade económica 18

4 Preços e custos 23

5 Moeda e crédito 29

6 Evolução orçamental 36

Caixas **39**

1 Caraterização da atual expansão nas economias avançadas não pertencentes à área do euro: qual é o próximo passo? 39

2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 31 de outubro de 2018 a 29 de janeiro de 2019 44

3 Crescimento do emprego e PIB na área do euro 50

4 Novas caraterísticas do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor: grupos analíticos, dados obtidos por leitura ótica e recolha de dados na internet 53

5 Novo método para o índice de preços de férias organizadas na Alemanha e o seu impacto nas taxas de inflação medidas pelo IHPC 57

6 Diferencial entre a taxa de juro e o crescimento e dinâmica da dívida pública 61

7 Avaliação de 2019 da Comissão Europeia relativa aos desequilíbrios macroeconómicos e aos progressos em matéria de reformas 66

Estatísticas **E1**

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Com base numa avaliação rigorosa das perspetivas económicas e para a inflação, o Conselho do BCE tomou uma série de decisões de política monetária na reunião de política monetária de 7 de março. O enfraquecimento nos dados económicos aponta para uma moderação considerável do ritmo da expansão económica, que se prolongará para este ano, ainda que haja sinais de que alguns dos fatores internos idiossincráticos que estão a moderar o crescimento começam a atenuar-se. A persistência de incertezas relacionadas com fatores geopolíticos, com a ameaça do protecionismo e com vulnerabilidades nos mercados emergentes parece estar a deixar marcas no sentimento económico. Além disso, a inflação subjacente continua fraca. O dinamismo económico mais frágil está a fazer abrandar o ajustamento da inflação no sentido do objetivo do Conselho do BCE. Ao mesmo tempo, condições de financiamento favoráveis, uma dinâmica positiva do mercado de trabalho e o maior crescimento dos salários continuam a sustentar a expansão da área do euro e a aumentar gradualmente as pressões inflacionistas. Neste enquadramento, o Conselho do BCE decidiu ajustar a orientação futura das taxas de juro diretoras do BCE, para indicar a sua expetativa de que as mesmas "se manterão nos níveis atuais, pelo menos, até ao final de 2019 e, em qualquer caso, enquanto for necessário com vista a assegurar a continuação de uma convergência sustentada da inflação para níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo", bem como reiterar a orientação futura relativamente aos reinvestimentos. Além disso, o Conselho do BCE decidiu lançar uma nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III) e continuar a conduzir todas as operações ativas através de procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total pelo menos até ao final do período de manutenção de reservas com início em março de 2021. Estas decisões foram tomadas a fim de assegurar que a inflação se mantém numa trajetória sustentada no sentido de níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 7 de março de 2019

O dinamismo do crescimento mundial continuou a moderar-se no final de 2018. Projeta-se que o crescimento mundial desacelere em 2019, mas estabilize no médio prazo. O abrandamento foi mais acentuado no setor da indústria transformadora, com a consequente desaceleração considerável do comércio mundial. As maiores incertezas a nível mundial quanto às disputas comerciais, às tensões financeiras observadas nas economias de mercado emergentes no verão passado e aos sinais de menor crescimento na China contribuíram para o abrandamento do crescimento e do comércio a nível mundial. Embora se preveja que estes fatores adversos continuem a pesar sobre a economia mundial este ano, as recentes medidas de política económica deverão prestar algum apoio. Prevê-se

que o comércio mundial enfraqueça mais significativamente este ano e cresça em linha com a atividade no médio prazo. As pressões inflacionistas mundiais deverão permanecer contidas, enquanto os riscos no sentido descendente para a atividade mundial se têm acumulado.

Desde a reunião do Conselho do BCE em dezembro de 2018, as taxas de longo prazo isentas de risco diminuíram num contexto de deterioração das perspetivas macroeconómicas e de uma perceção de abrandamento do ritmo de restritividade monetária nos Estados Unidos. Os preços dos ativos de risco da área do euro, como as ações e as obrigações das empresas, registaram uma recuperação no contexto de uma melhoria do sentimento quanto ao risco, impulsionada em parte por um maior sentimento de otimismo quanto às negociações sobre o comércio mundial. Nos mercados cambiais, o euro enfraqueceu globalmente em termos ponderados pelo comércio.

O crescimento do PIB real da área do euro manteve-se moderado no quarto trimestre de 2018, em 0,2%, em termos trimestrais em cadeia. As informações disponíveis sugerem que as taxas de crescimento continuarão a ser moderadas no curto prazo. As publicações de dados mantiveram-se fracas, em particular no setor da indústria transformadora, em reflexo do abrandamento da procura externa, agravado por alguns fatores específicos de cada país e setor. O impacto destes fatores está a revelar-se ligeiramente mais duradouro, o que sugere que as perspetivas de crescimento de curto prazo serão mais fracas do que o anteriormente previsto. Em termos prospetivos, o efeito destes fatores adversos deverá desaparecer. Prevê-se a continuação da expansão económica na área do euro, sustentada por condições de financiamento favoráveis, por maiores ganhos em termos de emprego e pelo aumento dos salários, bem como pela expansão da atividade mundial em curso, embora a um ritmo ligeiramente mais lento.

Esta avaliação encontra-se globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de março de 2019 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE. Segundo estas projeções, o PIB real anual aumentará 1,1% em 2019, 1,6% em 2020 e 1,5% em 2021. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento real do PIB foram objeto de uma revisão em baixa significativa para 2019 e ligeiramente em baixa para 2020. Os riscos que rodeiam as perspetivas de crescimento para a área do euro permanecem enviesados no sentido descendente, devido à persistência de incertezas relacionadas com fatores geopolíticos, à ameaça do protecionismo e a vulnerabilidades nos mercados emergentes.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) na área do euro aumentou para 1,5% em fevereiro de 2019, face a 1,4% em janeiro. Com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que a inflação global permaneça em torno dos níveis atuais, antes de descer perto do final do ano. As medidas de inflação subjacente permaneceram, em geral, fracas, mas as pressões sobre os custos do trabalho intensificaram-se e expandiram-se num contexto de níveis elevados de utilização da capacidade produtiva e da crescente restritividade dos mercados de trabalho. Em termos prospetivos, espera-se que a inflação

subjacente registe um aumento gradual no médio prazo, apoiada pelas medidas de política monetária do BCE, pela expansão económica em curso e pelo maior crescimento dos salários.

Esta avaliação está também globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de março de 2019 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, segundo as quais a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1,2% em 2019, 1,5% em 2020 e 1,6% em 2021. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas em baixa em todo o horizonte de projeção, espelhando, em particular, as perspetivas de crescimento mais moderadas no curto prazo. Espera-se que a inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares se situe em 1,2% em 2019, 1,4% em 2020 e 1,6% em 2021.

O crescimento do agregado monetário e a dinâmica de crédito registaram alguma moderação em janeiro de 2019, mas as condições de financiamento e de concessão de empréstimos dos bancos permaneceram favoráveis. O crescimento do agregado monetário largo (M3) diminuiu para 3,8% em janeiro de 2019 face a 4,1% em dezembro de 2018. O crescimento do M3 continua a ser apoiado pela criação de crédito bancário, não obstante a moderação recente da dinâmica do crédito. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às sociedades não financeiras desceu para 3,3% em janeiro de 2019, face a 3,9% em dezembro de 2018, refletindo um efeito de base, mas também, em alguns países, a típica reação desfasada ao abrandamento da atividade económica, ao passo que a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias se manteve estável em 3,2%. As condições de concessão de empréstimos às empresas e às famílias são ainda favoráveis, uma vez que as medidas de política monetária em vigor desde junho de 2014 continuam a apoiar o acesso ao financiamento, particularmente a pequenas e médias empresas. As decisões do Conselho do BCE, em particular a nova série de ORPA direcionadas, contribuirão futuramente para manter favoráveis as condições de concessão de empréstimos dos bancos.

A orientação orçamental agregada da área do euro é avaliada como tendo sido globalmente neutra em 2018, mas projeta-se que seja ligeiramente expansionista a partir de 2019. Este é sobretudo o resultado do abrandamento da orientação orçamental, numa conjuntura macroeconómica menos favorável.

Decisões de política monetária

Com base nas análises económica e monetária regulares, o Conselho do BCE tomou as decisões que se seguem:

- Em primeiro lugar, as taxas de juro diretoras do BCE foram mantidas inalteradas. O Conselho do BCE espera agora que as taxas de juro diretoras do BCE se mantenham nos níveis atuais, pelo menos, até ao final de 2019 e, em qualquer caso, enquanto for necessário com vista a assegurar a continuação de uma convergência sustentada da inflação para níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

- Em segundo lugar, o Conselho do BCE pretende continuar a reinvestir integralmente os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos durante um período prolongado após a data em que inicie a subida das taxas de juro diretoras do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.

- Em terceiro lugar, o Conselho do BCE decidiu lançar uma nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas trimestrais (ORPA direcionadas III), com início em setembro de 2019 e final em março de 2021, cada uma com um prazo de 2 anos. Estas novas operações ajudarão a preservar condições favoráveis de concessão de empréstimos bancários e a transmissão adequada da política monetária. Ao abrigo das ORPA direcionadas III, as contrapartes poderão solicitar em empréstimos até 30% dos empréstimos elegíveis à data de 28 de fevereiro de 2019 a uma taxa indexada à taxa de juro das operações principais de refinanciamento ao longo do período de duração de cada operação. Tal como o programa da ORPA direcionadas II, as ORPA direcionadas III incluirão incentivos para que as condições de crédito se mantenham favoráveis. Mais pormenores sobre os termos exatos das ORPA direcionadas III serão comunicados oportunamente.

- Em quarto lugar, o Conselho do BCE decidiu conduzir operações ativas do Eurosistema através de leilões de taxa fixa com colocação total enquanto tal se revelar necessário e, pelo menos, até ao final do período de manutenção de reservas com início em março de 2021.

O Conselho do BCE tomou estas decisões para garantir que a inflação se mantém numa trajetória sustentada no sentido de níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. As decisões apoiarão a intensificação das pressões internas sobre os preços e a evolução da inflação global no médio prazo. Em qualquer caso, o Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante seja apropriado, a fim de assegurar que a inflação continua a evoluir de forma sustentada no sentido do seu objetivo.

1 Conjuntura externa

O dinamismo do crescimento mundial continuou a moderar-se no final de 2018, com os inquéritos a sugerirem que terá enfraquecido ainda mais no início de 2019. O abrandamento foi mais acentuado no setor da indústria transformadora, com a consequente desaceleração considerável do comércio mundial. As maiores incertezas a nível mundial quanto às disputas comerciais entre os Estados Unidos e a China, às tensões financeiras observadas nas economias de mercado emergentes no verão passado e, mais recentemente, aos sinais de menor crescimento na China contribuíram, no seu conjunto, para o abrandamento do crescimento e do comércio a nível mundial. Embora se preveja que estes fatores adversos continuem a pesar sobre a economia mundial este ano, as recentes medidas de política económica deverão prestar algum apoio. Consequentemente, projeta-se que o crescimento mundial diminua em 2019, mas que se estabilize no médio prazo. Prevê-se que o comércio mundial enfraqueça mais significativamente este ano e cresça em linha com a atividade no médio prazo. As pressões inflacionistas mundiais deverão permanecer contidas, enquanto os riscos no sentido descendente para a atividade mundial se têm acumulado.

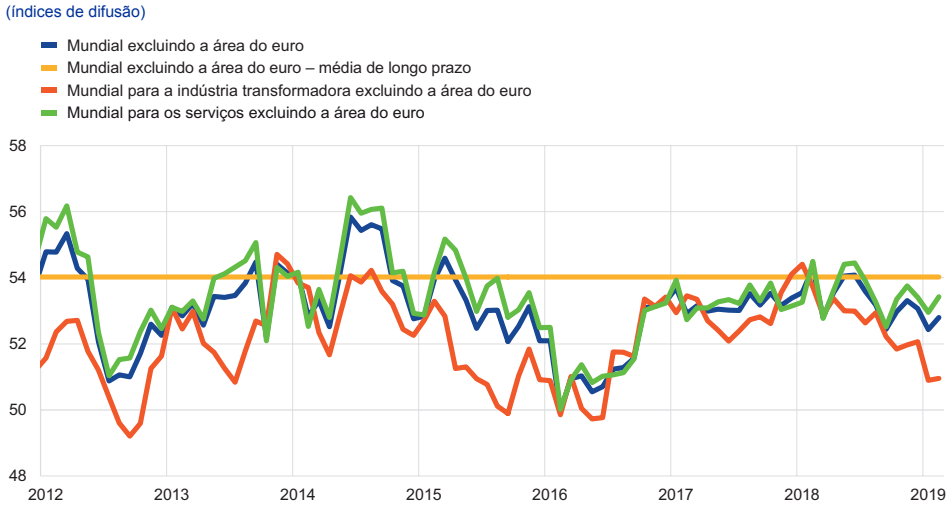
Atividade económica e comércio a nível mundial

O dinamismo do crescimento mundial continuou a moderar-se no final de 2018. A atividade económica nas economias avançadas enfraqueceu no quarto trimestre de 2018, tendo o crescimento abrandado nos Estados Unidos e no Reino Unido. Embora o crescimento se tenha fortalecido no Japão nesse trimestre, seguiu-se a uma contração no trimestre anterior devido a uma série de desastres naturais. O crescimento nas economias de mercado emergentes (EME) também se atenuou no final de 2018 – incluindo na China.

A evidência com base em inquéritos sugere que o crescimento continuou a enfraquecer no início de 2019. O Índice de Gestores de Compras (IGC) excluindo a área do euro continuou a diminuir, devido sobretudo ao enfraquecimento da atividade na indústria transformadora a nível mundial. A atividade no setor dos serviços também se moderou recentemente, embora esta descida tenha sido mais ténue e tenha partido de um nível mais elevado (ver Gráfico 1). A atividade na indústria transformadora a nível mundial abrandou numa conjuntura de consolidação dos ciclos económicos nas principais economias avançadas. Paralelamente, o ritmo de abrandamento foi impulsionado por maiores incertezas com impacto na economia mundial, como, por exemplo, a disputa comercial persistente entre os Estados Unidos e a China, as tensões financeiras observadas nas EME no verão passado e, mais recentemente, sinais de menor crescimento na China.
O abrandamento da atividade na indústria transformadora a nível mundial também pesa sobre o comércio mundial.

Gráfico 1

IGC mundial compósito do produto



Fontes: Markit e cálculos do BCE.
Notas: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2019. "Média de longo prazo" refere-se ao período entre janeiro de 1999 e janeiro de 2019.

As condições financeiras nas economias avançadas mantêm-se globalmente acomodatícias, embora nas EME o cenário permaneça heterogéneo. As expetativas de mercado quanto a novos aumentos das taxas de juro nos Estados Unidos atenuaram-se num contexto de nova redução das taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro, refletindo em parte a evolução dos prémios de risco de prazo. Na China, as condições financeiras também se tornaram menos restritivas, dado que os decisores de política adotaram uma orientação mais acomodatícia da política monetária em resposta a indicações de enfraquecimento da atividade. Na sequência de uma descida acentuada no final de 2018 numa conjuntura de renovação das preocupações quanto à economia mundial, os preços das ações mundiais recuperaram desde a viragem do ano. Porém, o sentimento mundial face ao risco ainda não recuperou plenamente, e a volatilidade nos mercados financeiros mantém-se elevada. Em algumas das EME mais afetadas pela turbulência nos mercados financeiros no verão passado – incluindo a Argentina e a Turquia – as condições financeiras permanecem relativamente restritivas e continuam a pesar sobre a atividade.

Projeta-se que o crescimento mundial se atenue durante este ano, num contexto de fatores adversos crescentes. Entre estes fatores contam-se um enfraquecimento da atividade na indústria transformadora e do comércio a nível mundial numa conjuntura de incerteza política e de políticas elevada e em crescimento. O estímulo orçamental pró-cíclico considerável nos Estados Unidos (que inclui cortes fiscais e um acréscimo da despesa) continua a ajudar a impulsionar o crescimento nos Estados Unidos e a nível mundial, mas a paralisação parcial do governo federal, que terminou no final de janeiro, deverá pesar sobre o crescimento no primeiro trimestre de 2019. Na China, projeta-se que a procura interna enfraqueça no primeiro semestre, visto que o impacto das políticas recentemente implementadas deverá fazer-se sentir com algum desfasamento.

Numa perspetiva a mais longo prazo, projeta-se que o crescimento mundial se estabilize no médio prazo. Três forças motrizes parecem posicionadas para moldar a economia mundial ao longo do horizonte de projeção. Primeiro, o dinamismo cíclico deverá abrandar nas principais economias avançadas, à medida que as limitações da capacidade produtiva se tornam cada vez mais restritivas e o apoio político diminui gradualmente num contexto de desvios do produto positivos e taxas de desemprego reduzidas. Segundo, prevê-se que a China prossiga com a transição regular para uma trajetória de menor crescimento menos dependente do investimento e das exportações. Por último, o crescimento deverá recuperar em várias EME importantes que registam, ou já registaram, recessões profundas. Em termos globais, prevê-se que o ritmo de expansão mundial se fixe em taxas inferiores às observadas antes da crise financeira de 2007-2008.

No que respeita aos desenvolvimentos nos vários países, a atividade nos Estados Unidos manteve-se relativamente robusta. O mercado de trabalho nacional forte, condições financeiras favoráveis e os estímulos orçamentais continuam a sustentar o crescimento, compensando o impacto adverso da disputa comercial com a China. Prevê-se que o impacto negativo da paralisação parcial do governo federal seja temporário. A inflação global homóloga dos preços no consumidor desceu para 1,6% em janeiro, face a 1,9% no mês anterior, em grande parte devido à redução dos preços dos produtos energéticos, enquanto a inflação dos preços no consumidor excluindo produtos alimentares e produtos energéticos se manteve inalterada, em 2,2%.

No Japão, a recuperação da procura interna sustentou o crescimento no final de 2018. Esta recuperação seguiu-se a uma contração acentuada no terceiro trimestre devido a uma série de desastres naturais. Em termos prospetivos, projeta-se que a orientação de política monetária acomodatícia do país, o mercado de trabalho robusto e a forte procura de investimento (não obstante a deterioração da conjuntura externa) sustentarão o crescimento. Além disso, as medidas orçamentais deverão atenuar o impacto negativo da subida do imposto sobre o consumo calendarizado para outubro deste ano. O facto de o crescimento salarial permanecer modesto (não obstante um mercado de trabalho muito retraído) e as expetativas de inflação se situarem em níveis reduzidos sugere que a inflação se manterá abaixo do objetivo de 2% estabelecido pelo Banco do Japão para o médio prazo.

No Reino Unido, a maior incerteza política continua a pesar sobre o crescimento. Até mesmo as perspetivas de curto prazo estão sujeitas a uma incerteza considerável em resultado das próximas votações no Parlamento sobre o acordo de saída da UE. No médio prazo, prevê-se que o crescimento se situe abaixo da trajetória observada no período que antecedeu o referendo.

Nos países da Europa Central e de Leste, projeta-se que o crescimento se modere ligeiramente este ano. O crescimento do investimento permanece forte, sustentado por fundos da UE, e as despesas de consumo também continuam a ser robustas, apoiadas pelo desempenho sólido no mercado de trabalho. Porém, o abrandamento na área do euro está a pesar sobre as perspetivas de crescimento para esta região. No médio prazo, os níveis de crescimento nestes países deverão baixar no sentido do potencial.

O crescimento na China perdeu algum dinamismo nos últimos meses. Além disso, os indicadores mensais sugerem que esta tendência deverá continuar no início de 2019. Por forma a proteger a economia de um abrandamento mais acentuado, as autoridades chinesas anunciaram um conjunto de medidas de política orçamental e monetária, o que deverá conduzir a uma desaceleração regular da atividade ao longo deste ano. Numa perspetiva a mais longo prazo, projeta-se que os progressos na implementação de reformas estruturais resultem numa transição harmoniosa para uma trajetória de crescimento mais moderada e menos dependente do investimento e das exportações.

Projeta-se que a atividade económica em grandes países exportadores de matérias-primas se fortaleça gradualmente. As perspetivas de crescimento na Rússia são moldadas pela evolução nos mercados mundiais do petróleo, sendo que se prevê que anteriores descidas dos preços do petróleo pesem sobre a atividade durante este ano. Numa perspetiva a mais longo prazo, a atividade económica na Rússia deverá fortalecer-se gradualmente, num contexto de restrições impostas por sanções internacionais e de incerteza quanto à implementação de reformas estruturais e às despesas autorizadas anunciadas em 2018. Projeta-se que o crescimento no Brasil também se fortaleça, sustentado por condições financeiras acomodatícias e pela redução da incerteza política.

Na Turquia, a atividade económica registou uma contração significativa no terceiro trimestre de 2018, em resultado do legado da turbulência financeira do verão passado, da inflação elevada e de políticas monetárias e orçamentais pró-cíclicas. Na sequência de um forte ajustamento no final de 2018, projeta-se que o crescimento retome ainda este ano e que aumente gradualmente a partir desse momento.

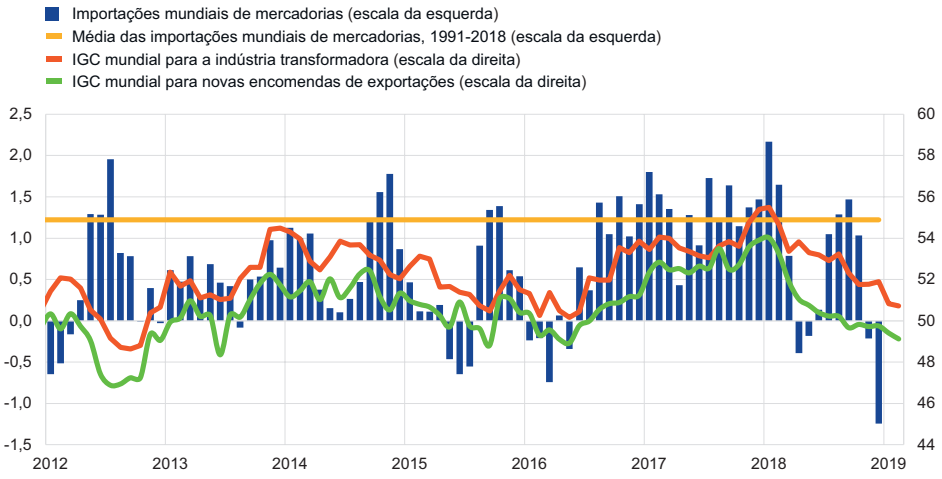
O crescimento do comércio mundial moderou-se em 2018 num contexto de volatilidade significativa, tendo sido registado um desempenho robusto no primeiro semestre de 2018, seguido de uma desaceleração relativamente acentuada. Este abrandamento reflete um enfraquecimento da atividade mundial na indústria transformadora, o aumento das tensões comerciais e, mais recentemente, uma deterioração significativa do comércio na Ásia – em particular, na China. De acordo com dados do CPB, o volume de importações mundiais de mercadorias diminuiu 1,2% em dezembro, em termos trimestrais em cadeia, o que assinala um maior enfraquecimento do dinamismo do comércio mundial no quarto trimestre de 2018 (ver Gráfico 2). Além disso, os dados disponíveis indicam que o crescimento do comércio mundial permaneceu fraco no primeiro trimestre de 2019.

Uma trégua temporária acordada entre os Estados Unidos e a China em dezembro de 2018 protelou uma nova escalada das tensões comerciais. Inicialmente, previa-se que as tarifas sobre USD 200 mil milhões de exportações chinesas para os Estados Unidos aumentariam de 10% para 25% em janeiro de 2019, mas essa subida foi protelada em resultado da trégua acordada. Embora isto tenha enviado um sinal positivo, subsiste uma incerteza considerável quanto à hipótese de as negociações comerciais em curso poderem conduzir a uma redução significativa das tensões comerciais. Entretanto, o Presidente Trump anunciou recentemente que a trégua seria alargada, mencionando os progressos alcançados

Gráfico 2

Inquéritos e comércio mundial de bens

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



Fontes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2019 (IGC) e a dezembro de 2018 (importações mundiais de bens).

nessas negociações comerciais, o que significa que o aumento das tarifas continua suspenso. Neste momento, espera-se que seja assinado um acordo comercial formal entre os Estados Unidos e a China no final de março. Porém, persistem riscos, dado que as tensões comerciais poderão intensificar-se novamente e a Administração dos Estados Unidos poderá impor novas tarifas sobre importações oriundas de outros países.

Na sequência de um desempenho robusto em 2018, projeta-se que o crescimento económico mundial enfraqueça este ano, antes de se estabilizar no médio prazo. De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) deverá diminuir para 3,5% este ano, face a 3,7% em 2018. Isto reflete o exacerbamento de fatores adversos para o crescimento mundial, como, por exemplo, o enfraquecimento da atividade mundial na indústria transformadora numa conjuntura de incerteza política e de políticas elevada e ainda em crescimento. No período entre 2020 e 2021, projeta-se que o crescimento real do PIB mundial se estabilize em torno de 3,6% em resultado de um abrandamento nas principais economias avançadas, da transição da China para uma trajetória de crescimento mais fraco e da recuperação esperada do crescimento em várias EME importantes. Em resultado de fatores adversos para o crescimento mundial que pesam consideravelmente sobre o comércio mundial, projeta-se que o crescimento da procura externa na área do euro abrandará significativamente este ano, para 2,2%, o que compara com 4,0% em 2018. No médio prazo, a procura externa na área do euro deverá crescer em linha com a atividade, dado que se prevê que o impacto da maior incerteza política e de políticas se dissipe gradualmente. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento do PIB mundial foi revisto ligeiramente em baixa para o ano. Entretanto, o crescimento da procura externa na área do euro foi revisto consideravelmente em baixa para este ano e ligeiramente em baixa para o ano

seguinte. Estas revisões refletem a divulgação de dados dececionantes no final de 2018, em conjunto com descidas projetadas da procura de importações na China e no resto dos países emergentes da Ásia, bem como nas economias europeias não pertencentes à área do euro.

Os riscos em sentido descendente para a atividade mundial têm vindo a acumular-se. Apesar da trégua temporária entre os Estados Unidos e a China, permanecem elevados os riscos de cauda (*tail risks*) resultantes da intensificação de tensões comerciais a nível mundial. Um abrandamento mais acentuado da economia chinesa poderá ser mais difícil de resolver com recurso a estímulos proporcionados por políticas, o que, por sua vez, também coloca desafios no contexto do processo de reequilíbrio em curso no país. Entretanto, um cenário do Brexit "sem acordo" poderia ter efeitos de repercussão muito adversos, particularmente na Europa, sendo que as incertezas geopolíticas elevadas poderiam pesar sobre o crescimento mundial. Por último, algumas EME mantêm-se vulneráveis à inversão dos fluxos de capitais, embora o risco de um número substancial de EME sob grave tensão tenha diminuído recentemente.

Evolução dos preços a nível mundial

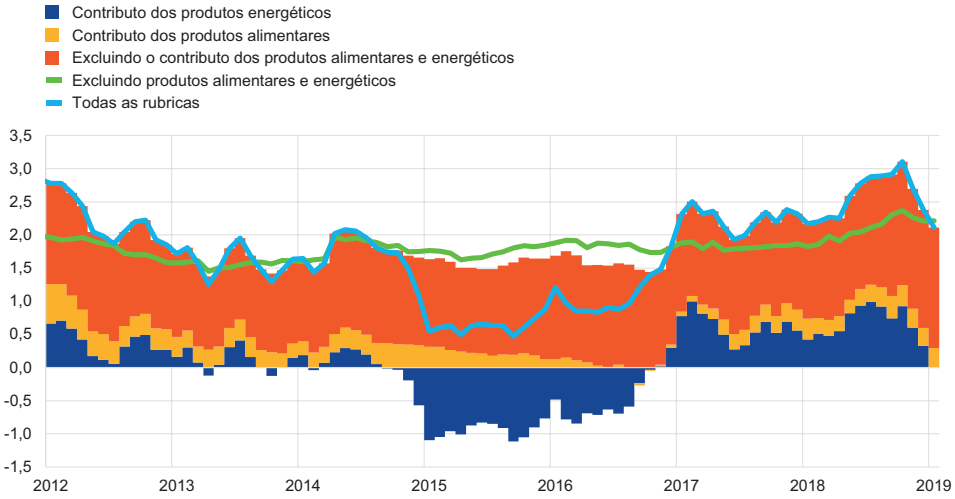
Os preços do petróleo mantiveram-se muito voláteis. No último trimestre de 2018, os preços do petróleo reduziram-se, num contexto de garantias por parte da Arábia Saudita e da Rússia de que compensariam o efeito sobre o fornecimento de petróleo das sanções dos Estados Unidos contra o Irão. Esta pressão descendente intensificou-se nessa altura, com o governo dos Estados Unidos a conceder derrogações temporárias a grandes importadores de petróleo iraniano e a produção de petróleo bruto nos Estados Unidos a situar-se em níveis elevados numa conjuntura de novas preocupações quanto à economia mundial. Os preços do petróleo recuperaram ligeiramente na viragem do ano à medida que o acordo OPEP+ para um corte da produção entrava em vigor, num contexto de níveis inesperadamente elevados de cumprimento por parte de vários países-membros. Em termos prospetivos, os preços do petróleo deverão permanecer globalmente estáveis nesta trajetória mais baixa ao longo do horizonte de projeção. Consequentemente, os pressupostos relativos aos preços do petróleo subjacentes às projeções macroeconómicas de março de 2019 elaboradas por especialistas do BCE situaram-se cerca de 8,6% abaixo do nível indicado para este ano (e 8,2% e 8,0% abaixo do nível indicado para 2020 e 2021, respetivamente) face aos pressupostos subjacentes às projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Porém, desde a data de fecho para as projeções de março, o preço do petróleo aumentou novamente, situando-se ligeiramente acima de USD 65 por barril em 6 de março.

As pressões inflacionistas mundiais permanecem contidas. Nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), a inflação global homóloga dos preços no consumidor situou-se, em média, em 2,4% em dezembro de 2018, o que compara com 2,7% no mês anterior, devido ao menor contributo da componente energética (ver Gráfico 3). A inflação subjacente (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) também tinha descido

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

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



Fontes: OCDE e cálculos do BCE.
Nota: A última observação refere-se a janeiro de 2019.

ligeiramente no mês anterior, situando-se em 2,2%. As condições restritivas do mercado de trabalho nas principais economias avançadas traduziram-se, até ao momento, em aumentos salariais modestos, sendo que o ritmo da inflação subjacente permanece moderado. As anteriores descidas dos preços do petróleo deverão pesar sobre a inflação global no futuro.

Em termos prospetivos, as pressões inflacionistas mundiais deverão permanecer contidas. Prevê-se que o crescimento dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro enfraqueça acentuadamente este ano, mantendo-se estável no médio prazo. Isto reflete uma diminuição do contributo positivo do preço do petróleo, que se projeta tornar-se negativo no curto prazo e, por conseguinte, compensará as pressões ascendentes sobre a inflação subjacente resultantes da redução da capacidade produtiva disponível a nível mundial.

2 Evolução financeira

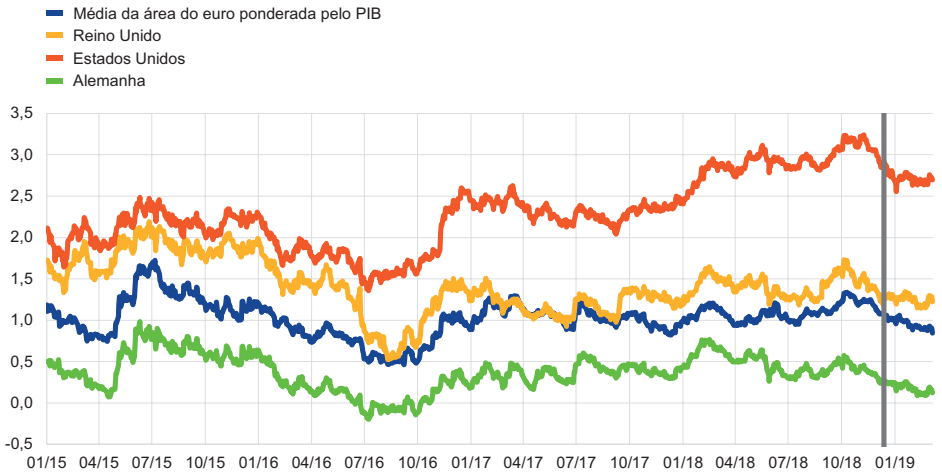
Desde a reunião do Conselho do BCE em dezembro de 2018, as taxas de longo prazo isentas de risco mundiais diminuíram num contexto de deterioração das perspetivas macroeconómicas e de uma perceção de abrandamento do ritmo de restritividade monetária nos Estados Unidos. Os preços dos ativos de risco da área do euro, como as ações e as obrigações das empresas, registaram uma recuperação no contexto de uma melhoria do sentimento quanto ao risco, impulsionada em parte por um maior sentimento de otimismo quanto às negociações sobre o comércio mundial. Nos mercados cambiais, o euro enfraqueceu globalmente em termos ponderados pelo comércio.

As taxas de rendibilidade de longo prazo diminuíram na área do euro e nos Estados Unidos. Durante o período em análise (de 13 de dezembro de 2018 a 6 de março de 2019), a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* da área do euro a 10 anos isenta de risco caiu para 0,48% (menos 23 pontos base) e a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB (ver Gráfico 4) caiu para 0,84% (menos 23 ponto base). Nos Estados Unidos, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos caiu 22 pontos base durante o período, para 2,71%, enquanto no Reino Unido a taxa de rendibilidade equivalente caiu 8 pontos base para 1,22%. As taxas de rendibilidade de longo prazo mundiais caíram no seguimento de comunicações pelo Sistema de Reserva Federal, que foram interpretadas pelos mercados como a sinalização de um abrandamento do ritmo previsto da restritividade da política monetária. Além de possíveis repercussões dos Estados Unidos, as taxas de rendibilidade das obrigações da área do euro também refletiram a deterioração das perspetivas macroeconómicas após várias publicações de dados macroeconómicos piores do que o previsto, bem como uma ligeira reavaliação das perspetivas de política monetária para a área do euro, sinalizadas pelo segmento de curto prazo da curva de rendimentos.

Gráfico 4

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano; dados diários)



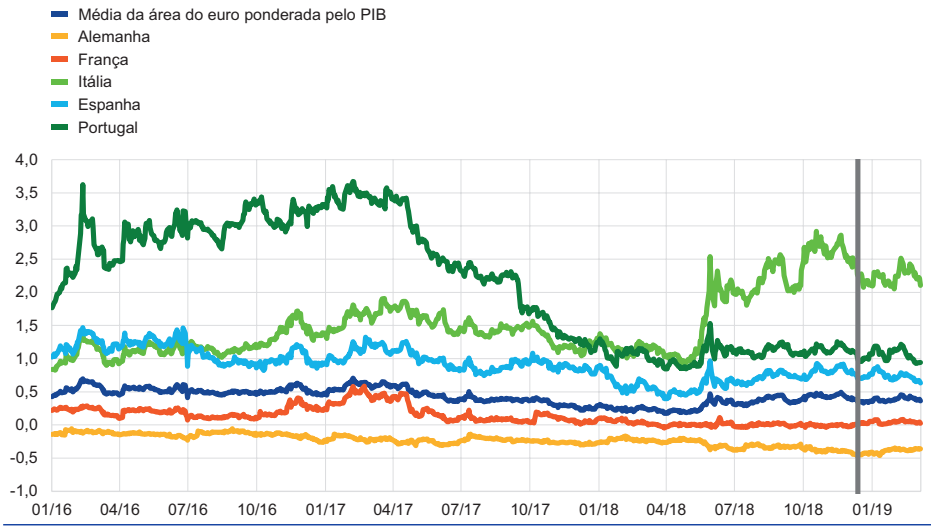
Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 13 de dezembro de 2018. A última observação refere-se a 6 de março de 2019.

Os diferenciais das obrigações soberanas da área do euro mantiveram-se globalmente inalterados em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* isenta de risco no período em análise. As condições nos mercados de obrigações soberanas permaneceram globalmente estáveis ao longo do período, à exceção do mercado italiano, no qual o diferencial a 10 anos permaneceu volátil (embora tenha registado uma recuperação, situando-se em 2,11 pontos percentuais no final do período em análise; ver Gráfico 5). Consequentemente, o diferencial entre a média ponderada pelo PIB das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro a 10 anos e a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos manteve-se estável no período em análise, situando-se em 0,36 pontos percentuais em 6 de março.

Gráfico 5

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

(pontos percentuais por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.
Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 13 de dezembro de 2018. A última observação refere-se a 6 de março de 2019.

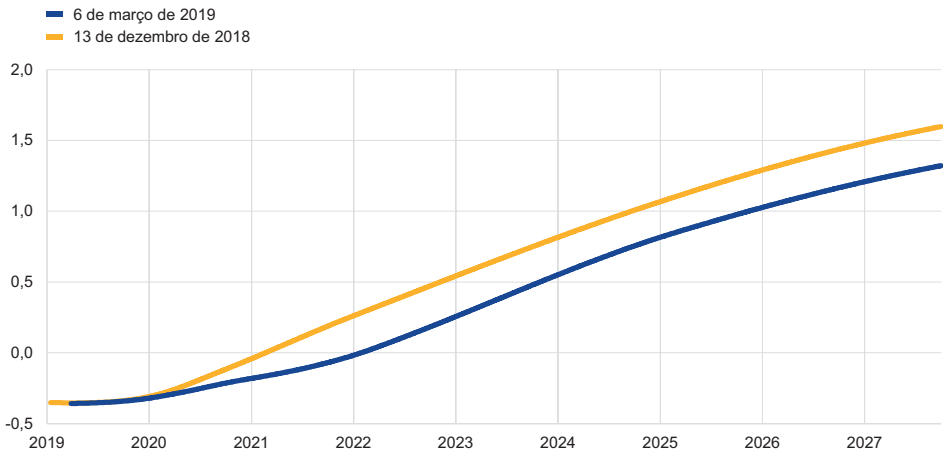
A taxa de juro *overnight* média do euro (EONIA) situou-se, em média, em -0,37% no período em análise. A liquidez excedentária manteve-se globalmente inalterada em cerca de €1890 mil milhões. Para mais pormenores relativamente à evolução das condições de liquidez, ver a Caixa 2.

A curva a prazo da EONIA deslocou-se ligeiramente em sentido descendente durante o período em análise. A curva encontra-se agora abaixo de zero para todos os horizontes anteriores a 2022, refletindo as expetativas do mercado de um período prolongado de taxas de juro negativas (ver Gráfico 6).

Gráfico 6

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)

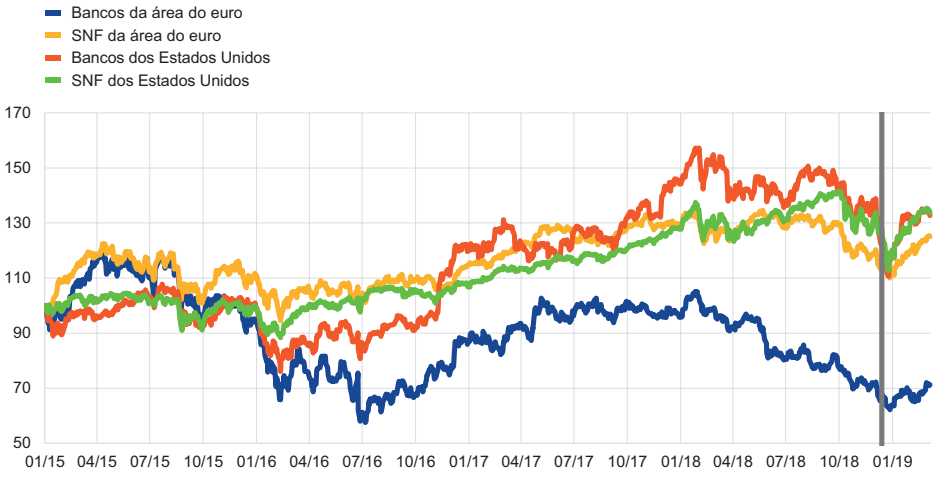


Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Gráfico 7

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

(índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 13 de dezembro de 2018. A última observação refere-se a 6 de março de 2019.

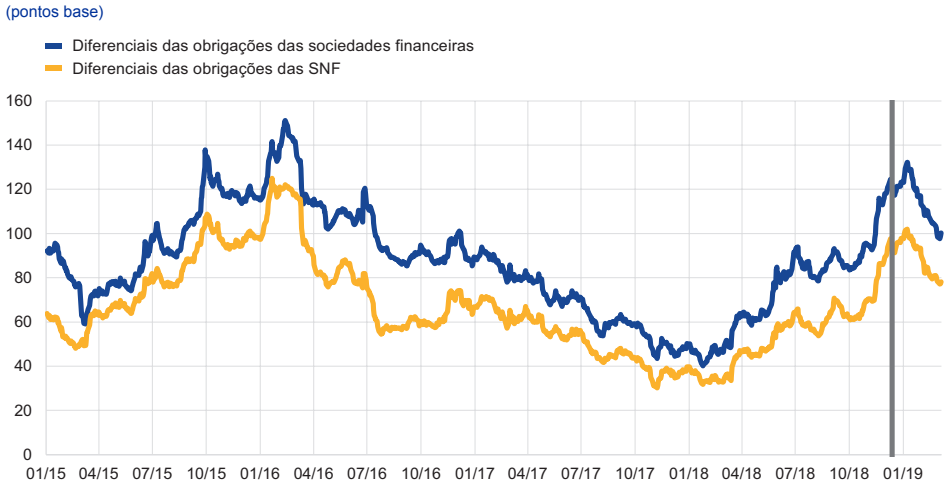
Os índices alargados de cotações de ações da área do euro aumentaram no período em análise, no contexto de uma melhoria generalizada do sentimento quanto ao risco. Os preços das ações dos bancos e das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro aumentaram cerca de 7% durante o período (tendo sido observados aumentos semelhantes nos Estados Unidos), invertendo uma considerável percentagem das descidas registadas no quarto trimestre de 2018 (ver Gráfico 7). A recuperação dos preços das ações refletiu um maior otimismo quanto às perspetivas para o comércio mundial, tendo sido apoiada por comunicações do Sistema de Reserva Federal, que foram interpretadas pelos mercados como a sinalização de um abrandamento do ritmo previsto da restritividade da política monetária. Simultaneamente, as expetativas de lucros a

curto e a mais longo prazo foram revistas em baixa no período em análise, refletindo a perceção de deterioração das perspetivas macroeconómicas para a área do euro.

Os diferenciais das obrigações das empresas da área do euro diminuíram no período em análise, refletindo, em grande medida, uma melhoria do sentimento quanto ao risco. Desde dezembro, o diferencial entre as obrigações de SNF com grau de qualidade de investimento e a taxa livre de risco diminuiu cerca de 14 pontos base, situando-se em 78 pontos base (ver Gráfico 8). As taxas de rendibilidade da dívida do setor financeiro também diminuíram, resultando numa redução de cerca de 18 pontos base no referido diferencial. Apesar das descidas recentes, ambos os diferenciais permanecem acima dos níveis observados há um ano.

Gráfico 8

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro



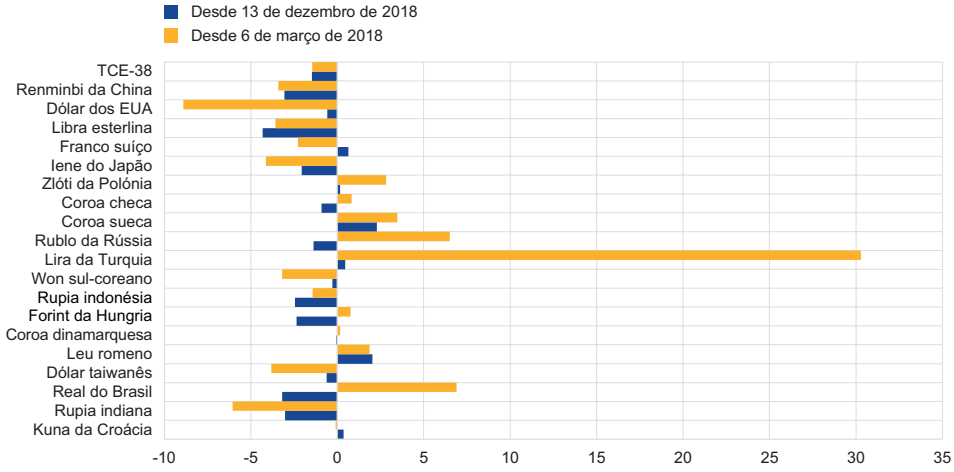
Fontes: Índices iBoxx e cálculos do BCE.
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 13 de dezembro de 2018. A última observação refere-se a 6 de março de 2019.

Nos mercados cambiais, o euro depreciou globalmente em termos ponderados pelo comércio no período em análise (ver Gráfico 9). De facto, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro, caiu 1,2% no período. Em termos bilaterais, o euro enfraqueceu face à maioria das restantes moedas. Em particular, o euro depreciou-se ligeiramente face ao dólar dos Estados Unidos (em 0,6%), tendo enfraquecido face à maior parte das restantes principais moedas, incluindo a libra esterlina (em 4,3%), o iene do Japão (em 2,1%) e o renminbi da China (em 3,1%). O euro também registou uma depreciação face às moedas da maioria dos mercados emergentes, tendo apreciado face às moedas da maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro.

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.
Notas: A TCE-38 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevalecentes em 6 de março de 2019.

3 Atividade económica

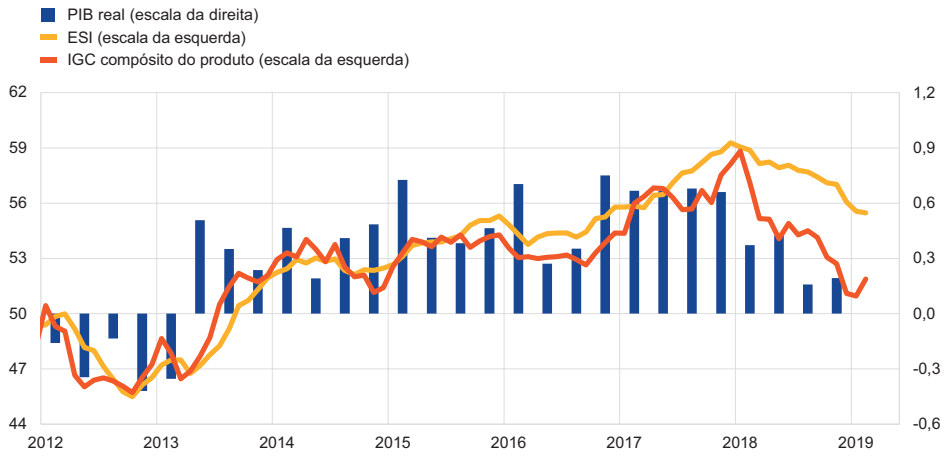
O crescimento do PIB real da área do euro manteve-se moderado no quarto trimestre de 2018, em 0,2%, em termos trimestrais em cadeia, o que se deveu a uma contração no setor industrial. Os dados disponíveis sugerem que as taxas de crescimento continuarão a ser moderadas no curto prazo. Em termos prospetivos, prevê-se a continuação da expansão da economia na área do euro, sustentada por condições de financiamento favoráveis, por maiores ganhos em termos de emprego e pelo aumento dos salários, bem como pela expansão da atividade mundial em curso, embora a um ritmo ligeiramente mais lento. As projeções macroeconómicas de março de 2019 elaboradas por especialistas do BCE para a área do euro preveem que o PIB real anual aumente 1,1% em 2019, 1,6% em 2020 e 1,5% em 2021. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 dos especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento real do PIB foram objeto de uma revisão em baixa significativa para 2019 e ligeiramente em baixa para 2020.

O crescimento na área do euro continuou a um ritmo lento no quarto trimestre de 2018. Apesar de o fraco crescimento se dever principalmente a uma contração no setor industrial, manteve-se globalmente resiliente. O PIB real aumentou 0,2%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre do ano transato, ligeiramente acima da taxa verificada no trimestre precedente (ver Gráfico 10). O crescimento moderado no quarto trimestre deveu-se a uma acentuada contração do setor industrial, ao mesmo tempo que o setor dos serviços continuou a apresentar uma forte dinâmica. A procura interna e o comércio líquido deram contributos positivos para o crescimento, com aumentos de 0,4% e 0,2%, respetivamente, ao passo que a variação de existências teve um efeito atenuante, diminuindo 0,4%. De um modo geral, o crescimento do produto no quarto trimestre resultou num aumento anual do PIB de 1,8% em 2018, face a 2,4% no ano anterior.

Gráfico 10

PIB real da área do euro, indicador de sentimento económico e Índice de Gestores de Compras compósito do produto

(crescimento trimestral em cadeia (%); índice de difusão)



Fontes: Markit, Comissão Europeia e Eurostat.
Notas: O ESI é normalizado e redimensionado para ter a mesma média e o mesmo desvio padrão do que o IGC. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2018 para o PIB real e a fevereiro de 2019 para o ESI e o IGC.

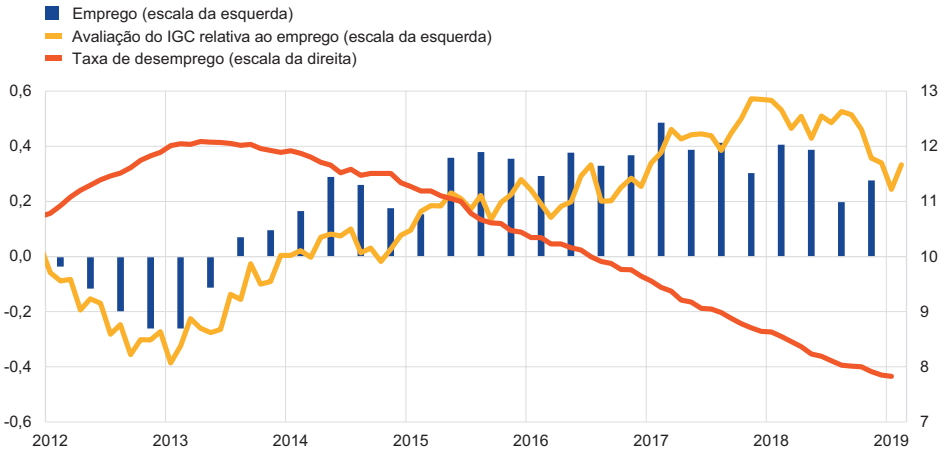
O emprego continuou a aumentar no quarto trimestre de 2018, subindo 0,3% em termos trimestrais em cadeia (ver Gráfico 11). O emprego aumentou na maioria dos países da área do euro, tendo o aumento sido generalizado aos vários setores. Atualmente, o nível de emprego situa-se próximo de 3,0% acima do pico pré-crise registado no primeiro trimestre de 2008. Tendo em conta a última subida, houve um crescimento acumulado do emprego na área do euro, com mais 10 milhões de pessoas empregadas em relação ao momento em que foi registado o nível mínimo no segundo trimestre de 2013. O crescimento contínuo do emprego, em conjunto com uma queda no crescimento do PIB em 2018, conduziu a uma moderação do crescimento de produtividade, após uma recuperação modesta em 2017. Empiricamente, os ajustamentos no emprego tendem a apresentar um desfasamento em relação às quedas na produção. Uma justificação para tal é o facto de os contratos de trabalho de longa duração não poderem ser ajustados imediatamente após as empresas sentirem um abrandamento na procura.

Os recentes indicadores de curto prazo do mercado de trabalho continuam a apontar para um crescimento positivo, embora moderado, do emprego no primeiro trimestre de 2019. A taxa de desemprego na área do euro situou-se em 7,8% em janeiro de 2019, inalterada face a dezembro de 2018, mantendo-se no nível mais baixo desde outubro de 2008. Os indicadores de inquéritos apontam para um novo abrandamento do crescimento do emprego no primeiro trimestre de 2019.

Gráfico 11

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.
Notas: O Índice de Gestores de Compras (IGC) é expresso em desvios face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2018 para o emprego, a fevereiro de 2019 para o IGC e a janeiro de 2019 para a taxa de desemprego.

O crescimento do consumo privado registou um aumento no quarto trimestre de 2018 e prevê-se que recupere novo dinamismo nos trimestres seguintes, à medida que se assiste a um declínio dos efeitos atenuantes temporários, num contexto de reforço permanente dos rendimentos do trabalho das famílias. O consumo privado aumentou 0,2%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2018, após um crescimento ligeiramente mais fraco no terceiro trimestre. O enfraquecimento da despesa das famílias refletiu, em parte, os bloqueios temporários no setor automóvel, que afetaram o consumo de bens

duradouros, e o efeito negativo dos aumentos do preço dos produtos energéticos no poder de compra das famílias. O preço do petróleo bruto (em euros) aumentou do quarto trimestre de 2017 ao terceiro trimestre de 2018, afetando negativamente o crescimento do consumo, especialmente de bens não duradouros, ou seja, produtos alimentares e produtos energéticos. Posteriormente, o preço do petróleo caiu acentuadamente (antes de recuperar ligeiramente nos últimos dois meses), o que deve apoiar o consumo de bens não duradouros no curto prazo. Além disso, o crescimento do emprego reforçou-se no quarto trimestre de 2018, num contexto de fortes aumentos salariais, implicando um crescimento constante do rendimento disponível real das famílias e apoiando a confiança dos consumidores e as despesas de consumo. Acresce que, embora as condições de financiamento permaneçam muito favoráveis, o património líquido das famílias registou uma forte melhoria no terceiro trimestre de 2018.

Os indicadores mais recentes sugerem igualmente algum reforço do dinamismo do consumo privado durante o próximo ano. Os dados recentes sobre as vendas a retalho e registos de automóveis indicam um crescimento moderado, mas constante, das despesas de consumo. O volume das vendas a retalho aumentou 1,4% em janeiro de 2019, após uma queda registada no mês anterior. Consequentemente, as vendas situaram-se 1,5% acima do respetivo nível médio no quarto trimestre de 2018. O indicador relativo a novos registos de automóveis de passageiros registou o quarto aumento consecutivo em janeiro de 2019, um aumento de 4,8% numa base mensal. Esta evolução confirma as expetativas anteriores de normalização dos registos de automóveis, após os desenvolvimentos voláteis desencadeados pela introdução do novo procedimento de ensaio harmonizado a nível mundial para veículos ligeiros (*Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure* – WLTP) em 1 de setembro de 2018. Além disso, a confiança dos consumidores aumentou pelo segundo mês consecutivo em fevereiro, travando a tendência descendente observada ao longo da maior parte de 2018. A melhoria recente reflete opiniões mais favoráveis das famílias relativamente à respetiva situação financeira passada e futura, bem como a previsão para a situação económica geral e para o desemprego. A confiança dos consumidores continua acima da sua média histórica e é compatível com o atual crescimento constante do consumo privado.

A atual recuperação nos mercados da habitação também deverá continuar, embora a um ritmo mais lento do que em 2018. O investimento em habitação aumentou 0,6% no quarto trimestre de 2018, refletindo a recuperação em curso em muitos países da área do euro e no conjunto da área do euro. Apesar de o crescimento ao longo de 2018 ter sido mais lento do que o crescimento dinâmico registado em 2017, continuou a registar níveis sólidos e robustos. Em consonância com esta evolução, os indicadores de curto prazo e resultados de inquéritos recentes apontam para um dinamismo positivo, mas em desaceleração. A produção no setor da construção no segmento da construção de edifícios aumentou 0,2% em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2018, recuperando de -0,8% no terceiro trimestre. Os indicadores de confiança na construção da Comissão Europeia, nos últimos meses, apontam para um dinamismo positivo, embora a enfraquecer, no quarto trimestre de 2018 e no início de 2019. O Índice de Gestores de Compras (IGC) para a atividade no mercado da habitação situou-se em média

em 52,0 no último trimestre de 2018, mas diminuiu para 50,6 em janeiro de 2019. Contudo, quer os indicadores do IGC quer os indicadores de confiança da Comissão Europeia permanecem claramente acima das respetivas médias de longo prazo.

O investimento empresarial na área do euro parece ter perdido algum dinamismo no segundo semestre de 2018, mas os fundamentos permanecem favoráveis. Os dados disponíveis de alguns dos maiores países da área do euro apontam, de um modo geral, para um abrandamento do crescimento do investimento empresarial no quarto trimestre de 2018. O abrandamento do investimento empresarial reflete, em parte, uma incerteza acrescida em termos de políticas e uma volatilidade financeira em alguns países da área do euro. Os receios constantes relativos à evolução do comércio a nível mundial, à possibilidade de um Brexit sem acordo e às fragilidades económicas da China também aparentam ter afetado negativamente a confiança das empresas. A avaliação das carteiras de encomendas de exportações e das expetativas de produção no setor dos bens de investimento continuou a agravar-se em janeiro e fevereiro de 2019. Contudo, os fundamentos permanecem favoráveis ao investimento das empresas. Em primeiro lugar, a utilização da capacidade produtiva continua bem acima da sua média de longo prazo e uma grande parte das empresas da indústria transformadora apontam a falta de equipamento como um fator limitativo da produção. Em segundo lugar, as medidas de política monetária do BCE continuam a apoiar condições de financiamento favoráveis e o acesso a financiamento para as empresas da área do euro. Em terceiro lugar, durante o recente período de recuperação, as empresas também utilizaram os lucros para constituir um considerável excedente de liquidez.

O comércio de bens na área do euro continuou a crescer a um ritmo moderado no final de 2018 e prevê-se uma nova descida no curto prazo. De acordo com os dados mais recentes divulgados pelas Contas Nacionais, no último trimestre de 2018 o total das exportações da área do euro aumentou 0,9%, ao passo que as importações aumentaram 0,5% numa base trimestral. Os dados disponibilizados relativos ao comércio de bens, em termos mensais, confirmam um fraco desempenho do comércio total da área do euro no quarto trimestre, impulsionado principalmente pelo comércio intra-área do euro. Em dezembro de 2018, as exportações nominais da área do euro registaram uma contração de 0,5% em termos mensais em cadeia, com as exportações intra-área do euro a registarem uma descida ainda maior (de 0,9%). As importações nominais da área do euro assistiram a um ligeiro aumento de 0,4% em termos mensais em cadeia. Fatores temporários, como a nova regulamentação dos ensaios de emissões de veículos, condicionaram as exportações. Contudo, é possível observar uma diminuição generalizada transversal a todas as categorias de produtos. O Reino Unido, a Turquia e a China continuam a impulsionar o enfraquecimento das exportações extra-área do euro observado nos últimos meses de 2018. Em termos prospetivos, os indicadores de inquéritos apontam para uma nova redução das exportações extra-área do euro nos próximos meses. Em fevereiro de 2019, o IGC na indústria transformadora para novas encomendas de exportações fora da área do euro atingiu o seu nível mais baixo desde novembro de 2012 (46,4%) com a avaliação da Comissão Europeia a passar a ser mais negativa face a janeiro.

Os últimos resultados de inquéritos continuaram a dececionar e a sugerir que o crescimento da área do euro está a registar uma moderação no curto prazo. O Indicador de Sentimento Económico (ESI) da Comissão Europeia permaneceu globalmente inalterado em fevereiro, situando-se acima da sua média de longo prazo. Em 2019, até à data, a média situa-se em 106,2, abaixo da média de 108,9 do último trimestre de 2018. Apesar do decréscimo do indicador para os setores da indústria e da construção, este foi globalmente compensado por um sentimento positivo nos serviços, no setor de retalho e nas famílias. O IGC compósito do produto aumentou ligeiramente em fevereiro, mas a média para os dois primeiros meses do primeiro trimestre de 2019 situou-se abaixo da registada no trimestre anterior (51,4, face a 52,3).

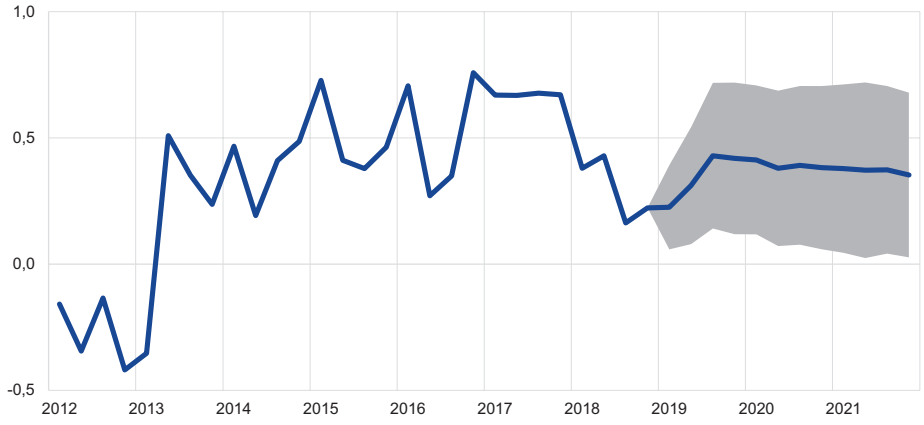
Não obstante o atual abrandamento, prevê-se que, no médio prazo, a expansão económica generalizada recupere forças e continue assim no futuro próximo. As medidas de política monetária acomodatícias do BCE continuam a intensificar a procura interna. O atual crescimento do emprego e dos salários deve manter o consumo privado elevado. Paralelamente, o investimento empresarial é suportado por uma procura interna sólida, por condições de financiamento favoráveis e pela melhoria nos balanços, mantendo-se forte o investimento em habitação.

As projeções macroeconómicas para a área do euro de março de 2019 elaboradas por especialistas do BCE preveem um aumento do PIB real anual de 1,1% em 2019, 1,6% em 2020 e 1,5% em 2021 (ver Gráfico 12). Em comparação com as projeções de dezembro de 2018 dos especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento real do PIB foram objeto de uma revisão em baixa significativa para 2019 e ligeiramente em baixa para 2020. Os riscos que rodeiam as perspetivas para a área do euro permanecem enviesados no sentido descendente.

Gráfico 12

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2019", publicado no sítio do BCE em 7 de março de 2019.
Notas: Os intervalos em torno das projeções centrais têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças.
O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE (New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges), publicado em dezembro de 2009 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE.

4 Preços e custos

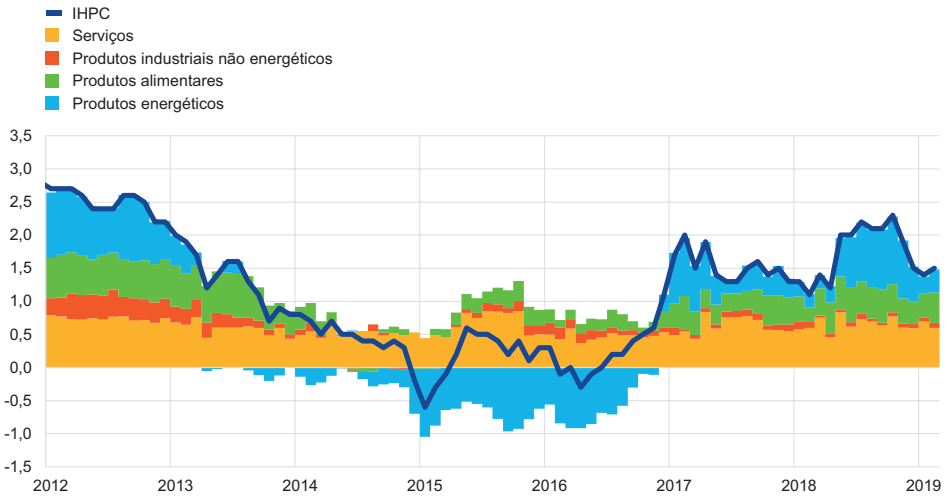
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro aumentou para 1,5% em fevereiro de 2019, face a 1,4% em janeiro. Embora as medidas da inflação subjacente tenham prosseguido o movimento lateral, as pressões internas sobre os custos intensificaram-se e expandiram-se num contexto de níveis elevados de utilização da capacidade produtiva e da crescente restritividade dos mercados de trabalho. Em termos prospetivos, espera-se que a inflação subjacente registe um aumento gradual no médio prazo, apoiada pelas medidas de política monetária do BCE, pela expansão económica em curso e pelo maior crescimento dos salários. Esta avaliação está também globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de março de 2019 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, segundo as quais a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1,2% em 2019, 1,5% em 2020 e 1,6% em 2021 – revista em baixa em todo o horizonte de projeção, espelhando, em particular, as perspetivas de crescimento mais moderadas no curto prazo. Espera-se que a inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares se situe em 1,2% em 2019, 1,4% em 2020 e 1,6% em 2021.

A inflação global aumentou em fevereiro, devido a aumentos de preços mais fortes nas categorias voláteis. Segundo a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro aumentou para 1,5% em fevereiro de 2019, o que compara com 1,4% em janeiro (ver Gráfico 13). Tal refletiu taxas de inflação mais altas para as categorias mais voláteis, os produtos energéticos e os produtos alimentares, ao passo que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares diminuiu. A taxa de inflação mais elevada para os produtos energéticos espelhou efeitos de base em sentido ascendente e um aumento moderado dos preços do petróleo (em euros). Ao debater

Gráfico 13

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

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
Notas: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2019 (estimativas provisórias). As taxas de crescimento relativas a 2015 estão distorcidas em sentido ascendente, em virtude de uma alteração metodológica (ver Caixa 5 da presente edição do *Boletim Económico* do BCE).

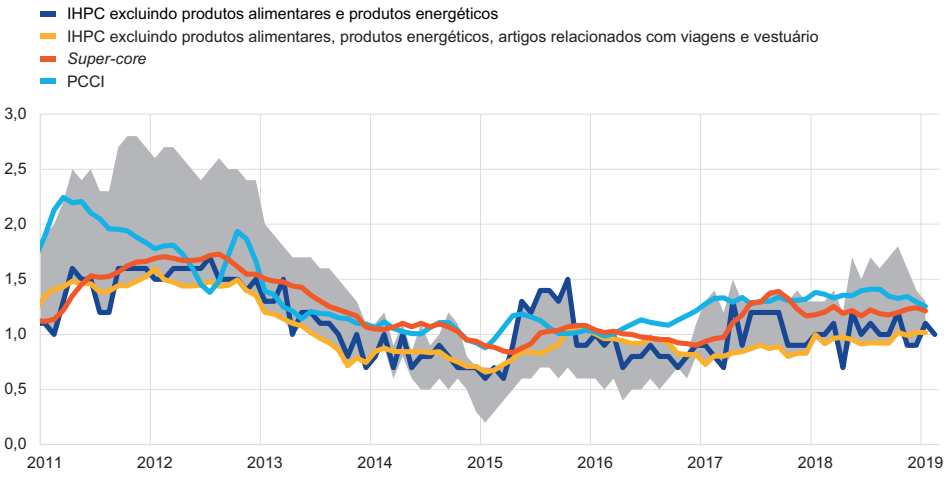
os dados relativos ao IHPC desde janeiro de 2019, é necessário ter em mente que foram introduzidas duas alterações metodológicas, que implicam revisões dos dados históricos (ver Caixa 4 “Novas caraterísticas do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor: grupos analíticos, dados obtidos por leitura ótica e recolha de dados na internet” e Caixa 5 “Novo método para o índice de preços de férias organizadas na Alemanha e o seu impacto nas taxas de inflação medidas pelo IHPC”).

As medidas da inflação subjacente mantiveram o recente movimento lateral, após o aumento face aos mínimos anteriormente registados. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares situou-se em 1,0% em fevereiro, em comparação com 1,1% em janeiro. Continuou, portanto, a oscilar em torno da taxa de 1%, que atingiu após a subida face ao mínimo observado em meados de 2016. A diminuição de fevereiro refletiu uma descida da inflação dos preços dos serviços de 1,6% para 1,3%, enquanto a inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos se manteve inalterada em 0,3%. Outras medidas da inflação subjacente, incluindo o indicador da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation* – PCCI) e o indicador *super-core*[1], que apenas estão disponíveis para o período até janeiro, também apontaram para uma continuação do amplo movimento lateral dos últimos meses (ver Gráfico 14). No entanto, todas as medidas estatísticas e baseadas em modelos permaneceram mais elevadas do que os respetivos mínimos registados em 2016. Em termos prospetivos, espera-se que as medidas da inflação

Gráfico 14

Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
Notas: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2019 (estimativas provisórias) para o IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos e a janeiro de 2019 no que respeita a todas as outras medidas. O intervalo de medidas da inflação subjacente inclui as seguintes: IHPC excluindo produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares, produtos energéticos, artigos relacionados com viagens e vestuário; média aparada a 10%; média aparada a 30% e mediana ponderada do IHPC. As taxas de crescimento do IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos referentes a 2015 estão distorcidas em sentido ascendente, em virtude de uma alteração metodológica (ver Caixa 5 da presente edição do *Boletim Económico* do BCE).

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

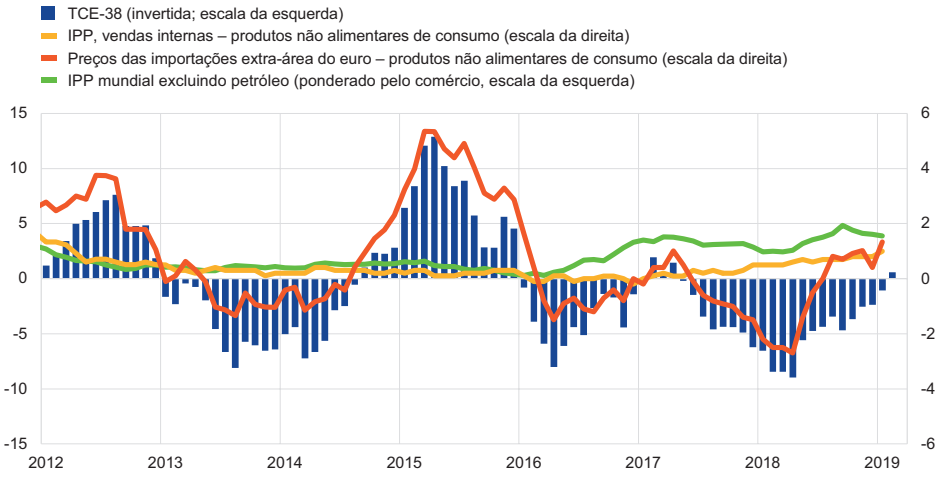
subjacente aumentem gradualmente, impulsionadas por um novo reforço do crescimento dos salários e pela subida observada da inflação dos preços no produtor internos.

As pressões sobre os preços dos produtos industriais não energéticos aumentaram nas fases mais avançadas da cadeia de preços, enquanto os sinais nas fases iniciais foram heterogéneos. Nas fases muito iniciais, as pressões acumuladas sobre os preços aumentaram com a subida acentuada da taxa de variação homóloga dos preços do petróleo e dos preços das matériasprimas industriais (em euros) em fevereiro. Em contrapartida, a inflação mundial dos preços no produtor dos produtos não energéticos voltou a diminuir ligeiramente em janeiro. As anteriores pressões fracas sobre os preços observadas nas fases iniciais exerceram impacto na inflação dos preços das importações e dos preços no produtor de bens intermédios, tendo ambas continuado a diminuir desde agosto do ano passado. Nas fases mais avançadas, o crescimento homólogo dos preços das importações de bens de consumo não alimentares aumentou para 1,3% em janeiro, face a 0,4% (revisto em baixa) em dezembro. Além disso, a inflação dos preços no produtor internos destes bens subiu para 1,0% em janeiro de 2019, após ter registado um crescimento estável de 0,8% em termos homólogos nos três meses precedentes, tendo permanecido acima da sua média de longo prazo (ver Gráfico 15). De um modo geral, as pressões sobre os preços dos bens de consumo mantiveram-se globalmente constantes nas fases mais avançadas da cadeia de preços, sendo que algumas fragilidades nas fases iniciais possivelmente ainda terão repercussões.

Gráfico 15

Preços no produtor e preços das importações

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



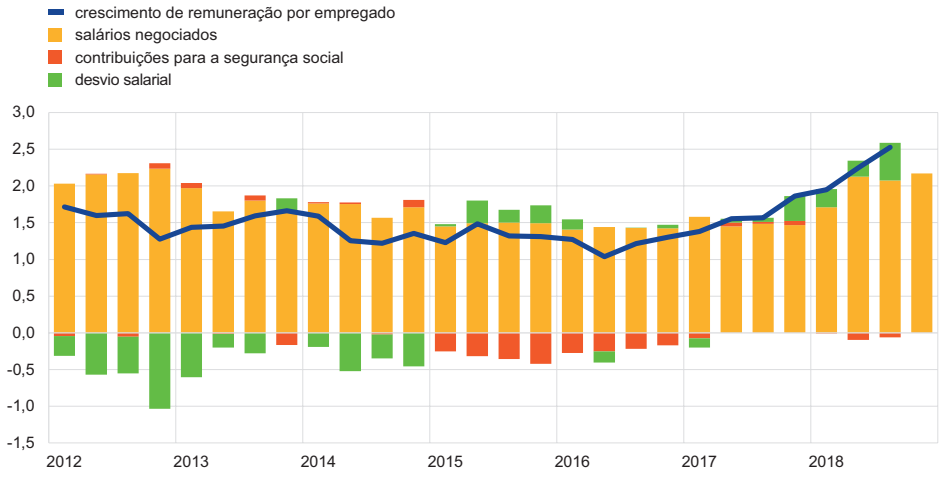
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
Notas: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2019 (TCE-38) e a janeiro de 2019 (restantes rubricas). "TCE-38" é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro. "IPP" mede a evolução mensal dos preços de venda à saída da fábrica.

A recente evolução do crescimento dos salários assinala a continuação de uma tendência ascendente e corrobora a ideia de uma intensificação gradual das pressões internas sobre os custos. O crescimento homólogo da remuneração por empregado aumentou para 2,5% no terceiro trimestre de 2018, o que compara com 2,2% no segundo trimestre de 2018. O crescimento dos salários negociados situou-se em 2,2% no quarto trimestre de 2018, tendo subido face ao valor de 2,1% registado no terceiro trimestre (ver Gráfico 16). De um modo mais geral, os indicadores do crescimento dos salários situam-se agora num nível consideravelmente mais elevado do que o observado no primeiro semestre de 2016. Estes desenvolvimentos estão em consonância com a crescente restritividade no mercado de trabalho. Embora a fase inicial de fortalecimento do crescimento da remuneração por empregado tenha sido impulsionada principalmente pelo desvio salarial, o dinamismo dos últimos trimestres ficou a dever-se, na sua maioria, ao aumento do crescimento homólogo dos salários negociados, o qual reforçou a confiança nas perspetivas positivas para o crescimento salarial.

Gráfico 16

Contributos das componentes da remuneração por empregado

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



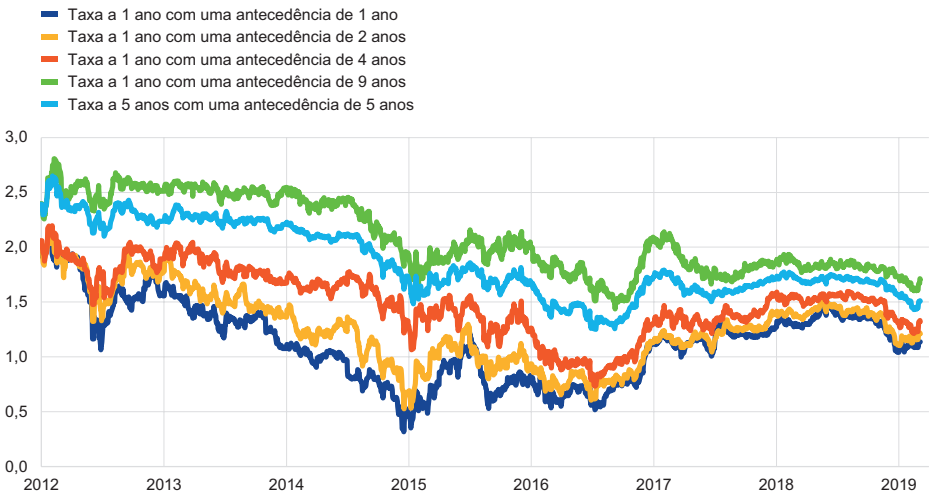
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2018 relativamente à remuneração por empregado e ao quarto trimestre de 2018 relativamente ao crescimento dos salários negociados.

As medidas baseadas no mercado e as medidas baseadas em inquéritos das expetativas de inflação a mais longo prazo apresentaram uma ligeira descida. A taxa de *swap* indexada à inflação a 5 anos com uma antecedência de 5 anos situou-se em 1,51% em 6 de março de 2019, ou seja, 13 pontos base abaixo do nível prevalecente em meados de dezembro (ver Gráfico 17). O perfil a prazo das medidas das expetativas de inflação baseadas no mercado continua a apontar para um período prolongado de inflação baixa, com um regresso gradual a níveis de inflação abaixo, mas próximo, de 2%. A probabilidade neutra em termos de risco de uma inflação média negativa nos próximos 5 anos, implícita nos mercados de opções da inflação, é negligenciável, sugerindo que os mercados atualmente consideram que o risco de deflação é muito reduzido. De acordo com o Inquérito a Analistas Profissionais realizado pelo BCE para o primeiro trimestre de 2019, as expetativas de inflação a mais longo prazo situaram-se em 1,8%, o que representa uma ligeira descida face ao valor de 1,9% registado no inquérito precedente.

Gráfico 17

Medidas das expetativas de inflação baseadas no mercado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a 6 de março de 2019.

Segundo as projeções macroeconómicas de março de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, a inflação subjacente aumentará de forma gradual ao longo do horizonte de projeção. Com base nas informações disponíveis em meados de fevereiro, estas projeções indicam que a inflação global medida pelo IHPC se situará, em média, em 1,2% em 2019, 1,5% em 2020 e 1,6% em 2021, o que compara com, respetivamente, 1,6%, 1,7% e 1,8% nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema (ver Gráfico 18). Este padrão reflete uma diminuição acentuada da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC em 2019, que se deve sobretudo a uma forte descida dos preços do petróleo no final de 2018 e a efeitos de base em sentido descendente relacionados com o anterior aumento dos preços do petróleo em 2018. Em termos prospetivos, espera-se que os preços dos produtos energéticos do IHPC apresentem um crescimento a taxas moderadas, em consonância com a curva relativamente horizontal dos preços dos futuros do petróleo. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares apresentará uma trajetória gradual em sentido ascendente, apoiada pela recuperação económica mais gradual mas continuada e pela maior restritividade das condições do mercado de trabalho, o que conduzirá a pressões internas sobre os custos mais elevadas. Esperase que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares aumente de 1,2% em 2019 para 1,4% em 2020 e 1,6% em 2021, o que representa uma revisão em baixa de 0,2 pontos percentuais em cada ano do horizonte de projeção.

Gráfico 18

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

(taxas de variação homólogas (%))

Fontes: Eurostat e o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2019", publicado no sítio do BCE em 7 de março de 2019.
Notas: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2018 (dados observados) e ao quarto trimestre de 2021 (projeções). Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE, publicado em dezembro de 2009 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE. A data de fecho dos dados incluídos nas projeções foi 21 de fevereiro de 2019, ou seja, antes da revisão dos dados históricos referentes ao IHPC, em virtude de alterações metodológicas.

5 Moeda e crédito

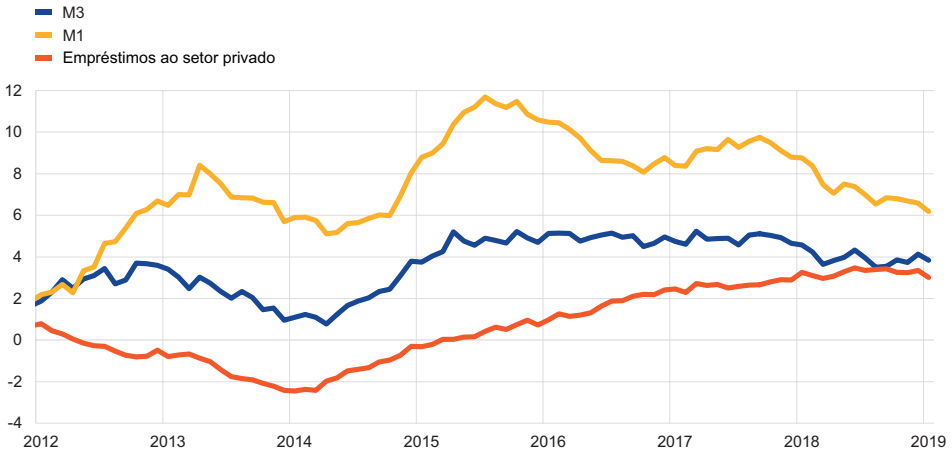
*O crescimento do agregado monetário e a dinâmica de crédito registaram alguma moderação em janeiro de 2019. O crescimento do agregado monetário largo revelou uma forte resiliência perante a cessação gradual das compras líquidas de ativos mensais ao abrigo do programa de aquisição de ativos (*asset purchase programme *– APP). Paralelamente, as condições de financiamento e de concessão de empréstimos dos bancos permaneceram favoráveis. A emissão líquida de títulos de dívida por SNF diminuiu consideravelmente no quarto trimestre de 2018, perante uma conjuntura de degradação gradual e continuada das condições dos mercados obrigacionistas que se começou a verificar no final de 2017.*

Em janeiro, o crescimento do agregado monetário largo registou uma moderação, com as taxas a manter-se em torno do nível observado desde março de 2018. A taxa de crescimento homóloga do M3 diminuiu para 3,8% em janeiro de 2019 face a 4,1% em dezembro de 2018 (ver Gráfico 19). Esta evolução reflete a resiliência do crescimento do M3 perante a diminuição da contribuição automática das compras ao abrigo do APP. Desde o final de 2017, o crescimento do M3 abrandou, coincidindo com a cessação gradual das compras líquidas de ativos, o que, por sua vez, implicou um menor impacto positivo do programa de compra de ativos no crescimento do M3. O agregado monetário estreito M1, que inclui as componentes mais líquidas do M3, continuou a representar um grande contributo para o crescimento do agregado monetário largo, apesar da queda para 6,2% em janeiro. O crescimento monetário continuou a ser apoiado pela expansão económica sustentada e pelos baixos custos de oportunidade de detenção dos instrumentos mais líquidos numa conjuntura de taxas de juro muito reduzidas.

Gráfico 19

M3, M1 e empréstimos ao setor privado

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



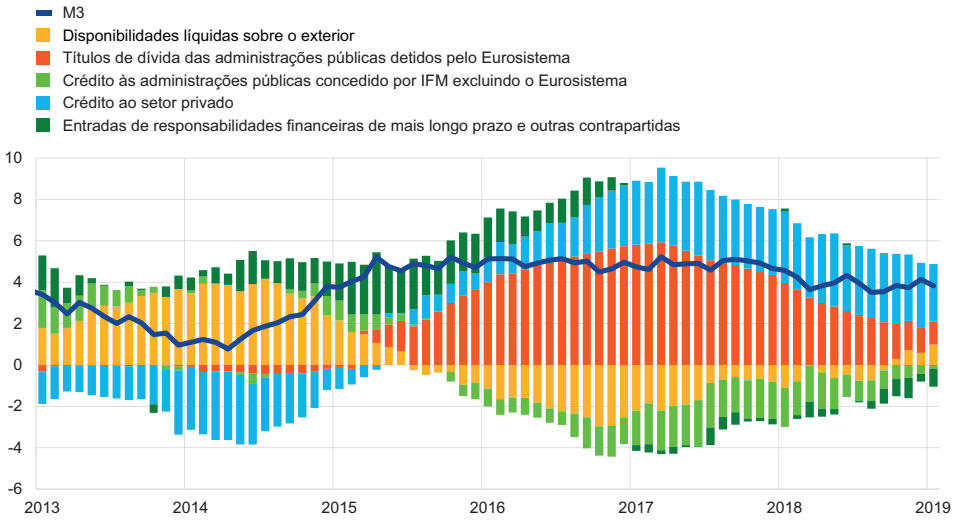
Fonte: BCE.
Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa nocionais (*notional cash pooling*). A última observação refere-se a janeiro de 2019.

Os depósitos pelo prazo *overnight* continuaram a dar o principal contributo para o crescimento do M3. A taxa de crescimento homóloga dos depósitos pelo prazo *overnight* baixou para 6,4% em janeiro, refletindo a moderação registada no crescimento anual dos depósitos pelo prazo *overnight* detidos por SNF, enquanto a expansão dos depósitos pelo prazo *overnight* detidos por famílias se manteve estável. Além disso, o crescimento constante da moeda em circulação contraria qualquer substituição em larga escala do numerário por depósitos numa conjuntura de taxas de juro muito baixas ou negativas no conjunto da área do euro. Os depósitos de curto prazo exceto depósitos pelo prazo *overnight* (isto é, M2 menos M1) continuaram a dar um contributo negativo para o crescimento do M3, embora o diferencial entre as taxas de juro dos depósitos de curto prazo e as dos depósitos pelo prazo *overnight* se tenha estabilizado desde finais de 2017. Os instrumentos negociáveis (isto é, M3 menos M2), atualmente a registar um crescimento lento tendo em conta os seus níveis reduzidos de remuneração, tiveram um impacto global neutro no crescimento do M3.

O crédito ao setor privado continuou a ser o principal fator impulsionador do crescimento do agregado monetário largo numa perspetiva das contrapartidas (ver Gráfico 20). No contexto da referida cessação gradual das compras líquidas de ativos mensais ao abrigo do APP, o contributo positivo para o crescimento do M3 dos títulos das administrações públicas detidos pelo Eurosistema diminuiu de novo (ver as partes a vermelho das barras do Gráfico 20). Esta situação tem sido amplamente compensada por um aumento moderado do contributo do crédito para o setor privado desde finais de 2017 (ver as partes a azul das barras do Gráfico 20). Enquanto o crédito privado continuou a ser a principal fonte de criação monetária, o menor contributo do APP tem sido substituído nos últimos tempos por fluxos monetários externos (ver as partes a amarelo das barras do Gráfico 20) e por crédito às administrações públicas (ver as partes a verde claro das barras do Gráfico 20). O contributo crescente das disponibilidades líquidas sobre o exterior reflete parcialmente as preferências dos investidores por ativos da área do euro numa conjuntura de maior aversão ao risco associada a uma maior incerteza. Além disso, as compras de títulos das administrações públicas pelos bancos comerciais conduziram a uma crescente estabilização do M3 nos últimos meses. Esta evolução assinala uma mudança em curso no sentido de fontes de criação de moeda mais autossustentáveis.

Gráfico 20
M3 e respetivas contrapartidas

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



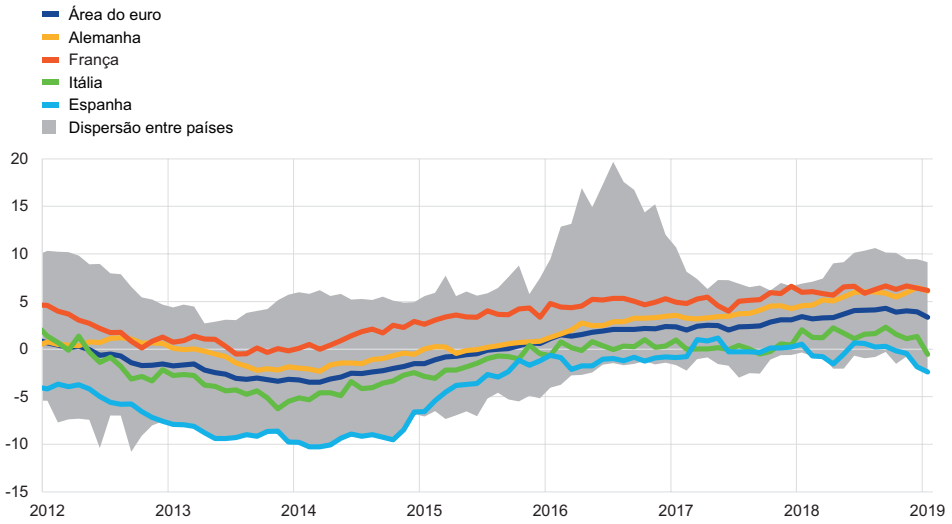
Fonte: BCE.
Notas: O crédito ao setor privado inclui empréstimos das IFM ao setor privado e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Inclui, assim, as detenções pelo Eurosistema de títulos de dívida no contexto do CSPP. A última observação refere-se a janeiro de 2019.

A dinâmica de crédito registou alguma moderação em janeiro. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de IFM ao setor privado (corrigida de vendas, titularização e fluxos de caixa nocionais – *notional cash pooling* – de empréstimos) diminuiu para 3,0% em janeiro, o que compara com 3,4% em dezembro (ver Gráfico 19). Esta evolução deveu-se a uma acentuada diminuição da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF para 3,3% em janeiro, face a 3,9% em dezembro. O crescimento dos empréstimos às empresas, que foi acompanhado por uma significativa heterogeneidade entre os vários países, corresponde a padrões históricos e pode justificar-se pelo abrandamento do PIB real observado desde o início do 2018 (ver Gráfico 21). Ao mesmo tempo, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias manteve-se estável, em 3,2%, em janeiro, num contexto de grande heterogeneidade entre países (ver Gráfico 22). O crédito ao setor privado continuou a ser sustentado por condições de financiamento favoráveis, pelo crescimento robusto do investimento empresarial, pela melhoria nos mercados de trabalho, por mercados da habitação consolidados e pelo crescimento quer do investimento residencial quer do consumo privado. Acresce que os bancos obtiveram progressos na consolidação dos respetivos balanços, na melhoria da rentabilidade e na redução dos créditos não produtivos, embora o nível destes últimos tenha permanecido elevado em alguns países.

Gráfico 21

Empréstimos de IFM às SNF em países da área do euro selecionados

(taxas de variação homólogas (%))

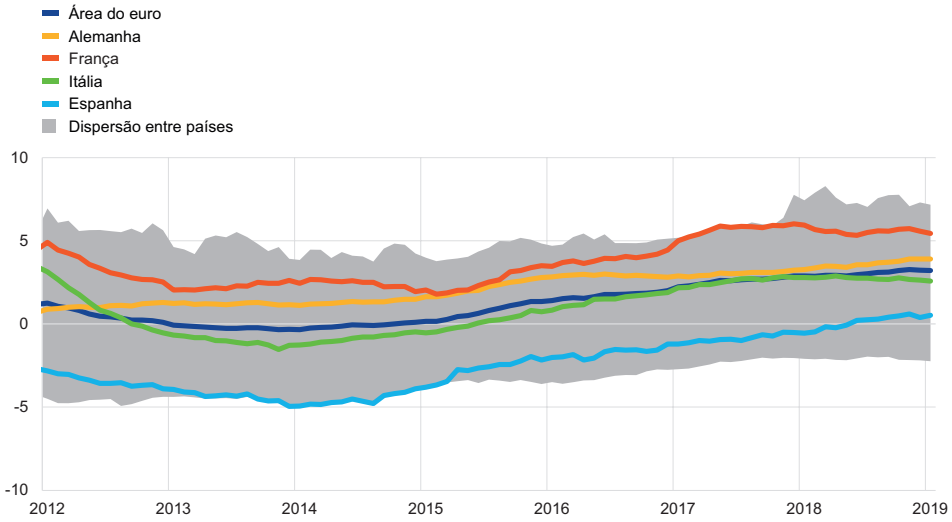


Fonte: BCE.
Notas: Dados corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa nocionais (*notional cash pooling*) de empréstimos. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo, com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a janeiro de 2019.

Gráfico 22

Empréstimos de IFM às famílias em países da área do euro selecionados

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.
Notas: Dados corrigidos de vendas e titularização de empréstimos. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo, com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a janeiro de 2019.

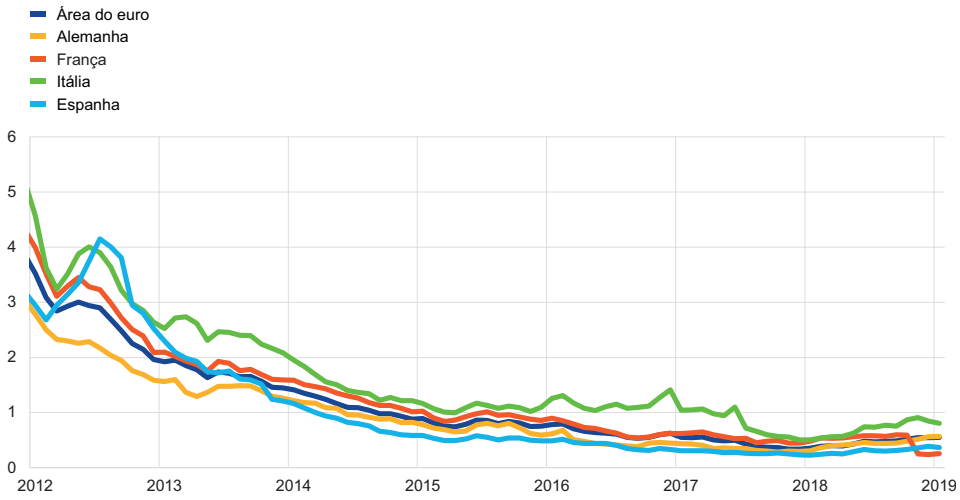
As condições de financiamento dos bancos mantiveram-se favoráveis face aos padrões históricos. Em janeiro, o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro manteve-se estável após ter registado um aumento progressivo desde o início de 2018 (ver Gráfico 23). Esta evolução refletiu taxas de rendibilidade das obrigações bancárias inalteradas no conjunto da área do euro. A heterogeneidade registada entre os vários países foi significativa, tendo em conta

a elevada incerteza política e a desigualdade de acesso dos bancos ao financiamento por grosso. Paralelamente, os custos do financiamento com base em depósitos mantiveram-se inalterados. As repercussões dos custos mais elevados de financiamento através da emissão de títulos de dívida para o custo compósito global do financiamento dos bancos foram bastante contidas, devido à importância limitada deste tipo de financiamento nas estruturas de financiamento dos bancos. Por conseguinte, no geral, as condições de financiamento dos bancos mantiveram-se favoráveis, refletindo a orientação acomodatícia da política monetária do BCE e o fortalecimento dos balanços dos bancos. Além disso, a nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas) contribuirá futuramente para manter favoráveis as condições de concessão de empréstimos dos bancos.

Gráfico 23

Custo compósito do financiamento por dívida dos bancos

(custo compósito do financiamento através de depósitos e por dívida com base no mercado sem garantia; percentagens por ano)



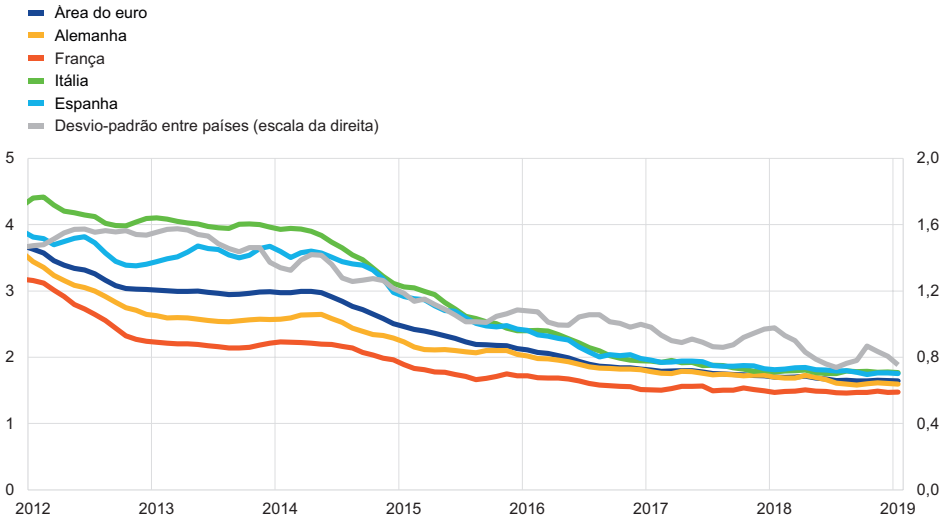
Fontes: BCE, Markit Iboxx e cálculos do BCE.
Notas: O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos.
A última observação refere-se a janeiro de 2019.

As taxas ativas bancárias aplicadas às SNF e às famílias mantiveram-se próximo dos mínimos históricos. Em janeiro de 2019, a taxa ativa bancária compósita dos empréstimos às SNF (ver Gráfico 24) permaneceu globalmente estável em 1,63%, próximo do mínimo histórico de 1,62% registado em maio de 2018. A taxa ativa bancária compósita dos empréstimos para aquisição de habitação permaneceu globalmente estável, em 1,82%, em janeiro, igualmente próximo do mínimo histórico registado em dezembro de 2016 (ver Gráfico 25). As taxas ativas bancárias compósitas dos empréstimos às SNF e às famílias caíram significativamente e mais do que as taxas de referência do mercado desde o anúncio pelo BCE de medidas de redução da restritividade do crédito em junho de 2014, ao passo que a heterogeneidade entre os vários países se manteve considerável. Entre maio de 2014 e janeiro de 2019, as taxas ativas compósitas dos empréstimos às SNF e às famílias diminuíram cerca de 130 e 110 pontos base, respetivamente. A redução das taxas ativas bancárias aplicadas aos empréstimos

às SNF, bem como aos empréstimos às pequenas empresas (no pressuposto de que os empréstimos de reduzido montante, até €0,25 milhões, são concedidos primordialmente a pequenas empresas), foi particularmente significativa nos países da área do euro mais afetados pela crise financeira. Inclui-se aqui uma transmissão mais homogénea da política monetária às taxas ativas bancárias entre os vários países da área do euro e dimensões de empresas.

Gráfico 24
Taxas ativas compósitas para as SNF

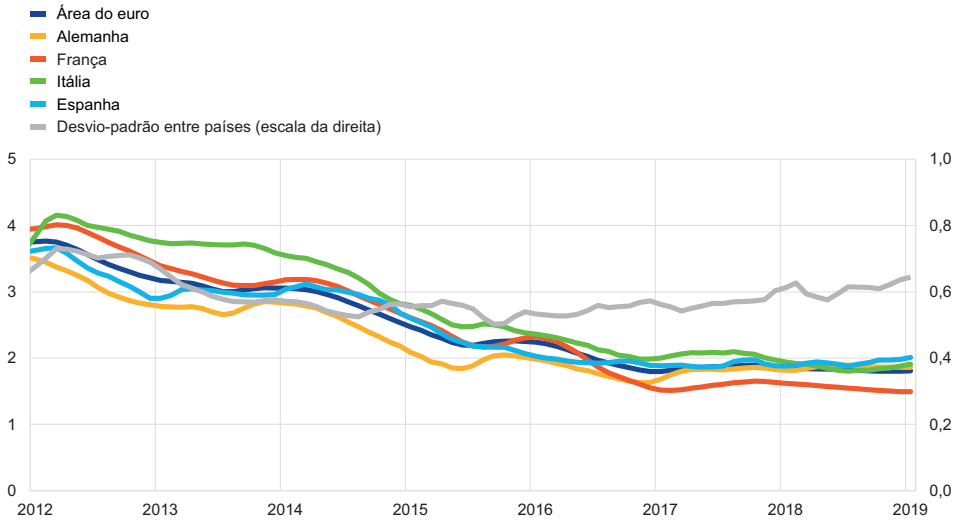
(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



Fonte: BCE.
Notas: O indicador para o custo total do financiamento dos bancos é calculado através da agregação das taxas de curto e longo prazo, utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes de novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a janeiro de 2019.

Gráfico 25
Taxas ativas compósitas dos empréstimos para aquisição de habitação

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



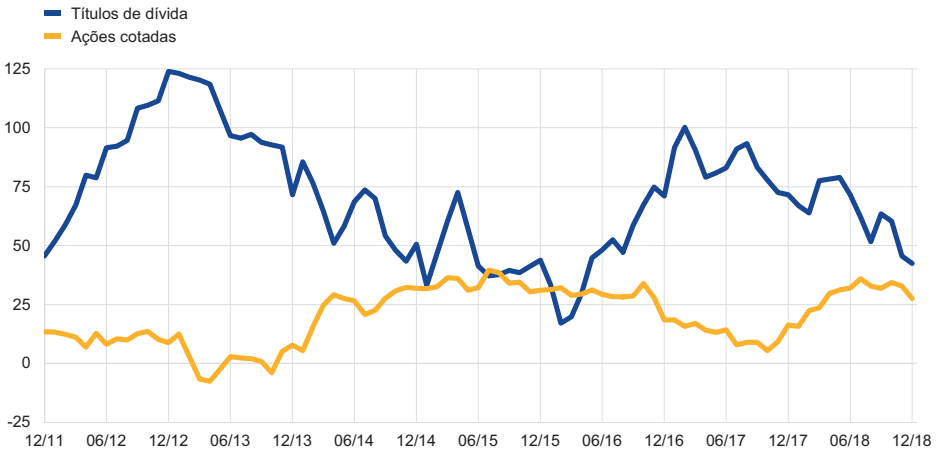
Fonte: BCE.
Notas: O indicador para o custo total do financiamento dos bancos é calculado através da agregação das taxas de curto e longo prazo, utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes de novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a janeiro de 2019.

Estima-se que o fluxo homólogo do financiamento externo total das SNF da área do euro tenha estabilizado no quarto trimestre de 2018. O crescimento do crédito bancário foi robusto, apoiado por critérios de concessão de crédito que continuam favoráveis e por uma nova descida do custo relativo do crédito bancário, ao passo que a emissão líquida de títulos foi negativa ao longo do trimestre, reflexo da moderação do crescimento económico e de um menor número de fusões e aquisições, bem como de aumentos do custo de financiamento baseado no mercado e da incerteza, em conjunto com outros fatores. Contudo, esta evolução tem-se tornado cada vez mais heterogénea entre os vários países.

No quarto trimestre de 2018, a emissão líquida de títulos de dívida por SNF foi consideravelmente negativa num contexto de um aumento continuado do custo da emissão de dívida no mesmo período. O enfraquecimento da atividade de emissão líquida no último trimestre de 2018 pode imputar-se, em parte, ao padrão sazonal da série. Porém, de uma perspetiva mais a médio prazo, os fluxos anuais de emissão líquida para dezembro de 2018 atingiram os valores mais baixos desde maio de 2016 (ver Gráfico 26), continuando a acompanhar a tendência descendente que começou a verificar-se no início de 2017. Os dados de mercado sugerem que a emissão líquida de títulos de dívida por emitentes com grau de qualidade de investimento aumentou nos primeiros meses de 2019, tendo-se mantido praticamente nula no segmento de elevada rendibilidade. A emissão líquida de ações cotadas foi basicamente nula no quarto trimestre de 2018.

Gráfico 26
Emissão líquida de títulos de dívida e ações cotadas por SNF da área do euro

(fluxos anuais em EUR mil milhões)



Fonte: BCE.
Notas: Dados mensais com base num período de 12 meses consecutivos. A última observação refere-se a dezembro de 2018.

Em dezembro de 2018, o custo de financiamento das SNF voltou a registar um aumento. Em dezembro, o custo nominal global do financiamento externo das SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações, situou-se em 4,8%, face a 4,7% em novembro. O atual custo de financiamento externo ultrapassa o mínimo histórico de agosto de 2016 em cerca de 57 pontos base, mas permanece consideravelmente abaixo do nível observado em meados de 2014, momento em que começaram a surgir as expetativas do mercado quanto à introdução do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme*).

6 Evolução orçamental

Uma orientação orçamental da área do euro ligeiramente expansionista e a atuação dos estabilizadores automáticos estão a apoiar a atividade económica. Paralelamente, os países onde a dívida pública é elevada têm de prosseguir a reconstituição de reservas orçamentais. Todos os países devem continuar a aumentar os esforços no sentido de finanças públicas com uma composição mais favorável ao crescimento. De igual modo, a aplicação transparente e coerente do quadro de governação económica e orçamental da União Europeia, ao longo do tempo e nos vários países, permanece essencial para reforçar a resiliência da economia da área do euro.

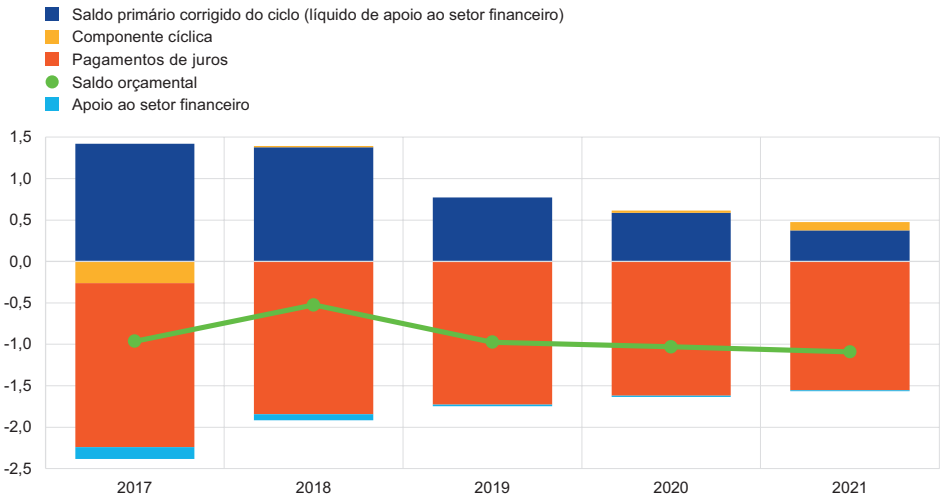
Na sequência de uma melhoria no ano passado, projeta-se que o défice orçamental das administrações públicas da área do euro registe uma deterioração em 2019 e permaneça globalmente estável nos dois anos subsequentes[2]. Com base em dados ainda incompletos para 2018, estima-se que o rácio do défice das administrações públicas para a área do euro se tenha situado em 0,5% do PIB, o que compara com 1,0% do PIB em 2017. A queda em 2018 deveu-se sobretudo às condições cíclicas favoráveis e à descida dos pagamentos de juros. É provável que, no corrente ano, se verifique uma inversão da melhoria, em virtude de um saldo primário corrigido do ciclo significativamente mais baixo. O défice mais elevado também deverá persistir durante os próximos dois anos (ver Gráfico 27).

As perspetivas em relação ao défice das administrações públicas da área do euro para os próximos dois anos deterioraram-se face às projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema. O défice mais elevado é, em parte, o resultado de um saldo primário mais baixo, que reflete políticas mais expansionistas do que o anteriormente esperado em vários dos países de maior dimensão da área do euro. Resulta também de uma componente cíclica mais baixa, dado que as perspetivas macroeconómicas foram revistas em sentido descendente.

[2] Ver as "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2019", publicadas no sítio do BCE em 7 de março de 2019.

Gráfico 27
Saldo orçamental e respetivas componentes

(percentagem do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de março de 2019 elaboradas por especialistas do BCE.
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado da área do euro.

A orientação orçamental agregada da área do euro é avaliada como tendo sido globalmente neutra em 2018, mas projeta-se que seja ligeiramente expansionista a partir de 2019[3]. Este perfil é impulsionado sobretudo por cortes nos impostos diretos e nas contribuições para a segurança social na Alemanha e em França, mas resulta também de um crescimento da despesa relativamente dinâmico em vários países.

Segundo as projeções, a descida do rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro deverá prosseguir a um ritmo mais lento. De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, espera-se que o rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro diminua de 86,8% do PIB em 2017[4] para 81,1% do PIB em 2021. A redução projetada da dívida pública é apoiada quer pelo diferencial negativo entre a taxa de juro e a taxa de crescimento[5], quer por excedentes primários continuados (ver Gráfico 28), embora se espere que os ajustamentos défice-dívida compensem alguns destes efeitos. Ao longo do horizonte de projeção, o rácio da dívida deverá cair ou aumentar apenas ligeiramente em todos os países da área do euro, mas continuará a exceder bastante o valor de referência de 60% do PIB em vários países. Em comparação com as projeções de dezembro de 2018, a redução do rácio agregado da dívida em relação ao PIB da área do euro deverá ser mais moderada ao longo de todo o horizonte. Tal deve-se sobretudo ao aumento do

[3] A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo das políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida aqui como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido de auxílios estatais ao setor financeiro. Para mais pormenores sobre o conceito de "orientação orçamental" da área do euro, ver o artigo intitulado "The euro area fiscal stance", na versão inglesa do *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

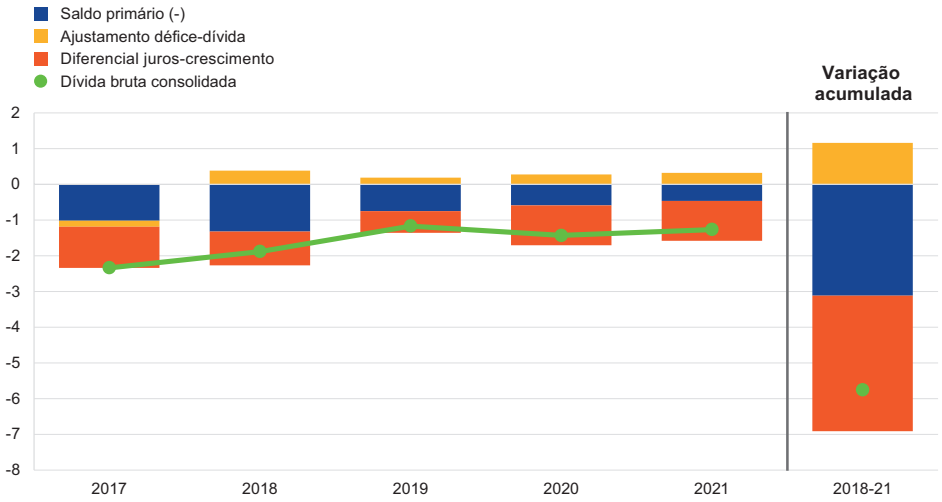
[4] Como as projeções normalmente tomam em consideração as revisões de dados mais recentes, podem existir discrepâncias relativamente aos dados mais recentes do Eurostat validados.

[5] Para mais informações, ver a caixa intitulada "Diferencial entre a taxa de juro e o crescimento e dinâmica da dívida pública" na presente edição do *Boletim Económico*.

diferencial entre a taxa de juro e o crescimento em 2019, que reflete a revisão em sentido descendente do crescimento do PIB, bem como saldos primários mais baixos.

Gráfico 28
Fatores impulsionadores da variação na dívida pública

(pontos percentuais do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de março de 2019 elaboradas por especialistas do BCE.
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado da área do euro.

Os países devem dar continuidade às suas políticas orçamentais em plena conformidade com o Pacto de Estabilidade e Crescimento. Tal pode incluir permitir que os estabilizadores automáticos atuem onde apropriado. Paralelamente, os países onde a dívida pública é elevada têm de prosseguir a reconstituição de reservas orçamentais. Todos os países devem continuar a aumentar os esforços no sentido de finanças públicas com uma composição mais favorável ao crescimento.

Caixas

1 Caraterização da atual expansão nas economias avançadas não pertencentes à área do euro: qual é o próximo passo?

Por Alina Bobasu, Mariarosaria Comunale, Ramon Gomez-Salvador e Lucia Quaglietti

A presente caixa analisa a atual fase do ciclo económico nas principais economias avançadas não pertencentes à área do euro com o objetivo de avaliar os fatores subjacentes à transição para um menor crescimento[6]. Embora o crescimento nas economias avançadas não pertencentes à área do euro esteja a registar um abrandamento, os sinais de um abrandamento ou recessão severos parecem contidos na atual conjuntura, continuando o nosso cenário de base a registar uma desacelaração económica modesta.

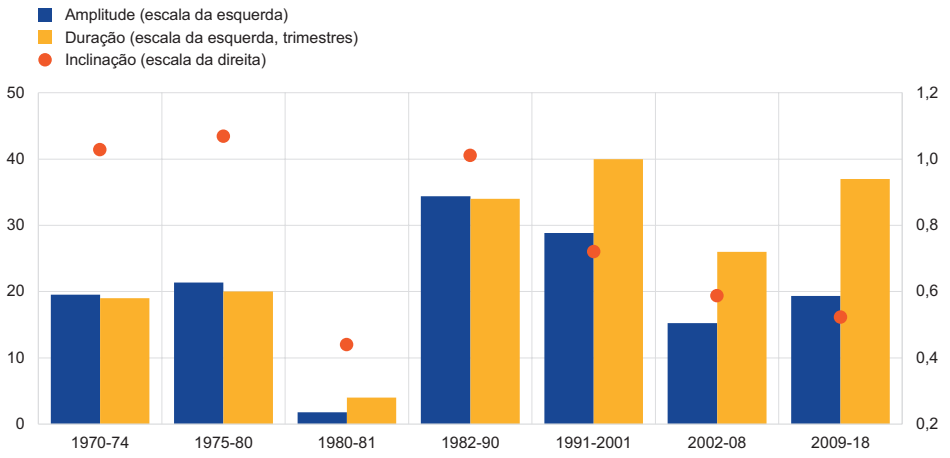
Numa perspetiva histórica, a atual expansão nas economias avançadas não pertencentes à área do euro tem sido relativamente invulgar em termos quer de duração quer de ritmo. Na sequência da crise financeira mundial, a retoma da atividade teve início num contexto de desvios do produto muito consideráveis. A expansão mundial entrou agora no seu décimo ano e está no bom caminho para se tornar a mais longa desde que há registo. Numa perspetiva histórica, a expansão também tem sido comparativamente fraca, com um crescimento acumulado do PIB inferior a 20% desde 2009, isto é, muito abaixo dos níveis registados em expansões anteriores (ver Gráfico A). A lentidão da retoma poderá estar em linha com a opinião de que o crescimento potencial se reduziu nesta última década.

[6] A análise baseia-se nos seguintes países não pertencentes à área do euro: Estados Unidos (US), Japão (JP), Reino Unido (UK), Canadá (CA), Suíça (CH), Suécia (SE), Dinamarca (DK), Noruega (NO) e Austrália (AU).

Gráfico A

Amplitude, duração e inclinação das expansões nas economias avançadas não pertencentes à área do euro

(escala da esquerda: percentagens e trimestres; escala da direita: percentagens)



Fonte: Especialistas do BCE.
Notas: Os ciclos das economias avançadas são obtidos como uma média ponderada dos países na amostra. Ver a primeira nota na presente caixa para saber quais são os países abrangidos. "Amplitude" refere-se à variação percentual do PIB real entre a cava e a próxima crista numa expansão; "duração" é definida como o número de trimestres entre a cava e a próxima crista numa expansão; e "inclinação" corresponde ao rácio entre a amplitude e a duração.

Uma análise aprofundada da dinâmica do ciclo económico requer uma definição mais precisa das suas várias fases. No âmbito da presente caixa, combinamos duas abordagens. Primeiro, detetamos recessões com base na definição meramente técnica, ou seja, uma recessão implica pelo menos dois trimestres de redução do nível do PIB real, adotando o algoritmo Bry-Boschan[7]. Na literatura, esta é conhecida como a abordagem "clássica" à datação de ciclos económicos[8]. Logo que as datas das recessões tenham sido determinadas, utilizamos a componente cíclica do PIB, obtida através da remoção da tendência dos níveis do PIB real recorrendo a estimativas do crescimento do PIB potencial, por forma a destrinçar as diferentes fases das expansões cíclicas[9]. Desagregamos os movimentos no ciclo do PIB em quatro fases adicionais consoante o PIB observado esteja a expandir a um ritmo mais rápido ou mais lento do que o potencial, e consoante o desvio do produto se encontre em terreno positivo ou negativo, impondo novamente um mínimo de dois trimestres consecutivos na definição de

[7] Ver Bry, G. e Boschan, C., "Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs", *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, 1971. Este método proporciona uma boa aproximação e tem sido amplamente utilizado em estudos empíricos sobre expansões e recessões. Ver, por exemplo, no caso dos países do G7 e da UE, Artis, M.J., Kontolemis, Z.G. e Osborn, D.R., "Business Cycles for G7 and European Countries", *The Journal of Business*, Vol. 70, n.º 2, abril de 1997, pp. 249-279; e, para os Estados Unidos, Stock, J.H. e Watson, M.W., "Estimating turning points using large data sets", *Journal of Econometrics,* Vol. 178, Parte 2, janeiro de 2014, pp. 368-381. Os resultados são globalmente comparáveis com a datação reportada pelo Centre for Economic Policy Research – CEPR (Centro de Estudos de Política Económica) e o NBER para a área do euro e os Estados Unidos, respetivamente, utilizando em ambos os casos métodos mais abrangentes que incluem não apenas o PIB trimestral mas também componentes-chave do PIB, o emprego e a atividade industrial, entre outras variáveis. As recessões são definidas como dois trimestres consecutivos de diminuição do nível do PIB.

[8] Ver Burns, A.F. e Mitchell, W.C., "Measuring Business Cycles", *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, dezembro de 1946.

[9] Para saber mais sobre uma abordagem semelhante à datação de ciclos económicos, ver a caixa intitulada "The measurement and prediction of the euro area business cycle", *Boletim Mensal*, BCE, maio de 2011.

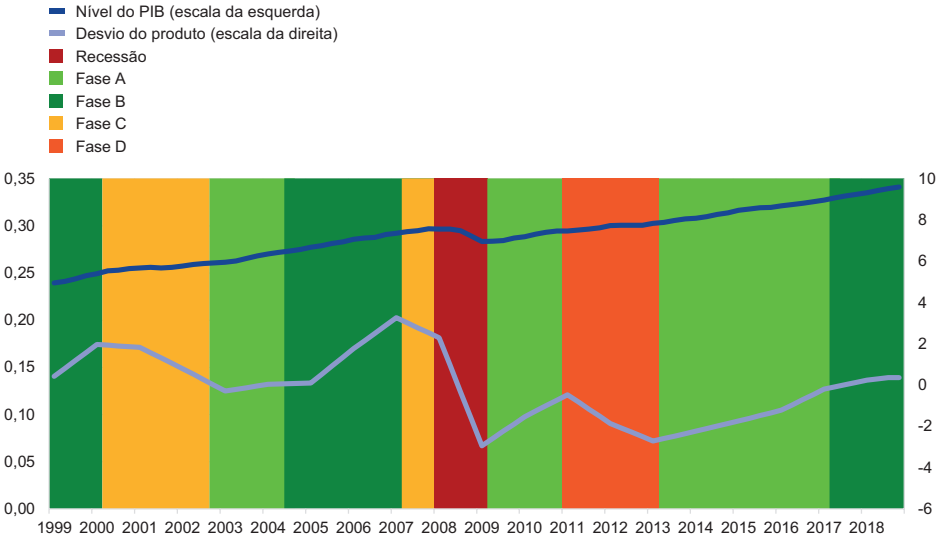
cada fase[10,11]. O Gráfico B apresenta um exemplo das cinco fases com base no agregado das economias avançadas não pertencentes à área do euro.

O segundo passo permite-nos apresentar uma caraterização mais precisa das diferentes fases das expansões. Mais especificamente, permite-nos tomar em linha de conta as implicações resultantes de um menor ritmo de crescimento potencial. Ao combinar recessões, como identificadas no 1.º passo (área a vermelho no Gráfico B), com as fases adicionais do ciclo detetadas no 2.º passo (áreas a verde-claro, verde-escuro, amarelo e laranja) separamos as "aterragens difíceis", ou seja, recessões plenas, de "aterragens suaves", isto é, períodos durante os quais a atividade económica desacelera face ao potencial, com incursões ocasionais dos desvios do produto em terreno negativo, mas sem entrar numa recessão[12].

Gráfico B

Ciclo económico nas economias avançadas não pertencentes à área do euro

(escala da esquerda: índice (em logaritmos); escala da direita: percentagens)



Fonte: Especialistas do BCE.
Notas: O gráfico mostra uma periodização de cinco fases do ciclo económico nas economias avançadas. No primeiro passo, recorremos à abordagem clássica da datação do ciclo económico de modo a separar as expansões das recessões, adotando para tal o algoritmo Bry-Boschan aplicado aos níveis do PIB real (em logaritmos). O segundo passo desagrega os movimentos na componente cíclica do PIB real em quatro fases. A fase A refere-se a períodos durante os quais o desvio do produto ainda é negativo mas o PIB cresce mais rapidamente do que o potencial. A fase B indica o caso em que o desvio do produto é positivo e o PIB cresce mais rapidamente do que o potencial. Na fase C, um desvio do produto positivo está associado a uma expansão do PIB mais lenta do que a do potencial. Por último, a fase D carateriza períodos durante os quais o desvio do produto é negativo e o PIB se expande mais lentamente do que o potencial. A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2018.

[10] A análise da presente caixa e a consequente datação das fases do ciclo económico são sensíveis às estimativas do PIB potencial. São utilizadas as estimativas do FMI e do BCE para o crescimento potencial. Os dados anuais foram interpolados por "splines" cúbicas para obter frequências trimestrais. As estimativas do crescimento potencial para o período antes de 1980 são obtidas através de técnicas simples de remoção de tendências.

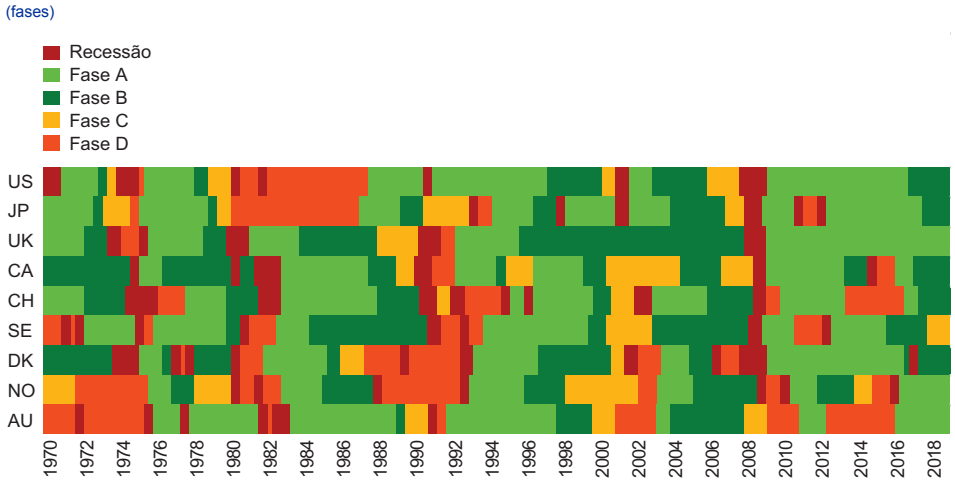
[11] Os indicadores avançados compósitos da OCDE seguem uma abordagem alternativa que se centra na previsão de pontos de viragem da atividade económica.

[12] Em resultado desta abordagem bifaseada, as fases de recessão poderiam suceder a qualquer uma das quatro fases de expansão, embora na prática sucedam maioritariamente à fase C e, em menor medida, às fases B e D.

Esta metodologia sugere que, em várias das principais economias avançadas, o desvio do produto se encontra atualmente em terreno positivo, com a atividade ainda a expandir-se mais rapidamente do que o potencial (ver Gráfico C). As nossas estimativas sugerem que nos Estados Unidos, no Japão, no Canadá, na Suíça e na Dinamarca os desvios do produto são positivos, enquanto a atividade continua a expandir-se mais rapidamente do que o potencial. A Suécia, porém, poderá ter já transitado para uma fase na qual a atividade está a aumentar a um ritmo abaixo do potencial. Em contraste, a retoma no Reino Unido, na Noruega e na Austrália parece ter resistido desde a Grande Recessão, embora prevaleçam ainda algumas capacidades disponíveis nestas economias.

Gráfico C

Periodização dos ciclos económicos para economias avançadas selecionadas



Fonte: Cálculos de especialistas do BCE.
Notas: As recessões são detetadas utilizando o algoritmo Bry-Boschan aplicado aos níveis do PIB real (em logaritmos). A fase A refere-se a períodos durante os quais o desvio do produto ainda é negativo mas o PIB cresce mais rapidamente do que o potencial. A fase B indica o caso em que o desvio do produto é positivo e o PIB cresce mais rapidamente do que o potencial. Na fase C, um desvio do produto positivo está associado a uma expansão do PIB mais lentamente do que o potencial. Por último, a fase D carateriza períodos durante os quais o desvio do produto é negativo e o PIB se expande mais lentamente do que o potencial. A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2018.

A experiência do passado sugere que as economias podem apresentar uma atividade acima do potencial por um período considerável, sendo que têm uma maior probabilidade de registar uma "aterragem suave" do que recessões plenas. O Gráfico C indica que, nas economias com desvios do produto positivos, o PIB pode crescer acima do potencial durante dois a três anos, em média, antes da viragem do ciclo. Além disso, na maior parte dos casos, as economias abrandam gradualmente e registam uma "aterragem suave". As probabilidades históricas (incondicionais) de uma transição entre diferentes fases do ciclo económico sugerem que, após um período durante o qual o desvio do produto é positivo e o crescimento se expande mais rapidamente do que o potencial (fase B), cerca de um terço dos países registam uma recessão, enquanto dois terços transitam para uma fase de crescimento mais modesto à medida que a atividade desacelera abaixo do crescimento potencial.

O nosso cenário de base continua a ser de desaceleração económica moderada nas economias avançadas. Depois de atingir um pico em 2017, o crescimento do PIB nas economias avançadas começou a abrandar no primeiro semestre de 2018, sendo que os indicadores com base em inquéritos apontam para uma nova moderação na viragem do ano. O abrandamento da atividade na indústria transformadora parece ter sido particularmente pronunciado, provavelmente acentuado por incertezas crescentes com impacto no investimento e na atividade a nível mundial. A atualização mais recente do *World Economic Outlook* do FMI sugere que o crescimento global nas economias avançadas se reduzirá gradualmente de 2,3% em 2018 para 2,0% em 2019, até atingir 1,7% em 2020, o que está globalmente em linha com as projeções macroeconómicas de março de 2019 elaboradas por especialistas do BCE[13].

Em termos globais, embora o crescimento nas economias avançadas não pertencentes à área do euro tenha abrandado, os sinais de uma forte desaceleração ou de uma recessão parecem contidos. Não obstante, os riscos no sentido descendente abundam e têm vindo a aumentar recentemente. Uma exacerbação das tensões comerciais, por exemplo, ou um cenário do Brexit "sem acordo" afetariam negativamente as perspetivas das economias avançadas.

[13] Ver "Projeções macroeconómicas para a área do euro de março de 2019 elaboradas por especialistas do BCE", publicadas no sítio do BCE em 7 de março de 2019.

2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 31 de outubro de 2018 a 29 de janeiro de 2019

Por Toshi Nakamura e Pamina Karl

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante o sétimo e oitavo períodos de manutenção de reservas de 2018, que decorreram de 31 de outubro a 18 de dezembro de 2018 e de 19 de dezembro de 2018 a 29 de janeiro de 2019, respetivamente. Durante este período, as taxas de juro das operações principais de refinanciamento (OPR), da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito permaneceram inalteradas, respetivamente em 0,00%, 0,25% e -0,40%. Em paralelo, o Eurosistema continuou a comprar títulos de dívida do setor público, obrigações com ativos subjacentes, instrumentos de dívida titularizados e títulos emitidos pelo setor empresarial como parte do seu programa de compra de ativos, com um montante-alvo de aquisições líquidas de, em média, €15 mil milhões por mês até ao final de dezembro de 2018. Entrou depois na fase de reinvestimento em 1 de janeiro de 2019.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos líquidos e reservas mínimas, situaram-se em €1511,5 mil milhões, o que representa um aumento de €51,8 mil milhões face ao período analisado anterior (ou seja, o quinto e sexto períodos de manutenção de 2018). As necessidades de liquidez mais elevadas deveram-se maioritariamente a um aumento dos fatores autónomos líquidos, que subiram, em média, €51,4 mil milhões, situando-se em €1384,5 mil milhões durante o período em análise, ao passo que as reservas mínimas obrigatórias aumentaram, em média, €0,4 mil milhões, passando para €127,1 mil milhões.

O crescimento dos fatores autónomos líquidos deveu-se a um aumento dos fatores de absorção de liquidez e a uma diminuição dos fatores de cedência de liquidez. Entre os fatores de absorção de liquidez, as notas em circulação e outros fatores autónomos subiram, em média, €16,8 mil milhões, situando-se em €1210 mil milhões, e €18,5 mil milhões, situando-se em €730,7 mil milhões, respetivamente, sendo essa subida parcialmente compensada por uma descida dos depósitos das administrações públicas de €23,3 mil milhões, passando para €236,1 mil milhões. O contributo mais significativo para o crescimento dos fatores

autónomos líquidos foi a descida dos ativos líquidos denominados em euros, que diminuíram, em média, €46,7 mil milhões, situando-se em €153,5 mil milhões. As responsabilidades do Eurosistema para com não residentes na área do euro expressas em euros aumentaram, em média, €50,5 mil milhões, refletindo um padrão sazonal mais pronunciado no final do ano do que no final do trimestre durante o período analisado anterior[14], dando, assim, um contributo negativo para os ativos líquidos médios (de cedência de liquidez) denominados em euros.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo – necessidades de liquidez

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 31 de outubro de 2018 a 29 de janeiro de 2019						Período analisado anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de outubro de 2018	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 31 de outubro a 18 de dezembro		Oitavo período de manutenção: 19 de dezembro a 29 de janeiro		Quinto e sexto períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	**2 176,8**	**(+12,0)**	**2 162,5**	**(-19,3)**	**2 193,4**	**(+30,9)**	**2 164,8**	**(+40,9)**
Notas em circulação	1 210,0	(+16,8)	1 202,4	(+8,1)	1 218,8	(+16,4)	1 193,1	(+16,6)
Depósitos das administrações públicas	236,1	(-23,3)	240,2	(-43,0)	231,3	(-8,9)	259,4	(+20,0)
Outros fatores autónomos	730,7	(+18,5)	719,9	(+15,5)	743,3	(+23,4)	712,2	(+4,3)
Depósitos à ordem	**1 357,6**	**(-0,5)**	**1 379,4**	**(+10,4)**	**1 332,1**	**(-47,2)**	**1 358,0**	**(+26,2)**
Instrumentos de política monetária	**764,9**	**(-14,8)**	**762,7**	**(+4,3)**	**767,4**	**(+4,6)**	**779,7**	**(-0,4)**
Reservas mínimas obrigatórias[1]	127,1	(+0,4)	126,8	(+0,1)	127,4	(+0,6)	126,7	(+2,5)
Facilidade permanente de depósito	637,8	(-15,2)	635,9	(+4,2)	640,0	(+4,0)	653,0	(-2,9)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

[14] As responsabilidades do Eurosistema para com não residentes na área do euro expressas em euros consistem sobretudo em depósitos denominados em euros em contas de bancos centrais de países não pertencentes à área do euro junto do Eurosistema. O final dos trimestres e, em menor medida, dos meses é tipicamente afetado por aumentos destes depósitos, uma vez que os bancos comerciais demonstram maior relutância em aceitar numerário, no mercado com ou sem garantia, antes das datas de reporte do balanço. Em 31 de dezembro de 2018, as responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros aumentaram para €459,3 mil milhões, o que compara com uma média de €315,3 mil milhões durante o sétimo e oitavo períodos de manutenção. Tal implicou um efeito mais pronunciado que o observado em 30 de setembro de 2018, quando estas responsabilidades aumentaram para €301,7 mil milhões, face a uma média de €264,7 mil milhões no quinto e sexto períodos de manutenção.

Ativo – cedência de liquidez

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 31 de outubro de 2018 a 29 de janeiro de 2019						Período analisado anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de outubro de 2018	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 31 de outubro a 18 de dezembro		Oitavo período de manutenção: 19 de dezembro a 29 de janeiro		Quinto e sexto períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	**792,7**	**(-39,2)**	**802,5**	**(-23,0)**	**781,3**	**(-21,2)**	**831,9**	**(+10,9)**
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	639,2	(+7,4)	625,1	(-0,1)	655,8	(+30,7)	631,8	(+1,9)
Ativos líquidos denominados em euros	153,5	(-46,7)	177,4	(-22,9)	125,5	(-51,9)	200,1	(+8,9)
Instrumentos de política monetária	**3 379,8**	**(+35,7)**	**3 375,6**	**(+18,1)**	**3 384,7**	**(+9,1)**	**3 344,1**	**(+53,0)**
Operações de mercado aberto	3 379,7	(+35,7)	3 375,5	(+18,0)	3 384,6	(+9,1)	3 344,0	(+53,0)
Operações de leilão	732,5	(-6,6)	733,2	(-1,5)	731,8	(-1,5)	739,1	(-14,0)
OPR	7,3	(+2,5)	6,8	(-0,1)	7,9	(+1,1)	4,8	(+2,9)
ORPA com prazo de 3 meses	4,7	(+0,1)	4,4	(+0,7)	5,0	(+0,6)	4,6	(-2,8)
Operações das ORPA direcionadas I	0,0	(-5,5)	0,0	(-1,5)	0,0	(+0,0)	5,5	(-5,6)
Operações das ORPA direcionadas II	720,5	(-3,7)	722,0	(-0,6)	718,8	(-3,1)	724,2	(-8,5)
Carteiras definitivas	2 647,2	(+42,2)	2 642,3	(+19,6)	2 652,8	(+10,5)	2 604,9	(+67,0)
Primeiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	4,3	(-0,2)	4,3	(-0,1)	4,3	(-0,0)	4,5	(-0,2)
Segundo programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,2)
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	262,3	(+3,9)	262,1	(+2,2)	262,6	(+0,5)	258,4	(+3,8)
Programa dos mercados de títulos de dívida	73,0	(-1,2)	73,0	(-1,0)	73,1	(+0,1)	74,2	(-9,3)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	27,6	(+0,3)	27,7	(+0,6)	27,6	(-0,1)	27,3	(-0,2)
Programa de compra de ativos do setor público	2 098,7	(+30,9)	2 095,0	(+13,0)	2 103,1	(+8,2)	2 067,8	(+63,6)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	177,1	(+8,4)	176,3	(+4,9)	178,1	(+1,9)	168,7	(+9,5)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)

Outras informações com base na liquidez

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 31 de outubro de 2018 a 29 de janeiro de 2019						Período analisado anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de outubro de 2018	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 31 de outubro a 18 de dezembro		Oitavo período de manutenção: 19 de dezembro a 29 de janeiro		Quinto e sexto períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados	1 511,5	(+51,8)	1 487,2	(+3,8)	1 539,9	(+52,8)	1 459,8	(+32,3)
Fatores autónomos[2]	1 384,5	(+51,4)	1 360,4	(+3,6)	1 412,6	(+52,2)	1 333,1	(+29,8)
Liquidez excedentária	1 868,2	(-16,1)	1 888,4	(+14,3)	1 844,6	(-43,7)	1 884,3	(+20,8)

Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

	Período em análise atual: 31 de outubro de 2018 a 29 de janeiro de 2019						Período analisado anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de outubro de 2018	
	Sétimo e oitavo períodos de manutenção		Sétimo período de manutenção: 31 de outubro a 18 de dezembro		Oitavo período de manutenção: 19 de dezembro a 29 de janeiro		Quinto e sexto períodos de manutenção	
OPR	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
EONIA	-0,363	(-0,00)	-0,360	(+0,01)	-0,366	(-0,01)	-0,362	(+0,00)

Fonte: BCE.
Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de €0.1 mil milhões mais próximo. Os valores entre parêntesis denotam as variações face à análise ou ao período de manutenção anteriores.
1) A rubrica por memória "reservas mínimas obrigatórias" não é apresentada no balanço do Eurosistema, pelo que não deve ser incluída no cálculo do passivo total.
2) O valor global dos fatores autónomos inclui também "elementos em fase de liquidação".

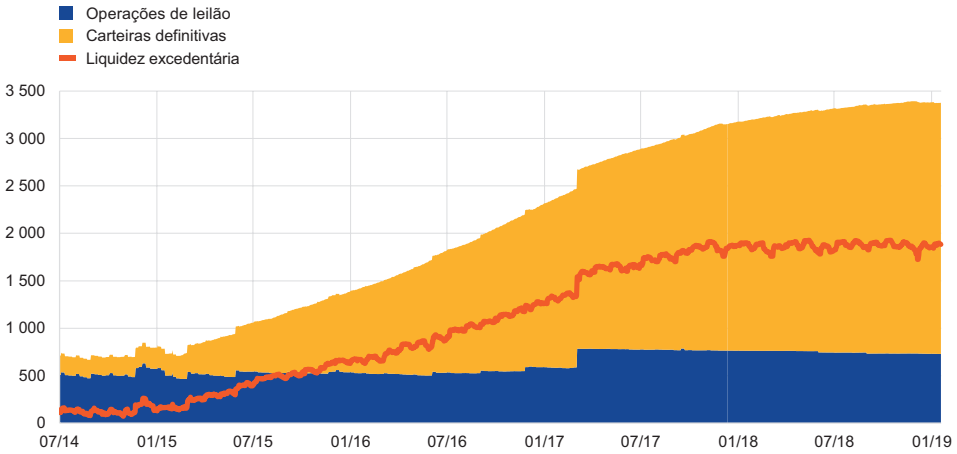
Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – incluindo operações de leilão e aquisições no âmbito do programa de compra de ativos – aumentou €35,7 mil milhões, situando-se em €3379,8 mil milhões (ver Gráfico A). Este aumento deveu-se inteiramente às aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos, tendo a procura de operações de leilão registado uma ligeira diminuição.

Gráfico A

Evolução das operações de mercado aberto e da liquidez excedentária

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

O montante médio de liquidez cedida através das operações de leilão diminuiu ligeiramente durante o período em análise, tendo descido €6,6 mil milhões, situando-se em €732,5 mil milhões. Esta diminuição deveu-se na sua integralidade ao saldo médio mais baixo das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas), que diminuiu €9,2 mil milhões. A liquidez média cedida através das OPR aumentou €2,5 mil milhões, passando para €7,3 mil milhões, o que compensou em parte a diminuição nas ORPA direcionadas.

A liquidez cedida através das carteiras de política monetária do Eurosistema aumentou €42,2 mil milhões, situando-se, em média, em €2647,2 mil milhões, em resultado das aquisições líquidas no âmbito do programa de compra de ativos, que prosseguiram até dezembro de 2018. No entanto, a dimensão do aumento diminuiu €24,8 mil milhões face ao período analisado anterior. A liquidez cedida através do programa de compra de ativos do setor público, do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes, do programa de compra de ativos do setor empresarial e do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados aumentou, em média, €30,9 mil milhões, €3,9 mil milhões, €8,4 mil milhões e €0,3 mil milhões, respetivamente. Os reembolsos de obrigações detidas ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e dos dois anteriores programas de compra de obrigações com ativos subjacentes totalizaram €1,3 mil milhões.

Liquidez excedentária

Como consequência da evolução descrita, a liquidez excedentária média diminuiu ligeiramente em comparação com o período analisado anterior, tendo descido €16,1 mil milhões e passado para €1868,2 mil milhões (ver Gráfico A). Esta diminuição reflete fatores autónomos líquidos mais elevados, sobretudo no oitavo período de manutenção, impulsionados, em parte, por desenvolvimentos de fim de ano nas responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros, que foram apenas parcialmente compensados pela liquidez cedida através das aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos, que abrandaram em torno do final de dezembro, antes da entrada na fase de reinvestimento em 1 de janeiro. No que respeita à repartição das detenções de liquidez excedentária entre os depósitos à ordem e a facilidade permanente de depósito, as detenções médias em depósitos à ordem registaram uma ligeira diminuição de €0,5 mil milhões, situando-se em €1357,6 mil milhões, e o recurso médio à facilidade permanente de depósito diminuiu €15,2 mil milhões, passando para €637,8 mil milhões.

Evolução das taxas de juro

As taxas *overnight* do mercado monetário com e sem garantia permaneceram próximas da taxa de juro da facilidade permanente de depósito do BCE.
No mercado sem garantia, o índice *overnight* médio do euro (a EONIA) situou-se, em média, em -0,363%, permanecendo praticamente inalterado face ao período analisado anterior. A EONIA oscilou entre um mínimo de -0,374%, observado em 21 de dezembro, e um máximo de -0,335%, registado em 27 de dezembro. Relativamente ao mercado com garantia, o diferencial entre as taxas médias *overnight* das operações de reporte para cabazes de ativos de garantia normalizados e alargados no mercado de ativos de garantia gerais GC Pooling[15] diminuiu. Em comparação com o período precedente, a taxa média *overnight* das operações de reporte para o cabaz de ativos de garantia normalizado aumentou 2 pontos base, passando para -0,417%, enquanto para o cabaz de ativos de garantia alargado diminuiu 2 pontos base, situando-se em 0,406%.
A diminuição no final de 2018 das principais taxas das operações de reporte foi menos acentuada do que a descida verificada no final de 2017. Tal sugere que os participantes no mercado adotaram práticas de gestão de ativos de garantia mais eficientes. Além disso, a facilidade de cedência de títulos no contexto do programa do Eurosistema de compra de ativos do setor público continuou a apoiar o bom funcionamento do mercado de operações de reporte.

[15] O mercado GC Pooling permite que os acordos de recompra sejam transacionados na plataforma Eurex contra cabazes de ativos de garantia normalizados.

3 Crescimento do emprego e PIB na área do euro

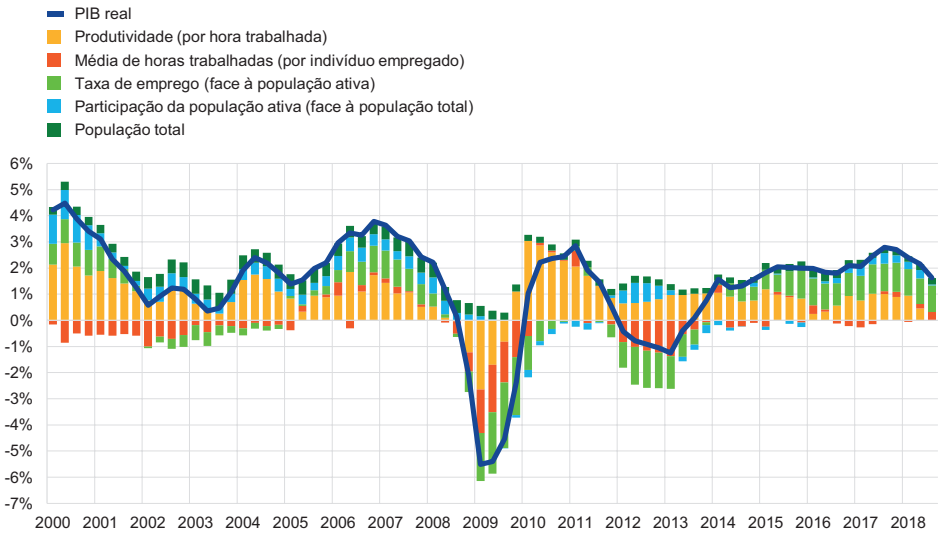
Por Vasco Botelho e António Dias da Silva

A presente caixa analisa a evolução do mercado de trabalho da área do euro no que respeita a variações recentes do crescimento do PIB. O mercado de trabalho permaneceu relativamente robusto ao longo de 2018, apesar do abrandamento do crescimento real do PIB. Uma decomposição do PIB em produtividade do trabalho, resultados no mercado de trabalho e tendências demográficas revela um maior contributo do emprego para o crescimento real do PIB (ver Gráfico A). Nos primeiros três trimestres de 2018, o crescimento económico foi fortemente apoiado pelo crescimento do emprego e pela descida estável da taxa de desemprego. Esta evolução contrasta acentuadamente com as tendências durante o período inicial da retoma e realça a robustez do mercado de trabalho da área do euro face a um contexto de abrandamento do crescimento do PIB em 2018. Com efeito, não obstante a considerável heterogeneidade observada entre os diferentes países da área do euro, a taxa de desemprego agregada da área do euro situava-se, em dezembro de 2018, no seu valor mais baixo desde outubro de 2008, sendo o rácio do emprego em relação à população mais elevado do que em 2008[16].

Gráfico A

Decomposição do crescimento real do PIB

(em percentagem, taxas de crescimento homólogas)



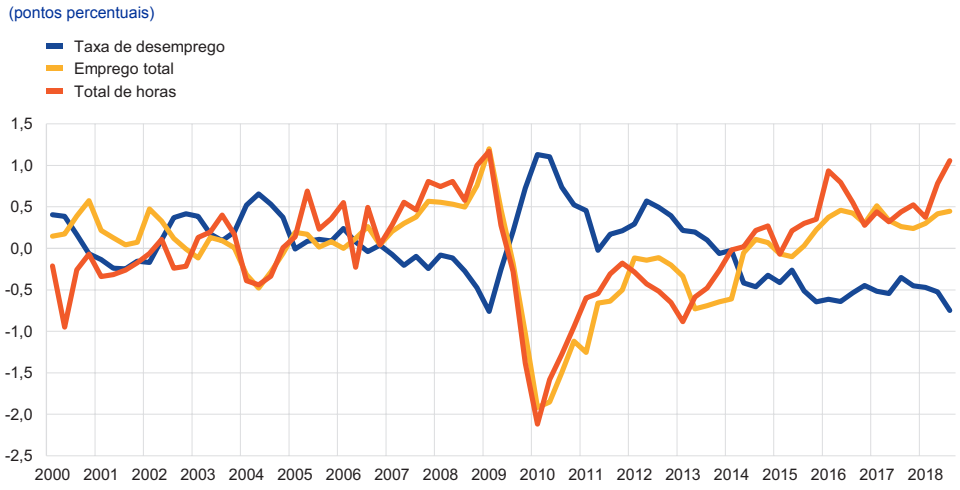
Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.
Notas: O PIB real é decomposto em produtividade do trabalho (PIB real/total de horas trabalhadas), média de horas trabalhadas por indivíduo empregado, taxa de emprego (emprego total/população ativa), taxa de participação da população ativa (população ativa/população) e população total. A população ativa é definida como a soma dos trabalhadores empregados e desempregados.

[16] A heterogeneidade das taxas de desemprego permanece elevada, sendo a diferença entre a taxa mais alta e a taxa mais baixa dos países da área do euro superior a 15 pontos percentuais. O rácio do emprego em relação à população, definido como o emprego total dividido pela população em idade ativa (15 a 74 anos), aumentou 0,8 pontos percentuais, passando de 58,7% para 59,5%, entre o terceiro trimestre de 2008 e o terceiro trimestre de 2018.

Uma relação estática simples estimada entre o emprego/desemprego e o PIB ilustra o bom desempenho do mercado de trabalho desde o início da recuperação na área do euro (ver Gráfico B). O crescimento do emprego foi 0,4 pontos percentuais superior ao nível esperado no final de 2018, com base numa relação estática de longo prazo entre o emprego e o crescimento do PIB. Estes valores residuais positivos do emprego desde o começo da retoma acentuaram-se ainda mais nos últimos três trimestres de 2018, visto que, em termos homólogos, o abrandamento do PIB não foi acompanhado de uma desaceleração proporcional do crescimento do emprego. Os valores residuais positivos traduzem-se também em valores residuais positivos de crescimento do total de horas trabalhadas, ou seja, o total de horas aumentou mais do que o que seria esperado, tendo em conta a taxa de crescimento do PIB. À semelhança, a taxa de desemprego indica igualmente um forte desempenho do mercado de trabalho, sendo a sua tendência inferior ao valor esperado, conforme estimado com base na versão estática tradicional da lei de Okun. A robustez observada no mercado de trabalho é generalizada entre os países[17], com a relação de Okun a demonstrar consistentemente um desempenho do mercado de trabalho mais forte do que o esperado, o que pode dever-se às reformas estruturais que contribuíram para uma maior criação de emprego durante a recente recuperação económica[18].

Gráfico B

Valores residuais segundo estimativas com base na versão estática da lei de Okun



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.
Notas: As estimativas baseiam-se em dados para o período entre o primeiro trimestre de 1998 e o terceiro trimestre de 2018. Valores residuais de uma relação estática de acordo com a lei de Okun que associa as variações homólogas da taxa de desemprego, a taxa de crescimento homóloga do emprego total e a taxa de crescimento homóloga do total de horas à taxa de crescimento homóloga concomitante do PIB real.

[17] As exceções no terceiro trimestre de 2018 são: Itália, com valores residuais de emprego negativos, mas valores residuais de total de horas positivos e valores residuais de taxa de desemprego negativos; a Estónia, com valores residuais de emprego e de total de horas negativos, mas valores residuais de taxa de desemprego positivos; e Malta, com valores residuais de emprego, de total de horas e de taxa de desemprego positivos.

[18] Ver, por exemplo, a caixa intitulada "Recent employment dynamics and structural reforms" do artigo "The employment-GDP relationship since the crisis", *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2016, e a caixa intitulada "Labour and product market regulation, worker flows and output responsiveness" do documento de trabalho intitulado "Structural policies in the euro area", *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 210, BCE, junho de 2018.

No entanto, o atual desempenho do mercado de trabalho dependerá da natureza dos choques que afetam o abrandamento observado no PIB real. Um modelo estático da lei de Okun descreve uma relação de longo prazo entre o crescimento real do PIB e os resultados no mercado de trabalho, ignorando tanto a dinâmica de curto como de longo prazo do ajustamento do mercado de trabalho a flutuações do ciclo económico. A consideração de uma especificação dinâmica para avaliar o perfil temporal entre o crescimento real do PIB e os resultados no mercado de trabalho revelaria que o desempenho do mercado de trabalho depende não apenas das variações atuais do crescimento real do PIB, mas também de inovações passadas do PIB[19]. Além disso, como as elasticidades implícitas na lei de Okun são inferiores à unidade, as flutuações do crescimento real do PIB podem implicar uma resposta ligeiramente prolongada e atenuada do emprego total, da taxa de desemprego e do total de horas. Acresce que o forte desempenho atual do mercado de trabalho e a sua subsequente trajetória podem também ser influenciados pela natureza específica dos choques que afetam a economia.

Em geral, estes resultados destacam a forte dinâmica do mercado de trabalho desde o início da retoma e sublinham a recente solidez do mercado de trabalho perante o recente abrandamento do PIB real em 2018. De facto, embora o crescimento do PIB tenha desacelerado 0,7 pontos percentuais em 2018, o crescimento do emprego desacelerou apenas 0,2 pontos percentuais, com os valores residuais segundo o modelo estático da lei de Okun a tornar-se ainda mais negativos para o desemprego e mais positivos para o emprego e o total de horas. Contudo, o mercado de trabalho também se carateriza por uma resposta prolongada a variações do PIB, sendo esse um dos diversos fatores a influenciar a evolução do mercado de trabalho nos próximos trimestres.

[19] Ver a caixa intitulada "A quantitative investigation of the euro area employment-GDP relationship" do artigo "The employment-GDP relationship since the crisis", *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2016.

4 Novas caraterísticas do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor: grupos analíticos, dados obtidos por leitura ótica e recolha de dados na internet

Por Martin Eiglsperger

O Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) referente aos produtos alimentares, aos produtos industriais, aos serviços e aos produtos energéticos fornece as medidas utilizadas pelo BCE para a sua análise mais pormenorizada da inflação na área do euro. Com a publicação do IHPC relativo a janeiro de 2019, estes grupos analíticos – agregados especiais – têm por base uma distribuição de produtos mais exata. Em resultado, a distinção entre bens e serviços e entre produtos alimentares transformados e não transformados é agora mais precisa. Esta melhoria foi possível mediante a determinação de agregados especiais a partir da classificação genérica do IHPC – a Classificação Europeia do Consumo Individual por Objetivo (*European Classification of Individual Consumption according to Purpose* – ECOICOP), a qual proporciona uma desagregação a um nível mais pormenorizado do que a classificação de produtos utilizada até à data. Outra melhoria recente é a utilização alargada de dados obtidos por leitura ótica em supermercados. A recolha de dados na internet em larga escala por meios automatizados (*web-scraping*) está também a ser aplicada de forma mais generalizada. Em geral, estas alterações refletem melhor a evolução real dos preços no consumidor na economia, sobretudo porque proporcionam uma maior cobertura dos preços de venda.

O BCE acompanha e analisa a inflação recorrendo ao IHPC, decomposto em produtos alimentares não transformados, produtos alimentares transformados, produtos industriais, serviços e produtos energéticos. Estes agregados especiais apresentam muitas vezes caraterísticas distintas, como a maior volatilidade do IHPC referente aos produtos alimentares não transformados e aos produtos energéticos. Algumas medidas da inflação subjacente são obtidas excluindo alguns destes agregados especiais[20]. Em geral, os agregados especiais são utilizados para uma melhor análise e um maior entendimento dos motores da inflação.

Os institutos de estatística da União Europeia introduziram um novo nível de pormenor na classificação do IHPC por objetivo do consumo. Ao nível mais detalhado, a ECOICOP compreende cerca de 300 subcategorias, por exemplo "Equipamento telefónico da rede móvel" (anteriormente, o nível mais pormenorizado de desagregação agrupava equipamento de todos os tipos de telefone e fax numa só categoria). "Reparação de equipamentos telefónicos ou de fax" passou também a constituir uma categoria separada. Os institutos de estatística estão a disponibilizar desagregações do IHPC nacional de acordo com a ECOICOP para diferentes

[20] Ver o artigo "Measures of underlying inflation for the euro area", *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2018.

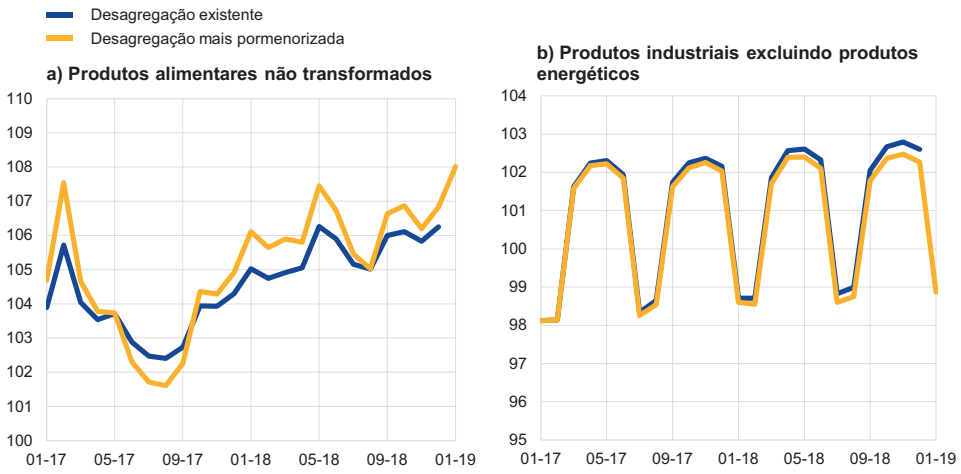
períodos. Enquanto a França e a Lituânia calcularam retroativamente toda a série temporal, a Irlanda e a Finlândia publicaram dados apenas a partir de 2017.

Os índices de preços para os grupos analíticos com base na classificação mais pormenorizada dos produtos por objetivo de consumo foram introduzidos com a publicação do IHPC da área do euro referente a janeiro de 2019. O Eurostat – o serviço de estatística da União Europeia – calculou estes novos agregados especiais desde janeiro de 2017 para a área do euro e para a União Europeia como um todo, assim como para cada um dos Estados-Membros da União Europeia. Os anteriores agregados especiais do IHPC foram substituídos. Até dezembro de 2016, os dados dos agregados especiais do IHPC continuam a basear-se numa desagregação menos pormenorizada, implicando uma quebra de série nas séries temporais correspondentes. O Gráfico A ilustra a forma como o nível mais pormenorizado da desagregação por produtos tem impacto no IHPC referente aos produtos alimentares não transformados e aos produtos industriais excluindo produtos energéticos. Além da separação entre produtos alimentares transformados e não transformados, os efeitos dos dados mais pormenorizados nos agregados especiais são relativamente insignificantes. No entanto, tal poderá ter algumas implicações para a elaboração de previsões e para a correção de sazonalidade dos agregados especiais do IHPC.

Gráfico A

Classificação mais pormenorizada do IHPC da área do euro referente aos produtos alimentares não transformados e aos produtos industriais excluindo produtos energéticos

(índice: 2015 = 100)



Fonte: Eurostat.

A compilação do IHPC referente aos produtos alimentares, aos bens, aos serviços e aos produtos energéticos com base numa classificação mais pormenorizada dos produtos por objetivo do consumo constitui uma melhoria importante. Ajuda e identificar melhor os motores da inflação, como os aumentos salariais no que toca aos serviços. É expectável também que a modelização econométrica da inflação por grupos analíticos beneficie da distribuição mais rigorosa.

Com a publicação dos IHPC relativos a janeiro de 2019, o recurso à recolha de dados na internet foi alargado, sendo os dados obtidos por leitura ótica em supermercados já utilizados por diversos institutos de estatística. Tradicionalmente, os preços nos estabelecimentos comerciais são recolhidos por observadores de preços, que se centram nos preços das variantes de produtos mais vendidas e visitam os estabelecimentos pelo menos uma vez por mês, ou com maior frequência para os preços mais voláteis. Embora em muitos Estados-Membros da União Europeia a recolha de preços em lojas ainda seja crucial para a amostra de dados do IHPC, muitos institutos de estatística começaram a utilizar ou estão a intensificar a utilização de dados obtidos por leitura ótica e recolhidos na internet.

Estes novos métodos de recolha de informação proporcionam consideravelmente mais dados sobre os preços, refletindo a variabilidade dos produtos, e cobrem também um número maior de dias de amostragem por mês. Ao contrário da recolha de preços normal com base em inquéritos em estabelecimentos comerciais, o cálculo de índices recorrendo a dados obtidos por leitura ótica baseia-se no volume de transações por código de barra dos produtos – o número de identificação no comércio mundial (*Global Trade Identification Number* – GTIN) – ou outro código de identificação. Os preços são calculados dividindo o volume de transações de um produto específico (identificado pelo respetivo código) pelo montante vendido. Os dados obtidos por leitura ótica permitem que sejam incluídos muitos mais produtos durante um período mais longo. Os preços calculados com base nestes dados estão mais próximos da média do mês, em comparação com a recolha de preços num determinado momento.

Novos métodos de recolha de dados requerem novas abordagens estatísticas. O volume significativamente maior de dados exige que os institutos de estatística processem os dados por meios automatizados. A compilação de índices de preços de produtos específicos a partir de dados obtidos por leitura ótica coloca vários desafios, nomeadamente no que se refere ao tratamento dos preços descontados e aos volumes de compra mais elevados devido a descontos. O baixo volume de negócios após períodos de desconto implica que os índices de preços, ponderados pelos volumes de vendas, tendem a apresentar um desvio em sentido descendente quando são aplicadas fórmulas de índices de preços definidas[21]. Na maioria dos casos, os institutos de estatística que recorrem a dados obtidos por leitura ótica compilam atualmente índices sem desvios sem incorporar ponderadores do índice derivados do volume de transações concomitante. Os investigadores de estatística estão presentemente a desenvolver métodos para ter em conta o volume de transações através de ponderadores da despesa, evitando, ao mesmo tempo, enviesamentos em sentido descendente[22].

---

[21] Ver, por exemplo, de Haan, J. e van der Grient, H., "Eliminating chain drift in price indexes based on scanner data", *Journal of Econometrics*, vol. 161(1), pp. 36-46, março de 2011.

[22] Ver, por exemplo, Chessa, A., Verburg, J. e Willenborg, L., "A Comparison of Price Index Methods for Scanner Data", estudo apresentado na 15.ª reunião do Grupo de Ottawa, que teve lugar de 10 a 12 de maio de 2017, em Eltville am Rhein, na Alemanha.

O relançamento de produtos também pode dar azo a questões de compilação quando são utilizados dados obtidos por leitura ótica. Embora as caraterísticas essenciais do produto sejam mantidas, o código de identificação do produto relançado poderá mudar e este ser vendido a um preço mais elevado. A compilação de índices de preços com base nos códigos de identificação dos produtos não captaria estes aumentos de preço. É, portanto, necessário desenvolver métodos que identifiquem os relançamentos também quando o código dos produtos foi alterado.

A gama de variantes de produtos mais alargada, a maior frequência de registo e a cobertura mais abrangente do mês em análise são três das principais formas como os dados obtidos por leitura ótica e os dados recolhidos na Internet afetam o IHPC. Os dados obtidos por leitura ótica referem-se tipicamente a um período de duas a três semanas num mês. As estimativas provisórias do IHPC poderão abranger um período mais curto. Por conseguinte, a utilização de dados obtidos por leitura ótica poderá, ocasionalmente, levar a revisões mais elevadas e/ou mais frequentes das estimativas provisórias. Em termos gerais, a maior quantidade de dados implica que os índices de preços mensais são mais afetados pela fixação de preços por parte dos supermercados e dos retalhistas a operar na Internet. A título de exemplo, estes novos métodos permitem uma melhor cobertura dos fins de semana e dos dias úteis antes da Páscoa e do Natal.

Os dados obtidos por leitura ótica fornecem uma melhor indicação das variações abruptas de preço relacionadas com descontos. Os preços de venda em torno do Natal poderão ter um impacto, em especial quando os dados obtidos por leitura ótica são incorporados pela primeira vez, visto que a fórmula do IHPC requer dados encadeados ao longo de dezembro. De um modo geral, com a utilização de dados obtidos por leitura ótica, os preços de venda são cobertos de forma mais abrangente, tanto a nível temporal como a nível dos produtos, o que implica que os índices de preços baseados em dados obtidos por leitura ótica poderão ser significativamente mais voláteis.

5 Novo método para o índice de preços de férias organizadas na Alemanha e o seu impacto nas taxas de inflação medidas pelo IHPC

Por Martin Eiglsperger

Os índices harmonizados de preços no consumidor (IHPC) são atualizados regularmente devido a alterações nas ponderações do consumo e nas rubricas incluídas e, ocasionalmente, também devido a melhorias metodológicas. Uma destas melhorias consiste numa alteração na forma como o índice de preços das férias organizadas é calculado no IHPC da Alemanha, implementada com a divulgação do IHPC de janeiro de 2019. Isto levou a revisões das taxas de variação homólogas não só para a Alemanha, como também para o conjunto da área do euro.

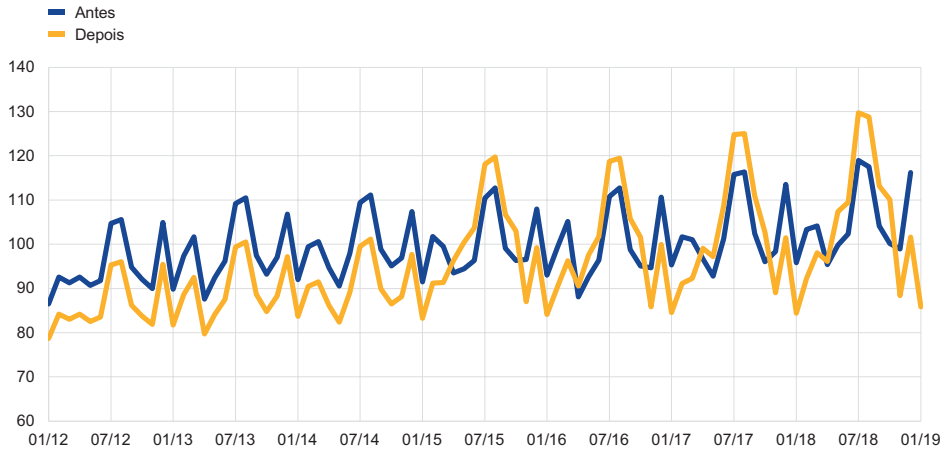
O índice de preços alemão para as férias organizadas apresenta agora um padrão sazonal mais significativo. Enquanto o método anterior utilizava ponderações sazonais da despesa – ou seja, ponderações diferentes no índice de preços para férias organizadas realizadas em diferentes alturas do ano – a nova abordagem usa ponderações anuais, mantidas fixas durante todo o ano. Isto significa que o índice de preços das férias organizadas deixou de ser afetado pela alternância entre ponderações sazonais no início e no fim das épocas. Contudo, a aplicação de ponderações fixas implica que, durante períodos fora de estação, quando os preços de viagens sazonais não são observáveis, as variações em falta dos preços têm de ser estimadas. Por exemplo, no verão é necessário incluir estimativas para as variações dos preços das viagens normalmente realizadas no inverno, sendo que no inverno é necessário utilizar estimativas para as variações dos preços no verão. A estimação é feita por imputação, com as variações nos preços das férias em períodos fora de estação a serem estimadas com base na dinâmica dos preços de outras viagens efetivamente realizadas nessa estação. Enquanto a abordagem anterior tratava as férias de inverno e de verão em separado, a nova amostra integrada inclui também destinos para os quais se registaram viagens ao longo de todo o ano civil, o que estabelece uma relação entre a evolução de preços das viagens sazonais.

A alteração metodológica conduziu a um perfil sazonal mais pronunciado do índice de preços das férias organizadas para a Alemanha e também para a área do euro. O Gráfico A mostra que o índice da área do euro registou uma maior variação sazonal do que anteriormente, com valores mais elevados nos meses de verão e valores mais baixos nos meses de inverno. Embora o novo índice varie mais entre máximos e mínimos sazonais, o seu perfil é, contudo, menos errático.

Gráfico A

Índice de preços de férias organizadas para a área do euro antes e depois da revisão

(índice: 2015 = 100)



Fonte: Eurostat.

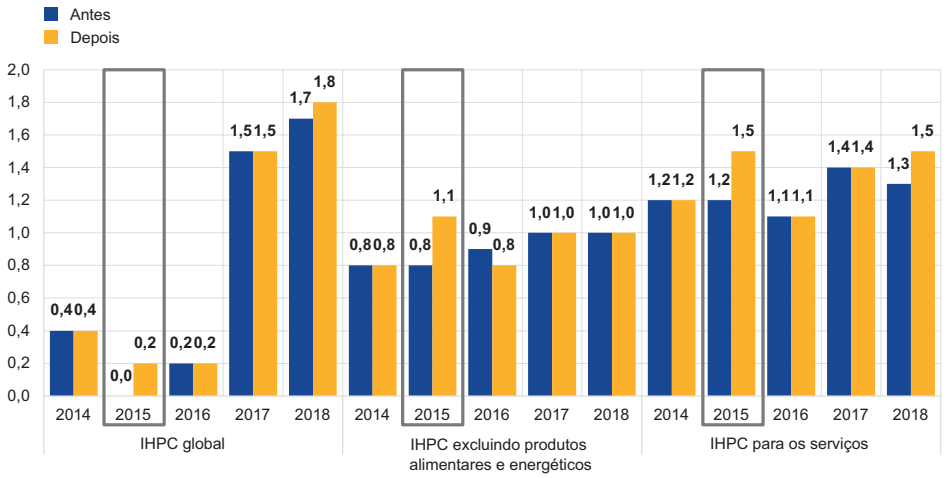
Os dados revistos tiveram um impacto considerável nas taxas de variação homólogas de diversos agregados do IHPC da área do euro no primeiro ano para o qual a alteração metodológica foi incorporada; posteriormente, o impacto é mais moderado (ver Gráfico B). Os valores do índice a partir de 2015 utilizam dados compilados de acordo com o novo método, enquanto o índice para 2014 e anos anteriores ainda se baseia no anterior tratamento das férias organizadas. As taxas de variação homólogas de 2015 são calculadas utilizando os valores do índice baseados em diferentes métodos e são, por conseguinte, distorcidas[23]. A partir de 2016, as taxas de crescimento homólogas são inteiramente baseadas no novo método, não tendo por isso distorções. O impacto nas taxas de crescimento homólogas no período de 2016 a 2018 é relativamente moderado.

[23] Ver Eurostat, "Improved calculation of HICP special aggregates and German package holidays methodological change", fevereiro de 2019, p. 2.

Gráfico B

Impacto da alteração metodológica do índice de preços de férias organizadas na Alemanha sobre os agregados do IHPC da área do euro

(taxas de inflação homólogas)



Nota: As taxas de crescimento homólogas do IHPC para os serviços, para os anos de 2017 a 2018, após a revisão, são também afetadas pela introdução de uma classificação de produtos mais pormenorizada; ver a caixa intitulada "Novas caraterísticas do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor: grupos analíticos, dados obtidos por leitura ótica e recolha de dados na internet" neste número do *Boletim Económico*.

Os utilizadores terão de analisar as distorções nas taxas de crescimento homólogas, especialmente de 2015, aquando da avaliação da evolução passada da inflação. Isto aplica-se particularmente, por exemplo, à inflação medida pelo IHPC da área do euro excluindo produtos alimentares e produtos energéticos enquanto medida da inflação subjacente (ver Gráfico C). A revisão da série distorce a imagem de anos sucessivos de inflação subjacente baixa. Para efeitos analíticos, os utilizadores podem corrigir a série de variações anuais em percentagem de diferentes formas[24]. Uma abordagem simples para a obtenção de taxas de inflação homólogas que não incluam dados com base em diferentes métodos é utilizar taxas de variação homólogas até dezembro de 2015 com base no índice antes da alteração metodológica, e utilizar taxas de crescimento homólogas obtidas a partir do índice calculado de acordo com o novo método, de janeiro de 2016 em diante[25].

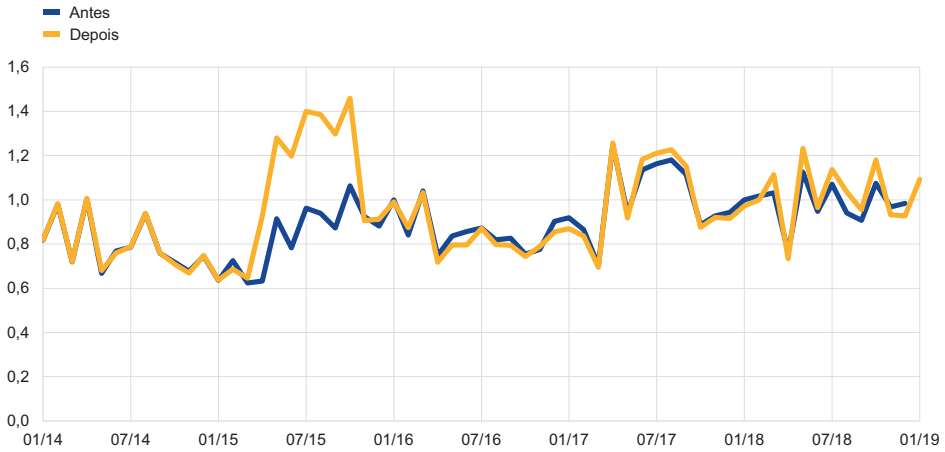
[24] As abordagens à mitigação do impacto das distorções poderiam beneficiar da utilização de técnicas de análise de séries temporais, tal como a correção de sazonalidade.

[25] Contudo, este método não pode ser utilizado no cálculo de uma série temporal do IHPC. O IHPC é um índice de preços baseado numa fórmula do tipo Laspeyres (ver Eurostat, "Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), Methodological Manual", novembro de 2018, p. 170.), o que significa que as ponderações da despesa anual são aplicadas a índices de componentes e não às respetivas taxas de crescimento.

Gráfico C

Inflação medida pelo IHPC da área do euro excluindo produtos alimentares e energéticos antes e depois da revisão

(taxas de variação homólogas)



Fonte: Eurostat.

6 Diferencial entre a taxa de juro e o crescimento e dinâmica da dívida pública

Por Cristina Checherita-Westphal

A diferença entre a taxa de juro média que as administrações públicas pagam pela sua dívida e a taxa de crescimento nominal da economia é uma variável fundamental para a análise da dinâmica da dívida e da sustentabilidade dos países. A variação da dívida pública entre dois anos é igual aos juros pagos sobre o volume de dívida, o défice primário (excesso da despesa, excluindo pagamentos de juros, em relação à receita) e outros fatores (ajustamentos défice-dívida). No tocante aos rácios em relação ao PIB, a variação da dívida é determinada sobretudo pelo saldo primário e pela diferença entre a taxa de juro e a taxa de crescimento do PIB. Se o diferencial entre a taxa de juro e o crescimento ($i-g$) for estritamente positivo, é necessário um excedente orçamental primário para estabilizar ou reduzir o rácio da dívida em relação ao PIB. Quanto maior for o nível de dívida inicial, maior terá de ser o excedente primário. Por seu turno, um $i-g$ persistentemente negativo sobre a dívida pública ($i<g$) implicaria que os rácios da dívida poderiam ser reduzidos mesmo em presença de défices orçamentais primários (mais baixos do que o efeito da dívida induzido pelo diferencial)[26].

Recentemente, o $i-g$ passou a ser negativo na maioria das economias avançadas, incluindo nos países da área do euro. De acordo com as previsões do outono de 2018 da Comissão Europeia, todos os países da área do euro exceto Itália tinham um $i-g$ negativo em 2017. Projeta-se que o diferencial aumente em 12 países da área do euro até 2020, mas que se mantenha em terreno negativo em todos os países exceto Itália.

O debate sobre o papel da política orçamental perante um diferencial persistentemente negativo entre a taxa de juro e o crescimento foi reavivado por Olivier Blanchard no seu discurso presidencial de 2019 proferido na American Economic Association (AEA)[27]. Utilizando o exemplo dos Estados Unidos, Olivier Blanchard argumenta que os custos da dívida pública podem ser mais baixos do que o geralmente pressuposto nos debates sobre políticas.
Tal decorre do facto de a taxa de juro segura (dos Estados Unidos) (utilizada como aproximação das taxas marginais das obrigações) ser inferior à taxa de crescimento

---

26 $\Delta b_t = \left(\frac{i_t - g_t}{1-g_t}\right) b_{t-1} - pb_t + dda_t$ (eq.1)
A equação 1 (a equação típica sobre acumulação de dívida) fornece um quadro contabilístico simples para desagregar a variação do rácio da dívida bruta das administrações públicas em relação ao PIB (Δb_t) nos seus principais fatores impulsionadores, que consistem no seguinte: i) o "efeito bola de neve", isto é, o impacto da diferença entre a taxa de juro nominal média cobrada sobre a dívida pública (i_t) e a taxa de crescimento nominal do PIB (g_t) multiplicada pelo rácio da dívida em relação ao PIB no período anterior (b_{t-1}); ii) o rácio do saldo orçamental primário (excedente) (pb_t); e iii) o ajustamento défice--dívida em percentagem do PIB (dda_t) ou o ajustamento dívida-fluxo, englobando fatores que afetam a dívida mas não estão incluídos no saldo orçamental (tais como aquisições ou vendas de ativos financeiros).

27 "Public Debt and Low Interest Rates", discurso presidencial de 2019 de Olivier Blanchard na American Economic Association (Atlanta, 5 de janeiro de 2019). A intervenção foi essencialmente uma apresentação do seu trabalho académico recente, intitulado Public Debt and Low Interest Rates.

nominal do PIB, sendo esta mais a norma histórica do que a exceção. Com um diferencial $i-g$ negativo, a dívida pública pode não ter custos orçamentais. Ainda assim, pode ter custos em termos de bem-estar, mas também estes podem ser mais baixos do que o normalmente pressuposto. Uma implicação decorrente desta afirmação seria que os Estados Unidos podem manter (renovar) níveis de dívida (mais) elevados sem custos significativos. O autor sublinha, contudo, que o objetivo da intervenção não é defender, em si, níveis de dívida mais elevados, mas possibilitar uma discussão mais enriquecedora das políticas e das regras apropriadas sobre a dívida do que aquela a que se assiste presentemente.

Os modelos teóricos não proporcionam conclusões claras no que respeita ao sinal e ao volume do diferencial entre a taxa de juro e o crescimento sobre a dívida pública. Em geral, os modelos baseiam-se no pressuposto de que as restrições orçamentais inter-temporais permanecem – ou seja, o valor atual dos futuros excedentes primários deve ser igual ao valor atual da dívida (não se verificando trajetórias de dívida explosivas). Enquanto a teoria do crescimento clássica implica um $i-g$ positivo para as economias que operam no seu estado estacionário (numa trajetória de crescimento equilibrada), incluindo no que respeita à taxa segura, em modelos de gerações sobrepostas com incerteza não diversificável ou em modelos com bolhas racionais, um $i-g$ negativo sobre a dívida pública pode coexistir com uma economia dinamicamente eficiente[28]. Além disso, há que reconhecer que esses modelos analisam a "taxa sem risco", ao passo que ter em conta o risco de crédito soberano ou a possibilidade de incumprimento aumentaria o custo da dívida pública[29].

Empiricamente, o diferencial entre a taxa de juro e o crescimento relevante para a dinâmica da dívida pública, tal como acima definido, foi positivo no caso das economias maduras avançadas durante períodos mais longos. O valor do $i-g$ para as economias maduras no decurso de períodos alargados tem-se situado em torno de um ponto percentual[30]. Os valores positivos são também normalmente observados nas economias de maior dimensão da área do euro (ver Gráfico A). Por outro lado, valores do $i-g$ negativos são observados nas economias avançadas durante períodos de sobreaquecimento ou, de um modo mais geral, nas economias emergentes. Tal como documentado na literatura empírica[31], os principais fatores subjacentes ao "puzzle" dos diferenciais persistentemente negativos nas economias emergentes são a repressão financeira, incluindo durante

---

28 Blanchard, O. e Fischer, S., *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge, 1989, e Blanchard (2019), *op. cit.*

29 Para uma síntese da literatura sobre esta matéria, ver D'Erasmo, P., Mendoza, E. e Zhang, J., "What is a Sustainable Public Debt?", *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 2B, 2016, pp. 2557-2588.

30 Ver Escolano, J., "A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates", *IMF Technical Notes and Manuals*, Washington DC, 2010. Um estudo pioneiro da OCDE sobre medidas para a sustentabilidade da dívida pública (Blanchard *et al.*, 1991) conclui que, mesmo se a configuração de um diferencial negativo como sendo "facilmente rejeitado com base em razões de natureza teórica ou empírica permanece um aspeto curioso do ponto de vista teórico, […] existe, ainda assim, um consenso geral de que a situação de excesso na taxa de juro face à taxa de crescimento provavelmente persiste, se não sempre, pelo menos a médio e longo prazo" (p. 15). Ver Blanchard, O., Chouraqui, J.-C., Hagemann, R. e Sartor, N., "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question", *Economic Studies*, n.º 15, OCDE, Paris, 1990.

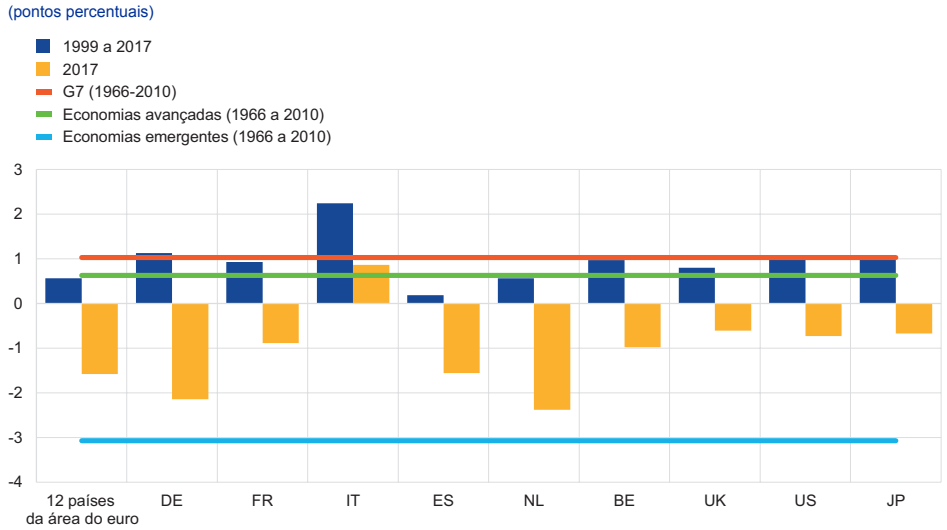
31 Ver por exemplo: Escolano, J., Shabunina, A. e Woo, J., "The Puzzle of Persistently Negative InterestRate–Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?", *Fiscal Studies*, Vol. 38(2), 2017, pp. 179–217.

períodos de hiperinflação, e, em certa medida, também o efeito de convergência dos rendimentos. Por último, o saldo primário desempenha igualmente um papel importante na dinâmica da dívida. Mesmo em presença de um $i-g$ negativo, défices primários bastante elevados obstariam à estabilização dos rácios da dívida. Neste aspeto, os excedentes primários na maioria dos países da área do euro ajudaram a colocar os rácios da dívida numa trajetória descendente[32].

Além disso, enquanto a taxa de juro seguiu uma clara tendência descendente desde a década de 1980, a taxa de crescimento do PIB apresentou, em certa medida, a mesma tendência. Desde a década de 1980 em particular, as taxas de juro reais nas economias avançadas diminuíram e, na sequência da crise financeira mundial, caíram para níveis excecionalmente baixos. Esta evolução tem sido frequentemente associada a uma descida da taxa de juro natural ou neutra estimada, a qual, por seu turno, tem sido associada em muitos estudos a uma diminuição do crescimento do produto potencial[33]. Subsiste, portanto, ainda uma questão sobre a tendência no que respeita à diferença entre as duas variáveis e, mais especificamente, sobre o diferencial aplicável ao financiamento das administrações públicas.

Gráfico A

Diferencial entre a taxa de juro e o crescimento sobre a dívida pública ($i-g$)



Fontes: Previsões económicas do outono de 2018 da Comissão Europeia (base de dados AMECO) no que diz respeito aos dados de 1999 a 2017 (barras) e Escolano *et al.* (2017) no que se refere aos dados de 1966 a 2010 (linhas).
Notas: O gráfico mostra a diferença entre a taxa de juro nominal média sobre a dívida (i) e a taxa de crescimento nominal do PIB (g). Em termos homólogos, i é definido como o rácio entre a totalidade do pagamento de juros no momento t e o volume de dívida em t-1, sendo depois calculada a média ao longo dos períodos apresentados no gráfico. Em geral, as séries AMECO abrangem a dívida das administrações públicas de acordo com a definição do SEC 2010 (para os Estados Unidos, dívida federal). As linhas horizontais representam o $i-g$ médio no período de 1966 a 2010 (os dados relativos a alguns países incluídos na amostra não estão disponíveis para todo o período, tal como explicado em Escolano *et al.*, 2017). Os países apresentados são as seis economias de maior dimensão da área do euro. Os 12 países da área do euro são os seguintes: Bélgica, Alemanha, Irlanda (excluindo valores atípicos extremos para os anos de 2015 e 2016), Grécia, Espanha, França, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia. Os valores indicados no gráfico para os 12 países da área do euro representam médias simples do $i-g$ no conjunto da amostra. Os outros grupos de países são como descrito em Escolano *et al.* (2017) e correspondem, em geral, às definições do FMI de economias avançadas e emergentes.

[32] Segundo as previsões do outono de 2018 da Comissão Europeia, o saldo primário da área do euro deverá apresentar um excedente (+1,2% do PIB) em 2018, em contraste com os défices registados nos Estados Unidos (-2,1% do PIB) e no Japão (-1,5% do PIB). De acordo com as projeções, todos os países da área do euro, exceto a França, a Espanha e a Letónia, terão registado um excedente primário em 2018.

[33] Consultar Brand, C., Bielecki, M. e Penalver, A., "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 217, BCE, Frankfurt am Main, 2018.

A literatura empírica[34] identifica vários fatores que influenciam a dinâmica do diferencial. O envelhecimento da população foi considerado um fator relevante na descida da taxa de juro natural, mas também na diminuição do crescimento do PIB potencial[35]. Além disso, a literatura identifica o "excesso de poupança mundial" (aproximado pelos excedentes da balança corrente das economias emergentes) e o efeito pontual da constituição da União Económica e Monetária[36] como fatores relevantes que contribuem para a diminuição do $i-g$ nas economias avançadas. As condições cíclicas e as políticas económicas também parecem desempenhar um papel importante. O diferencial pode aumentar rapidamente em períodos de recessão, em especial nos países com dívida elevada. De um modo mais geral, considera-se que posições orçamentais mais fracas (dívida e défices mais elevados) estão associadas a um $i-g$ mais elevado. O Quadro A apresenta médias históricas do $i-g$ para os 12 países da área do euro, tendo em conta os rácios de dívida pública elevados e a posição no ciclo económico. O diferencial é mais elevado, em média, quando a dívida pública é alta (para o período de 1999 a 2017, 1,7 pontos percentuais quando a dívida é igual ou superior a 90% do PIB *versus* 0,0 pontos percentuais quando a dívida é inferior a 90%; são registados resultados semelhantes para o período mais alargado desde 1985). Tal é explicado, em parte, pela posição no ciclo: em períodos de conjuntura económica desfavorável, o $i-g$ é muito superior ao observado em períodos de conjuntura económica normal ou favorável (3,0 pontos percentuais face a -0,5 pontos percentuais para o período de 1999 a 2017). Ainda assim, em períodos de conjuntura económica desfavorável, os países com dívida mais elevada apresentam diferenciais mais altos (3,8 pontos percentuais face a 2,5 pontos percentuais)[37].

---

[34] Ver, por exemplo, Escolano *et al.*, *op. cit.* e Turner, D. e Spinelli, F., "Explaining the interest-rate-growth differential underlying government debt dynamics", *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 919, OCDE, Paris, 2011.

[35] Ver o artigo intitulado "The economic impact of population ageing and pension reforms", *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2018.

[36] Embora a compressão dos diferenciais no início da União Económica e Monetária tenha levado a uma descida do $i-g$ em partes da área do euro, as crises financeira e da dívida soberana desencadearam inversões muito apronunciadas do diferencial durante algum tempo.

[37] Uma análise empírica da amostra de 12 países da área do euro mostra que a dívida e o défice públicos (dívida e défice contemporâneos, com um desfasamento de um ano e respetivas médias a cinco anos) são determinantes significativas do $i-g$ após controlar o desvio do produto, o crescimento da produtividade total dos fatores, o rácio de dependência da população idosa, o crescimento da população, a taxa de juro de curto prazo, o $i-g$ nos Estados Unidos, bem como efeitos fixos por país e ano.

Quadro A

Diferenciais médios históricos entre a taxa de juro e o crescimento ($i-g$), tendo em conta a dívida pública e os efeitos dos ciclos económicos

(pontos percentuais, 12 países da área do euro)

	A nível global	Dívida pública mais baixa (< 90% do PIB)	Dívida pública elevada (≥ 90% do PIB)
1985 a 2017	0,9	0,4	1,9
1999 a 2017	0,6	0,0	1,7
	A nível global	**Períodos de conjuntura económica normal e favorável (desvio do produto ≥ -1,5)**	**Períodos de conjuntura económica desfavorável (desvio do produto < -1,5)**
1985 a 2017	0,9	0,1	2,9
1999 a 2017	0,6	-0,5	3,0
	A nível global	**Períodos de conjuntura económica desfavorável e dívida pública mais baixa (desvio do produto < -1,5 e dívida < 90%)**	**Períodos de conjuntura económica desfavorável e dívida pública elevada (desvio do produto < -1,5 e dívida ≥ 90%)**
1985 a 2017	2,9	2,4	3,7
1999 a 2017	3,0	2,5	3,8

Fontes: Base de dados AMECO da Comissão Europeia, extrapolada para o período de 1985 a 2017, quando necessário, com outras fontes.
Notas: Os diferenciais entre a taxa de juro e o crescimento apresentados constituem médias simples no conjunto dos 12 países da área do euro (ver Gráfico A) para os respetivos períodos. A dívida elevada é definida como um rácio da dívida pública em relação ao PIB de, pelo menos, 90%. Um desvio do produto de -1,5% é o limite que separa os períodos de conjuntura económica desfavorável dos períodos de conjuntura económica normal na matriz de flexibilidade da Comissão Europeia (2015). Os resultados são semelhantes para uma amostra de 24 economias avançadas, que inclui os 19 países da área do euro, bem como a Dinamarca, a Suécia, o Reino Unido, os Estados Unidos e o Japão.

Na área do euro, os atuais diferenciais baixos entre a taxa de juro e o crescimento sobre a dívida pública não devem ser vistos como um incentivo para aumentar os níveis de dívida, especialmente nos casos em que a margem orçamental é restrita. A dívida pública elevada coloca desafios económicos significativos[38]. Embora a despesa e o investimento públicos eficazes possam aumentar o potencial de crescimento de um país no médio prazo e mitigar os efeitos cíclicos negativos de um abrandamento[39], os atuais níveis de dívida elevados em muitas economias estão a restringir esses canais, em particular a capacidade de aplicar uma política orçamental contracíclica em períodos de conjuntura económica desfavorável. Os riscos específicos dos países e os riscos económicos e de políticas a nível mundial exigem políticas no sentido de limitar as vulnerabilidades dos países.

[38] Para uma análise dos riscos associados a regimes de dívida elevada, ver o artigo intitulado "Government debt reduction strategies in the euro area", *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016.

[39] Para mais pormenores, consultar o artigo intitulado "The composition of public finances in the euro area", *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2017.

7 Avaliação de 2019 da Comissão Europeia relativa aos desequilíbrios macroeconómicos e aos progressos em matéria de reformas

Por Nick Ligthart

Em 27 de fevereiro de 2019, a Comissão Europeia publicou a sua avaliação anual dos desequilíbrios macroeconómicos e dos progressos alcançados com as reformas estruturais com base nas recomendações específicas por país (REP) adotadas em julho de 2018. Esta avaliação é um elemento essencial do quadro do Semestre Europeu para a coordenação das políticas económicas e orçamentais no conjunto da UE. Neste contexto, o procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM) fornece um quadro para a análise dos desequilíbrios macroeconómicos. Visa impedir o surgimento de desequilíbrios prejudiciais e corrigi-los ativamente caso se tenham revelado excessivos[40].

Desequilíbrios macroeconómicos

De acordo com a Comissão, o número total de países com desequilíbrios aumentou para 13, face a 11 em 2018 (ver Quadro A). Este ano, três países foram avaliados como registando "desequilíbrios excessivos" – Itália, Chipre e Grécia. Enquanto a Itália e Chipre também foram incluídos nesta categoria no ano passado, a Grécia foi incluída neste exercício pela primeira vez este ano, uma vez que saiu do programa de assistência financeira no verão de 2018. Os seus principais desafios são uma dívida pública elevada, uma posição de investimento internacional líquida negativa, uma percentagem muito elevada de créditos não produtivos, uma taxa de desemprego ainda elevada e um potencial de crescimento baixo. Chipre ainda enfrenta desafios relacionados com níveis elevados de créditos não produtivos e de dívida externa, privada e pública. Relativamente à Itália, a Comissão considera que os riscos para a sustentabilidade orçamental, bem como a estagnação ou o recuo generalizados em matéria de reformas, estão agora a ensombrar os progressos realizados em anos anteriores. Além disso, a Comissão alterou a classificação de dois países na avaliação deste ano. A Croácia passou da categoria de "desequilíbrios excessivos" para "com desequilíbrios", devido a uma diminuição da dívida privada, pública e externa, entre outros fatores. A Roménia também foi alvo de reclassificação, passando de "sem desequilíbrios" para "com desequilíbrios", devido a uma competitividade reduzida e ao aumento dos desequilíbrios da balança corrente, entre outros fatores.

[40] Por forma a identificar desequilíbrios, a Comissão utiliza um painel de avaliação normalizado para selecionar países cuja situação justifique uma análise aprofundada. As referidas análises aprofundadas podem produzir três resultados possíveis: "sem desequilíbrios", "com desequilíbrios" ou "com desequilíbrios excessivos". Caso a Comissão identifique desequilíbrios, o país em questão recebe recomendações de política, destinadas à sua resolução. Caso os desequilíbrios sejam considerados tão graves que recebam a classificação "excessivos", a Comissão pode tomar medidas adicionais, mediante a elaboração de uma recomendação ao Conselho para que inicie o procedimento por desequilíbrio excessivo (PDE).

Quadro A

Conclusões da Comissão Europeia sobre o PDM de 2019

Sem desequilíbrios			Com desequilíbrios		Desequilíbrios excessivos	Com desequilíbrios excessivos e aplicação da vertente corretiva (PDE)
BE	LT	PL	BG	**HR**	**GR**	
CZ	LU	SI	DE	NL	IT	
DK	HU	SK	IE	PT	CY	
EE	MT	FI	ES	**RO**		
LV	AT	UK	FR	SE		

Fonte: Comissão Europeia.
Notas: A classificação relativa ao PDM dos três países a azul (Croácia, Roménia e Grécia) foi alterada em 2019. A Comissão já tinha considerado a inexistência de desequilíbrios em todos os países incluídos no grupo "sem desequilíbrios" na primeira fase do procedimento (Relatório sobre o Mecanismo de Alerta). Por conseguinte, não foi elaborada nenhuma análise aprofundada relativamente a qualquer destes países.

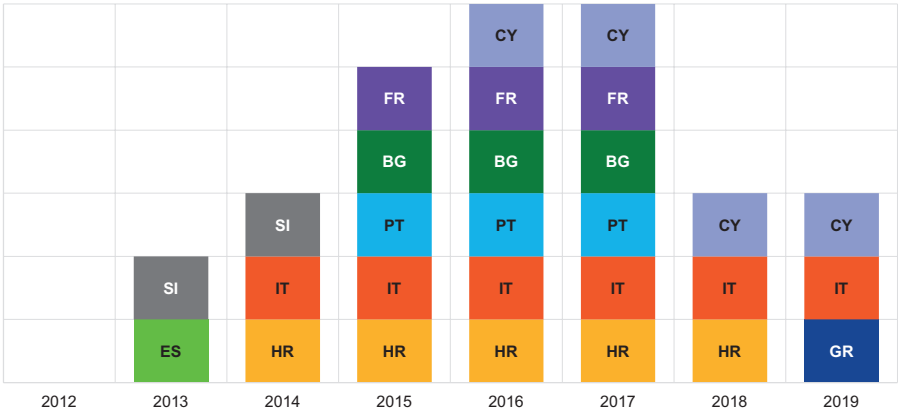
Apesar da persistência de desequilíbrios excessivos em alguns Estados--Membros, o PDE nunca foi ativado desde a introdução do PDM em 2012. Ao abrigo desta vertente corretiva do PDM, o Conselho pode exigir aos Estados-Membros com desequilíbrios excessivos que apresentem um plano de medidas corretivas, podendo impor sanções, caso necessário. O facto de não se proceder à ativação do PDE repetidamente poderá prejudicar a credibilidade e a eficácia do procedimento no seu conjunto. O Gráfico A mostra que um quarto dos Estados-Membros da UE registou desequilíbrios excessivos durante vários anos consecutivos. Embora alguns países tenham conseguido reduzir a gravidade dos respetivos desequilíbrios ao longo do tempo, a persistência dos desequilíbrios excessivos durante vários anos em alguns países indica que a correção dos desequilíbrios poderia ser facilitada pelo PDE. A aplicação de todos os instrumentos disponíveis – nomeadamente a ativação da vertente corretiva do procedimento para os países com desequilíbrios excessivos – poderia aumentar a eficácia e a credibilidade do procedimento. Essa aplicação também foi solicitada de forma explícita pelos cinco Presidentes no seu relatório de 2015[41] e, mais recentemente, pelo Tribunal de Contas Europeu[42].

[41] Juncker, J.-C. *et al.*, *Concluir a União Económica e Monetária Europeia*, junho de 2015.

[42] Tribunal de Contas Europeu, *Relatório Especial n.º 3: Auditoria do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM)*, 3, 2018.

Gráfico A

Estados-Membros da UE com desequilíbrios excessivos



Fonte: Comissão Europeia.
Notas: O gráfico apresenta os países avaliados pela Comissão Europeia como tendo registado "desequilíbrios excessivos" nos anos indicados. Um país sujeito a um programa de ajustamento económico passa automaticamente a ser objeto do PDM assim que o programa termina. Em 2012, não foi identificado nenhum país como registando desequilíbrios excessivos.

Independentemente de serem excessivos, desequilíbrios macroeconómicos persistentes deixam os Estados-Membros vulneráveis a choques macroeconómicos adversos e tendem a aumentar a probabilidade de recessões, às quais estão frequentemente associados elevados custos sociais e económicos. Apesar do crescimento económico observado na UE nos últimos sete anos, incertezas relacionadas com fatores geopolíticos, a ameaça do protecionismo e desequilíbrios macroeconómicos colocam riscos no sentido descendente à atividade económica. É, por conseguinte, importante que os países envidem esforços de reforma ambiciosos, a fim de fortalecer a resiliência das respetivas economias a choques adversos.

Os níveis da dívida pública e privada permanecem historicamente elevados em alguns Estados-Membros, o que torna mais difícil fazer face a um abrandamento ou a choques negativos. O crescimento económico mais elevado tem ajudado a reduzir os rácios da dívida em relação ao PIB nos últimos anos, mas, em vários casos, os níveis da dívida permanecem muito elevados. As empresas conseguiram reduzir os respetivos níveis de dívida mais rapidamente do que as famílias. Simultaneamente, em alguns países, o elevado endividamento público e privado tem-se refletido em volumes elevados de dívida externa, o que sublinha a necessidade de garantir suficientes excedentes da balança corrente.

A fim de apoiar o reequilíbrio e evitar novos desequilíbrios na competitividade dos custos no conjunto da UE, é necessário acompanhar cuidadosamente a aceleração do crescimento dos custos unitários do trabalho em alguns países. Em particular, o crescimento dos custos unitários do trabalho mais elevado do que a média da área do euro em países com excedentes da balança corrente nos quais a Comissão considere existir falta de procura interna e escassez de mão de obra poderia facilitar o reequilíbrio entre os países da área do euro. Ao mesmo tempo, uma certa deterioração da competitividade de custos em países mais vulneráveis

com desemprego relativamente elevado deve ser acompanhada com atenção, a fim de evitar um retrocesso no ajustamento positivo registado nos últimos anos.

Progressos nas reformas

As reformas continuam a ser essenciais para fazer face aos referidos desequilíbrios, sendo os progressos nas reformas recomendadas analisados pela Comissão numa base anual. Mais especificamente, a Comissão avaliou a implementação das REP adotadas pelo Conselho em julho de 2018. Cada REP proporciona aos Estados-Membros orientações relativas a uma área de política específica.

A avaliação da Comissão volta a observar apenas progressos limitados nas reformas recomendadas. Os progressos alcançados são avaliados com base em cinco categorias: "ausência de progressos", "progressos limitados", "alguns progressos", "progressos substanciais" e "plenamente executada"[43]. O Quadro B resume as avaliações deste ano. Das 73 REP, nenhuma foi plenamente executada, tendo sido realizados progressos substanciais em apenas dois casos. Na esmagadora maioria das REP (mais de 90%), a Comissão concluiu que os Estados-Membros tinham registado alguns progressos ou progressos limitados, na melhor das hipóteses. Não foram realizados progressos relativamente a duas REP. De acordo com a metodologia da Comissão, "ausência de progressos" significa que o Estado-Membro em causa nem sequer "anunciou de forma credível" medidas destinadas a dar resposta à recomendação de política. Por último, o fator mais preocupante é o facto de, apesar de estarem muito vulneráveis, os países com desequilíbrios excessivos não terem realizado progressos de reforma mais significativos no decurso do ano passado, face à média da UE, o que também é válido para os países com desequilíbrios. Em geral, os progressos em matéria de reformas realizados este ano foram tão limitados como os registados no ano passado[44].

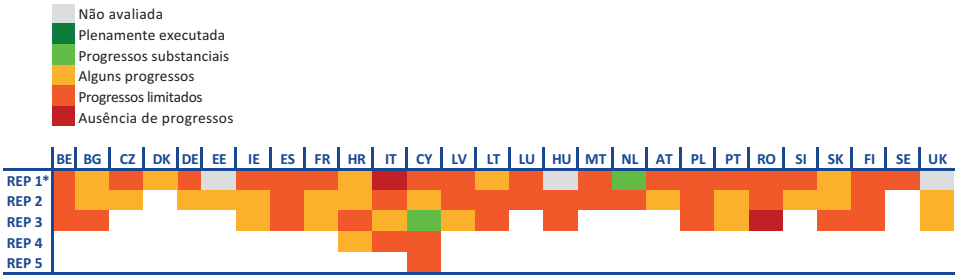
---

43 "Plenamente executada" significa que o Estado-Membro adotou todas as medidas necessárias para pôr apropriadamente em prática as REP. "Progressos substanciais" significa que o Estado-Membro adotou medidas que contribuem consideravelmente para pôr em prática as REP, a maioria das quais foi executada. "Alguns progressos" significa que o Estado-Membro adotou medidas que respondem parcialmente às REP e/ou adotou medidas em resposta às REP, mas é ainda necessário muito trabalho para pôr integralmente em prática as REP, visto que apenas algumas das medidas adotadas foram aplicadas. "Progressos limitados" significa que o Estado-Membro anunciou determinadas medidas, mas estas respondem às REP apenas numa escala limitada, e/ou apresentou atos não legislativos, aos quais ainda não foi dado seguimento em termos de execução. "Ausência de progressos" significa que o Estado-Membro não anunciou nem adotou de forma credível quaisquer medidas em resposta às REP.

44 Ver a caixa intitulada "Avaliação de 2018 da Comissão Europeia relativa aos desequilíbrios macroeconómicos e aos progressos em matéria de reformas", *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2018.

Quadro B

Avaliação da implementação das REP de 2018 realizada pela Comissão Europeia



Fonte: Comissão Europeia.
Notas: * A avaliação da REP 1 exclui o cumprimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento, o qual será avaliado pela Comissão Europeia na primavera de 2019. "Não avaliada" aplica-se nos casos em que a REP 1 diz respeito na maior parte ou exclusivamente ao Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Os progressos em matéria de reformas não têm sido uniformes, sendo particularmente deficientes nos domínios dos mercados do produto e das finanças públicas. Foram envidados esforços mais significativos no que se refere a aspetos relacionados com o setor financeiro e os mercados de trabalho. Simultaneamente, a Comissão identificou até casos de retrocesso nas reformas, por exemplo relativamente à sustentabilidade de longo prazo das finanças públicas (incluindo pensões).

São essenciais reformas adicionais para melhorar a conjuntura de investimento, a fim de estimular um investimento devidamente orientado, que melhore a produtividade, o crescimento potencial e a resiliência. A Comissão considera que as maiores barreiras ao investimento são a baixa qualidade das instituições e uma regulamentação complexa. A criação de um ambiente favorável ao investimento ajudará a fortalecer o investimento centrado na produtividade e no crescimento, o qual é essencial na atual conjuntura do ciclo económico. Por seu turno, para ser o mais eficaz possível, o investimento deve ser devidamente direcionado. Embora seja necessário investir na educação, investigação, desenvolvimento e inovação na maioria dos países da UE, é importante que o investimento seja direcionado para os setores em que mais aumentaria o crescimento da produtividade e a competitividade. Para tal, a Comissão tomou uma medida positiva ao adicionar um novo anexo aos relatórios por país. O anexo identifica as necessidades e os estrangulamentos em termos de investimento específicos por país, tendo igualmente por objetivo uma maior harmonização da utilização dos fundos da UE com a análise no âmbito do Semestre Europeu.

Estatísticas

Índice

1 Conjuntura externa	E 2
2 Evolução financeira	E 3
3 Atividade económica	E 8
4 Preços e custos	E 14
5 Moeda e crédito	E 18
6 Evolução orçamental	E 23

Mais informações

As estatísticas do BCE estão acessíveis no serviço de divulgação de estatísticas *online* do BCE, o *Statistical Data Warehouse* (SDW):	http://sdw.ecb.europa.eu/
Os dados da secção de estatísticas do *Boletim Económico* estão disponíveis no SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
Um Boletim de Estatísticas (*Statistics Bulletin*) abrangente está disponível no SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Podem ser consultadas definições metodológicas nas Notas Gerais do *Statistics Bulletin*:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Podem ser consultados pormenores sobre os cálculos nas Notas Técnicas do *Statistics Bulletin*:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Explicações de termos, siglas e acrónimos podem ser consultadas no glossário de estatística do BCE:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Sinais convencionais usados nos quadros

-	dados inexistentes/dados não aplicáveis
.	dados ainda não disponíveis
...	nulo ou irrelevante
(p)	provisório
c.s.	corrigido de sazonalidade
n.c.s.	não corrigido de sazonalidade

1 Conjuntura externa

1.1 Principais parceiros comerciais, PIB e IPC

	PIB[1] (variações percentuais em cadeia)						IPC (taxas de variação homólogas (%))						
	G20	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China	Por memória: área do euro	Países da OCDE: Total	Países da OCDE: excluindo produtos alimentares e energéticos	Estados Unidos	Reino Unido (IHPC)	Japão	China	Por memória: área do euro[2] (IHPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	2,0	4,5	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,2	1,8	1,9	6,8	2,4	9,1	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	.	3,0	1,4	0,7	6,6	.	10,4	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 T1	0,9	0,5	0,1	-0,2	1,5	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
T2	1,0	1,0	0,4	0,6	1,7	0,4	2,6	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
T3	0,8	0,8	0,6	-0,7	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
T4	.	0,6	0,2	0,3	1,5	0,2	2,7	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2018 Set.	-	-	-	-	-	-	2,9	2,3	2,3	2,4	1,2	2,5	2,1
Out.	-	-	-	-	-	-	3,1	2,3	2,5	2,4	1,4	2,5	2,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	2,7	2,2	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
Dez.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	1,9	2,1	0,3	1,9	1,5
2019 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,6	1,8	0,2	1,7	1,4
Fev.[3]	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,5

Fontes: Eurostat (colunas 3, 6, 10, 13); BIS (colunas 9, 11, 12); OCDE (colunas 1, 2, 4, 5, 7, 8).
1) Dados trimestrais corrigidos de sazonalidade; dados anuais não corrigidos.
2) Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro.
3) O valor para a área do euro é uma estimativa baseada em dados nacionais provisórios, assim como em dados iniciais sobre os preços dos produtos energéticos.

1.2 Principais parceiros comerciais, Índice de Gestores de Compras e comércio mundial

	Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão; c.s.)									Importações de mercadorias[1]		
	Índice de Gestores de Compras compósito						Índice de Gestores de Compras mundial[2]					
	Mundial[2]	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China	Por memória: área do euro	Indústria transformadora	Serviços	Novas encomendas de exportação	Mundiais	Economias avançadas	Economias de mercado emergentes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,6	3,1	7,3
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,1	2,9	4,9
2018 T1	53,5	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,7	53,5	52,3	1,3	0,6	1,7
T2	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,1	54,2	50,3	0,0	-0,8	0,4
T3	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	2,0	0,8	2,7
T4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-1,6	1,2	-3,3
2018 Set.	52,4	53,9	54,1	50,7	52,1	54,1	52,2	52,5	49,5	2,0	0,8	2,7
Out.	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,8	53,3	50,0	1,6	1,5	1,6
Nov.	53,3	54,7	50,8	52,4	51,9	52,7	52,0	53,8	49,8	0,2	1,3	-0,5
Dez.	53,1	54,4	51,4	52,0	52,2	51,1	52,1	53,4	50,0	-1,6	1,2	-3,3
2019 Jan.	52,4	54,4	50,3	50,9	50,9	51,0	50,9	53,0	49,6	.	.	.
Fev.	52,8	55,5	51,5	50,7	50,7	51,9	51,0	53,4	49,6	.	.	.

Fontes: Markit (colunas 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis e cálculos do BCE (colunas 10-12).
1) As economias mundiais e avançadas excluem a área do euro. Os dados anuais e trimestrais correspondem a percentagens em cadeia; os dados mensais correspondem a percentagens trimestrais em cadeia. Todos os dados são corrigidos de sazonalidade.
2) Excluindo a área do euro.

2 Evolução financeira

2.1 Taxas de juro do mercado monetário

(percentagens por ano; médias do período)

	Área do euro [1]					Estados Unidos	Japão
	Depósitos *overnight* (EONIA)	Depósitos a 1 mês (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (EURIBOR)	Depósitos a 6 meses (EURIBOR)	Depósitos a 12 meses (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2018 Ago.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04
Set.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,35	-0,04
Out.	-0,37	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,46	-0,08
Nov.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10
Dez.	-0,36	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,79	-0,10
2019 Jan.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,12	2,77	-0,08
Fev.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08

Fonte: BCE.
1) Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro, ver as Notas Gerais.

2.2 Curvas de rendimentos

(fim de período; taxas em percentagens por ano; diferenciais em pontos percentuais)

	Taxas à vista					Diferenciais			Taxas instantâneas dos contratos a prazo			
	Área do euro [1), 2)]					Área do euro [1), 2)]	Estados Unidos	Reino Unido	Área do euro [1), 2)]			
	3 meses	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2018 Ago.	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28
Set.	-0,62	-0,63	-0,55	-0,09	0,51	1,14	0,49	0,77	-0,59	-0,31	0,68	1,36
Out.	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31
Nov.	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28
Dez.	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 Jan.	-0,58	-0,60	-0,58	-0,32	0,19	0,79	0,08	0,45	-0,61	-0,50	0,24	1,00
Fev.	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06

Fonte: BCE.
1) Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro, ver as Notas Gerais.
2) Cálculos do BCE com base em dados subjacentes fornecidos pelo EuroMTS e notações fornecidas pela Fitch Ratings.

2.3 Índices bolsistas

(níveis dos índices em pontos; médias do período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japão
	De referência		Índices dos principais setores											
	Índice alargado	50	Matérias-primas	Serviços de consumo	Bens de consumo	Petróleo e gás	Financeiros	Industriais	Tecnologias	Serviços básicos	Telecomunicações	Cuidados de saúde	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2018 Ago.	382,5	3 436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2 857,8	22 494,1
Set.	376,4	3 365,2	779,9	265,1	692,5	356,4	168,0	649,7	511,7	278,1	274,6	807,2	2 901,5	23 159,3
Out.	359,0	3 244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2 785,5	22 690,8
Nov.	351,3	3 186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2 723,2	21 967,9
Dez.	335,2	3 057,8	646,7	247,8	624,8	311,8	146,9	556,0	441,5	283,5	296,3	719,4	2 567,3	21 032,4
2019 Jan.	340,5	3 088,7	662,2	252,1	630,4	315,4	150,2	570,3	448,1	293,2	288,0	718,3	2 607,4	20 460,5
Fev.	355,0	3 223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2 754,9	21 123,6

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.4 Taxas de juro das IFM dos empréstimos e depósitos de famílias (novas operações) [1), 2)]

(percentagens por ano; média do período, salvo indicação em contrário)

		Depósitos				Empréstimos renováveis e descobertos	Crédito renovado de cartão de crédito	Crédito ao consumo			Empréstimos a empresas individuais e sociedades irregulares	Crédito à habitação					
		Overnight	Reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Com prazo acordado				Por fixação inicial de taxa		TAEG[3)]		Por período de fixação inicial de taxa				TAEG[3)]	Indicador compósito do custo dos empréstimos
				Até 2 anos	Superior a 2 anos			Taxa variável e até 1 ano	Superior a 1 ano			Taxa variável e até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 e até 10 anos	Superior a 10 anos		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2018	Fev.	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,88	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
	Mar.	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,89	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,85	1,95	1,91	2,15	1,84
	Abr.	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	4,94	5,67	6,14	2,37	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
	Maio	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,89	4,82	5,88	6,39	2,39	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83
	Jun.	0,03	0,46	0,33	0,63	6,05	16,84	4,50	5,64	6,11	2,31	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82
	Jul.	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,84	5,75	6,22	2,41	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81
	Ago.	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,78	5,42	5,88	6,41	2,39	1,63	1,82	1,92	1,85	2,12	1,81
	Set.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,28	5,74	6,27	2,38	1,60	1,81	1,91	1,85	2,09	1,79
	Out.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,73	5,04	5,71	6,23	2,46	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
	Nov	0,03	0,44	0,29	0,72	5,94	16,54	4,92	5,68	6,18	2,38	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
	Dez.	0,03	0,43	0,30	0,77	5,87	16,55	4,91	5,47	5,98	2,30	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019	Jan.[(p)]	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,30	5,82	6,33	2,37	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82

Fonte: BCE.
1) Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro.
2) Incluindo instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias.
3) Taxa anual de encargos efetiva global (TAEG).

2.5 Taxas de juro das IFM dos empréstimos e depósitos de sociedades não financeiras (novas operações) [1), 2)]

(percentagens por ano; média do período, salvo indicação em contrário)

		Depósitos			Empréstimos renováveis e descobertos	Outros empréstimos por dimensão e período de fixação inicial de taxa									Indicador compósito do custo dos empréstimos
		Overnight	Com prazo acordado			de valor até EUR 0.25 milhões			de valor entre EUR 0.25 milhões e EUR 1 milhão			de valor superior a EUR 1 milhão			
			Até 2 anos	Superior a 2 anos		Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano	Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano	Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	Fev.	0,04	0,09	0,43	2,36	2,37	2,49	2,33	1,66	1,63	1,74	1,18	1,35	1,64	1,71
	Mar.	0,04	0,08	0,40	2,33	2,41	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
	Abr.	0,04	0,06	0,32	2,32	2,37	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,71
	Maio	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,38	1,65	1,61	1,74	1,07	1,22	1,65	1,62
	Jun.	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,71	1,21	1,33	1,70	1,68
	Jul.	0,03	0,08	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,30	1,66	1,64
	Ago.	0,03	0,08	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,10	1,27	1,69	1,64
	Set.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,34	2,32	1,65	1,55	1,69	1,12	1,40	1,69	1,65
	Out.	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,34	1,65	1,60	1,70	1,23	1,10	1,66	1,64
	Nov.	0,03	0,07	0,63	2,19	2,20	2,40	2,34	1,66	1,60	1,69	1,20	1,35	1,69	1,66
	Dez.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,21	2,28	2,26	1,61	1,59	1,69	1,21	1,39	1,59	1,64
2019	Jan.[(p)]	0,03	0,07	0,56	2,22	2,15	2,39	2,32	1,68	1,61	1,73	1,13	1,30	1,61	1,63

Fonte: BCE.
1) Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro.
2) De acordo com o SEC 2010, em dezembro de 2014 as sociedades gestoras de participações sociais de grupos não financeiros foram reclassificadas do setor das sociedades não financeiras para o setor das sociedades financeiras.

2 Evolução financeira

2.6 Títulos de dívida emitidos por residentes na área do euro, por setor do emitente e prazo inicial

(EUR mil milhões; transações durante o mês e saldos em fim de período; valores nominais)

	Saldos							Emissões brutas [1]						
	Total	IFM (incluindo o Eurosistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM (incluindo o Eurosistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas	
			Sociedades financeiras exceto IFM		Sociedades não financeiras	Administração central	Outras administrações públicas			Sociedades financeiras exceto IFM		Sociedades não financeiras	Administração central	Outras administrações públicas
				Sociedades de titularização							Sociedades de titularização			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Curto prazo														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 Jul.	1 313	526	178	.	96	453	60	436	191	77	.	48	79	42
Ago.	1 311	525	178	.	95	447	65	408	201	61	.	31	82	33
Set.	1 295	531	179	.	89	444	52	378	164	73	.	42	72	28
Out.	1 280	525	171	.	92	439	54	411	184	66	.	46	77	38
Nov.	1 270	518	166	.	89	445	52	353	154	57	.	36	74	31
Dez.	1 200	499	159	.	72	424	47	267	109	53	.	36	44	26
Longo prazo														
2015	15 250	3 786	3 270	.	1 075	6 481	637	216	68	46	.	14	80	9
2016	15 380	3 695	3 234	.	1 126	6 684	641	220	62	54	.	18	78	8
2017	15 362	3 560	3 109	.	1 185	6 865	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 Jul.	15 555	3 570	3 158	.	1 203	7 003	621	220	54	55	.	16	87	8
Ago.	15 564	3 578	3 167	.	1 186	7 010	622	131	50	38	.	2	38	3
Set.	15 683	3 616	3 183	.	1 206	7 055	623	254	79	60	.	29	82	4
Out.	15 719	3 672	3 188	.	1 205	7 026	628	215	60	61	.	14	69	10
Nov.	15 802	3 697	3 215	.	1 208	7 054	629	223	67	70	.	8	72	7
Dez.	15 747	3 694	3 194	.	1 212	7 020	626	175	60	74	.	14	24	3

Fonte: BCE.
1) Para efeitos de comparação, os dados anuais referem-se ao valor mensal médio durante o ano.

2.7 Taxas de crescimento e saldos de títulos de dívida e ações cotadas

(EUR mil milhões; variações em percentagem)

	Títulos de dívida							Ações cotadas			
	Total	IFM (incluindo o Eurosistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM	Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras
			Sociedades financeiras exceto IFM		Sociedades não financeiras	Administração central	Outras administrações públicas				
				Sociedades de titularização							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldo											
2015	16 518,8	4 303,2	3 417,2	.	1 137,0	6 958,9	702,4	6 814,4	584,3	968,3	5 261,9
2016	16 621,2	4 213,3	3 369,3	.	1 185,3	7 149,9	703,5	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6
2017	16 602,8	4 079,7	3 264,5	.	1 255,2	7 303,6	699,8	7 954,7	612,5	1 249,4	6 092,8
2018 Jul.	16 867,9	4 095,9	3 335,9	.	1 299,3	7 455,8	681,0	8 168,5	576,1	1 293,6	6 298,8
Ago.	16 874,8	4 102,8	3 345,2	.	1 281,6	7 457,7	687,5	8 019,9	521,1	1 282,5	6 216,3
Set.	16 978,4	4 147,2	3 361,8	.	1 295,4	7 499,3	674,8	7 955,7	543,5	1 293,9	6 118,4
Out.	16 999,6	4 197,4	3 358,4	.	1 296,9	7 464,9	682,0	7 546,6	515,4	1 201,8	5 829,4
Nov.	17 072,6	4 214,6	3 381,3	.	1 296,7	7 499,0	681,0	7 475,0	512,1	1 179,2	5 783,6
Dez.	16 947,3	4 192,7	3 353,5	.	1 283,7	7 444,7	672,7	7 030,7	465,1	1 099,0	5 466,6
Taxa de crescimento											
2015	0,2	-7,0	5,8	.	4,1	1,8	0,6	1,1	4,2	1,8	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	-0,2	.	6,1	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018 Jul.	1,2	-0,8	0,6	.	5,0	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6
Ago.	1,4	-0,2	1,2	.	4,2	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5
Set.	1,8	0,9	1,3	.	5,1	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5
Out.	1,9	0,9	2,0	.	4,9	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6
Nov.	2,0	1,3	2,5	.	3,7	2,4	-3,6	0,9	0,4	2,9	0,5
Dez.	1,7	1,7	1,6	.	3,4	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.8 Taxas de câmbio efetivas [1)]
(médias do período; índice: 1999 T1=100)

		TCE-19						TCE-38	
		Nominal	Real, IPC	Real, IPP	Real, deflator do PIB	Real, CUTIT [2)]	Real, CUTCE	Nominal	Real, IPC
		1	2	3	4	5	6	7	8
2016		94,4	89,4	90,9	85,1	79,4	89,1	109,7	88,7
2017		96,6	91,3	92,0	86,0	78,8	89,9	112,0	89,9
2018		98,9	93,3	93,5	.	.	.	117,9	93,7
2018	T1	99,6	93,9	94,4	88,2	80,1	91,8	117,0	93,3
	T2	98,4	92,9	93,2	87,3	78,8	90,6	117,0	93,2
	T3	99,2	93,5	93,5	87,8	79,5	91,4	119,2	94,6
	T4	98,5	92,8	93,0	.	.	.	118,4	93,6
2018	Set.	99,5	93,7	93,7	-	-	-	120,4	95,4
	Out.	98,9	93,2	93,3	-	-	-	119,0	94,2
	Nov.	98,3	92,7	92,8	-	-	-	117,9	93,4
	Dez.	98,4	92,6	93,0	-	-	-	118,0	93,2
2019	Jan.	97,8	92,0	92,5	-	-	-	117,3	92,5
	Fev.	97,4	91,5	92,2	-	-	-	116,6	91,8
		Variação em percentagem face ao mês anterior							
2019	Fev.	-0,4	-0,5	-0,4	-	-	-	-0,6	-0,8
		Variação em percentagem face ao ano anterior							
2019	Fev.	-2,2	-2,4	-2,4	-	-	-	-0,6	-1,8

Fonte: BCE.
1) Para uma definição dos grupos de parceiros comerciais e outras informações, ver as Notas Gerais do *Statistics Bulletin*.
2) As séries deflacionadas pelos CUTIT apenas se encontram disponíveis para o grupo de parceiros comerciais TCE-18.

2.9 Taxas de câmbio bilaterais
(médias do período; unidades de moeda nacional por euro)

		Renminbi da China	Kuna da Croácia	Coroa checa	Coroa dinamarquesa	Forint da Hungria	Iene do Japão	Zlóti da Polónia	Libra esterlina	Leu da Roménia	Coroa sueca	Franco suíço	Dólar dos Estados Unidos
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016		7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017		7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018		7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018	T1	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
	T2	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
	T3	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
	T4	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2018	Set.	7,993	7,429	25,614	7,458	324,818	130,535	4,301	0,893	4,6471	10,443	1,129	1,166
	Out.	7,948	7,425	25,819	7,460	323,843	129,617	4,305	0,883	4,6658	10,384	1,141	1,148
	Nov.	7,888	7,428	25,935	7,461	322,330	128,789	4,302	0,881	4,6610	10,292	1,138	1,137
	Dez.	7,840	7,404	25,835	7,465	322,738	127,878	4,290	0,898	4,6536	10,277	1,129	1,138
2019	Jan.	7,750	7,429	25,650	7,466	319,800	124,341	4,292	0,886	4,7062	10,269	1,130	1,142
	Fev.	7,649	7,415	25,726	7,463	317,908	125,280	4,318	0,873	4,7486	10,499	1,137	1,135
		Variação em percentagem face ao mês anterior											
2019	Fev.	-1,3	-0,2	0,3	0,0	-0,6	0,8	0,6	-1,5	0,9	2,2	0,6	-0,6
		Variação em percentagem face ao ano anterior											
2019	Fev.	-2,0	-0,3	1,6	0,2	2,0	-6,0	3,7	-1,3	2,0	5,6	-1,5	-8,1

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.10 Balança de pagamentos da área do euro, balança financeira

(EUR mil milhões, salvo indicação em contrário; saldos em fim de período; transações durante o período)

	Total [1]			Investimento direto		Investimento de carteira		Derivados financeiros líquidos	Outro investimento		Ativos de reserva	Por memória: Dívida externa bruta
	Ativo	Passivo	Líquido	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo		Ativo	Passivo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
						Saldos (posição de investimento internacional)						
2017 T4	24 840,3	25 526,8	-686,5	10 675,3	8 735,2	8 550,4	10 967,5	-55,7	5 000,6	5 824,1	669,7	13 890,4
2018 T1	24 898,2	25 761,3	-863,1	10 643,9	8 825,8	8 532,1	10 933,7	-75,8	5 124,8	6 001,8	673,2	14 134,5
T2	25 526,6	26 196,4	-669,8	10 828,6	8 922,0	8 743,6	11 010,0	-83,1	5 347,4	6 264,4	690,0	14 369,5
T3	25 832,2	26 425,6	-593,5	10 939,9	9 011,5	8 883,2	11 099,3	-61,4	5 396,5	6 314,8	673,9	14 450,1
						Saldos em percentagem do PIB						
2018 T3	224,8	230,0	-5,2	95,2	78,4	77,3	96,6	-0,5	47,0	55,0	5,9	125,8
						Transações						
2018 T1	440,6	319,3	121,3	62,7	-77,8	192,3	196,5	3,1	171,1	200,7	11,4	-
T2	167,7	105,1	62,6	-2,2	-29,7	-1,9	-41,4	38,0	127,3	176,2	6,6	-
T3	174,1	81,3	92,8	49,1	28,9	41,0	6,3	33,3	49,5	46,1	1,2	-
T4	-309,8	-428,1	118,2	-108,2	-219,7	-124,6	-123,0	17,9	-100,6	-85,3	5,7	-
2018 Jul.	143,0	140,1	2,9	43,1	36,9	20,9	13,4	12,8	70,6	89,8	-4,4	-
Ago.	31,6	1,5	30,1	-2,4	8,8	29,0	-42,3	14,1	-12,4	35,1	3,3	-
Set.	-0,5	-60,4	59,9	8,4	-16,8	-8,8	35,2	6,4	-8,7	-78,7	2,2	-
Out.	91,7	74,3	17,4	68,3	-2,7	-30,8	-17,5	1,7	53,2	94,5	-0,7	-
Nov.	-101,6	-126,4	24,8	-105,9	-97,4	-45,3	-34,0	9,9	36,5	5,0	3,2	-
Dez.	-299,9	-376,0	76,0	-70,6	-119,7	-48,5	-71,5	6,3	-190,3	-184,8	3,2	-
						Transações acumuladas de 12 meses						
2018 Dez.	472,6	77,6	395,0	1,3	-298,3	106,8	38,3	92,4	247,3	337,6	24,8	-
						Transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB						
2018 Dez.	4,1	0,7	3,4	0,0	-2,6	0,9	0,3	0,8	2,2	2,9	0,2	-

Fonte: BCE.

1) Os derivados financeiros líquidos são incluídos no total do ativo.

3 Atividade económica

3.1 PIB e componentes da despesa

(dados trimestrais corrigidos de sazonalidade; dados anuais não corrigidos)

		PIB											
		Total	Procura interna								Saldo externo [1]		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo				Variação de existências [2]	Total	Exportações [1]	Importações [1]
							Construção - total	Máquinas - total	Produtos de propriedade intelectual				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		Preços correntes (EUR mil milhões)											
2015		10 534,3	10 060,1	5 743,1	2 172,5	2 110,8	1 014,6	640,4	449,7	33,6	474,3	4 866,6	4 392,3
2016		10 827,7	10 349,6	5 877,4	2 223,3	2 210,8	1 053,2	679,3	472,3	38,2	478,0	4 942,9	4 464,9
2017		11 206,0	10 682,9	6 058,2	2 279,5	2 302,8	1 121,6	716,3	459,2	42,4	523,0	5 295,5	4 772,5
2017	T4	2 844,1	2 702,4	1 530,7	576,0	588,2	287,1	185,4	114,3	7,5	141,7	1 361,5	1 219,8
2018	T1	2 865,2	2 725,4	1 543,7	578,3	592,1	291,3	184,1	115,3	11,3	139,8	1 357,4	1 217,7
	T2	2 889,4	2 757,3	1 553,4	585,7	604,4	297,9	188,8	116,4	13,8	132,1	1 379,2	1 247,1
	T3	2 904,4	2 788,1	1 562,3	587,7	615,0	302,0	192,9	118,8	23,1	116,2	1 392,3	1 276,0
		em percentagem do PIB											
2017		100,0	95,3	54,1	20,3	20,5	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-
		Volumes encadeados (preços do ano anterior)											
		taxas de variação trimestrais em cadeia (%)											
2018	T1	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,8	0,4	-	-	-0,7	-0,6
	T2	0,4	0,5	0,2	0,4	1,6	1,3	2,4	0,7	-	-	1,2	1,3
	T3	0,2	0,6	0,1	0,3	0,7	0,2	1,3	1,1	-	-	0,1	1,0
	T4	0,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
		taxas de variação homólogas (%)											
2015		2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,6	7,7
2016		2,0	2,4	2,0	1,8	4,0	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017		2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2018	T1	2,4	1,8	1,7	1,0	3,4	3,4	5,4	0,6	-	-	3,8	2,7
	T2	2,2	1,5	1,4	1,1	2,9	4,0	6,1	-4,3	-	-	4,0	2,7
	T3	1,6	1,9	1,0	0,9	3,7	2,2	5,8	4,2	-	-	2,8	3,6
	T4	1,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
		contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do PIB; pontos percentuais											
2018	T1	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-	-
	T2	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
	T3	0,2	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	-0,4	-	-
	T4	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
		contributos para as taxas de variação homólogas (%) do PIB; pontos percentuais											
2015		2,1	2,3	1,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016		2,0	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,4	-	-
2017		2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2018	T1	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-
	T2	2,2	1,5	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
	T3	1,6	1,8	0,6	0,2	0,8	0,2	0,4	0,2	0,3	-0,2	-	-
	T4	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
1) As exportações e as importações cobrem os bens e serviços e incluem o comércio transfronteiras intra-área do euro.
2) Incluindo aquisições líquidas de cessões de objetos de valor.

3 Atividade económica

3.2 Valor acrescentado por atividade económica

(dados trimestrais corrigidos de sazonalidade; dados anuais não corrigidos)

	Valor acrescentado bruto (preços de base)											Impostos líquidos de subsídios sobre produtos
	Total	Agricultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Construção	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração	Informação e comunicação	Atividades financeiras e de seguros	Atividades imobiliárias	Serviços profissionais, empresariais e de apoio	Administração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Preços correntes (EUR mil milhões)											
2015	9 461,6	159,5	1 901,2	468,0	1 784,9	433,4	470,2	1 078,0	1 031,0	1 805,1	330,3	1 072,6
2016	9 715,8	158,6	1 962,6	486,8	1 836,0	452,7	464,1	1 098,7	1 069,2	1 849,8	337,4	1 111,7
2017	10 048,5	171,3	2 032,8	512,8	1 916,8	469,4	455,8	1 129,7	1 118,5	1 897,1	344,4	1 157,3
2017 T4	2 551,4	43,7	519,9	131,5	486,4	119,1	114,0	285,3	284,9	479,7	86,9	292,8
2018 T1	2 568,6	43,1	518,5	134,3	490,0	120,9	114,3	287,5	289,3	483,2	87,7	296,5
T2	2 589,8	42,9	520,7	137,1	494,1	122,7	114,2	289,5	292,5	488,4	87,8	299,8
T3	2 603,3	43,4	521,9	139,6	495,8	123,8	115,0	291,2	294,2	490,0	88,2	301,9
	em percentagem do valor acrescentado											
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,1	4,7	4,5	11,2	11,1	18,9	3,4	-
	Volumes encadeados (preços do ano anterior)											
	taxas de variação trimestrais em cadeia (%)											
2017 T4	0,7	0,8	1,3	1,2	0,7	0,3	0,3	0,2	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 T1	0,4	0,7	-0,7	0,8	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,1	0,3	0,1	0,3
T2	0,4	-0,5	0,3	1,2	0,5	1,3	0,6	0,1	0,7	0,2	0,0	0,6
T3	0,2	-0,6	0,0	0,6	0,1	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1
	taxas de variação homólogas (%)											
2015	1,9	-0,2	3,6	0,8	2,2	3,6	0,0	0,7	3,0	0,8	1,2	3,5
2016	1,9	-1,4	3,4	1,5	1,7	3,9	0,6	0,3	2,5	1,3	1,0	2,7
2017	2,4	0,7	3,1	3,2	3,1	4,3	-0,6	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2017 T4	2,8	2,5	3,9	4,3	3,4	3,7	0,0	1,3	4,4	1,2	1,0	2,1
2018 T1	2,5	1,8	3,1	3,8	2,9	4,8	0,0	1,5	3,5	1,4	1,2	1,6
T2	2,2	1,3	2,4	3,8	2,6	5,1	0,5	1,2	3,3	1,2	0,7	1,8
T3	1,6	0,4	0,9	3,8	2,1	4,3	1,0	1,2	2,6	1,0	0,5	1,5
	contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do valor acrescentado; pontos percentuais											
2017 T4	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 T1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
T2	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
	contributos para as taxas de variação homólogas (%) do valor acrescentado; pontos percentuais											
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,9	0,0	0,7	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 T4	2,8	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
2018 T1	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
T2	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
T3	1,6	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

3 Atividade económica

3.3 Emprego [1)]

(dados trimestrais corrigidos de sazonalidade; dados anuais não corrigidos)

	Total	Por situação na profissão		Por atividade económica									
		Trabalhadores por conta de outrem	Trabalhadores por conta própria	Agricultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Construção	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração	Informação e comunicação	Atividades financeiras e de seguros	Atividades imobiliárias	Serviços profissionais, empresariais e de apoio	Administração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Pessoas empregadas													
em percentagem do total de pessoas empregadas													
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
2018	100,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
taxas de variação homólogas (%)													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,4	0,8	0,4	1,7	3,0	-0,2	1,9	2,7	1,4	0,7
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,5	3,1	1,3	1,4
2018	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 T1	1,5	1,9	-0,8	-0,8	1,6	2,1	1,5	2,6	-0,9	1,5	3,1	1,2	0,5
T2	1,5	1,8	-0,4	-0,4	1,6	2,6	1,3	2,6	-0,8	1,5	3,0	1,2	0,8
T3	1,3	1,6	-0,3	0,3	1,2	2,5	1,3	3,4	-1,2	0,9	2,5	1,1	-0,8
T4	1,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Horas trabalhadas													
em percentagem do total de horas trabalhadas													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
taxas de variação homólogas (%)													
2015	1,2	1,4	0,1	-0,5	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	3,0	1,2	1,1
2016	1,5	1,9	-0,3	-0,3	0,9	0,7	1,7	2,8	0,2	2,3	2,9	1,4	0,8
2017	1,4	1,9	-0,8	-1,0	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,7	2,1	3,0	1,1	0,8
2017 T4	1,8	2,4	-0,6	-0,6	2,0	3,6	1,5	3,1	-1,8	3,5	3,7	1,3	0,7
2018 T1	1,4	2,0	-0,9	-1,0	1,7	2,4	1,2	2,3	-1,0	2,9	3,2	1,2	0,2
T2	1,7	2,2	-0,5	0,4	1,8	2,7	1,1	3,0	-0,4	1,4	3,6	1,4	0,7
T3	1,6	2,0	-0,2	0,5	1,7	3,4	1,3	3,7	-1,0	1,2	3,2	1,1	0,2
Horas trabalhadas por pessoa empregada													
taxas de variação homólogas (%)													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,5
2016	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
2017	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,5	0,5	-0,1	-0,2	-0,6
2017 T4	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	1,1	0,0	0,0	-0,3	1,9	0,2	0,1	-0,5
2018 T1	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,0	1,3	0,1	-0,1	-0,3
T2	0,2	0,4	-0,1	0,8	0,3	0,1	-0,2	0,4	0,4	-0,1	0,6	0,2	-0,1
T3	0,3	0,5	0,1	0,2	0,4	0,8	0,0	0,3	0,2	0,3	0,7	0,0	1,0

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Os dados do emprego baseiam-se no SEC 2010.

3 Atividade económica

3.4 População ativa, desemprego e ofertas de emprego

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

		População ativa, milhões[1)]	Subemprego, % da população ativa[1)]	Desemprego											Taxa de oferta de emprego[2)]
				Total		Desemprego de longa duração, % da população ativa[1)]	Por idade				Por sexo				
							Adultos		Jovens		Homens		Mulheres		
				Milhões	% da população ativa		Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	% do total de postos
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% do total em 2016				100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2016		162,028	4,3	16,254	10,0	5,0	13,291	9,0	2,963	20,9	8,482	9,7	7,772	10,4	1,7
2017		162,659	4,1	14,765	9,1	4,4	12,098	8,1	2,667	18,8	7,639	8,7	7,126	9,5	1,9
2018		.	.	13,393	8,2	.	10,957	7,3	2,436	17,0	6,902	7,9	6,491	8,6	2,1
2018	T1	162,591	4,0	13,941	8,5	4,2	11,436	7,7	2,505	17,6	7,193	8,2	6,748	8,9	2,1
	T2	163,180	3,9	13,495	8,3	3,9	11,061	7,4	2,433	17,0	6,954	7,9	6,541	8,7	2,1
	T3	163,709	3,6	13,156	8,1	3,6	10,750	7,2	2,407	16,8	6,800	7,7	6,356	8,4	2,1
	T4	.	.	12,979	7,9	.	10,581	7,1	2,398	16,6	6,659	7,6	6,320	8,3	2,3
2018	Ago.	-	-	13,121	8,0	-	10,717	7,2	2,404	16,8	6,782	7,7	6,338	8,4	-
	Set.	-	-	13,108	8,0	-	10,695	7,2	2,414	16,8	6,779	7,7	6,329	8,4	-
	Out.	-	-	13,102	8,0	-	10,672	7,1	2,430	16,9	6,739	7,7	6,363	8,4	-
	Nov.	-	-	12,965	7,9	-	10,583	7,1	2,382	16,5	6,661	7,6	6,304	8,3	-
	Dez.	-	-	12,871	7,8	-	10,489	7,0	2,382	16,5	6,578	7,5	6,292	8,3	-
2019	Jan.	-	-	12,848	7,8	-	10,465	7,0	2,383	16,5	6,568	7,5	6,279	8,2	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
1) Dados não corrigidos de sazonalidade.
2) A taxa de oferta de emprego é igual ao número de postos de trabalho por preencher dividido pela soma do número de postos de trabalho ocupados e o número de postos de trabalho por preencher, expressa em percentagem.

3.5 Estatísticas conjunturais das empresas

		Produção industrial						Produção na construção	Indicador do BCE das novas encomendas na indústria	Vendas no comércio a retalho				Registos de automóveis novos de passageiros
		Total (excluindo a construção)		Grandes Agrupamentos Industriais						Total	Produtos alimentares, bebidas e tabaco	Produtos não alimentares	Combustíveis	
			Indústria transformadora	Bens intermédios	Bens de investimento	Bens de consumo	Produtos energéticos							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% do total em 2015		100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
taxas de variação homólogas (%)														
2016		1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,6	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017		3,0	3,2	3,4	3,9	1,5	1,1	3,0	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,7
2018		1,0	1,3	0,6	2,1	1,3	-1,5	2,2	2,5	1,5	1,3	1,8	0,6	0,8
2018	T1	3,1	3,4	3,1	4,4	2,4	0,6	2,5	6,6	1,7	1,6	1,8	0,1	5,3
	T2	2,4	2,8	1,8	4,6	2,0	-1,9	2,7	3,8	1,7	1,2	2,3	0,8	3,2
	T3	0,7	0,9	-0,2	1,9	1,0	-1,2	2,2	1,5	1,2	1,0	1,4	-0,1	3,4
	T4	-1,9	-1,7	-2,3	-2,0	-0,3	-3,6	1,4	-1,7	1,5	1,3	1,7	1,4	-9,4
2018	Ago.	1,1	1,4	-0,2	1,8	3,1	-1,0	0,9	2,4	2,3	1,8	2,7	-0,3	30,9
	Set.	0,6	0,9	-0,4	2,2	0,6	-1,4	3,6	0,4	0,3	0,1	0,5	0,7	-21,2
	Out.	1,3	1,6	0,0	3,7	0,8	-2,6	0,8	-0,2	2,5	2,4	3,0	1,1	-11,8
	Nov.	-3,0	-2,9	-3,1	-4,4	0,4	-4,0	1,1	1,0	1,9	0,8	2,4	1,7	-8,9
	Dez.	-4,2	-4,0	-4,0	-5,5	-2,2	-4,2	0,7	-5,7	0,3	0,7	-0,1	1,4	-7,5
2019	Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	2,2	1,7	4,3	-2,5
taxas de variação mensais em cadeia (%) (c.s.)														
2018	Ago.	1,2	1,2	0,4	1,9	2,0	1,5	0,7	2,8	0,4	0,4	0,6	-0,5	21,9
	Set.	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-2,0	2,0	-1,1	-0,4	-0,4	-0,6	0,8	-37,1
	Out.	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-1,0	-1,4	0,1	0,7	0,7	0,6	0,5	9,1
	Nov.	-1,7	-1,7	-1,2	-2,7	-0,5	0,2	0,3	2,2	0,8	-0,3	1,5	0,4	6,7
	Dez.	-0,9	-1,0	0,0	-1,5	-1,5	-0,4	-0,4	-4,3	-1,4	-0,1	-2,4	0,1	2,5
2019	Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,3	0,6	1,7	1,6	4,8

Fontes: Eurostat, cálculos do BCE, estatísticas experimentais do BCE (coluna 8) e Associação Europeia de Fabricantes de Automóveis (coluna 13).

3 Atividade económica

3.6 Inquéritos de opinião
(dados corrigidos de sazonalidade)

		Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores (saldos de respostas extremas, salvo indicação em contrário)								Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão)			
		Indicador de sentimento económico (média a longo prazo = 100)	Indústria transformadora		Indicador de confiança dos consumidores	Indicador de confiança na construção	Indicador de confiança no comércio a retalho	Setor dos serviços		Índice de Gestores de Compras para a indústria transformadora	Produção na indústria transformadora	Atividade económica nos serviços	Produto compósito
			Indicador de confiança na indústria	Utilização da capacidade produtiva (%)				Indicador de confiança nos serviços	Utilização da capacidade produtiva (%)				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015		99,2	-5,3	80,7	-12,3	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016		104,1	-1,8	81,7	-8,6	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017		110,1	5,5	83,2	-6,0	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018		111,2	6,6	83,8	-5,5	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018	T1	113,2	8,9	84,1	-4,2	4,5	3,0	16,8	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
	T2	111,8	7,8	83,9	-5,2	5,5	0,5	15,1	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
	T3	110,9	5,9	83,7	-5,6	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
	T4	108,9	3,6	83,6	-6,9	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2018	Set.	110,4	5,5	-	-6,2	8,3	2,7	15,2	-	53,2	52,7	54,7	54,1
	Out.	109,7	4,2	83,6	-5,9	8,0	-0,5	14,0	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
	Nov.	109,5	4,4	-	-6,6	8,3	-0,2	14,0	-	51,8	50,7	53,4	52,7
	Dez.	107,4	2,3	-	-8,3	7,3	-0,1	12,2	-	51,4	51,0	51,2	51,1
2019	Jan.	106,3	0,6	83,6	-7,9	8,4	-2,1	11,0	90,7	50,5	50,5	51,2	51,0
	Fev.	106,1	-0,4	-	-7,4	6,4	-1,6	12,1	-	49,3	49,4	52,8	51,9

Fontes: Comissão Europeia (Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros) (colunas 1-8) e Markit (colunas 9-12).

3.7 Síntese das contas das famílias e das sociedades não financeiras
(preços correntes, salvo indicação em contrário; dados não corrigidos de sazonalidade)

		Famílias							Sociedades não financeiras					
		Rácio de poupança (bruto)[1]	Rácio da dívida	Rendimento disponível bruto real	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Património líquido[2]	Património imobiliário	Participação nos lucros[3]	Rácio de poupança (líquido)	Rácio da dívida[4]	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Financiamento
		Percentagem do rendimento disponível bruto (corrigido)		Taxas de variação homólogas (%)					Percentagem do valor acrescentado líquido		Percentagem do PIB	Taxas de variação homólogas (%)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015		12,4	94,0	1,6	2,0	1,2	3,2	2,0	34,7	6,2	138,8	5,0	7,8	2,9
2016		12,3	94,2	1,8	2,0	6,2	3,4	2,8	35,2	7,7	139,0	4,9	6,2	2,9
2017		11,8	94,1	1,2	1,9	6,9	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	5,0	2,0
2017	T4	11,8	94,1	1,5	1,9	6,4	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	1,4	2,0
2018	T1	11,8	93,8	1,8	1,9	5,7	3,6	4,5	34,8	7,0	136,8	3,0	0,0	1,6
	T2	12,0	93,8	1,9	1,9	8,4	3,8	4,6	34,9	6,9	137,6	3,1	1,0	1,7
	T3	12,1	93,7	1,4	1,9	8,5	3,8	5,1	34,5	6,9	137,0	2,8	8,1	1,7

Fontes: BCE e Eurostat.
1) Com base em somas acumuladas de quatro trimestres de poupança e rendimento disponível bruto (corrigidas da variação da participação líquida das famílias nas provisões de fundos de pensões).
2) Ativos financeiros (líquidos de passivos financeiros) e ativos não financeiros. Os ativos não financeiros consistem sobretudo em património imobiliário (estruturas residenciais e terrenos). Incluem também ativos não financeiros de empresas não constituídas em sociedade no setor das famílias.
3) A participação nos lucros utiliza o rendimento empresarial líquido, o que, em contabilidade das empresas, equivale, no geral, aos lucros correntes.
4) Com base no saldo de empréstimos, títulos de dívida, créditos comerciais e responsabilidades de regimes de pensões.

3 Atividade económica

3.8 Balança de pagamentos, balança corrente e balança de capital da área do euro

(EUR mil milhões; dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário; transações)

		Balança corrente											Balança de capital[1]	
		Total			Bens		Serviços		Rendimento primário		Rendimento secundário			
		Crédito	Débito	Líquido	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	T1	993,0	888,1	104,9	577,5	492,1	218,8	189,0	168,5	147,9	28,3	59,1	9,0	6,4
	T2	1 020,4	924,3	96,1	585,2	505,2	220,9	191,8	186,2	163,5	28,1	63,8	8,1	6,4
	T3	1 029,7	953,5	76,2	591,8	523,0	228,7	200,1	180,5	161,5	28,8	68,8	8,2	5,9
	T4	1 003,8	938,5	65,3	586,2	531,1	225,6	191,9	163,3	146,0	28,7	69,5	18,8	11,3
2018	Jul.	338,8	316,5	22,3	194,8	173,2	76,2	66,7	58,6	53,3	9,2	23,3	2,9	1,9
	Ago.	348,1	315,4	32,8	199,6	173,6	76,7	66,4	61,8	53,2	10,1	22,2	3,0	1,8
	Set.	342,8	321,6	21,2	197,3	176,2	75,9	67,0	60,1	55,1	9,5	23,3	2,3	2,2
	Out.	334,9	308,4	26,5	198,8	179,2	72,5	61,3	54,1	45,7	9,5	22,2	3,3	2,2
	Nov.	340,0	317,4	22,6	196,5	176,9	76,9	65,0	57,0	51,1	9,6	24,3	4,1	3,1
	Dez.	328,9	312,7	16,2	190,8	175,0	76,2	65,6	52,3	49,1	9,6	22,9	11,4	6,0
		transações acumuladas de 12 meses												
2018	Dez.	4 046,9	3 704,3	342,6	2 340,7	2 051,5	894,0	772,8	698,4	618,9	113,8	261,1	44,1	30,0
		transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB												
2018	Dez.	35,2	32,2	3,0	20,3	17,8	7,8	6,7	6,1	5,4	1,0	2,3	0,4	0,3

1) A balança de capital não é corrigida de sazonalidade.

3.9 Comércio externo de bens da área do euro[1], valores e volumes por grupo de produtos[2]

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

		Total (n.c.s.)		Exportações (f.o.b.)					Importações (c.i.f.)					
				Total				Por memória: Indústria transformadora	Total				Por memória:	
		Exportações	Importações		Bens intermédios	Bens de investimento	Bens de consumo			Bens intermédios	Bens de investimento	Bens de consumo	Indústria transformadora	Petróleo
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
		Valores (EUR mil milhões; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)												
2018	T1	2,1	2,1	561,2	270,5	114,0	167,9	470,2	504,5	291,8	81,0	123,7	357,8	65,2
	T2	4,3	5,8	566,0	271,3	117,7	166,5	473,8	515,1	300,8	79,8	126,9	364,1	65,6
	T3	4,7	10,0	572,4	277,7	117,0	167,2	476,7	530,9	310,1	86,2	126,6	372,4	68,4
	T4	3,7	7,0	578,7	.	.	.	480,8	533,5	.	.	.	374,7	.
2018	Jul.	9,4	14,0	189,2	91,7	38,9	55,2	155,9	177,0	103,7	28,7	42,3	124,4	22,7
	Ago.	5,5	8,7	192,7	93,5	38,9	56,5	161,0	176,3	102,8	28,3	42,2	123,4	23,0
	Set.	-0,6	7,4	190,5	92,5	39,2	55,5	159,9	177,6	103,6	29,2	42,2	124,6	22,7
	Out.	11,1	14,2	194,1	93,6	40,1	56,3	160,6	180,4	105,7	29,1	43,9	126,4	24,2
	Nov.	2,2	4,6	192,4	92,7	40,7	55,8	161,4	176,6	101,7	28,6	43,4	125,3	21,2
	Dez.	-2,5	1,9	192,2	.	.	.	158,7	176,6	.	.	.	123,0	.
		Índices de volume (2000 = 100; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)												
2018	T1	2,2	2,4	125,8	125,5	123,5	131,5	126,2	114,4	114,9	113,0	115,2	117,6	110,3
	T2	3,0	2,5	125,6	124,4	126,8	129,2	126,3	115,2	115,3	112,0	118,3	119,3	101,7
	T3	0,9	1,6	125,2	125,4	124,5	127,9	125,5	115,2	114,8	118,0	115,1	119,5	99,4
	T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018	Jun.	3,5	2,0	126,3	125,2	128,4	131,3	127,1	114,9	115,6	112,3	117,3	118,5	101,5
	Jul.	6,3	6,6	124,7	124,5	124,9	127,1	123,6	116,0	115,7	119,0	116,3	120,5	100,3
	Ago.	1,6	0,1	126,6	126,8	124,4	129,9	127,3	115,1	114,9	117,2	114,6	119,1	102,4
	Set.	-4,7	-1,8	124,4	124,9	124,2	126,7	125,7	114,5	114,0	117,7	114,4	119,0	95,6
	Out.	6,9	4,5	126,8	126,2	127,8	128,7	126,7	116,1	115,6	118,4	119,2	121,1	98,1
	Nov.	-1,6	-1,5	125,3	124,6	128,9	126,8	126,3	113,9	112,7	113,6	117,0	118,4	94,8

Fontes: BCE e Eurostat.
1) As diferenças entre os bens da BdP do BCE (Quadro 3.8) e o comércio de bens do Eurostat (Quadro 3.9) devem-se sobretudo a definições diferentes.
2) Grupos de produtos de acordo com a classificação nas Grandes Categorias Económicas.

4 Preços e custos

4.1 Índice Harmonizado de Preços no Consumidor [1)]

(taxas de variação homólogas (%), salvo indicação em contrário)

	Total					Total (c.s.; variação em percentagem face ao período anterior)[2)]						Preços administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total	Total excl. produtos alimentares e produtos energéticos	Bens	Serviços	Total	Produtos alimentares transformados	Produtos alimentares não transformados	Produtos industriais não energéticos	Produtos energéticos (n.c.s.)	Serviços	IHPC total excluindo preços administrados	Preços administrados
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% do total em 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	83,6	16,4
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,2
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2018 T1	102,1	1,3	1,0	1,1	1,4	0,5	0,5	0,2	0,1	1,9	0,5	1,2	1,8
T2	103,8	1,7	1,0	2,0	1,4	0,6	0,7	0,9	0,0	1,9	0,5	1,7	1,7
T3	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,5	0,1	2,7	0,3	2,1	2,3
T4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,2	0,4	0,1	1,6	0,2	1,8	2,6
2018 Set.	104,4	2,1	1,0	2,6	1,4	0,2	0,1	1,3	0,0	1,3	0,1	2,0	2,3
Out.	104,7	2,3	1,2	2,7	1,7	0,2	0,1	-0,3	0,0	1,8	0,1	2,2	2,7
Nov.	104,1	1,9	0,9	2,4	1,4	0,0	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	1,8	2,7
Dez.	104,1	1,5	0,9	1,7	1,3	-0,3	0,0	0,3	0,0	-3,3	0,0	1,3	2,5
2019 Jan.	103,0	1,4	1,1	1,2	1,6	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,9	0,1	1,2	2,3
Fev.[3)]	103,3	1,5	1,0	.	1,3	0,2	0,2	0,7	0,0	0,6	0,0	.	.

	Bens						Serviços					
	Produtos alimentares (incl. bebidas alcoólicas e tabaco)			Produtos industriais			Habitação		Transportes	Comunicações	Recreativos e pessoais	Diversos
	Total	Transformados	Não transformados	Total	Produtos industriais não energéticos	Energéticos		Rendas				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% do total em 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2018 T1	1,7	2,2	0,2	0,8	0,3	2,2	1,3	1,3	1,7	-0,2	1,9	1,2
T2	2,6	2,3	3,3	1,6	0,2	5,6	1,2	1,2	1,3	0,1	1,9	1,3
T3	2,5	2,1	3,8	2,7	0,2	9,5	1,1	1,1	1,4	0,2	2,2	1,3
T4	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7
2018 Set.	2,6	2,1	4,3	2,6	0,2	9,6	1,1	1,1	1,3	0,0	2,0	1,3
Out.	2,2	2,1	2,4	3,0	0,2	10,8	1,2	1,1	1,8	-0,2	2,5	1,7
Nov.	1,9	2,0	1,8	2,6	0,2	9,1	1,2	1,1	1,6	-0,5	1,5	1,7
Dez.	1,8	1,7	1,8	1,6	0,2	5,5	1,2	1,1	1,2	-0,3	1,6	1,7
2019 Jan.	1,8	1,8	1,8	0,9	0,3	2,7	1,2	1,1	1,6	-0,4	2,2	1,5
Fev.[3)]	2,4	2,2	2,9	.	0,3	3,5	.	.	.	.	.	.

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro.

2) Em maio de 2016, o BCE deu início à publicação de séries melhoradas do IHPC corrigidas de sazonalidade para a área do euro, no seguimento de uma revisão da abordagem da correção de sazonalidade como descrito na Caixa 1, *Boletim Económico,* Número 3, BCE, 2016 (https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf).

3) Estimativa baseada em dados nacionais provisórios, assim como em dados iniciais sobre os preços dos produtos energéticos.

4 Preços e custos

4.2 Preços da produção industrial, construção e edifícios

(taxas de variação homólogas (%), salvo indicação em contrário)

	Preços da produção industrial excluindo construção [1]										Construção [2]	Preços dos edifícios residenciais [3]	Indicador experimental dos preços dos edifícios comerciais [3]
	Total (índice: 2015 = 100)	Total		Indústria excluindo construção e produtos energéticos						Produtos energéticos			
			Indústria transformadora	Total	Bens intermédios	Bens de investimento	Bens de consumo						
							Total	Prod. alimentares, bebidas e tabaco	Produtos não alimentares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% do total em 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,4	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,2	3,7	5,1
2018	104,0	3,2	2,5	1,5	2,7	1,0	0,4	0,2	0,7	8,1	.	.	.
2018 T1	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,4	4,3	4,7
T2	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,4	4,2	4,2
T3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	2,7	4,3	.
T4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	.	.	.
2018 Ago.	104,8	4,3	3,3	1,6	3,3	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,4	-	-	-
Set.	105,4	4,6	3,0	1,5	2,9	1,1	0,0	-0,4	0,7	13,0	-	-	-
Out.	106,2	4,9	3,2	1,5	2,7	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	-	-	-
Nov.	105,9	4,0	2,3	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,2	0,8	11,0	-	-	-
Dez.	105,1	3,0	1,5	1,3	2,2	1,1	0,4	0,0	0,8	7,7	-	-	-
2019 Jan.	105,5	3,0	1,0	1,2	1,7	1,4	0,5	0,0	1,0	7,3	-	-	-

Fontes: Eurostat, cálculos do BCE, e cálculos do BCE com base em dados do MSCI e fontes nacionais (coluna 13).
1) Apenas vendas internas.
2) Preços dos fatores de produção de edifícios residenciais.
3) Dados experimentais com base em fontes não harmonizadas (para mais pormenores, consultar https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4.3 Preços das matérias-primas e deflatores do PIB

(taxas de variação homólogas (%), salvo indicação em contrário)

	Deflatores do PIB								Preços do petróleo (EUR por barril)	Preços das matérias-primas não energéticas (EUR)					
	Total (c.s.; índice: 2010 = 100)	Total	Procura interna				Exportações [1]	Importações [1]		Ponderados pelas importações [2]			Ponderados pela utilização [2]		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo				Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares	Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% do total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 T1	108,9	1,4	1,5	1,2	1,5	1,8	0,4	0,4	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4
T2	109,4	1,4	1,8	1,5	2,0	1,9	1,0	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
T3	109,8	1,4	2,1	1,8	1,9	2,5	2,2	3,9	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	59,5	2,0	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2018 Set.	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	0,8	-3,0	4,2	2,3	-1,0	5,7
Out.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	1,8	-0,9	4,1	1,7	-1,2	4,8
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,8	1,5	2,0	1,1	2,2	2,4	2,1
2019 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,9	1,3	4,0	-1,1	1,5	3,8	-0,7
Fev.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,5	2,2	4,4	0,3	2,7	4,7	0,7

Fontes: Eurostat, cálculos do BCE e Bloomberg (coluna 9).
1) Os deflatores para as exportações e importações referem-se a bens e serviços e incluem o comércio transfronteiras intra-área do euro.
2) Ponderados pelas importações: ponderados de acordo com a estrutura média das importações de 2009-2011; ponderados pela utilização: ponderados de acordo com a estrutura média da procura interna de 2009-2011.

4 Preços e custos

4.4 Inquéritos de opinião relacionados com os preços
(dados corrigidos de sazonalidade)

	Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores (saldos de respostas extremas)					Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão)			
	Expetativas dos preços de venda (para os 3 meses seguintes)				Tendências dos preços no consumidor nos últimos 12 meses	Preços dos fatores de produção		Preços cobrados	
	Indústria transforma-dora	Comércio a retalho	Serviços	Construção		Indústria transforma-dora	Serviços	Indústria transforma-dora	Serviços
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	31,7	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,3	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,0	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 T1	12,5	6,7	9,1	10,8	17,2	68,4	57,2	57,9	52,9
T2	10,3	6,9	9,4	12,1	18,4	65,6	57,6	56,5	52,3
T3	11,1	7,5	9,0	12,4	20,8	65,2	58,4	55,5	52,8
T4	11,9	8,5	10,0	13,0	23,5	62,6	58,4	54,5	52,7
2018 Set.	11,9	7,4	8,4	12,0	22,4	63,6	59,1	55,7	52,8
Out.	10,4	9,0	8,8	13,0	24,1	65,1	58,5	54,8	52,8
Nov.	12,2	7,4	10,1	12,4	23,6	63,6	58,9	54,7	52,8
Dez.	13,0	9,2	11,1	13,6	22,7	59,1	57,9	54,1	52,5
2019 Jan.	10,7	8,8	11,5	12,9	18,9	55,7	58,3	53,8	53,2
Fev.	8,9	8,1	9,2	12,3	20,0	53,9	58,1	52,7	52,7

Fontes: Comissão Europeia (Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros) e Markit.

4.5 Índices de custos do trabalho
(taxas de variação homólogas (%), salvo indicação em contrário)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componente		Para atividades económicas selecionadas		Por memória: Indicador dos salários negociados [1]
			Ordenados e salários	Contribuições sociais dos empregadores	Setor empresarial	Sobretudo setor não empresarial	
	1	2	3	4	5	6	7
% do total em 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2016	105,5	1,4	1,4	1,1	1,3	1,5	1,4
2017	107,5	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	.	.	.	.	.	.	2,0
2018 T1	102,6	2,0	1,8	2,8	2,3	1,5	1,7
T2	113,9	2,3	2,0	3,0	2,5	1,7	2,1
T3	106,4	2,5	2,4	3,0	2,7	2,2	2,1
T4	.	.	.	.	.	.	2,2

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
1) Dados experimentais baseados em fontes não harmonizadas (para mais pormenores, consultar https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4 Preços e custos

4.6 Custos unitários do trabalho, remuneração por fator trabalho e produtividade do trabalho

(taxas de variação homólogas (%), salvo indicação em contrário; dados trimestrais corrigidos de sazonalidade; dados anuais não corrigidos)

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por atividade económica									
			Agricultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Construção	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração	Informação e comunicação	Atividades financeiras e de seguros	Atividades imobiliárias	Serviços profissionais, empresariais e de apoio	Administração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Custos unitários do trabalho												
2015	104,6	0,4	0,4	-1,4	0,6	0,4	0,7	0,5	2,4	1,3	1,4	1,1
2016	105,3	0,6	1,3	-1,3	0,6	1,3	-0,7	1,4	3,8	0,6	1,4	1,5
2017	106,1	0,8	0,3	-0,4	-0,1	0,3	0,8	-0,5	4,4	2,2	1,6	1,8
2017 T4	106,4	0,8	-1,3	-0,6	-0,1	-0,1	1,7	-1,4	4,4	2,3	1,7	1,7
2018 T1	107,0	1,1	0,4	0,0	-0,5	0,6	0,6	0,8	3,3	2,2	1,7	1,6
T2	107,6	1,6	1,0	1,3	0,3	0,9	0,4	0,6	3,1	2,5	2,2	2,5
T3	108,4	2,2	1,9	2,6	1,1	1,7	1,4	0,2	3,6	3,0	2,4	2,6
Remuneração por empregado												
2015	108,0	1,4	1,3	2,0	1,2	1,3	2,7	0,8	2,0	1,6	1,1	1,8
2016	109,3	1,2	0,2	1,3	1,8	1,3	0,2	2,2	2,2	0,4	1,3	1,7
2017	111,1	1,6	1,6	1,5	1,2	1,6	1,9	0,0	4,0	3,1	1,5	1,3
2017 T4	112,1	1,9	2,4	1,9	1,6	1,8	2,4	0,1	4,1	3,3	1,6	1,6
2018 T1	112,6	1,9	3,0	1,6	1,2	2,0	2,8	1,7	3,3	2,5	1,9	2,2
T2	113,3	2,2	2,6	2,1	1,5	2,2	2,9	1,9	2,8	2,8	2,3	2,4
T3	114,1	2,5	1,9	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	3,9	3,0	2,3	4,0
Produtividade do trabalho por pessoa empregada												
2016	103,9	0,6	-1,0	2,6	1,1	0,0	0,9	0,7	-1,5	-0,2	-0,1	0,3
2017	104,7	0,8	1,3	1,9	1,3	1,4	1,1	0,6	-0,4	0,8	-0,2	-0,5
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 T1	105,3	0,9	2,7	1,5	1,7	1,4	2,2	0,9	0,0	0,3	0,2	0,7
T2	105,3	0,6	1,6	0,8	1,2	1,3	2,4	1,3	-0,3	0,3	0,0	-0,1
T3	105,3	0,3	0,0	-0,3	1,3	0,7	0,9	2,2	0,3	0,1	-0,1	1,3
T4	105,2	-0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Remuneração por hora trabalhada												
2015	109,7	1,2	1,4	1,6	0,7	1,3	1,5	0,7	1,4	1,1	1,2	1,5
2016	110,8	1,0	-0,4	1,2	1,7	0,9	0,2	1,8	1,9	0,0	1,3	1,5
2017	112,6	1,7	1,3	1,5	1,0	1,9	1,8	0,5	3,3	2,8	1,6	1,7
2017 T4	113,2	1,5	1,6	1,1	0,6	1,6	2,1	0,3	2,1	2,7	1,4	1,8
2018 T1	113,8	1,8	2,9	1,4	0,3	2,2	2,9	1,8	2,0	2,2	1,9	2,0
T2	114,3	1,9	1,1	1,8	0,9	2,1	2,2	1,5	2,3	2,1	2,0	1,9
T3	114,8	2,0	1,9	1,7	1,5	2,2	2,1	2,2	2,7	2,3	2,2	2,2
Produtividade horária do trabalho												
2015	105,2	0,9	0,2	3,1	0,2	1,1	0,9	0,2	-0,7	0,0	-0,4	0,1
2016	105,7	0,5	-1,2	2,5	0,8	0,0	1,0	0,3	-2,0	-0,4	-0,2	0,2
2017	106,8	1,0	1,7	1,9	1,3	1,7	1,2	1,1	-0,9	0,9	0,0	0,1
2017 T4	107,1	0,9	3,1	1,9	0,7	1,9	0,7	1,8	-2,1	0,7	-0,2	0,4
2018 T1	107,2	0,9	2,8	1,4	1,3	1,7	2,4	1,0	-1,4	0,2	0,3	1,0
T2	107,0	0,4	0,9	0,5	1,0	1,5	2,0	0,9	-0,2	-0,3	-0,2	0,0
T3	106,7	0,0	-0,1	-0,7	0,4	0,8	0,6	2,0	0,0	-0,6	-0,2	0,3

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

5 Moeda e crédito

5.1 Agregados monetários [1)]

(EUR mil milhões e taxas de crescimento homólogas; dados corrigidos de sazonalidade; saldos e taxas de crescimento em fim de período; transações durante o período)

		M3											
		M2							M3-M2				
		M1			M2-M1								
		Circulação monetária	Depósitos *overnight*		Depósitos com prazo acordado até 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses			Acordos de reporte	Ações/ unidades de participação em fundos do mercado monetário	Títulos de dívida com prazo até 2 anos		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		Saldos											
2016		1 075,3	6 082,8	7 158,1	1 330,6	2 221,0	3 551,5	10 709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11 388,9
2017		1 111,6	6 637,8	7 749,4	1 197,0	2 261,2	3 458,2	11 207,7	74,7	512,0	71,6	658,4	11 866,0
2018		1 162,6	7 118,6	8 281,2	1 128,3	2 294,2	3 422,5	11 703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,2
2018	T1	1 116,9	6 743,6	7 860,5	1 170,4	2 260,2	3 430,6	11 291,1	71,4	511,4	61,5	644,3	11 935,4
	T2	1 133,6	6 892,3	8 025,8	1 178,1	2 270,8	3 448,9	11 474,7	73,7	507,8	65,5	647,1	12 121,8
	T3	1 150,6	7 010,0	8 160,5	1 126,6	2 285,0	3 411,5	11 572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12 199,4
	T4	1 162,6	7 118,6	8 281,2	1 128,3	2 294,2	3 422,5	11 703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,2
2018	Ago.	1 143,8	6 951,5	8 095,3	1 140,1	2 281,1	3 421,2	11 516,5	71,8	501,7	63,5	637,0	12 153,5
	Set.	1 150,6	7 010,0	8 160,5	1 126,6	2 285,0	3 411,5	11 572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12 199,4
	Out.	1 154,4	7 044,8	8 199,3	1 137,8	2 290,3	3 428,1	11 627,3	72,0	505,7	60,9	638,6	12 266,0
	Nov.	1 158,2	7 091,6	8 249,7	1 125,8	2 295,1	3 420,9	11 670,6	73,8	503,5	58,2	635,4	12 306,1
	Dez.	1 162,6	7 118,6	8 281,2	1 128,3	2 294,2	3 422,5	11 703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,2
2019	Jan.[(p)]	1 167,5	7 127,1	8 294,6	1 124,2	2 298,5	3 422,7	11 717,3	75,8	516,6	64,7	657,1	12 374,3
		Transações											
2016		38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0
2017		36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	529,2
2018		50,0	461,3	511,3	-71,5	45,0	-26,5	484,8	-3,4	11,3	-1,7	6,2	491,0
2018	T1	5,3	102,5	107,8	-24,9	7,6	-17,3	90,5	-3,1	-0,6	-9,1	-12,8	77,7
	T2	16,6	137,7	154,3	4,8	9,8	14,6	169,0	-0,9	-3,2	2,3	-1,8	167,1
	T3	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,6	94,5	-2,4	-12,6	-4,7	-19,7	74,8
	T4	12,1	105,0	117,1	0,4	13,4	13,8	130,9	3,0	27,7	9,8	40,5	171,4
2018	Ago.	6,5	33,8	40,3	-16,6	3,9	-12,7	27,6	3,2	-6,7	2,3	-1,2	26,4
	Set.	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,3	53,9	-0,5	-6,2	-2,6	-9,3	44,6
	Out.	3,9	31,4	35,2	9,2	5,5	14,7	49,9	0,4	10,3	-0,9	9,8	59,7
	Nov.	3,8	47,7	51,5	-11,8	4,8	-7,0	44,5	1,8	-2,2	-2,7	-3,2	41,3
	Dez.	4,5	25,9	30,4	3,0	3,1	6,1	36,5	0,9	19,6	13,5	33,9	70,3
2019	Jan.[(p)]	4,9	11,9	16,8	-4,1	5,1	1,0	17,8	1,2	-7,6	-6,6	-13,0	4,8
		Taxas de crescimento											
2016		3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0
2017		3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018		4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2018	T1	2,5	8,4	7,5	-8,9	1,6	-2,2	4,3	-1,6	-4,7	-27,2	-7,1	3,6
	T2	3,5	8,1	7,4	-5,5	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,4	-16,3	-2,4	4,3
	T3	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
	T4	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2018	Ago.	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,6	-14,9	-4,7	3,5
	Set.	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
	Out.	4,1	7,3	6,8	-6,2	1,8	-1,0	4,4	-0,6	-3,8	-17,4	-5,0	3,8
	Nov.	4,3	7,1	6,7	-6,7	2,0	-1,0	4,3	-8,1	-3,1	-22,4	-5,8	3,7
	Dez.	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2019	Jan.[(p)]	4,7	6,4	6,2	-6,2	2,0	-0,8	4,0	-2,8	-0,1	9,1	0,4	3,8

Fonte: BCE.

1) Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro.

5 Moeda e crédito

5.2 Depósitos no M3 [1)]

(EUR mil milhões e taxas de crescimento homólogas; dados corrigidos de sazonalidade; saldos e taxas de crescimento em fim de período; transações durante o período)

		Sociedades não financeiras [2)]					Famílias [3)]					Sociedades financeiras exceto IFM e sociedades de seguros e fundos de pensões [2)]	Sociedades de seguros e fundos de pensões	Outras administrações públicas [4)]
		Total	*Overnight*	Com prazo acordado até 2 anos	Reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte	Total	*Overnight*	Com prazo acordado até 2 anos	Reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
							Saldos							
2016		2 093,2	1 630,3	295,1	159,6	8,2	6 055,5	3 402,3	644,9	2 006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017		2 255,7	1 801,7	285,8	159,1	9,1	6 305,6	3 698,9	561,9	2 044,1	0,7	994,3	204,0	411,1
2018		2 335,9	1 901,4	280,8	145,9	7,8	6 645,6	4 039,2	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2018	T1	2 260,5	1 821,6	274,0	157,2	7,6	6 376,3	3 787,0	543,5	2 044,2	1,6	983,2	210,6	415,1
	T2	2 296,8	1 855,2	277,9	156,7	7,0	6 462,2	3 870,0	535,2	2 055,9	1,1	1 010,3	220,0	425,6
	T3	2 323,5	1 891,3	268,0	157,3	6,8	6 538,7	3 945,5	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
	T4	2 335,9	1 901,4	280,8	145,9	7,8	6 645,6	4 039,2	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2018	Ago.	2 305,8	1 872,8	268,8	157,5	6,7	6 515,4	3 921,6	528,2	2 063,8	1,8	974,8	214,4	434,2
	Set.	2 323,5	1 891,3	268,0	157,3	6,8	6 538,7	3 945,5	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
	Out.	2 316,3	1 892,2	271,1	147,1	5,9	6 587,5	3 984,3	520,9	2 081,1	1,1	992,6	208,3	440,2
	Nov.	2 322,4	1 892,2	275,6	146,5	8,1	6 610,7	4 005,1	517,9	2 086,6	1,2	1 001,0	208,3	443,8
	Dez.	2 335,9	1 901,4	280,8	145,9	7,8	6 645,6	4 039,2	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2019	Jan.[(p)]	2 324,7	1 899,7	271,7	145,6	7,8	6 680,5	4 068,5	517,4	2 093,0	1,7	976,3	203,7	440,4
							Transações							
2016		131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,2	-28,4	19,1
2017		178,8	181,5	-3,1	-0,6	1,0	255,3	304,9	-81,6	33,4	-1,3	54,9	6,2	26,9
2018		89,1	100,2	-7,1	-2,8	-1,3	330,1	327,5	-45,0	47,2	0,5	-1,5	-4,5	18,2
2018	T1	8,1	22,3	-10,8	-2,0	-1,4	73,0	81,2	-18,1	9,0	0,9	-9,4	6,8	3,6
	T2	28,9	29,1	1,1	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-8,8	11,2	-0,5	19,9	9,1	9,9
	T3	26,4	36,1	-10,0	0,6	-0,2	76,5	75,5	-10,7	11,6	0,0	-29,6	-8,2	11,0
	T4	25,7	12,7	12,7	-0,7	1,0	97,1	89,0	-7,5	15,4	0,1	17,5	-12,2	-6,4
2018	Ago.	8,4	11,6	-3,5	0,9	-0,7	25,0	26,6	-3,9	2,3	0,0	-16,1	-1,9	9,0
	Set.	17,0	18,0	-1,0	-0,2	0,1	23,3	24,0	-3,7	3,8	-0,8	6,6	-2,6	2,4
	Out.	3,0	1,6	2,2	0,0	-0,9	38,5	37,5	-4,1	5,0	0,1	6,3	-3,8	2,4
	Nov.	7,2	0,3	4,9	-0,2	2,2	23,1	20,9	-2,9	5,2	0,0	8,8	-0,4	3,8
	Dez.	15,5	10,8	5,6	-0,6	-0,3	35,4	30,6	-0,5	5,2	0,0	2,5	-7,9	-12,6
2019	Jan.[(p)]	-6,5	2,0	-8,8	0,4	0,0	35,0	29,3	0,1	5,1	0,5	-26,7	3,2	9,1
							Taxas de crescimento							
2016		6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017		8,6	11,2	-1,1	-0,4	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,1	7,0
2018		4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018	T1	5,3	8,1	-7,7	-0,5	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,2	10,4	5,3
	T2	4,9	7,1	-5,4	-1,1	7,0	4,4	8,6	-10,8	1,7	-53,9	5,8	12,8	5,7
	T3	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
	T4	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018	Ago.	4,3	6,5	-7,2	-0,6	13,8	4,6	8,6	-10,4	1,9	-10,7	-1,8	8,1	4,6
	Set.	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
	Out.	4,2	6,0	-4,7	-1,0	5,7	4,7	8,4	-9,5	2,0	-45,2	3,0	2,8	5,1
	Nov.	3,8	5,4	-3,4	-1,2	0,5	4,9	8,6	-9,0	2,1	-42,4	0,3	1,6	6,9
	Dez.	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2019	Jan.[(p)]	2,5	4,4	-7,0	-0,5	-21,6	5,3	8,8	-7,1	2,3	-6,2	-1,6	-1,4	5,9

Fonte: BCE.

1) Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro.
2) De acordo com o SEC 2010, em dezembro de 2014 as sociedades gestoras de participações sociais de grupos não financeiros foram reclassificadas do setor das sociedades não financeiras para o setor das sociedades financeiras. Estas entidades estão incluídas nas estatísticas do balanço das IFM com as sociedades financeiras exceto IFM e as sociedades de seguros e fundos de pensões.
3) Incluindo instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias.
4) Refere-se ao setor das administrações públicas excluindo a administração central.

5 Moeda e crédito

5.3 Crédito a residentes na área do euro [1)]

(EUR mil milhões e taxas de crescimento homólogas; dados corrigidos de sazonalidade; saldos e taxas de crescimento em fim de período; transações durante o período)

		Crédito às administrações públicas			Crédito a outros residentes na área do euro								
		Total	Empréstimos	Títulos de dívida	Total	Empréstimos						Títulos de dívida	Ações/ unidades de participação em fundos de investimento exceto fundos do mercado monetário
						Total	Empréstimos corrigidos [2)]	A sociedades não financeiras [3)]	A famílias [4)]	A sociedades financeiras exceto IFM e sociedades de seguros e fundos de pensões [3)]	A sociedades de seguros e fundos de pensões		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
							Saldos						
2016		4 389,3	1 084,0	3 292,1	12 881,4	10 711,1	10 982,1	4 311,4	5 449,3	836,7	113,5	1 387,4	782,9
2017		4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,4	10 874,1	11 171,2	4 326,5	5 598,8	839,2	109,6	1 442,4	799,8
2018		4 686,9	1 007,4	3 668,1	13 418,6	11 127,4	11 481,7	4 409,2	5 741,5	848,8	127,9	1 520,1	771,0
2018	T1	4 605,0	1 023,1	3 568,0	13 195,9	10 941,2	11 233,7	4 343,8	5 633,0	851,7	112,8	1 467,4	787,4
	T2	4 602,9	1 017,7	3 571,0	13 276,2	10 990,8	11 328,3	4 358,1	5 659,7	853,2	119,8	1 496,6	788,7
	T3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,0	11 064,5	11 398,1	4 396,8	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
	T4	4 686,9	1 007,4	3 668,1	13 418,6	11 127,4	11 481,7	4 409,2	5 741,5	848,8	127,9	1 520,1	771,0
2018	Ago.	4 612,1	1 004,0	3 593,9	13 352,8	11 054,9	11 383,1	4 394,3	5 693,2	847,2	120,2	1 515,3	782,6
	Set.	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,0	11 064,5	11 398,1	4 396,8	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
	Out.	4 612,0	1 000,6	3 597,4	13 394,2	11 090,4	11 423,6	4 404,2	5 716,2	849,3	120,8	1 524,7	779,1
	Nov.	4 612,6	1 003,4	3 594,3	13 411,9	11 112,4	11 446,1	4 421,2	5 731,8	838,7	120,7	1 516,8	782,8
	Dez.	4 686,9	1 007,4	3 668,1	13 418,6	11 127,4	11 481,7	4 409,2	5 741,5	848,8	127,9	1 520,1	771,0
2019	Jan.[(p)]	4 685,7	1 006,7	3 667,6	13 453,2	11 157,5	11 499,9	4 409,3	5 758,5	862,1	127,7	1 523,5	772,2
							Transações						
2016		485,9	-34,5	520,3	319,7	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6
2017		289,7	-43,3	332,3	361,8	273,9	314,8	82,8	173,6	21,1	-3,5	64,3	23,6
2018		92,1	-28,5	120,7	373,0	304,8	373,4	122,4	167,3	-3,1	18,1	89,5	-21,2
2018	T1	-31,0	-10,1	-20,8	115,7	98,1	94,4	41,3	40,1	13,6	3,2	27,5	-9,9
	T2	34,7	-6,0	40,3	85,6	55,5	103,7	17,1	34,9	-3,4	6,9	29,7	0,4
	T3	48,0	-16,2	64,5	105,2	90,9	87,1	48,6	49,8	-12,1	4,5	18,6	-4,2
	T4	40,5	3,8	36,7	66,5	60,3	88,2	15,4	42,6	-1,2	3,4	13,7	-7,5
2018	Ago.	14,4	-6,6	21,1	29,9	31,1	30,5	13,6	18,0	-0,2	-0,2	4,3	-5,5
	Set.	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	28,6	9,3	14,9	-6,0	4,2	-0,9	2,3
	Out.	-9,5	-3,3	-6,3	33,3	22,0	20,7	5,6	15,5	4,7	-3,7	12,6	-1,3
	Nov.	-7,9	2,8	-11,7	26,6	29,9	32,1	22,6	18,4	-11,0	0,0	-6,4	3,2
	Dez.	57,9	4,2	54,7	6,6	8,4	35,5	-12,7	8,7	5,1	7,2	7,6	-9,3
2019	Jan.[(p)]	-10,9	-0,8	-10,1	33,0	34,5	20,8	3,0	18,2	13,6	-0,2	0,3	-1,8
							Taxas de crescimento						
2016		12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017		6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,1	4,6	3,0
2018		2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018	T1	3,9	-4,0	6,5	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,0	-0,3	3,9	-0,1
	T2	4,0	-3,9	6,5	2,8	2,9	3,5	2,6	3,0	3,0	6,9	4,8	-1,4
	T3	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
	T4	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018	Ago.	3,3	-4,5	5,6	3,0	3,0	3,4	3,1	3,2	0,8	4,7	6,1	-1,8
	Set.	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
	Out.	2,7	-4,3	4,8	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,4	7,2	-1,5
	Nov.	2,1	-3,9	3,8	2,9	2,8	3,2	3,0	3,2	-1,8	5,2	6,6	-1,8
	Dez.	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019	Jan.[(p)]	2,4	-2,8	3,9	2,5	2,5	3,0	2,2	3,2	-1,6	13,0	5,3	-2,7

Fonte: BCE.

1) Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro.
2) Corrigidos de vendas e titularização de empréstimos (o que resulta no desreconhecimento do balanço estatístico das IFM) e de posições resultantes de serviços de fluxos de caixa nocionais (*notional cash pooling*) prestados por IFM.
3) De acordo com o SEC 2010, em dezembro de 2014 as sociedades gestoras de participações sociais de grupos não financeiros foram reclassificadas do setor das sociedades não financeiras para o setor das sociedades financeiras. Estas entidades estão incluídas nas estatísticas do balanço das IFM com as sociedades financeiras exceto IFM e as sociedades de seguros e fundos de pensões.
4) Incluindo instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias.

5 Moeda e crédito

5.4 Empréstimos de IFM a sociedades não financeiras e famílias da área do euro [1)]

(EUR mil milhões e taxas de crescimento homólogas; dados corrigidos de sazonalidade; saldos e taxas de crescimento em fim de período; transações durante o período)

		Sociedades não financeiras [2)]					Famílias [3)]				
		Total		Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Total		Crédito ao consumo	Crédito à habitação	Outros empréstimos
			Empréstimos corrigidos [4)]					Empréstimos corrigidos [4)]			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
						Saldos					
2016		4 311,4	4 309,1	1 013,3	795,7	2 502,4	5 449,3	5 728,7	615,9	4 084,1	749,3
2017		4 326,5	4 364,8	987,7	820,4	2 518,4	5 598,8	5 865,5	654,0	4 217,0	727,9
2018		4 409,2	4 491,1	995,7	844,6	2 568,9	5 741,5	6 023,4	683,7	4 353,9	703,9
2018	T1	4 343,8	4 381,2	997,8	820,8	2 525,2	5 633,0	5 904,5	663,3	4 243,8	725,9
	T2	4 358,1	4 425,0	986,0	828,3	2 543,8	5 659,7	5 940,5	669,8	4 273,2	716,6
	T3	4 396,8	4 464,3	1 000,1	836,2	2 560,5	5 701,3	5 978,6	678,3	4 311,6	711,4
	T4	4 409,2	4 491,1	995,7	844,6	2 568,9	5 741,5	6 023,4	683,7	4 353,9	703,9
2018	Ago.	4 394,3	4 453,8	1 001,3	835,0	2 558,0	5 693,2	5 972,2	677,3	4 300,9	715,0
	Set.	4 396,8	4 464,3	1 000,1	836,2	2 560,5	5 701,3	5 978,6	678,3	4 311,6	711,4
	Out.	4 404,2	4 469,7	985,0	844,1	2 575,0	5 716,2	5 996,5	681,7	4 324,0	710,4
	Nov.	4 421,2	4 486,5	989,2	850,9	2 581,0	5 731,8	6 010,7	685,6	4 336,4	709,8
	Dez.	4 409,2	4 491,1	995,7	844,6	2 568,9	5 741,5	6 023,4	683,7	4 353,9	703,9
2019	Jan.[(p)]	4 409,3	4 489,3	980,1	846,7	2 582,5	5 758,5	6 037,0	687,5	4 367,5	703,5
						Transações					
2016		82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017		82,8	131,8	-0,3	38,0	45,0	173,6	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018		122,4	170,3	19,0	33,1	70,3	167,3	188,8	40,1	136,5	-9,2
2018	T1	41,3	39,0	17,6	6,1	17,6	40,1	45,5	11,3	27,7	1,1
	T2	17,1	48,2	-12,2	10,3	19,0	34,9	44,3	10,5	29,0	-4,6
	T3	48,6	47,8	16,4	9,5	22,6	49,8	47,7	10,3	40,4	-0,9
	T4	15,4	35,4	-2,9	7,2	11,1	42,6	51,3	8,1	39,4	-4,9
2018	Ago.	13,6	12,5	3,8	1,7	8,1	18,0	17,2	4,0	14,0	0,0
	Set.	9,3	17,1	-0,1	2,3	7,0	14,9	14,0	1,9	13,2	-0,2
	Out.	5,6	3,3	-16,9	8,0	14,5	15,5	19,1	3,7	12,1	-0,3
	Nov.	22,6	22,7	5,7	8,3	8,6	18,4	18,2	4,2	14,1	0,0
	Dez.	-12,7	9,4	8,3	-9,1	-11,9	8,7	13,9	0,2	13,1	-4,6
2019	Jan.[(p)]	3,0	-0,8	-13,6	2,3	14,2	18,2	15,1	4,1	14,1	0,0
						Taxas de crescimento					
2016		1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017		1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018		2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018	T1	2,3	3,3	2,6	4,6	1,5	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,4
	T2	2,6	4,1	1,4	5,5	2,2	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
	T3	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
	T4	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018	Ago.	3,1	4,1	3,1	5,3	2,5	3,2	3,1	7,2	3,2	-0,8
	Set.	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
	Out.	2,8	3,9	0,7	5,0	3,0	3,2	3,2	7,1	3,3	-0,7
	Nov.	3,0	4,0	1,3	5,2	3,0	3,2	3,3	6,7	3,3	-0,8
	Dez.	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2019	Jan.[(p)]	2,2	3,3	-0,4	3,5	2,8	3,2	3,2	6,1	3,5	-1,3

Fonte: BCE.

1) Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro.
2) De acordo com o SEC 2010, em dezembro de 2014 as sociedades gestoras de participações sociais de grupos não financeiros foram reclassificadas do setor das sociedades não financeiras para o setor das sociedades financeiras. Estas entidades estão incluídas nas estatísticas do balanço das IFM com as sociedades financeiras exceto IFM e as sociedades de seguros e fundos de pensões.
3) Incluindo instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias.
4) Corrigidos de vendas e titularização de empréstimos (o que resulta no desreconhecimento do balanço estatístico das IFM) e de posições resultantes de serviços de fluxos de caixa nocionais (*notional cash pooling*) prestados por IFM.

5 Moeda e crédito

5.5 Contrapartidas do M3 exceto crédito a residentes na área do euro [1)]

(EUR mil milhões e taxas de crescimento homólogas; dados corrigidos de sazonalidade; saldos e taxas de crescimento em fim de período; transações durante o período)

		Responsabilidades das IFM						Disponibilidades das IFM			
		Detenções da administração central [2)]	Responsabilidades financeiras a mais longo prazo face a outros residentes na área do euro					Disponibilidades líquidas sobre o exterior	Outras		
			Total	Depósitos com prazo acordado superior a 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso superior a 3 meses	Títulos de dívida com prazo superior a 2 anos	Capital e reservas		Total	Acordos de reporte com contrapartes centrais [3)]	Acordos de revenda a contrapartes centrais [3)]
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
						Saldos					
2016		307,7	6 955,9	2 089,5	70,9	2 145,9	2 649,6	1 124,8	257,0	205,9	121,6
2017		343,4	6 768,4	1 968,3	59,7	2 014,1	2 726,2	935,6	300,1	143,5	92,5
2018		378,7	6 816,6	1 941,4	56,0	2 096,0	2 723,3	1 026,7	436,2	187,0	194,9
2018	T1	340,8	6 744,7	1 952,7	59,4	2 014,7	2 717,9	903,8	316,2	135,9	86,2
	T2	330,4	6 708,6	1 950,7	58,4	2 025,6	2 673,9	858,9	422,8	174,1	183,8
	T3	403,3	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
	T4	378,7	6 816,6	1 941,4	56,0	2 096,0	2 723,3	1 026,7	436,2	187,0	194,9
2018	Ago.	391,6	6 676,1	1 942,9	57,3	2 016,1	2 659,9	845,8	410,5	181,4	189,0
	Set.	403,3	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
	Out.	398,1	6 795,5	1 936,3	56,6	2 104,4	2 698,2	993,4	460,0	167,1	174,3
	Nov.	390,3	6 782,9	1 929,9	55,8	2 098,7	2 698,5	1 036,3	418,5	196,1	204,4
	Dez.	378,7	6 816,6	1 941,4	56,0	2 096,0	2 723,3	1 026,7	436,2	187,0	194,9
2019	Jan.[(p)]	377,2	6 859,1	1 939,8	55,6	2 112,5	2 751,2	1 066,7	405,1	199,2	208,4
						Transações					
2016		22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017		39,2	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,3	-65,6	-60,9	-27,6
2018		39,0	47,1	-38,6	-4,9	16,9	73,7	70,1	41,8	21,8	24,2
2018	T1	-2,7	8,0	-17,1	-1,4	9,3	17,2	53,2	-55,0	-7,6	-6,3
	T2	-10,4	-10,0	-4,8	-1,1	-15,0	11,0	-62,2	88,6	16,4	19,4
	T3	76,3	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,8	-11,2	3,2	-0,8
	T4	-24,1	19,3	-0,4	-0,9	3,4	17,2	40,2	19,4	9,7	11,9
2018	Ago.	36,8	-6,6	-9,1	-0,4	-5,8	8,6	-6,7	18,9	-2,6	-3,5
	Set.	15,3	28,0	-8,4	-0,5	28,1	8,8	46,2	11,1	-4,1	-6,0
	Out.	-5,5	14,2	0,0	-0,2	4,5	10,0	19,6	25,1	-10,2	-8,7
	Nov.	-7,9	-6,6	-6,1	-0,9	-2,3	2,7	45,1	-37,0	29,0	30,0
	Dez.	-10,8	11,6	5,7	0,2	1,3	4,5	-24,5	31,2	-9,1	-9,5
2019	Jan.[(p)]	-1,5	15,4	-5,8	-0,4	16,5	5,1	24,6	-27,9	12,2	13,6
						Taxas de crescimento					
2016		7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017		12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,7	-22,7
2018		11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018	T1	11,9	-0,6	-4,1	-9,8	-1,5	3,2	-	-	-25,6	-22,2
	T2	6,6	-0,9	-3,2	-10,8	-2,5	2,4	-	-	-3,6	-18,0
	T3	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
	T4	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018	Ago.	16,3	-0,7	-2,7	-9,9	-2,6	2,5	-	-	24,6	34,2
	Set.	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
	Out.	18,1	0,6	-1,8	-8,7	0,6	2,5	-	-	-9,9	-22,0
	Nov.	24,7	0,5	-2,2	-9,1	0,8	2,5	-	-	-0,1	-24,6
	Dez.	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2019	Jan.[(p)]	18,9	0,8	-1,9	-7,7	0,8	2,9	-	-	28,2	22,7

Fonte: BCE.
1) Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro.
2) Inclui detenções da administração central de depósitos no setor das IFM e de títulos emitidos pelo setor das IFM.
3) Dados não corrigidos de efeitos de sazonalidade.

6 Evolução orçamental

6.1 Défice/excedente

(em percentagem do PIB; fluxos durante um período de 1 ano)

	Défice(-)/excedente(+)					Por memória: Défice (-)/ excedente (+) primário
	Total	Administração central	Administração estadual	Administração local	Fundos de segurança social	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2017 T4	-1,0	.	.	.	.	1,0
2018 T1	-0,8	.	.	.	.	1,2
T2	-0,5	.	.	.	.	1,4
T3	-0,4	.	.	.	.	1,5

Fontes: BCE para os dados anuais; Eurostat para os dados trimestrais.

6.2 Receita e despesa

(em percentagem do PIB; fluxos durante um período de 1 ano)

	Receita						Despesa						
	Total	Receita corrente				Receita de capital	Total	Despesa corrente					Despesa de capital
			Impostos diretos	Impostos indiretos	Contribuições sociais líquidas				Remuneração dos empregados	Consumo intermédio	Juros	Prestações sociais	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,2	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,0	45,5	12,6	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2017 T4	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2018 T1	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,9	43,1	9,8	5,1	1,9	22,4	3,7
T2	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,7
T3	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,6

Fontes: BCE para os dados anuais; Eurostat para os dados trimestrais.

6.3 Rácio da dívida pública em relação ao PIB

(em percentagem do PIB; saldos em fim de período)

	Total	Instrumento financeiro			Detentor			Prazo original		Prazo residual			Moedas	
		Numerário e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida	Credores residentes	IFM	Credores não residentes	Até 1 ano	Superior a 1 ano	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Euro ou moedas participantes	Outras moedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	91,8	2,7	17,1	71,9	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 T4	86,8	2,6	14,2	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 T1	86,9	2,6	14,0	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	86,3	2,6	13,7	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	86,1	2,6	13,5	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fontes: BCE para os dados anuais; Eurostat para os dados trimestrais.

6 Evolução orçamental

6.4 Variação homóloga do rácio da dívida pública em relação ao PIB e fatores subjacentes [1)]

(em percentagem do PIB; fluxos durante um período de 1 ano)

		Variação do rácio da dívida em relação ao PIB[2)]	Défice (+)/ excedente (-) primário	Ajustamento défice-dívida								Diferencial juros--crescimento	Por memória: Necessidades de financiamento
				Total	Transações dos principais ativos financeiros					Efeitos de reavaliação e outras variações de volume	Outros		
					Total	Numerário e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida	Ações e outras participações				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014		0,2	-0,1	-0,2	-0,4	0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,5	2,3
2015		-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,2
2016		-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017		-2,2	-1,0	-0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,0	0,9
2017	T4	-2,2	-1,0	-0,2	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,0	0,9
2018	T1	-2,4	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,8
	T2	-2,9	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,3	-1,3	0,5
	T3	-2,1	-1,5	0,5	0,8	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,1	1,0

Fontes: BCE para os dados anuais; Eurostat para os dados trimestrais.
1) Os empréstimos intergovernamentais no contexto da crise financeira são consolidados, à exceção dos dados trimestrais sobre o ajustamento défice-dívida.
2) Calculada como a diferença entre os rácios da dívida pública em relação ao PIB no final do período de referência e um ano antes.

6.5 Títulos de dívida pública [1)]

(serviço da dívida em percentagem do PIB; fluxos durante o período de serviço da dívida; taxas de rendibilidade nominais médias em percentagens por ano)

		Serviço da dívida a 1 ano [2)]					Prazo residual médio em anos [3)]	Taxas de rendibilidade nominais médias [4)]						
		Total	Capital		Juros			Saldos					Transações	
				Prazos até 3 meses		Prazos até 3 meses		Total	Taxa variável	Cupão zero	Taxa fixa	Prazos até 1 ano	Emissões	Reembolsos
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016		14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017		12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018		13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2017	T4	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	T1	12,9	11,3	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
	T2	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
	T3	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
2018	Ago.	12,8	11,2	3,8	1,6	0,4	7,2	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0
	Set.	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
	Out.	13,3	11,8	3,6	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	1,0
	Nov.	13,4	11,9	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,5	1,0
	Dez.	13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	Jan.	13,3	11,7	4,1	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9

Fonte: BCE.
1) Registados ao valor nominal e não consolidados no setor das administrações públicas.
2) Exclui pagamentos futuros relativos a títulos de dívida que ainda não venceram e reembolsos antecipados.
3) Prazo residual no final do período.
4) Saldos em fim de período; transações como média de 12 meses.

6 Evolução orçamental

6.6 Evolução orçamental nos países da área do euro

(em percentagem do PIB; fluxos durante um período de 1 ano e saldos em fim de período)

	Bélgica	Alemanha	Estónia	Irlanda	Grécia	Espanha	França	Itália	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
					Défice (-)/excedente (+) público				
2014	-3,1	0,6	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,5	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3
2017	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8
2017 T4	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8
2018 T1	-0,9	1,3	-0,6	-0,3	1,1	-2,9	-2,7	-2,2	2,5
T2	-0,3	1,9	-0,2	-0,3	0,9	-2,7	-2,8	-1,9	3,0
T3	-0,1	1,9	0,0	-0,1	0,8	-2,7	-2,7	-1,8	-4,0
					Dívida pública				
2014	107,6	74,5	10,5	104,1	178,9	100,4	94,9	131,8	108,0
2015	106,5	70,8	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0
2016	106,1	67,9	9,2	73,4	178,5	99,0	98,2	131,4	105,5
2017	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1
2017 T4	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1
2018 T1	106,4	62,7	8,5	69,3	177,9	98,7	99,4	132,8	93,4
T2	105,9	61,5	8,3	69,2	177,4	98,1	99,1	133,1	104,0
T3	105,4	61,0	8,0	68,8	182,2	98,3	99,5	133,0	110,9

	Letónia	Lituânia	Luxemburgo	Malta	Países Baixos	Áustria	Portugal	Eslovénia	Eslováquia	Finlândia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
					Défice (-)/excedente (+) público					
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,7	-2,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,3	1,3	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2017 T4	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2018 T1	0,0	0,4	1,4	3,1	1,6	-0,6	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
T2	0,3	0,7	1,5	3,9	1,9	0,2	-1,0	0,6	-0,7	-0,9
T3	0,0	0,6	1,9	3,6	2,1	0,1	0,0	0,7	-0,7	-0,8
					Dívida pública					
2014	40,9	40,5	22,7	63,7	67,9	84,0	130,6	80,4	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,2	58,6	64,6	84,8	128,8	82,6	52,2	63,6
2016	40,3	39,9	20,7	56,3	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2017 T4	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 T1	35,5	36,0	22,2	49,8	55,1	77,2	125,4	75,5	50,9	59,9
T2	36,9	35,0	22,0	49,0	54,0	76,5	125,0	72,7	51,9	59,6
T3	37,1	35,0	21,7	45,9	52,9	75,6	125,0	71,0	51,5	58,8

Fonte: Eurostat.

© Banco Central Europeu, 2019

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.

A data de fecho das estatísticas incluídas nesta publicação foi 6 de março de 2019.
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-19-002-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep