



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 6 / 2019



Índice

Evolução económica e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	6
2 Evolução financeira	16
3 Atividade económica	21
4 Preços e custos	26
5 Moeda e crédito	32
6 Evolução orçamental	40
Caixas	43
1 Pacote de medidas de política monetária de setembro	43
2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 17 de abril a 30 de julho de 2019	48
3 Fatores internos <i>versus</i> fatores externos subjacentes à queda da produção industrial na área do euro	54
4 Como é que a atual expansão do emprego na área do euro compara com os padrões históricos?	58
5 Risco de rendimento das famílias ao longo do ciclo económico	63
6 De que forma é que os lucros ditam as pressões internas sobre os preços na área do euro?	70
Estatísticas	E1

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Com base numa avaliação rigorosa das perspetivas económicas e para a inflação na área do euro, e tendo em conta as mais recentes projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas, o Conselho do BCE tomou uma série de decisões de política monetária na reunião de 12 de setembro na prossecução do seu objetivo de estabilidade de preços. Informação disponibilizada desde a última reunião do Conselho do BCE indica uma fragilidade mais prolongada da economia da área do euro, a persistência de riscos proeminentes em sentido descendente e pressões inflacionistas moderadas. Tal reflete-se nas projeções de setembro elaboradas por especialistas, que indicam uma nova deterioração das perspetivas para a inflação. Paralelamente, o crescimento robusto do emprego e a subida dos salários continuam a sustentar a resiliência da economia da área do euro. Neste contexto geral, o Conselho do BCE anunciou um pacote abrangente de medidas de política monetária em resposta ao facto de a inflação continuar a situar-se aquém do seu objetivo (ver Caixa 1).

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 12 de setembro de 2019

O crescimento mundial abrandou no primeiro semestre de 2019, refletindo a desaceleração da atividade económica quer nas economias avançadas quer nas economias emergentes. Esta evolução está em conformidade com os indicadores baseados em inquéritos, que apontam para níveis moderados da atividade mundial. Projeta-se que o crescimento mundial diminua durante o ano num contexto de enfraquecimento da atividade na indústria transformadora a nível mundial resultante do menor investimento mundial e da crescente incerteza política e em termos de políticas devido ao Brexit e à nova intensificação das tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China. Em termos prospetivos, projeta-se que o crescimento mundial recupere gradualmente no médio prazo mas que se mantenha abaixo da sua média de longo prazo. Prevê-se que o comércio mundial registe um novo enfraquecimento substancial este ano mas que recupere no médio prazo, embora mantendo-se mais moderado do que a atividade económica. As pressões inflacionistas mundiais deverão permanecer contidas, ainda que os riscos no sentido descendente para a atividade económica mundial se tenham intensificado.

As taxas de longo prazo isentas de risco mundiais diminuíram desde a reunião do Conselho do BCE de junho de 2019, num contexto de expectativas de mercado de uma continuação da política monetária acomodatória e do ressurgimento da incerteza quanto ao comércio mundial. Esta diminuição das taxas isentas de risco sustentou os preços das ações e obrigações de empresas da área do euro. Entretanto, as expectativas de lucros empresariais diminuíram ligeiramente em resposta a dúvidas persistentes quanto às perspetivas macroeconómicas mundiais. A curva a prazo da EONIA também se deslocou em

sentido descendente. Nos mercados cambiais, o euro manteve-se globalmente inalterado em termos ponderados pelo comércio.

O PIB real da área do euro aumentou 0,2%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2019, após um crescimento de 0,4% no trimestre anterior. Os dados económicos disponibilizados e as informações provenientes dos inquéritos continuam a apontar para um crescimento moderado mas positivo no terceiro trimestre deste ano. Este abrandamento do crescimento reflete sobretudo o enfraquecimento prevaemente do comércio internacional numa conjuntura de períodos prolongados de incerteza a nível mundial, que afetam, em particular, o setor da indústria transformadora da área do euro. Paralelamente, os setores dos serviços e da construção evidenciam uma resiliência contínua, e a expansão da área do euro também é suportada por condições de financiamento favoráveis, por novos ganhos em termos de emprego e pelo aumento dos salários, pela orientação orçamental algo expansionista da área do euro e pelo atual crescimento (embora ligeiramente mais lento) da atividade mundial.

Esta avaliação encontra-se globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de setembro de 2019 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE. Estas projeções indicam que o PIB real anual aumentará 1,1% em 2019, 1,2% em 2020 e 1,4% em 2021. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB real foram revistas em baixa para 2019 e 2020. Os riscos que rodeiam as perspetivas de crescimento para a área do euro permanecem enviesados no sentido descendente. Estes riscos estão principalmente associados à presença prolongada de incertezas relacionadas com fatores geopolíticos, à ameaça crescente do protecionismo e a vulnerabilidades em mercados emergentes.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro situou-se em 1,0% em agosto de 2019, mantendo-se inalterada face a julho. A redução da inflação dos preços dos produtos energéticos foi contrabalançada pela subida da inflação dos preços dos produtos alimentares, enquanto a taxa da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos se manteve inalterada. Com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que a inflação global diminua antes de voltar a subir perto do final do ano. As medidas da inflação subjacente permaneceram, em geral, fracas e os indicadores das expectativas de inflação mantêm-se em níveis baixos. Apesar da intensificação e expansão das pressões sobre os custos do trabalho num contexto de níveis elevados de utilização da capacidade produtiva e de maior restritividade dos mercados de trabalho, a sua repercussão na inflação está a demorar mais do que anteriormente previsto. Em termos prospetivos, espera-se que a inflação subjacente suba, apoiada pelas medidas de política monetária do BCE, pela expansão económica em curso e por um robusto crescimento dos salários.

Esta avaliação está também globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de setembro de 2019 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, as quais indicam que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1,2% em 2019, 1,0% em 2020 e 1,5% em 2021. Em comparação

com as projeções macroeconómicas de junho de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas em baixa em todo o horizonte de projeção, refletindo os preços dos produtos energéticos mais baixos e a conjuntura de crescimento mais fraca. Espera-se que a inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos se situe em 1,1% em 2019, 1,2% em 2020 e 1,5% em 2021.

O crescimento anual do agregado monetário largo aumentou acentuadamente em julho de 2019, enquanto os empréstimos ao setor privado permaneceram globalmente inalterados. O crescimento do agregado monetário largo (M3) aumentou para 5,2% em julho de 2019, o que compara com 4,5% em junho. O ritmo sustentado de crescimento do agregado monetário largo reflete a criação de crédito bancário ao setor privado em curso e baixos custos de oportunidade de detenção de instrumentos do M3. Além disso, o crescimento do M3 manteve-se resiliente perante a diminuição gradual do contributo mecânico das compras líquidas ao abrigo do programa de aquisição de ativos (*asset purchase programme* – APP) e o enfraquecimento do dinamismo económico. Simultaneamente, o financiamento dos bancos e as condições de financiamento favoráveis continuaram a apoiar os fluxos de empréstimos e, conseqüentemente, o crescimento económico. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às sociedades não financeiras permaneceu inalterada, em 3,9%, em julho de 2019. As medidas de política monetária decididas pelo Conselho do BCE, incluindo as condições mais acomodáticas da nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas trimestrais (ORPA direcionadas III), ajudarão a salvaguardar condições de concessão de crédito bancário favoráveis e continuarão a apoiar o acesso a financiamento, em particular por parte de pequenas e médias empresas.

Projeta-se que a orientação orçamental agregada da área do euro seja ligeiramente expansionista, dando algum apoio à atividade económica. Nos próximos dois anos, a orientação continuará a ser ligeiramente expansionista, sobretudo devido a novos cortes nos impostos diretos e contribuições para a segurança social na maioria dos países da área do euro de maior dimensão. Dado o enfraquecimento das perspetivas económicas e a continuação da relevância dos riscos em sentido descendente, os governos com margem orçamental deverão atuar de forma eficaz e atempada. Nos países em que a dívida pública é ainda elevada, os governos precisam de prosseguir políticas prudentes que criem as condições para o livre funcionamento dos estabilizadores automáticos.

Decisões de política monetária

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

- Primeiro, a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito foi reduzida em 10 pontos base, passando para -0,50%. A taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de cedência de liquidez permaneceram inalteradas nos níveis atuais de 0,00% e 0,25%, respetivamente. O Conselho do BCE espera agora

que as taxas de juro diretoras do BCE se mantenham nos níveis atuais ou em níveis inferiores até observar que as perspetivas de inflação estão a convergir de forma robusta no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no seu horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente.

- Segundo, as aquisições líquidas serão reiniciadas ao abrigo do APP, a um ritmo mensal de €20 mil milhões a partir de 1 de novembro. O Conselho do BCE espera que estas aquisições decorram enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas diretoras e que cessem pouco antes de começar a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE.
- Terceiro, os reinvestimentos dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do APP prosseguirão, na totalidade, durante um período prolongado após a data em que o Conselho do BCE comece a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.
- Quarto, o Conselho do BCE decidiu alterar as modalidades das ORPA direcionadas III para preservar condições de financiamento bancário favoráveis, assegurar a transmissão regular da política monetária e continuar a apoiar a orientação acomodatória da política monetária. A taxa de juro de cada operação será agora fixada no nível da média da taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema ao longo do período de duração da ORPA direcionada correspondente. Para as instituições de crédito cujo crédito líquido elegível exceda um determinado valor de referência, a taxa aplicada nas ORPA direcionadas III será inferior e poderá ser tão baixa como a média da taxa de juro da facilidade permanente de depósito prevalecente ao longo do período de duração da operação. O prazo das operações será prolongado de dois para três anos.
- Quinto, a fim de apoiar a transmissão da política monetária assente nas instituições de crédito, o Conselho do BCE decidiu introduzir um sistema de dois níveis para a remuneração de reservas, no âmbito do qual parte da liquidez excedentária das instituições de crédito ficará isenta da taxa de juro negativa aplicada à facilidade permanente de depósito.

O Conselho do BCE tomou estas decisões em resposta ao facto de a inflação continuar a situar-se aquém do seu objetivo. Com este pacote abrangente de decisões de política monetária, o BCE proporciona um estímulo monetário substancial para garantir que as condições financeiras permanecem muito favoráveis e apoiam a expansão da área do euro, a intensificação em curso das pressões internas sobre os preços e, desse modo, a convergência sustentada da inflação no sentido do objetivo do Conselho do BCE para o médio prazo. O Conselho do BCE reiterou a necessidade de uma orientação fortemente acomodatória da política monetária durante um período prolongado. Em termos prospetivos, continua a estar preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de assegurar que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.

1 Conjuntura externa

O crescimento mundial abrandou no primeiro semestre de 2019, refletindo a desaceleração da atividade económica quer nas economias avançadas quer nas economias emergentes. Esta evolução está em conformidade com os indicadores baseados em inquéritos, que apontam para níveis moderados da atividade mundial. A atividade no setor dos serviços, embora numa trajetória de redução, continuou a sustentar o crescimento, enquanto o dinamismo do crescimento na indústria transformadora a nível mundial permanece moderado. Projeta-se que o crescimento mundial diminua durante o ano num contexto de enfraquecimento da atividade na indústria transformadora a nível mundial no seguimento da descida do investimento mundial e da crescente incerteza política e em termos de políticas devido ao Brexit e à nova intensificação das tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China. Embora se espere que estes fatores adversos afetem a atividade e o comércio mundiais este ano e no próximo, as medidas de política recentes deverão proporcionar algum apoio. Consequentemente, projeta-se que o crescimento mundial estabilize no médio prazo, embora num nível inferior ao da taxa de crescimento média observada antes da crise. Prevê-se que o comércio mundial enfraqueça substancialmente este ano mas que recupere no médio prazo, embora mantendo-se mais moderado do que a atividade económica. As pressões inflacionistas mundiais deverão permanecer contidas, ainda que os riscos no sentido descendente para a atividade económica mundial se tenham intensificado.

Atividade económica e comércio mundiais

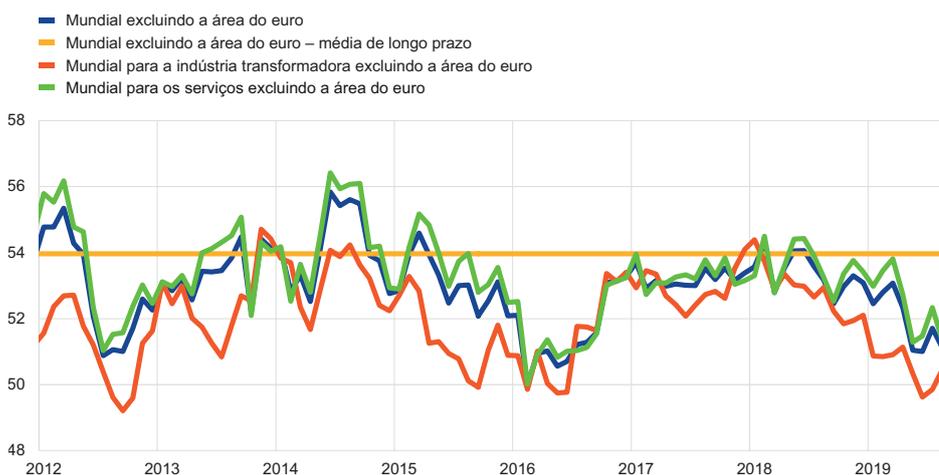
Crescimento mundial abrandou no primeiro semestre de 2019. No primeiro trimestre, o crescimento do PIB real resistiu relativamente bem na maioria das economias avançadas devido a fatores temporários em alguns países (por exemplo, contributos positivos do comércio líquido e da acumulação de existências nos Estados Unidos e criação de *stocks* no Reino Unido no período que antecedeu a data inicial fixada para o Brexit). No segundo trimestre, à medida que desvanecia o impacto destes fatores, o crescimento abrandou. Nos Estados Unidos, à medida que estabilizavam as importações, o contributo negativo do comércio líquido pesou no crescimento apesar do estímulo orçamental e da resiliência do consumo privado. No Reino Unido, o crescimento passou a ser negativo no segundo trimestre, nomeadamente devido a um abrandamento do investimento. Enquanto a atividade na China permaneceu estável no primeiro semestre num contexto de consumo privado resiliente, o crescimento vacilou em várias outras economias de mercado emergentes (EME) no primeiro trimestre, refletindo fatores idiossincráticos adversos em alguns países (a rutura de uma barragem no Brasil e a contaminação de um oleoduto na Rússia) e fatores adversos mais persistentes, como, por exemplo, a elevada incerteza em termos de políticas internas (no México e no Brasil). O crescimento recuperou no segundo trimestre à medida que se dissipavam alguns destes fatores adversos, tendo a atividade económica continuado a crescer nalguns outros países (por exemplo, na Turquia, devido ao forte consumo privado e a um contributo positivo do comércio líquido).

Os indicadores baseados em inquéritos continuam a apontar para a moderação da atividade mundial.

O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto, excluindo a área do euro, desacelerou novamente no segundo trimestre de 2019 e, após uma pequena recuperação em julho, de novo em agosto. A desaceleração no primeiro semestre foi generalizada às economias avançadas e emergentes, embora mais recentemente se tenha registado um ligeiro aumento do indicador do IGC compósito relativo a EME. A atividade mundial no setor dos serviços, que no geral se tinha mostrado mais resiliente na viragem do ano, também se deteriorou no segundo trimestre e registou nova descida em agosto, mas permanece acima do limiar de 50. A atividade na indústria transformadora a nível mundial tem seguido uma tendência descendente ao longo do último ano. Depois de cair para níveis de contração em junho e julho (ou seja, abaixo do limiar de 50), recuperou e ultrapassou o valor neutro em agosto (ver Gráfico 1).

Gráfico 1
IGC mundial compósito do produto

(Índices de difusão)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a agosto de 2019. "Média de longo prazo" refere-se ao período entre janeiro de 1999 e agosto de 2019.

As condições financeiras mundiais registaram alguma volatilidade em meses recentes.

Desde a finalização das projeções macroeconómicas de junho de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, os preços dos ativos de maior risco registaram alguma volatilidade num contexto de sinais contraditórios. Por um lado, a esperança de que fosse alcançado um acordo comercial bilateral entre os Estados Unidos e a China e as expectativas de uma política monetária mais acomodatória em ambos os lados do Atlântico conduziram a uma retoma dos preços dos ativos em junho e julho. Com os investidores a anteverem cortes nas taxas, as taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos e outras taxas de rendibilidade de obrigações de dívida pública seguras movimentaram-se significativamente em sentido descendente e, ao mesmo tempo, as condições financeiras nas EME tornaram-se consideravelmente menos restritivas. Por outro lado, a nova intensificação da disputa comercial entre os Estados Unidos e a China

no início de agosto e a indicação do Comité de Operações de Mercado Aberto do Sistema de Reserva Federal (Federal Open Market Committee – FOMC) de que o corte nas taxas de julho não assinalava o início de um ciclo de redução da restritividade minaram a apetência pelo risco, o que causou perdas avultadas nos mercados acionistas mundiais, enquanto as taxas de rendibilidade de obrigações soberanas *core* continuaram a diminuir devido à queda dos prémios de risco de prazo. Apesar do recente episódio de aversão ao risco, as condições nos mercados financeiros mantêm-se amplas quer nas economias avançadas quer nas economias emergentes.

Projeta-se que o crescimento mundial desacelere este ano. Vários fatores adversos continuam a pesar sob a economia mundial. Prevê-se que a atividade na indústria transformadora mundial permaneça fraca, devido sobretudo ao menor crescimento do investimento mundial e do consumo de bens duradouros, os quais constituem uma grande parte do produto na indústria transformadora. À medida que cresce a incerteza quanto ao futuro das relações comerciais internacionais, é improvável que o crescimento do investimento mundial recupere forças. Análises recentes mostram que a deterioração das condições financeiras, a crescente incerteza macroeconómica e choques desfavoráveis sobre a procura afetaram negativamente o crescimento do investimento mundial no segundo semestre de 2018 e no início de 2019¹. Tendo em conta o abrandamento da economia mundial, vários decisores de política em todo o mundo adotaram medidas acomodatócias para amortecer o impacto negativo dos fatores económicos adversos. Na China, as medidas de estímulo orçamental para amortecer o abrandamento da procura interna deverão ter um efeito maioritariamente no segundo semestre. Nos Estados Unidos, para além do estímulo orçamental pró-cíclico considerável e do recente acordo quanto aos novos limites à despesa pública, o Sistema de Reserva Federal decidiu reduzir a respetiva taxa de juro de referência com o objetivo de apoiar a expansão económica em curso. Vários outros países também reduziram a restritividade da política monetária (por exemplo, Austrália, Brasil, Coreia do Sul, Indonésia, Índia e Turquia).

Em termos prospetivos, projeta-se que o crescimento mundial recupere gradualmente no médio prazo mas que se mantenha abaixo da sua média de longo prazo. A evolução do crescimento mundial está a ser moldada por três forças principais. Nas economias avançadas, projeta-se que o dinamismo cíclico abrande à medida que as restrições a nível da capacidade produtiva se tornam cada vez mais restritivas num contexto de desvios do produto positivos e taxas de desemprego reduzidas nas principais economias, enquanto se prevê que o apoio em termos de políticas diminua gradualmente na parte final do horizonte de projeção. Acresce que se projeta que o abrandamento progressivo da economia chinesa e um reequilíbrio do investimento em prol do consumo afetem negativamente o crescimento mundial e o comércio em particular. Paralelamente, o contributo das EME (exceto a China) para o crescimento mundial, embora ainda positivo, deverá ser mais fraco do que o indicado nas projeções macroeconómicas de junho de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Tal deve-se a dados recentes que sugerem que a

¹ Ver a caixa intitulada “What is behind the decoupling of global activity and trade?”, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2019.

recuperação projetada face a recessões anteriores se está a concretizar a um menor ritmo do que anteriormente previsto. Além disso, embora até ao momento as recentes tensões nos mercados financeiros da Argentina ainda não se tenham repercutido nos outros mercados emergentes, isto aponta para a fragilidade subjacente da retoma nalgumas EME. No geral, o ritmo da expansão mundial deverá estabilizar em taxas inferiores às observadas antes da crise financeira de 2007-2008.

No que respeita à evolução em países específicos, prevê-se que a atividade nos Estados Unidos se mantenha resiliente no curto prazo, não obstante os fatores adversos associados à disputa comercial com a China e ao enquadramento externo menos favorável.

Até ao momento, o desempenho da economia dos Estados Unidos tem permanecido robusto, refletindo a solidez do mercado de trabalho e das despesas de consumo. A remoção de limites à despesa no exercício de 2020/21 e a suspensão por dois anos do limite à dívida federal acordada pelo Congresso no final de julho continuarão a sustentar o crescimento económico. As condições financeiras também continuam a ser benéficas. Após um crescimento homólogo de 3,1% do PIB real no primeiro trimestre de 2019, o crescimento moderou-se para 2,0% no segundo trimestre, refletindo o desvanecimento de fatores temporários (por exemplo, contributos positivos de existência e a queda das importações), enquanto o consumo privado e a despesa pública continuaram a apoiar a atividade económica no geral. A inflação global homóloga medida pelos preços no consumidor subiu ligeiramente para 1,8% em julho, face a 1,6% no mês precedente, sobretudo devido à inflação subjacente, enquanto os preços dos produtos energéticos desceram. A inflação dos preços no consumidor, excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, subiu ligeiramente, atingindo 2,2% em julho. Projeta-se um retorno gradual do crescimento a uma taxa de crescimento potencial imediatamente abaixo de 2%, ao passo que se espera que a inflação dos preços no consumidor permaneça acima de 2% no médio prazo.

A economia na China mantém-se numa trajetória de abrandamento gradual.

No segundo trimestre de 2019, o crescimento homólogo do PIB abrandou para 6,2%, face a 6,4% no primeiro trimestre, devido ao fraco consumo final que foi apenas parcialmente compensado por uma melhoria do investimento. Numa análise prospetiva, projeta-se que o crescimento desacelere novamente em 2020 e 2021, não tendo sido ainda anunciadas medidas adicionais de apoio orçamental em resposta à mais recente intensificação da disputa comercial. Em termos globais, a desaceleração da atividade económica reflete os anteriores efeitos da campanha de desalavancagem para conter os riscos financeiros, o enfoque do governo no reequilíbrio da economia em detrimento do investimento e o impacto das atuais tensões comerciais que envolvem os Estados Unidos. Projeta-se que os progressos na implementação de reformas estruturais resultem numa transição ordenada para uma trajetória de crescimento mais moderado e menos dependente do investimento e das exportações.

No Japão, o dinamismo do crescimento subjacente permanece fraco.

O crescimento no segundo trimestre de 2019 situou-se em 0,4% (em termos trimestrais em cadeia), melhor do que o esperado, decorrente em larga medida de

vários fatores transitórios, incluindo o aumento das despesas de consumo devido ao período de férias da Semana Dourada e à subida das aquisições de bens duradouros. Esta subida deverá ter refletido em parte a antecipação da procura antes do aumento dos impostos sobre o consumo planeado para outubro de 2019. No entanto, as exportações permaneceram moderadas e a produção industrial e o sentimento no setor da indústria transformadora deterioraram-se num contexto de enfraquecimento da procura externa e de persistência da incerteza política. O comércio líquido deu um contributo negativo, com as exportações a seguirem uma trajetória horizontal, enquanto as importações recuperaram face à fragilidade observada no trimestre anterior. Embora o perfil de curto prazo seja determinado pelo futuro aumento dos impostos sobre o consumo, o que implica um consumo antecipado no terceiro trimestre e posterior reembolso, projeta-se que a atividade económica se mantenha numa trajetória moderada posteriormente.

No Reino Unido, o crescimento do PIB real registou uma contração no segundo trimestre de 2019, em grande medida devido à incerteza em torno do Brexit.

O crescimento do PIB real evidenciou alguma volatilidade desde o início do ano, refletindo sobretudo mudanças nos padrões de atividade relacionadas com a data inicial fixada para o Brexit, de 29 de março. Após uma subida de 0,5% (em termos trimestrais em cadeia) no primeiro trimestre, o PIB real registou uma contração de 0,2% no segundo trimestre. Este foi o primeiro trimestre de crescimento negativo desde 2012 e refletiu a redução do investimento e, no seguimento da prorrogação, à última hora, da data para o Brexit, observou-se uma inversão da forte acumulação de existências no primeiro trimestre. Não obstante uma depreciação considerável da libra esterlina desde o início de 2019, as exportações registaram uma contração de 3,3% no segundo trimestre. No entanto, o contributo do comércio líquido permaneceu positivo, visto que as importações, em particular de bens da UE, caíram ainda mais do que as exportações (-12,9% em termos trimestrais em cadeia). O crescimento do consumo interno manteve-se robusto (0,5% em termos trimestrais em cadeia) no segundo trimestre, parcialmente sustentado pelo maior crescimento dos salários reais. A evidência com base em inquéritos aponta para a continuação do ligeiro abrandamento da atividade económica no próximo trimestre. A inflação homóloga medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) aumentou modestamente para 2,0% no segundo trimestre, e para 2,1% em julho, devido em larga medida à intensificação dos recentes movimentos cambiais adversos. As atuais incertezas relacionadas com as modalidades do Brexit refletiram-se recentemente na maior volatilidade da libra esterlina e, no lado da economia real, deverão conduzir a um novo aumento da volatilidade do crescimento do PIB real e a um crescimento moderado no médio prazo.

Nos países da Europa Central e de Leste, projeta-se que o crescimento se mantenha robusto ao longo do horizonte de projeção, mas num nível mais moderado do que em 2018.

Prevê-se que fortes despesas de consumo sustentadas por mercados de trabalho robustos apoiem a atividade económica no futuro. O crescimento do investimento deverá manter-se robusto, embora abrandando ligeiramente numa fase mais avançada do ciclo de fundos comunitários. Acresce que o abrandamento do comércio mundial está a pesar sobre as perspetivas de crescimento na região. No médio prazo, espera-se que o

ritmo de expansão económica nestes países registe nova desaceleração no sentido do potencial.

As perspetivas quanto à atividade económica nos grandes países exportadores de matérias-primas apontam para um crescimento modesto. Na Rússia, a atividade no segundo trimestre foi afetada negativamente pela introdução de petróleo contaminado num oleoduto de exportação vital, o que desencadeou perturbações em larga escala ao longo da cadeia de fornecimento. Apesar de temporário, este evento pesará sobre o crescimento em 2019, que já tinha sido afetado por uma contração inesperadamente acentuada no primeiro trimestre devido ao fraco investimento, exportações líquidas reduzidas e revisões em baixa substanciais de dados históricos. Em termos prospetivos, as perspetivas de crescimento na Rússia estão a ser ditadas pela evolução dos mercados petrolíferos mundiais, pela execução de políticas estruturais e orçamentais e pelas sanções internacionais sob as quais a economia opera atualmente. Em resultado, espera-se que o crescimento desacelere um pouco no médio prazo. Projeta-se que o crescimento no Brasil se mantenha moderado, devido à incerteza em torno das reformas do regime de pensões e a preocupações quanto à sustentabilidade orçamental. Choques idiossincráticos no início do ano (na sequência de um desastre ocorrido numa mina) também afetaram negativamente a atividade. A procura interna lenta e a incerteza persistente associada à capacidade produtiva disponível substancial estão a travar uma reação mais vigorosa do investimento e afetaram negativamente a confiança.

Na Turquia, a atividade económica surpreendeu significativamente em alta no primeiro semestre de 2019. Na sequência de uma contração acentuada no quarto trimestre de 2018, a economia recuperou no início de 2019 devido a um estímulo orçamental considerável em antecipação das eleições locais em março. A economia continuou a crescer a um ritmo robusto no segundo trimestre, não obstante uma ligeira reversão do estímulo orçamental, devido ao forte consumo das famílias e ao contributo positivo do comércio líquido. Por outro lado, o investimento continuou a registar uma contração acentuada devido à elevada incerteza política e a condições de financiamento restritivas. Numa análise prospetiva, prevê-se que o crescimento enfraqueça até ao fim de 2019 e que acelere gradualmente na parte final do horizonte de projeção.

O comércio mundial enfraqueceu significativamente no primeiro semestre. O crescimento do comércio mundial passou a ser negativo no primeiro trimestre e manteve-se fraco no segundo trimestre. O enfraquecimento do comércio ficou a dever-se sobretudo ao abrandamento da atividade industrial, à intensificação das tensões comerciais e, em certa medida, ao enfraquecimento do ciclo tecnológico asiático². A contração do comércio mundial foi generalizada a todos os países. Para além de fatores pontuais (por exemplo, a procura interna temporariamente fraca nos Estados Unidos na sequência do encerramento parcial da Administração Federal no primeiro trimestre e uma contração das importações do Reino Unido no segundo trimestre no seguimento de esforços de acumulação de existências

² Para mais pormenores sobre o ciclo tecnológico mundial, ver a caixa intitulada “[What the maturing tech cycle signals for the global economy](#)”, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2019.

no primeiro trimestre), o enfraquecimento do comércio também se ficou a dever ao fraco comércio intra-asiático. Este último parece estar relacionado com o abrandamento da procura interna na China no contexto de grandes cadeias de valor regionais. De acordo com dados do CPB, o volume de importações mundiais de mercadorias, excluindo a área do euro, registou uma contração de 0,6% em junho em termos trimestrais em cadeia, confirmando a continuação do fraco dinamismo do comércio no segundo trimestre (ver Gráfico 2). Atendendo a que os indicadores baseados em inquéritos relativos a novas encomendas de exportações continuam a apontar para uma nova deterioração, é provável que a atual fraqueza do comércio mundial prossiga no curto prazo.

Desde agosto, a disputa comercial entre os Estados Unidos e a China intensificou-se consideravelmente.

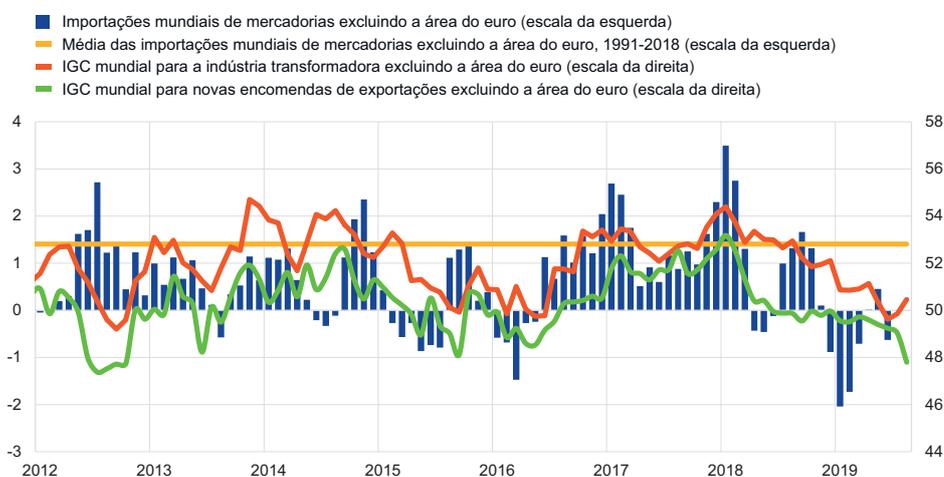
No início de agosto, após um encontro bilateral com as autoridades chinesas, os Estados Unidos anunciaram a imposição de tarifas de 10% sobre aproximadamente USD 300 mil milhões de importações oriundas da China para os Estados Unidos. Estas tarifas serão implementadas em duas fases, em 1 de setembro e 15 de dezembro. Inicialmente, as autoridades chinesas anunciaram apenas medidas de retaliação da mesma magnitude que passavam pela decisão de suspender as importações de culturas dos Estados Unidos. Porém, no final de agosto, foram anunciadas novas medidas de retaliação com a decisão de impor tarifas adicionais de 5% ou 10% sobre USD 75 mil milhões de importações chinesas oriundas dos Estados Unidos e de repor as tarifas anteriormente suspensas sobre automóveis e peças para automóveis. Esta última medida desencadeou uma nova intensificação, dado que os Estados Unidos anunciaram a imposição de tarifas de 5% adicionais sobre todas as importações dos Estados Unidos oriundas da China (no valor de cerca de USD 550 mil milhões)³. Esta nova intensificação da disputa comercial entre os dois países afetará negativamente a atividade e o comércio mundiais. Entretanto, outras questões comerciais ficaram ainda por resolver. A Administração dos Estados Unidos adiou a decisão sobre os possíveis aumentos das tarifas sobre automóveis até meados de novembro de 2019, enquanto decorrem ainda as conversações com a UE sobre um novo acordo comercial, anunciado em julho de 2018.

³ Visto que esta nova ronda de tarifas só foi anunciada depois da data de fecho dos dados, não foi incluída nas previsões de referência incorporadas no exercício das projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE. Em ambos os campos, esta intensificação mais recente resultou num aumento generalizado das tarifas sobre importações. As tarifas de 5% adicionais impostas pelos Estados Unidos sobre as importações da China entrarão em vigor em 1 de setembro, 15 de outubro (e não 1 de outubro, como anunciado) e 15 de dezembro.

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 agosto de 2019 (IGC) e a junho de 2019 (importações mundiais de bens).

Projeta-se que o crescimento económico mundial enfraqueça este ano, mas recupere apenas gradualmente no médio prazo.

De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) desacelerará para 3,1% este ano, face a um valor de 3,8% em 2018. Tal reflete os crescentes fatores adversos ao crescimento mundial, num enquadramento de incerteza política e em termos de políticas elevada e crescente. No período de 2020 a 2021, projeta-se que o crescimento da atividade económica mundial estabilize em 3,5%, dado esperar-se que o abrandamento (cíclico) das principais economias avançadas e a transição da China para uma trajetória de crescimento mais moderado sejam apenas parcialmente contrabalançados por uma retoma gradual em diversas EME importantes. Visto que os fatores adversos ao crescimento pesam consideravelmente mais sobre as componentes da procura assentes no comércio, tais como o investimento, projeta-se que o crescimento da procura externa da área do euro abrande de forma mais significativa do que a atividade mundial este ano, caindo para 1,0%, face a 3,7% em 2018. Projeta-se que as importações mundiais aumentem gradualmente no médio prazo. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, quer o crescimento do PIB mundial quer o crescimento da procura externa da área do euro foram revistos em baixa ao longo do horizonte de projeção. Do ponto de vista geográfico, as revisões da procura externa da área do euro refletem perspetivas de comércio mais fracas do que o esperado relativamente às EME, incluindo a China em menor medida, assim como as perspetivas de um crescimento mais lento das importações em alguns dos principais parceiros comerciais, incluindo o Reino Unido e outros países europeus não pertencentes à área do euro.

Os riscos no sentido descendente para a atividade mundial intensificaram-se recentemente.

Um novo aumento das disputas comerciais representaria um risco para o comércio mundial e o crescimento. Além disso, no cenário de um Brexit sem

acordo de saída, os efeitos de repercussão poderão ser mais negativos, em especial na Europa. Um abrandamento mais acentuado da economia na China poderá ser mais difícil de contrariar mediante estímulos eficazes em termos de políticas e revelar-se um desafio para o atual processo de reequilíbrio no país. A reavaliação do preço do risco nos mercados financeiros poderá pesar significativamente sobre as EME vulneráveis. Uma nova intensificação das tensões geopolíticas pode também afetar negativamente a atividade e o comércio mundiais.

Evolução dos preços a nível mundial

A evolução dos preços do petróleo desde o final de julho foi moldada principalmente pelas preocupações quanto às perspetivas mundiais. Na sequência da nova intensificação das tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China no início de agosto, os preços do petróleo começaram por descer em torno de 5%, antes de recuperarem algum terreno na segunda metade do mês. Desde abril, as perspetivas de consumo mundial de petróleo têm vindo a ser repetidamente revistas em baixa. Por conseguinte, os cortes na produção pelo grupo de produtores petrolíferos da OPEP+, os quais apoiaram os preços do petróleo no primeiro trimestre em particular, não foram suficientes para contrabalançar os fatores adversos das preocupações quanto à procura de petróleo. O impacto nos preços das recentes incertezas geopolíticas no Médio Oriente também foi limitado até ao momento. No futuro, os riscos para os preços do petróleo parecem ser globalmente equilibrados. Ao passo que um novo enfraquecimento da atividade mundial iria pesar sobre os preços, as restrições à oferta impulsioná-los-iam. De facto, a Arábia Saudita e a Rússia já indicaram a possibilidade de novos cortes na produção por parte dos países da OPEP+ no futuro próximo, o que poderia exercer novas pressões ascendentes sobre os preços.

Segundo as projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, os preços do petróleo deverão descer ao longo do horizonte de projeção. Num contexto de volatilidade de curto prazo, as preocupações quanto à procura de petróleo e à nova intensificação das tensões comerciais têm travado os preços do petróleo, não obstante o acordo entre a OPEP e outros produtores petrolíferos importantes a fim de reduzir a produção. Consequentemente, os pressupostos relativos aos preços do petróleo subjacentes às projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE situaram-se cerca de 8,3% abaixo do nível indicado para 2019 (e 13,4% e 10,3% abaixo do nível indicado para 2020 e 2021, respetivamente) face aos pressupostos subjacentes às projeções macroeconómicas de junho de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Contudo, desde a data de fecho da informação para as projeções de setembro, o preço do petróleo aumentou ligeiramente, com o preço do petróleo bruto Brent a situar-se em USD 61 por barril em 5 de setembro.

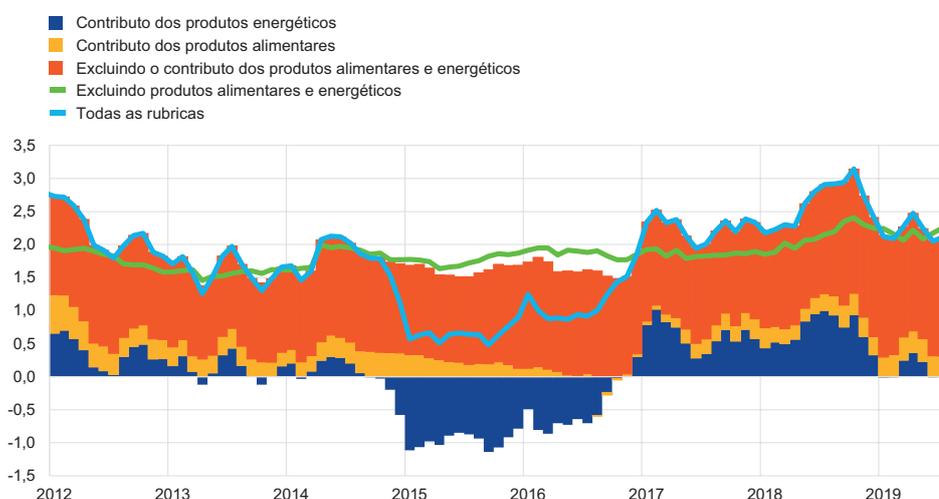
As pressões inflacionistas mundiais permanecem moderadas. Nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), a inflação global homóloga dos preços no consumidor situou-se, em média, em 2,1% em julho de 2019, face a 2,0% no mês anterior. O aumento ficou a dever-

-se a um contributo positivo da inflação subjacente (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) (ver Gráfico 3), que aumentou para 2,3% face a 2,2% no mês anterior, enquanto a inflação medida pelos produtos energéticos se manteve inalterada. As condições restritivas do mercado de trabalho nas principais economias avançadas traduziram-se, até à data, em aumentos salariais meramente modestos, sugerindo que as pressões inflacionistas subjacentes permanecem fracas. Não obstante, poderão registar uma recuperação gradual durante o horizonte de projeção, refletindo o decréscimo da margem disponível.

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 julho de 2019.

Numa análise prospetiva, as pressões inflacionistas mundiais deverão manter-se contidas. Prevê-se que o crescimento dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro enfraqueça acentuadamente este ano e que desacelere de forma gradual no médio prazo. Tal reflete o impacto do perfil descendente da curva de preços dos futuros do petróleo, o qual se espera que seja superior à pressão no sentido ascendente decorrente da diminuição gradual da capacidade disponível a nível mundial.

2 Evolução financeira

Desde a reunião do Conselho do BCE em junho de 2019, as taxas de longo prazo isentas de risco mundiais diminuíram num contexto de expectativas de mercado de uma continuação da política monetária acomodatória num cenário de maior incerteza quanto ao comércio mundial. Esta diminuição das taxas isentas de risco suportou os preços das ações e obrigações de empresas da área do euro. Entretanto, as expectativas de lucros empresariais diminuíram ligeiramente em resposta a dúvidas persistentes quanto às perspetivas macroeconómicas mundiais. Nos mercados cambiais, o euro manteve-se globalmente inalterado em termos ponderados pelo comércio.

As taxas de rendibilidade de longo prazo diminuíram consideravelmente na área do euro e nos Estados Unidos. Ao longo do período em análise (de 6 de junho a 11 de setembro de 2019), a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB caiu 55 pontos base, para -0,06% (ver Gráfico 4). As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos nos Estados Unidos e no Reino Unido também diminuíram significativamente, em 38 e 19 pontos base, respetivamente. As quedas substanciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública refletem em parte uma reavaliação das expectativas de taxas de juro em jurisdições importantes, num contexto de maior incerteza quanto às relações comerciais mundiais e às perspetivas macroeconómicas mais abrangentes.

Gráfico 4

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: Dados diários. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 6 de junho de 2019. A última observação refere-se a 11 de setembro de 2019.

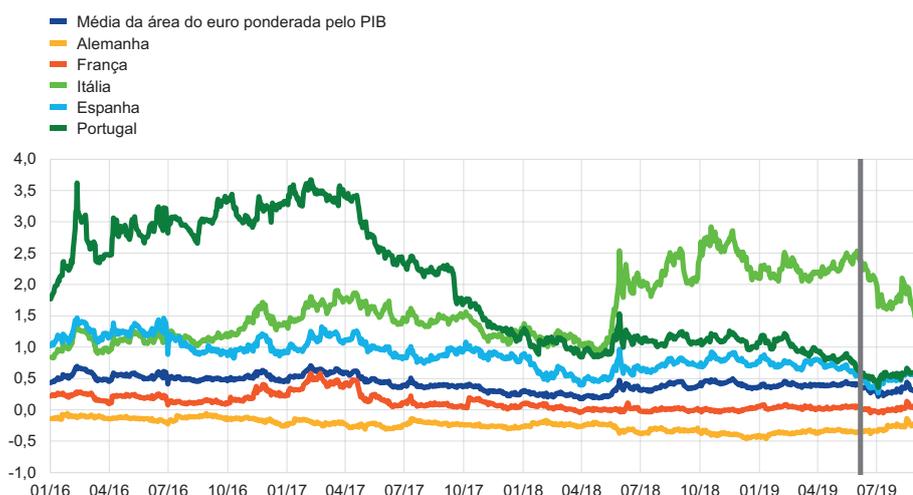
Os diferenciais das obrigações soberanas em relação à taxa dos swaps indexados pelo prazo overnight isenta de risco mantiveram-se globalmente inalterados na maior parte dos países da área do euro. Os diferenciais das obrigações soberanas permaneceram globalmente estáveis ao longo do período em análise, à exceção do mercado italiano, no qual o diferencial a 10 anos diminuiu

1,1 pontos percentuais na sequência da antecipação e subsequente formação de um novo governo. Em termos gerais, 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 reduziu-se ligeiramente, situando-se em 0,26 pontos percentuais em 11 de setembro.

Gráfico 5

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

(pontos percentuais)



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 6 de junho de 2019. A última observação refere-se a 11 de setembro de 2019.

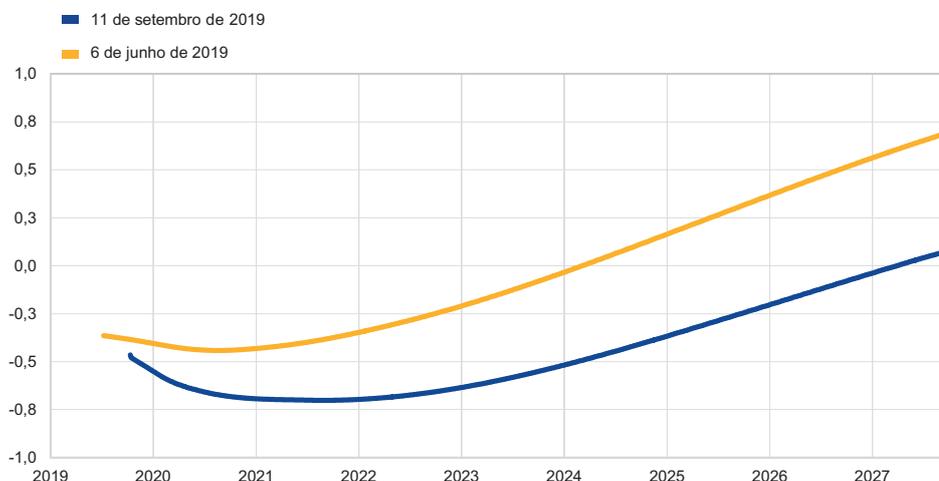
A taxa de juro *overnight* média do euro (EONIA) situou-se, em média, em -36 pontos base no período em análise. A liquidez excedentária diminuiu cerca de €141 mil milhões, para aproximadamente €1763 mil milhões. A redução da liquidez excedentária ficou a dever-se sobretudo a um aumento dos fatores autónomos de absorção de liquidez e, em menor medida, a reembolsos voluntários na segunda série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas II). Para mais pormenores relativamente à evolução das condições de liquidez, ver a Caixa 2.

A curva a prazo da EONIA deslocou-se em sentido descendente e inverteu-se acentuadamente em horizontes mais curtos. No final do período em análise, a curva apresentou um valor mínimo de aproximadamente 40 pontos base abaixo do nível prevalecente da EONIA em torno do quarto trimestre de 2021 e manteve-se abaixo de zero para todos os horizontes até 2027, refletindo expectativas de 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.

Os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) aumentaram quer na área do euro quer nos Estados Unidos, suportados por uma diminuição das taxas isentas de risco.

Os preços das ações das SNF da área do euro aumentaram 6%, em termos gerais, enquanto as ações dos bancos da área do euro subiram cerca de 2% (ver Gráfico 7). O subdesempenho dos preços das ações dos bancos poderá estar relacionado com perspetivas de rentabilidade globalmente modestas, associadas, entre outros fatores, a estruturas de custos elevados, aos ajustamentos em curso nos modelos de negócio e aos desafios que os impedem de tirar suficiente proveito das eficiências criadas pela digitalização. Nos Estados Unidos, os preços das ações das SNF e dos bancos aumentaram em redor de 5% e 4%, respetivamente. Os preços das ações a nível mundial foram sustentados por uma descida considerável das taxas isentas de risco. Porém, este apoio foi ligeiramente contrabalançado por um aumento dos prémios de risco em resposta a uma intensificação da incerteza quanto ao comércio mundial e a algumas revisões em baixa de expectativas de lucros empresariais, provavelmente em reação a dúvidas persistentes quanto às perspetivas macroeconómicas mundiais.

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 6 de junho de 2019. A última observação refere-se a 11 de setembro de 2019.

Os diferenciais das obrigações de empresas da área do euro estreitaram-se ligeiramente.

Em termos globais, o diferencial entre a taxa de rendibilidade das obrigações de SNF da área do euro com grau de qualidade de investimento e a taxa livre de risco diminuiu 5 pontos base, para 74 pontos base (ver Gráfico 8). As taxas de rendibilidade da dívida do setor financeiro também diminuíram, resultando numa descida de aproximadamente 10 pontos base no respetivo diferencial face à taxa isenta de risco. Embora ambos os diferenciais se mantenham globalmente em torno dos níveis médios prevaletentes desde a introdução do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme – CSPP*) em março de 2016, as descidas mais recentes podem ter sido sustentadas pela expectativa de medidas de política monetária adicionais.

Gráfico 8

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



Fontes: Índices iBoxx e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 6 de junho de 2019. A última observação refere-se a 11 de setembro de 2019.

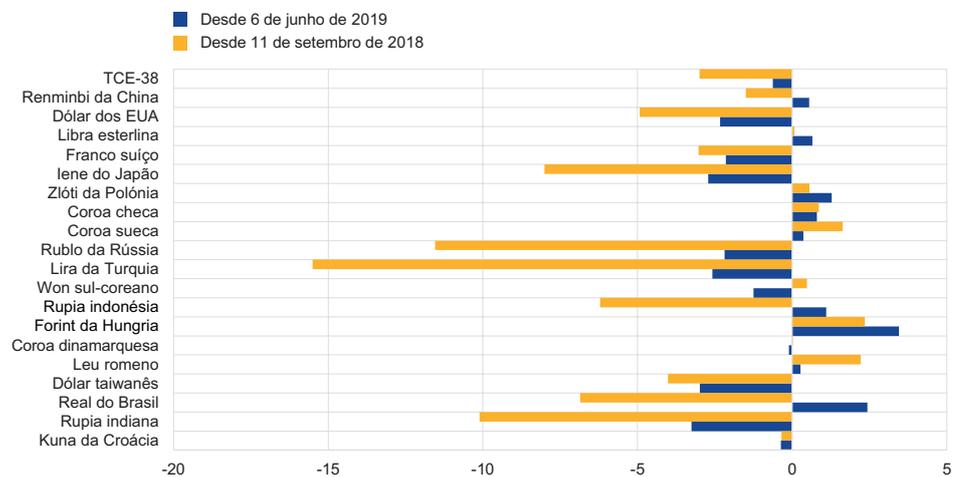
Nos mercados cambiais, o euro manteve-se globalmente inalterado em termos ponderados pelo comércio no período em análise (ver Gráfico 9). A taxa de

câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro, depreciou-se 0,6%. O euro enfraqueceu face ao dólar dos Estados Unidos (em 2,3%), ao iene do Japão (em 2,7%) e ao franco suíço (em 2,1%). O valor do euro também registou uma depreciação face às moedas da maioria das economias de mercado emergentes. O euro apreciou-se 0,6% face ao renminbi da China, invertendo os valores mais fracos registados em julho. O euro também se fortaleceu face ao real do Brasil e à rupia indonésia bem como face à libra esterlina (0,6%) e 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 seleccionadas

(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 11 de setembro de 2019.

3 Atividade económica

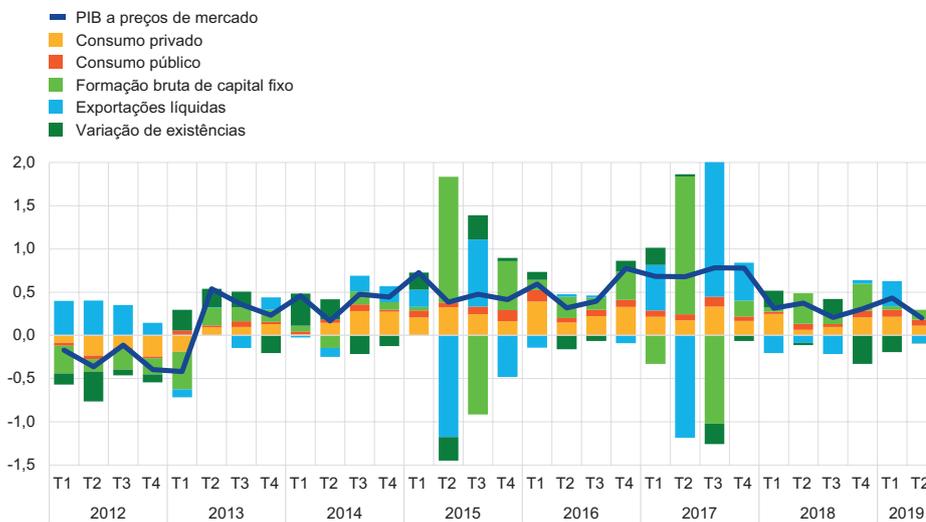
O crescimento económico na área do euro enfraqueceu no segundo trimestre de 2019, retomando o desempenho moderado observado em 2018. Em termos trimestrais em cadeia, o crescimento do PIB real da área do euro abrandou para 0,2% no segundo trimestre de 2019, sustentado sobretudo por um aumento da procura interna, ao mesmo tempo que as exportações líquidas condicionaram o crescimento. Em termos prospetivos, os últimos indicadores económicos e os resultados de inquéritos sugerem um crescimento moderado. As projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE para a área do euro preveem um crescimento do PIB real anual de 1,1% em 2019 e 1,2% em 2020, antes de atingir gradualmente 1,4% em 2021. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB real da área do euro foram revistas em baixa para 2019 e 2020 devido à deterioração das perspetivas de curto prazo, caracterizadas por indicadores de confiança mais enfraquecidos e a continuação de incertezas a nível mundial.

O crescimento na área do euro manteve-se moderado nos primeiros dois trimestres de 2019, com as diferenças entre países a tornarem-se mais evidentes no segundo trimestre do ano. Nos dois primeiros trimestres de 2019, o PIB real aumentou em média 0,3%, em termos trimestrais em cadeia, mantendo a mesma taxa de crescimento média registada no ano anterior (ver Gráfico 10). O desempenho moderado decorre, em grande medida, de um enfraquecimento da procura externa. A procura interna continuou a ser o principal fator impulsionador da atividade económica e tem sido a principal componente do PIB no apoio ao crescimento desde que o PIB real começou a abrandar no início de 2018. A variação de existências deu um contributo negligenciável para o crescimento do PIB real no segundo trimestre de 2019, ao passo que o contributo do comércio líquido foi negativo, refletindo uma procura externa moderada num contexto de incerteza em termos de políticas a nível mundial. Do lado da produção, o abrandamento da atividade económica do segundo trimestre de 2019 foi explicado por um crescimento negativo do setor da indústria transformadora, que se deveu quer a litígios de comércio internacional, quer a evoluções específicas de cada país (ver Caixa 3). No segundo trimestre de 2019, o setor dos serviços perdeu algum dinamismo em termos de valor acrescentado, refletindo possivelmente alguma repercussão decorrente do enfraquecimento do setor da indústria transformadora.

Gráfico 10

PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fonte: Eurostat.

Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2019.

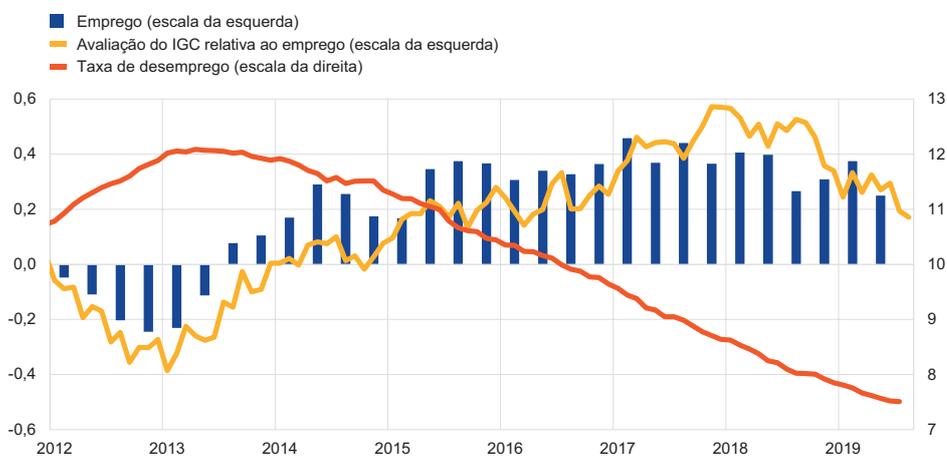
Os mercados de trabalho da área do euro continuam a melhorar, embora a um ritmo moderado. No segundo trimestre de 2019, o emprego aumentou 0,2%, em termos trimestrais em cadeia, após 0,4% no primeiro trimestre, em linha com o crescimento do produto. Em comparação com o primeiro trimestre, o crescimento do emprego manteve-se inalterado em 0,4% no setor dos serviços, tendo ao mesmo tempo abrandado no setor da indústria, excluindo a construção, para 0,1%, após ter registado um aumento de 0,4% no primeiro trimestre de 2019. Em contrapartida, o emprego no setor da construção registou uma descida de 0,2% após ter aumentado 0,2% no trimestre anterior.

Em termos prospetivos, os dados recentes e os indicadores baseados em inquéritos continuam a apontar para um crescimento positivo do emprego, com uma nova moderação. Em julho, a taxa de desemprego da área do euro permaneceu inalterada face ao mês anterior, em 7,5%, a taxa mais baixa desde julho de 2008. Embora os indicadores de curto prazo baseados em inquéritos tenham caído face aos níveis elevados registados em 2018, continuam a sugerir um crescimento positivo do emprego no futuro próximo, com alguma moderação.

Gráfico 11

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

Notas: O Índice de Gestores de Compras (IGC) é expresso em desvios face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2019 para o emprego, a agosto de 2019 para o IGC e a julho de 2019 para a taxa de desemprego.

A evolução do consumo privado continua a ser impulsionada pela recuperação do mercado de trabalho. No segundo trimestre de 2019, o consumo privado aumentou 0,2%, em termos trimestrais em cadeia, após um crescimento ligeiramente mais forte no primeiro trimestre. A evolução recente no comércio a retalho e nos registos de automóveis de passageiros está globalmente em linha com um crescimento estável do consumo previsto no curto prazo. Numa perspetiva de mais longo prazo, o aumento dos rendimentos do trabalho está a apoiar as despesas de consumo, o que também se reflete na ainda robusta confiança dos consumidores (ver Caixa 5). Além disso, o fortalecimento dos balanços das famílias continua a ser um fator importante subjacente ao crescimento resiliente do consumo, com a capacidade de endividamento das famílias a ser um fator determinante para o acesso dos consumidores ao crédito.

O crescimento do investimento empresarial deverá continuar a ser apoiado por condições de financiamento acomodáticas, apesar de as expetativas moderadas de lucros sugerirem alguma moderação. O crescimento do investimento (excluindo a construção) na área do euro recuperou no segundo trimestre de 2019, subindo para 1,0% em termos trimestrais em cadeia, face a -0,9% no primeiro trimestre de 2019. Espera-se que o investimento empresarial registre um crescimento moderado no curto prazo, em linha, porém, com as margens empresariais e avaliações das empresas relativamente fracas. As expetativas de lucros das empresas cotadas da área do euro sugerem um certo nível de moderação relativamente às decisões de investimento, embora devam refletir-se condições de financiamento favoráveis no acesso ao crédito por parte de sociedades não financeiras, impulsionando assim o crescimento do investimento empresarial.

A evolução nos mercados da habitação deverá apoiar o crescimento, embora com um dinamismo moderado. O crescimento trimestral do investimento em habitação abrandou significativamente para 0,3% no segundo trimestre de 2019, face a 1,4% no trimestre anterior, registando o resultado mais baixo desde o primeiro trimestre de 2017. Os indicadores de curto prazo e resultados de inquéritos recentes sugerem um dinamismo em desaceleração no terceiro trimestre de 2019, embora permaneçam acima das médias históricas. O indicador de confiança no setor da construção da Comissão Europeia para os meses de julho e agosto aponta para um dinamismo positivo, embora em desaceleração, no terceiro trimestre. De forma similar, o indicador do Índice de Gestores de Compras (IGC) respeitante ao produto do setor da construção e respetiva componente residencial apontou para uma estagnação generalizada das expectativas de crescimento no setor da construção em julho e agosto, situando-se abaixo do nível médio registado no trimestre anterior.

No segundo trimestre de 2019, o crescimento das exportações da área do euro continuou a cair, para 0,0%, devido a uma descida de 0,1% dos volumes das exportações de bens. As exportações de serviços continuaram a enfraquecer, mas registaram ainda uma expansão de 0,4%. O desempenho global refletiu sobretudo as exportações extra-área do euro e especificamente a queda abrupta das exportações para o Reino Unido relacionada com a persistente incerteza quanto ao Brexit. Pelo contrário, algum apoio foi proporcionado pelas exportações globais para a Ásia (excluindo a China) e principalmente pelas exportações de produtos químicos para os Estados Unidos. Em termos prospetivos, os indicadores avançados sugerem um crescimento anémico das exportações da área do euro, embora o indicador relativo a novas encomendas de exportações no setor da indústria transformadora fora da área do euro apontasse para sinais ligeiramente mais positivos, tal como o fizeram alguns índices de transporte durante o verão.

Os últimos indicadores económicos e os resultados de inquéritos confirmam os riscos em sentido descendente em curso para as perspetivas de crescimento económico na área do euro. A produção industrial (excluindo a construção) na área do euro assistiu a uma diminuição mensal em cadeia generalizada de 1,6% em julho, impulsionada sobretudo por um decréscimo na produção de bens de investimento. No que respeita às informações provenientes dos inquéritos, o Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia aumentou entre julho e agosto, situando-se acima da sua média de longo prazo. No entanto, em comparação com o trimestre anterior, tem diminuído, em média, até ao momento no terceiro trimestre de 2019. O IGC compósito do produto manteve-se moderado ao longo do segundo trimestre de 2019. Apesar da ligeira melhoria observada mais recentemente, em agosto permaneceu abaixo da sua média de longo prazo, sugerindo perspetivas moderadas para o crescimento económico.

A política monetária do BCE continuará a apoiar a procura interna face à deterioração das perspetivas de curto prazo para o crescimento do PIB real da área do euro. O consumo privado é apoiado por balanços das famílias sólidos, por mercados de trabalho robustos e pela continuação de ganhos em termos de emprego. O investimento empresarial é dinamizado por condições de financiamento favoráveis e por uma procura sólida, apesar de uma mais fraca rentabilidade das

empresas. O investimento em habitação permanece globalmente robusto. No entanto, espera-se que o abrandamento da atividade a nível mundial continue a afetar o crescimento na área do euro, bem como as exportações da área do euro, num contexto de continuação da incerteza em termos de políticas a nível mundial e aumento dos riscos geopolíticos.

As projeções macroeconómicas para a área do euro de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE preveem um aumento do PIB real anual de 1,1% em 2019, 1,2% em 2020 e 1,4% em 2021 (ver Gráfico 12). Em

comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB real da área do euro foram revistas em baixa para 2019 e 2020 devido à deterioração das perspetivas de curto prazo. Os riscos que rodeiam as perspetivas de crescimento para a área do euro permanecem enviesados no sentido descendente. A incerteza em termos de políticas a nível mundial, o crescente protecionismo e fatores geopolíticos voltaram a ganhar importância e continuam a travar o crescimento na área do euro.

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, setembro de 2019”, publicado no sítio do BCE em 12 de setembro 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

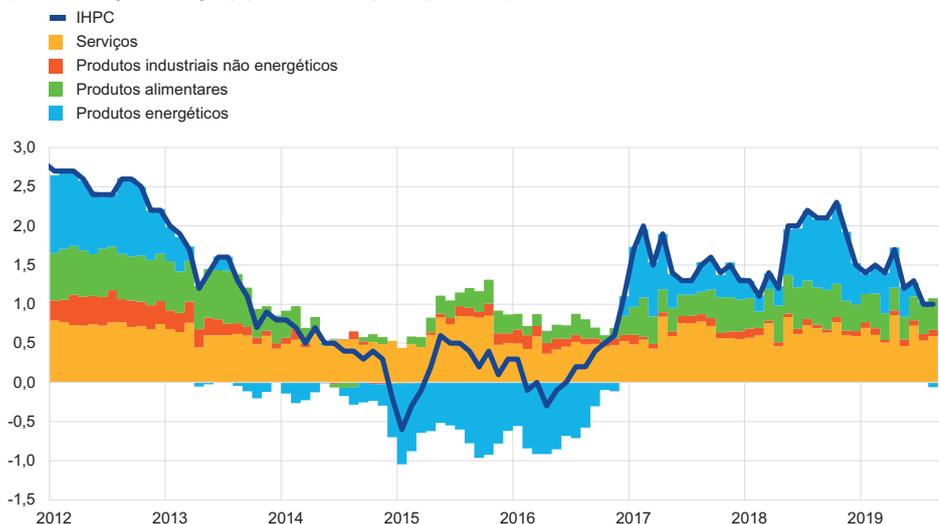
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro situou-se em 1,0% em Agosto de 2019, mantendo-se inalterada face a julho. As medidas da inflação subjacente permaneceram, em geral, fracas e os indicadores das expectativas de inflação mantêm-se em níveis baixos. Apesar da intensificação e expansão das pressões sobre os custos do trabalho num contexto de níveis elevados de utilização da capacidade produtiva e de maior restritividade dos mercados de trabalho, a sua repercussão na inflação está a demorar mais do que anteriormente previsto. Em termos prospetivos, prevê-se que a inflação subjacente suba no médio prazo, apoiada pelas medidas de política monetária do BCE, pela expansão económica em curso e por um robusto crescimento dos salários. Esta avaliação está também globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de setembro de 2019 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, as quais indicam que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1,2% em 2019, 1,0% em 2020 e 1,5% em 2021. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC foram revistas em baixa em todo o horizonte de projeção, refletindo preços dos produtos energéticos mais baixos e a conjuntura de crescimento mais fraca. Prevê-se que a inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos se situe em 1,1% em 2019, 1,2% em 2020 e 1,5% em 2021.

A inflação global manteve-se inalterada em agosto. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro situou-se em 1,0% em agosto, mantendo-se inalterada face a julho e apresentando uma descida face a 1,3% em junho (ver Gráfico 13). A inflação dos preços dos produtos energéticos continuou a diminuir e passou para valores negativos em agosto, mas foi compensada pela subida da inflação medida pelos preços dos produtos alimentares face a julho.

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 agosto de 2019 (estimativas provisórias). As taxas de crescimento relativas a 2015 estão distorcidas em sentido ascendente, em virtude de uma alteração metodológica (ver a caixa intitulada "Novo método para o índice de preços de férias organizadas na Alemanha e o seu impacto nas taxas de inflação medidas pelo IHPC" do *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019).

As medidas da inflação subjacente permaneceram, no geral, fracas. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos desceu de 1,1% em junho para 0,9% em julho e agosto – este desenvolvimento deveu-se em parte a efeitos de calendário e alterações metodológicas⁴. As medidas da inflação subjacente que tendem a ser menos voláteis do que a inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos alimentares e produtos energéticos têm-se mantido bastante estáveis ao longo dos últimos trimestres (dados disponíveis apenas até julho; ver Gráfico 14). A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, artigos relacionados com viagens e vestuário permaneceu inalterada em 1,1% em junho e julho. A componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation* – PCCI) subiu ligeiramente, de 1,2% em junho para 1,3% em julho. O indicador *super-core* diminuiu de 1,4% em junho para 1,3% em julho⁵. Em termos gerais, as medidas da inflação subjacente mantiveram o movimento lateral mas subiram face aos mínimos registados em 2016.

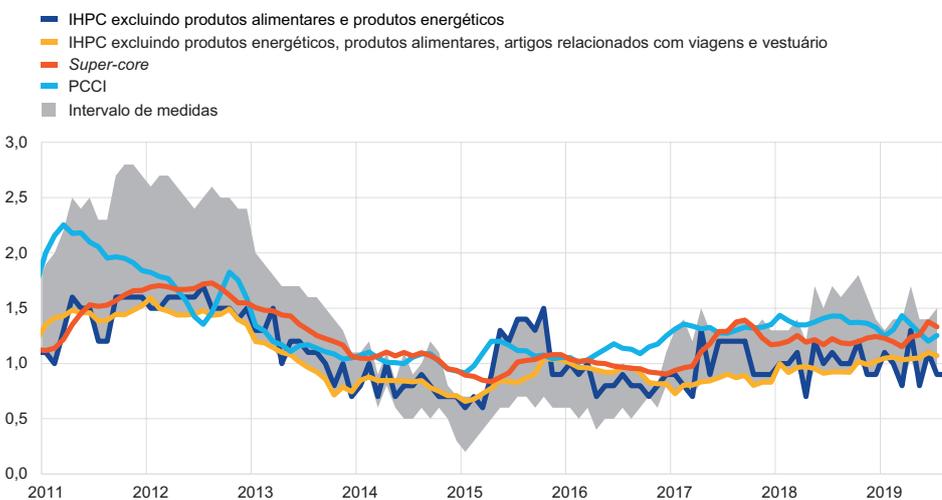
⁴ Estima-se que alterações na contabilização para efeitos estatísticos dos preços de férias organizadas na Alemanha tenham tido um impacto em sentido descendente sobre o IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos na área do euro. Para mais pormenores, ver a caixa intitulada "Dampening special effect in the HICP in July 2019" do artigo intitulado "Economic Conditions in Germany", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, agosto de 2019, pp. 57-59 (disponível apenas em inglês e alemão).

⁵ 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.

Gráfico 14

Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a agosto de 2019 (estimativas provisórias) para o IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos e a julho 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 energéticos, produtos alimentares, artigos relacionados com viagens e vestuário; média aparada a 10% do IHPC; média aparada a 30% do IHPC; e mediana ponderada do IHPC. 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 a caixa intitulada "Novo método para o índice de preços de férias organizadas na Alemanha e o seu impacto nas taxas de inflação medidas pelo IHPC" do *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019).

Os mais recentes indicadores sobre pressões sobre os preços no consumidor dos produtos industriais não energéticos transmitiram sinais contraditórios.

A inflação dos preços no produtor de vendas internas de bens de consumo não alimentares diminuiu para 0,8% em julho o que compara com 0,9% em maio e junho, permanecendo muito superior à sua média de longo prazo. A taxa correspondente da inflação medida pelos preços das importações aumentou para 0,8% em julho, face a 0,5% em junho. No entanto, nas fases iniciais da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor para o mercado interno dos bens intermédios continuou a descer, provavelmente refletindo em parte a recente descida nos preços dos produtos energéticos. As pressões sobre os preços também diminuíram nas fases muito a jusante da cadeia de preços, com os preços das matérias-primas petrolíferas e não petrolíferas a registarem uma descida na taxa de inflação homóloga em agosto face a julho.

O crescimento salarial permanece robusto. O crescimento homólogo da remuneração por empregado situou-se em 2,1% no segundo trimestre de 2019, uma ligeira descida face a 2,2% no trimestre anterior (ver Gráfico 15). Os valores para o primeiro e segundo trimestres de 2019 foram afetados por uma queda significativa nas contribuições para a segurança social⁶. O crescimento homólogo dos ordenados e salários por empregado, que exclui contribuições para a segurança social, foi de 2,4% no segundo trimestre, após ter registado 2,6% no primeiro trimestre e 2,3% em

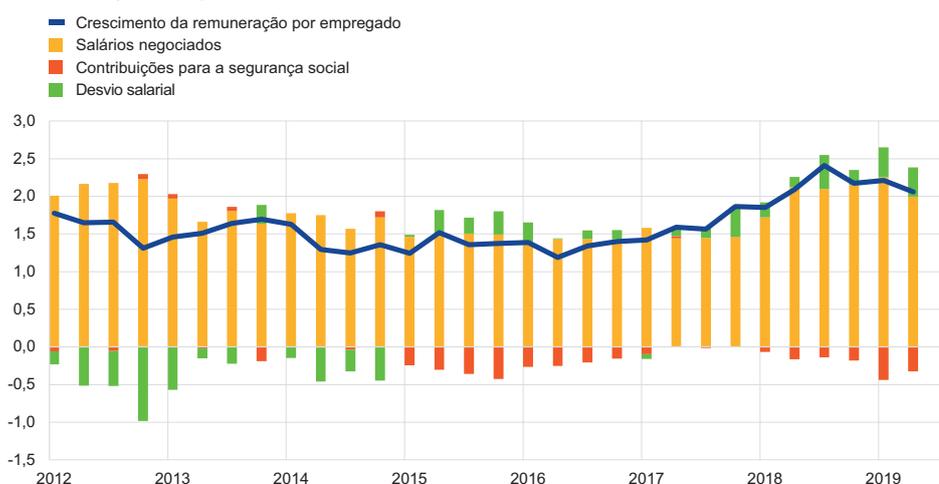
⁶ Tal está associado ao corte permanente nas contribuições dos empregadores para a segurança social feitas em França, que substituiu o crédito fiscal para o emprego e a competitividade (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE) no primeiro trimestre de 2019.

média no ano anterior. O crescimento homólogo dos salários negociados na área do euro foi de 2,0% no segundo trimestre de 2019, face a 2,3% no primeiro trimestre, sendo a redução causada principalmente por pagamentos pontuais na Alemanha. Numa análise para além dos fatores temporários, o crescimento homólogo da remuneração por empregado estabilizou desde meados de 2018 em valores ligeiramente superiores à sua média histórica de 2,1%⁷.

Gráfico 15

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 segundo trimestre de 2019.

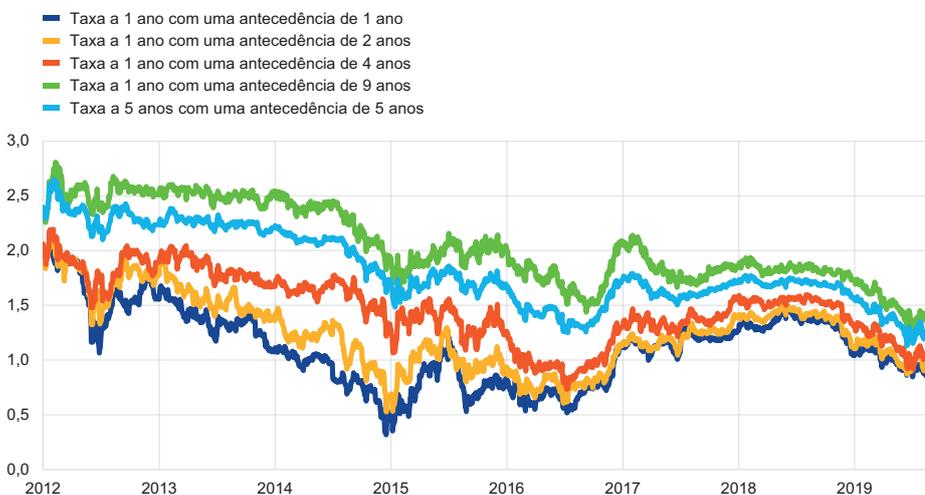
As medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação a mais longo prazo mantêm-se em níveis muito baixos, enquanto as medidas baseadas em inquéritos se encontram também em valores mínimos históricos. As medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação desceram ligeiramente durante o período em análise, situando-se pouco acima dos seus mínimos históricos. A taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a cinco anos com uma antecedência de cinco anos situou-se em 1,22% em 11 de setembro de 2019, cerca de 7 pontos base abaixo do nível registado por altura da reunião de política monetária de julho do Conselho do BCE. Embora a probabilidade de deflação com base nas expectativas do mercado permaneça baixa, o perfil a prazo das medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação continua a apontar para um período prolongado de inflação baixa, com apenas um regresso muito gradual a níveis abaixo, mas próximos, de 2%. As expectativas de inflação de longo prazo baseadas em inquéritos situam-se em mínimos históricos, de acordo com o Inquérito do BCE a Analistas Profissionais relativo ao terceiro trimestre de 2019, bem como com a informação divulgada em julho pela Consensus Economics e pelo Barómetro da Zona Euro.

⁷ A média histórica tem por base dados do período que medeia entre o primeiro trimestre de 1999 e o segundo trimestre de 2019.

Gráfico 16

Medidas das expectativas de inflação baseadas no mercado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 11 de setembro de 2019.

Segundo as projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, a inflação subjacente aumentará a médio prazo.

Estas projeções, que tiveram por base as informações disponíveis em finais de agosto, indicam que a inflação global medida pelo IHPC se situará, em média, em 1,2% em 2019, 1,0% em 2020 e 1,5% em 2021, o que compara com, respetivamente, 1,3%, 1,4% e 1,6% nas projeções macroeconómicas de junho de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema (ver Gráfico 17). As revisões explicam-se, em larga medida, pela componente energética, que foi objeto de uma revisão em baixa acentuada para 2019 e 2020, devido aos preços mais baixos do petróleo. Projeta-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos registre um movimento lateral em 2020 e um fortalecimento em 2021, suportado por um esperado aumento da atividade e pela recuperação associada das margens de lucro, à medida que anteriores aumentos dos custos do trabalho forem incorporados nos preços. Prevê-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos aumente de 1,1% em 2019 para 1,2% em 2020 e 1,5% em 2021. Este perfil representa uma revisão em baixa, refletindo principalmente resultados mais fracos do que o esperado até ao momento no ano em curso.

Gráfico 17

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, setembro de 2019", publicado no sítio do BCE em 12 de setembro de 2019.

Notas: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2019 (dados) 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 excepcionais, 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 29 de agosto de 2019.

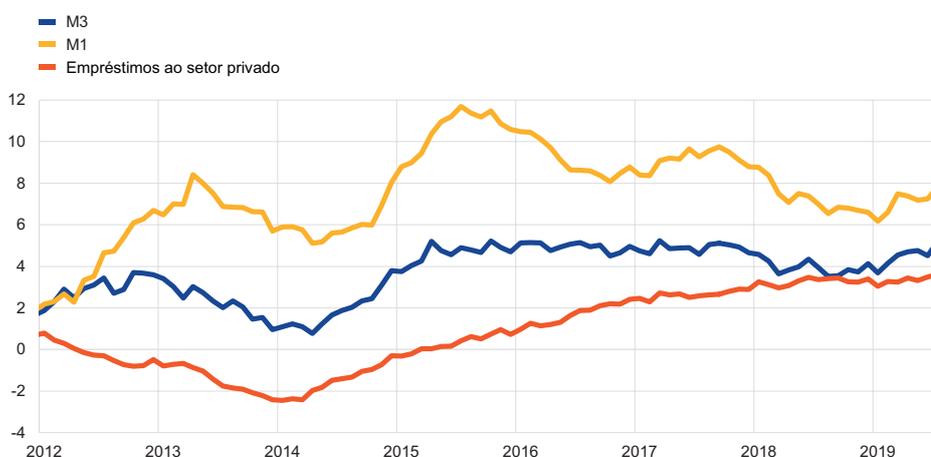
5 Moeda e crédito

Em julho de 2019, o crescimento homólogo do agregado monetário largo aumentou acentuadamente, enquanto os empréstimos ao setor privado permaneceram globalmente inalterados. O crescimento do M3 manteve-se resiliente perante a diminuição gradual do contributo mecânico das compras líquidas ao abrigo do programa de aquisição de ativos (asset purchase programme – APP) e o enfraquecimento do dinamismo económico. Simultaneamente, o financiamento dos bancos e as condições de financiamento favoráveis continuaram a apoiar os fluxos de empréstimos e, conseqüentemente, o crescimento económico. A emissão líquida de títulos de dívida por sociedades não financeiras (SNF) foi robusta no segundo trimestre de 2019, após ter registado o seu nível mais elevado em termos históricos no primeiro trimestre de 2019, num contexto de melhoria contínua das condições nos mercados obrigacionistas.

O crescimento do agregado monetário largo aumentou acentuadamente em julho. A taxa de crescimento homóloga do M3 aumentou para 5,2% em julho de 2019, face a 4,5% em junho de 2019 (ver Gráfico 18), tendo regressado às taxas de crescimento sólidas observadas no período de 2015 a 2017. O crescimento mais elevado do agregado monetário largo foi apoiado pela redução dos custos de oportunidade e manteve-se resiliente perante a diminuição gradual do contributo mecânico positivo das compras líquidas ao abrigo do APP e o enfraquecimento do dinamismo económico. O agregado monetário estreito M1, que inclui as componentes mais líquidas do M3, continuou a dar o principal contributo para o crescimento do agregado monetário largo. A taxa de crescimento homóloga do M1 aumentou para 7,8% em julho, face a 7,2% em junho, tendo continuado a recuperação registada desde o início do ano.

Gráfico 18
M3, M1 e empréstimos ao setor privado

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



Fonte: BCE.

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

Os depósitos pelo prazo *overnight*, o principal fator a contribuir para o crescimento monetário, continuaram a expandir a um ritmo robusto.

A taxa de crescimento homóloga dos depósitos pelo prazo *overnight* voltou a aumentar, para 8,3% em julho, refletindo um forte aumento da taxa de crescimento homóloga dos depósitos pelo prazo *overnight* detidos tanto pelas SNF como pelas famílias. Entre as componentes do M1, o crescimento homólogo da circulação monetária permaneceu sólido, embora não seja excecionalmente elevado face aos padrões históricos, o que indica que não houve uma substituição generalizada por numerário numa conjuntura de taxas de juro muito baixas ou negativas no conjunto da área do euro. Os depósitos de curto prazo exceto depósitos *overnight* (isto é, M2 menos M1) continuaram a ser suportados pela redução dos custos de oportunidade de detenção de instrumentos do M3, dando um contributo neutro para o crescimento do M3 em julho. Simultaneamente, os instrumentos negociáveis (isto é, M3 menos M2) continuaram a dar um contributo negativo para o crescimento do agregado monetário largo, em resultado dos níveis relativamente reduzidos de remuneração destes instrumentos.

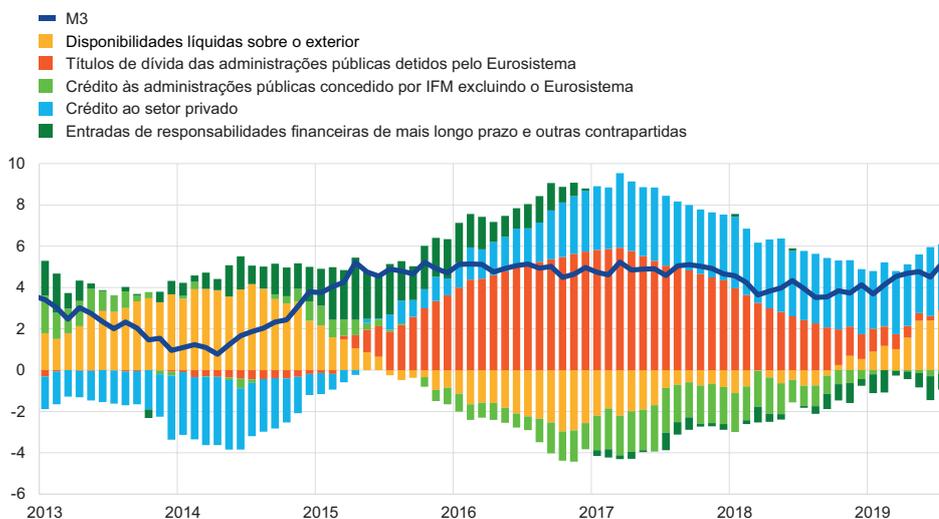
As entradas monetárias do exterior voltaram a fortalecer o respetivo contributo para o crescimento do M3 em julho.

O menor impacto mecânico do APP sobre o crescimento do M3 foi compensado, em grande medida, pelos contributos positivos do crédito ao setor privado, que continuou a ser a principal fonte de criação de moeda (ver as partes a azul das barras do Gráfico 19). O contributo positivo dos títulos das administrações públicas detidos pelo Eurosistema para o crescimento do M3, que reflete o contributo mecânico do APP para o crescimento do M3, tornou-se marginal (ver as partes a vermelho das barras do Gráfico 19). Nos últimos meses, o menor contributo do APP foi substituído por fluxos monetários do exterior (ver as partes a amarelo das barras do Gráfico 19).

O crescente contributo das disponibilidades líquidas sobre o exterior reflete o maior interesse por parte dos investidores estrangeiros em ativos da área do euro.

Gráfico 19
M3 e respetivas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

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

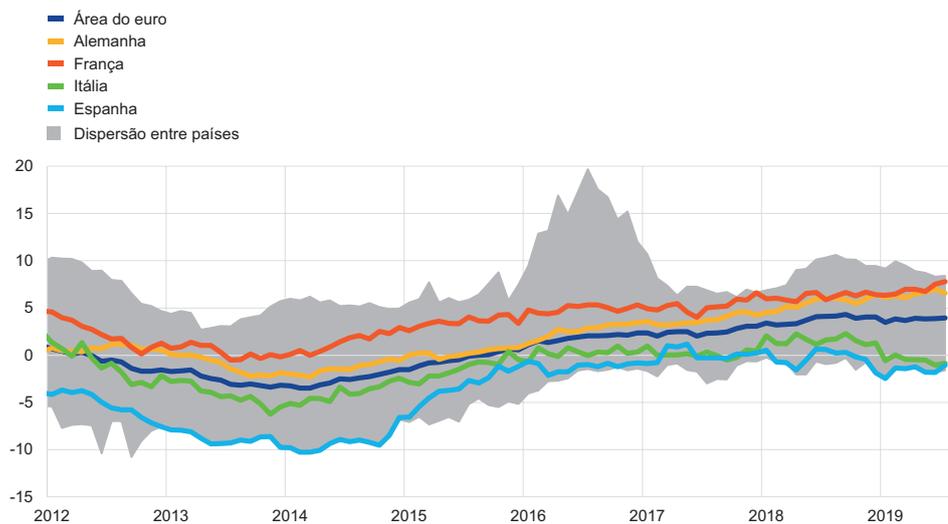
A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao setor privado permaneceu globalmente inalterada, apresentando alguma fragilidade em determinados segmentos sensíveis aos ciclos.

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) situou-se em 3,6% em julho, o que compara com 3,5% em junho (ver Gráfico 18). Tal ficou a dever-se principalmente ao ligeiro aumento da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos a famílias para 3,4% em julho, face a 3,3% em junho. O crescimento homólogo dos empréstimos às famílias continuou, por conseguinte, a registar uma tendência ascendente gradual, beneficiando de novas melhorias no mercado de trabalho e de uma evolução ainda positiva dos mercados da habitação. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF permaneceu estável em 3,9% em julho, após um ponto de viragem em setembro de 2018 (4,3%). Tal esteve em linha com o seu padrão cíclico de defasamento face à atividade económica real e com o abrandamento da procura agregada registado em 2018. Tal refletiu-se em particular na fragilidade dos segmentos sensíveis aos ciclos, como os empréstimos de curto prazo e os empréstimos ao setor da indústria transformadora. Em termos globais, o crescimento dos empréstimos continuou a beneficiar de condições de financiamento favoráveis. Além disso, o crescimento dos empréstimos às empresas e às famílias é caracterizado por uma considerável heterogeneidade entre os países (ver Gráficos 20 e 21), refletindo, nomeadamente, diferenças entre países no ciclo económico, variações na disponibilidade de outras fontes de financiamento, bem como heterogeneidade na evolução dos preços da habitação entre países.

Gráfico 20

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

(taxas de variação homólogas (%))



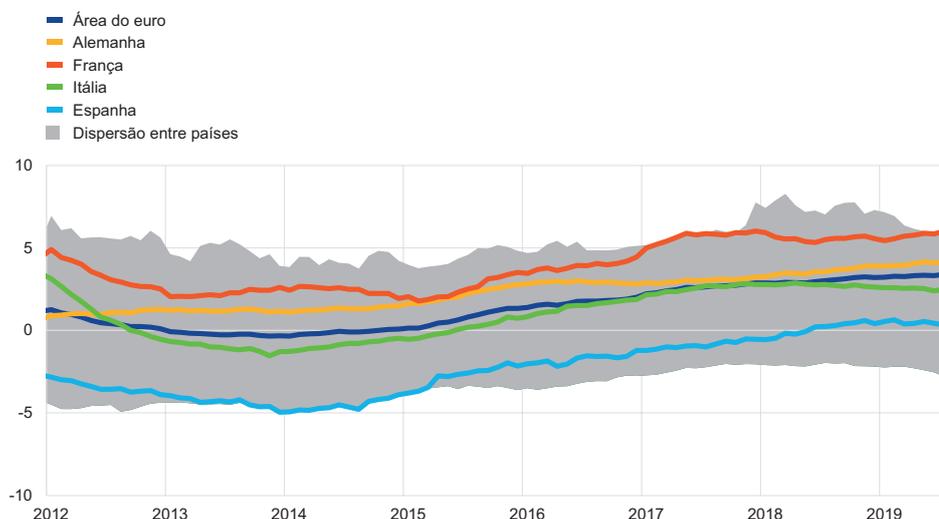
Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa nocionais (*notional cash pooling*). 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 julho de 2019.

Gráfico 21

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas e titularização. 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 julho de 2019.

As condições de financiamento por dívida dos bancos continuaram a

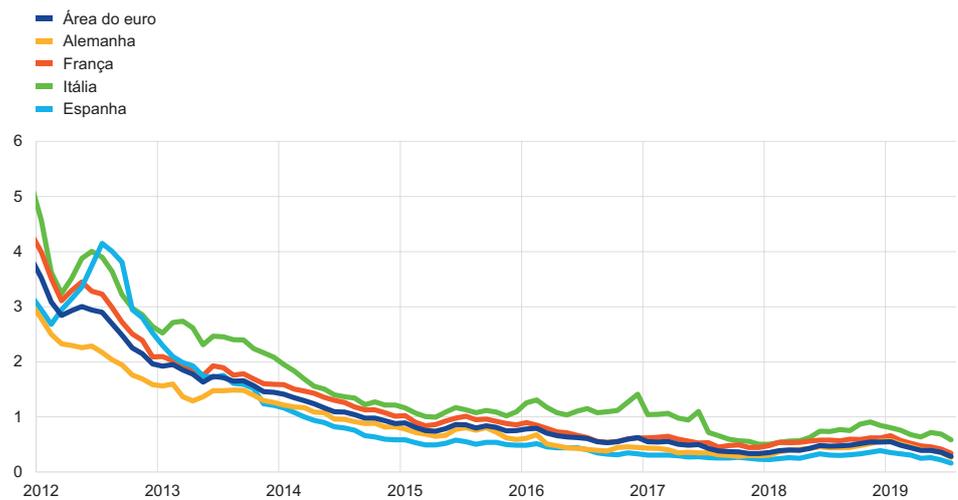
melhorar. Desde o início de 2019, o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro voltou a diminuir, globalmente em linha com a evolução das taxas de referência do mercado (ver Gráfico 22). Esta evolução foi impulsionada sobretudo por uma descida considerável das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias, enquanto as taxas passivas dos bancos da área do euro permaneceram próximo dos seus mínimos históricos. Em comparação com os depósitos, as obrigações bancárias continuaram a ser a fonte de financiamento mais cara, representando uma parte limitada do financiamento global por dívida dos bancos. A melhoria dos custos de financiamento por dívida dos bancos foi generalizada aos países da área do euro de maior dimensão. Acresce que, quando inquiridos no âmbito do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito levado a cabo pelo BCE, os bancos da área do euro reportaram uma melhoria no acesso ao financiamento no primeiro semestre de 2019, devido principalmente ao respetivo acesso ao financiamento através da emissão de títulos de dívida. Paralelamente, o nível dos custos de financiamento dos bancos permaneceu heterogéneo entre os países da área do euro de maior dimensão. No primeiro semestre de 2019, as margens de intermediação entre empréstimos e depósitos relativas a novas operações dos bancos da área do euro diminuíram ligeiramente. A este respeito, a capacidade para aplicar taxas negativas aos depósitos, heterogénea entre países no que se refere aos depósitos detidos pelas SNF, afeta de forma significativa a dimensão das referidas margens. Assim, a compressão das margens de intermediação entre empréstimos e depósitos tem um efeito moderador sobre a rendibilidade dos bancos. Porém, é compensada pelo impacto positivo da conjuntura de taxas de juro baixas ou até negativas sobre a qualidade creditícia (o que reduz os custos de provisionamento) e o volume de empréstimos. No geral, as condições de financiamento dos bancos da área do euro mantêm-se favoráveis, refletindo a

orientação de política monetária acomodatória do BCE e o fortalecimento dos balanços dos bancos. Apesar do progresso alcançado pelos bancos na consolidação dos seus balanços, por exemplo, através da redução dos créditos não produtivos, o nível de rentabilidade dos bancos da área do euro permanece reduzido.

Gráfico 22

Custo composto do financiamento por dívida dos bancos

(custo composto 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.

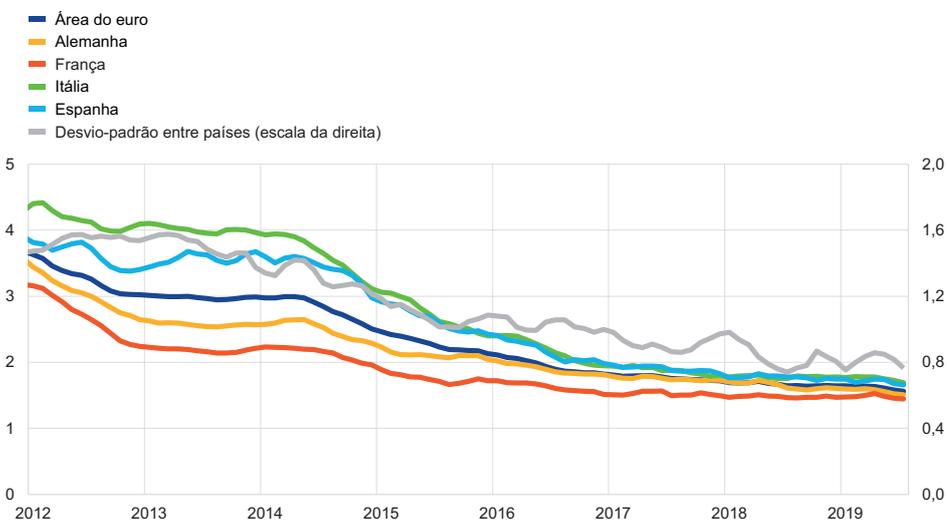
Notas: O custo composto dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. A última observação refere-se a julho de 2019.

As taxas ativas bancárias aplicadas às SNF e às famílias voltaram a diminuir.

Tal esteve globalmente em linha com a evolução das taxas de referência do mercado. Em julho de 2019, a taxa ativa bancária compósita dos empréstimos às SNF (ver Gráfico 23) situou-se em 1,56%, apenas ligeiramente acima do respetivo mínimo histórico, enquanto a taxa ativa bancária compósita dos empréstimos para aquisição de habitação atingiu um novo mínimo histórico em julho, altura em que caiu para 1,61% (ver Gráfico 24). As pressões concorrenciais e os custos de financiamento dos bancos mais favoráveis atenuaram as taxas ativas aplicadas aos empréstimos às SNF e às famílias na área do euro. No geral, as taxas ativas bancárias compósitas aplicadas aos empréstimos às SNF e às famílias diminuíram significativamente desde o anúncio das medidas de redução da restritividade do crédito aplicadas pelo BCE em junho de 2014. Entre maio de 2014 e julho de 2019, as taxas ativas bancárias compósitas aplicadas aos empréstimos às SNF e às famílias caíram cerca de 140 e 130 pontos base, respetivamente. A redução das taxas ativas bancárias aplicadas aos empréstimos às SNF, bem como às pequenas empresas (partindo do pressuposto de que 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. Tal indica uma transmissão mais uniforme da política monetária às taxas ativas bancárias transversal aos países da área do euro e às empresas, independentemente da sua dimensão.

Gráfico 23 Taxas ativas compósitas para as SNF

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)

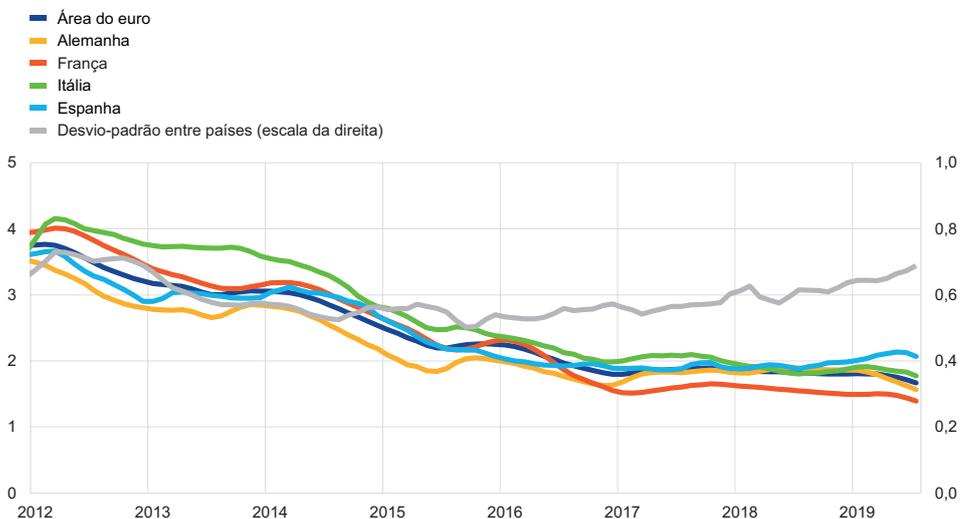


Fonte: BCE.

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 julho de 2019.

Gráfico 24 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 julho de 2019.

O fluxo homólogo do financiamento externo total às SNF da área do euro permaneceu globalmente inalterado no segundo trimestre de 2019, após ter registado uma forte contração no trimestre anterior. Os empréstimos bancários fortaleceram-se no decurso do trimestre, enquanto a emissão líquida de títulos de dívida permaneceu em níveis sólidos. Pelo contrário, a emissão líquida de ações cotadas e os empréstimos das instituições financeiras não monetárias mantiveram-se fracos. Em comparação com anteriores abrandamentos

económicos, os fluxos de financiamento por dívida a SNF permaneceram bastante resilientes. Tal reflete condições de financiamento por dívida favoráveis, um maior contributo dos serviços e das atividades imobiliárias para o crescimento económico global, um crescimento sólido do investimento empresarial e um abrandamento do crescimento dos lucros, sendo que todos apoiaram o volume do financiamento através de dívida.

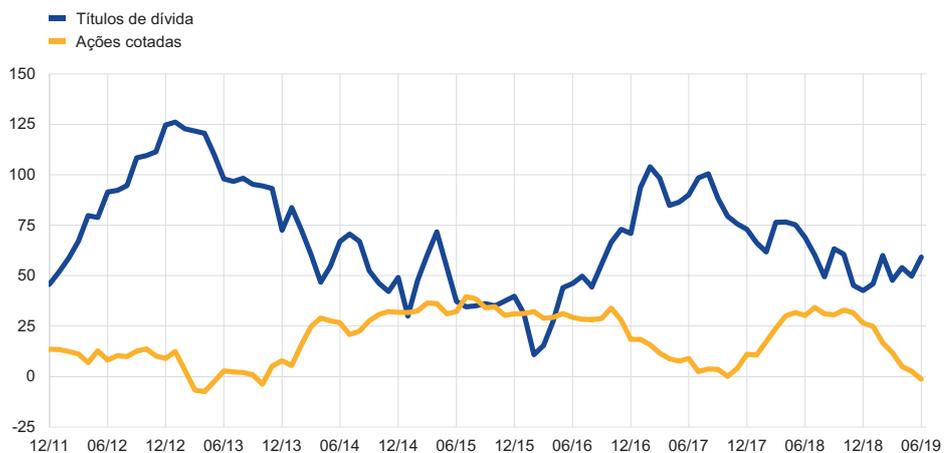
No segundo trimestre de 2019, a emissão líquida de títulos de dívida por SNF permaneceu bastante robusta, embora tenha diminuído face ao nível registado no trimestre anterior, o mais elevado desde 1999.

A moderação da emissão líquida de títulos de dívida no segundo trimestre de 2019 encontra-se em linha com o padrão sazonal típico da série e o efeito do reembolso, no seguimento da robustez excepcional – €42 mil milhões – observada no trimestre anterior. Além disso, de abril a junho de 2019, o custo do financiamento através de dívida baseado no mercado registou uma nova diminuição, de 25 pontos base, tendo continuado a suportar a emissão líquida de títulos de dívida. Numa perspetiva de médio prazo, o abrandamento gradual dos fluxos homólogos de emissão líquida que teve início em 2017 parece ter parado pelo menos temporariamente (ver Gráfico 25), confirmando, por conseguinte, os sinais de uma estabilização gradual observados desde o início de 2019. Os dados de mercado sugerem que a emissão líquida de títulos de dívida em julho e agosto de 2019 permaneceu robusta, embora confinada a emitentes com grau de qualidade de investimento, enquanto a emissão de elevada rentabilidade permanece muito mais modesta do que no segundo trimestre de 2019. A emissão líquida de ações cotadas continuou a enfraquecer, tendo passado a ser negativa no segundo trimestre de 2019, refletindo a atividade lenta em fusões e aquisições e o aumento contínuo do custo do financiamento através de ações.

Gráfico 25

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 junho de 2019.

Em junho de 2019, o custo de financiamento das SNF permaneceu ligeiramente acima do valor mínimo histórico alcançado em abril de 2019. Em junho de 2019, o custo nominal global do financiamento externo das SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações, era de 4,6%. Este valor situou-se 16 pontos base acima do registado em abril de 2019, quando a série do custo de financiamento atingiu um mínimo histórico, mas ainda abaixo do nível observado em meados de 2014, quando começaram a emergir as expectativas do mercado quanto à introdução do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme*). O aumento do custo do financiamento deveu-se ao custo mais elevado das ações – impulsionado pelo aumento dos prémios de risco – apenas parcialmente compensado por uma nova descida do custo da dívida baseada no mercado. Nos dois meses seguintes, estima-se que o custo global do financiamento tenha permanecido globalmente inalterado no valor registado em junho de 2019.

6 Evolução orçamental

Projeta-se que o défice orçamental da área do euro aumente devido a saldos primários mais baixos durante todo o horizonte de previsão (2019-2021). O diferencial favorável entre a taxa de juro e o crescimento e saldos primários positivos, mas a diminuir, continuam a manter o rácio da dívida pública em relação ao PIB numa trajetória descendente. Espera-se que a orientação orçamental agregada da área do euro seja ligeiramente expansionista, dando algum apoio à atividade económica. Num contexto de deterioração das perspetivas económicas e da relevância contínua dos riscos em sentido descendente, os governos com margem orçamental que atualmente enfrentam um abrandamento deverão atuar de forma eficaz e atempada. Paralelamente, nos países onde a dívida pública é elevada, os governos deverão prosseguir políticas prudentes e cumprir os objetivos para os saldos estruturais, o que criará as condições para o livre funcionamento dos estabilizadores automáticos.

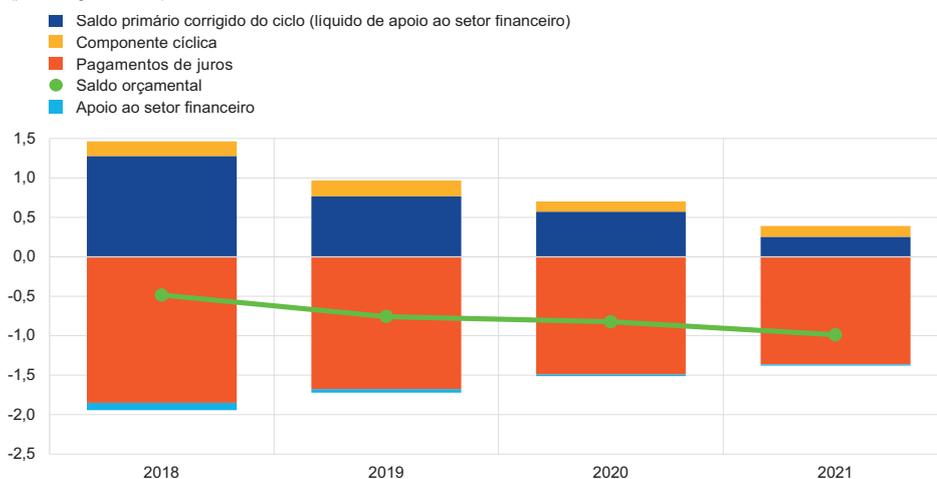
Projeta-se que o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro diminua durante o horizonte de projeção⁸. De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, o rácio do défice das administrações públicas para a área do euro deverá subir de 0,5% do PIB em 2018 para 0,8% do PIB em 2019. Esta evolução é motivada por um menor saldo primário corrigido do ciclo, parcialmente compensado por uma redução das despesas com juros, com a componente cíclica a manter-se globalmente inalterada. O défice mais elevado deverá persistir em 2020, aumentando de novo para 1,0% do PIB em 2021 (ver Gráfico 26), devido à continuação da descida do saldo primário corrigido do ciclo.

As perspetivas para o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro mantêm-se praticamente inalteradas face às projeções de junho de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Enquanto as projeções apontam para um rácio do défice ligeiramente menor em 2019 devido ao incremento do saldo primário corrigido do ciclo, esse rácio foi sujeito a uma ligeira revisão em alta para 2021, refletindo uma componente cíclica menos favorável.

⁸ Ver as "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2019", publicadas no sítio do BCE em 12 de setembro de 2019 (também disponíveis no sítio do Banco de Portugal).

Gráfico 26 Saldo orçamental e respetivas componentes

(percentagem do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de setembro 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 ligeiramente expansionista ao longo de todo o horizonte de projeção⁹.

O abrandamento da orientação em 2019 resulta principalmente de cortes nos impostos diretos em França e na Alemanha e de aumentos da despesa pública na Alemanha. Nos dois anos seguintes, a orientação continuará a ser ligeiramente expansionista, sobretudo devido a novos cortes nos impostos diretos e contribuições para a segurança social na maioria dos países da área do euro de maior dimensão.

Segundo as projeções, o rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro continuará a descer.

De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, o rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro deverá diminuir de 85,4% do PIB em 2018¹⁰ para 81,2% do PIB em 2021. A redução projetada do rácio da dívida pública é apoiada por um diferencial negativo entre a taxa de juro e o crescimento¹¹ e por excedentes primários continuados, embora se espere que estes diminuam com o tempo (ver Gráfico 27). Ao longo do horizonte de projeção, o rácio da dívida deverá cair na maioria dos países da área do euro, embora continue a exceder em larga medida o valor de referência de 60% do PIB em alguns desses países. Em comparação com as projeções de junho de 2019, a redução do rácio agregado da dívida em relação ao PIB da área do euro deverá ser mais lenta, com o rácio projetado para 2021 a ser revisto em alta em 0,7 pontos percentuais.

⁹ 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.

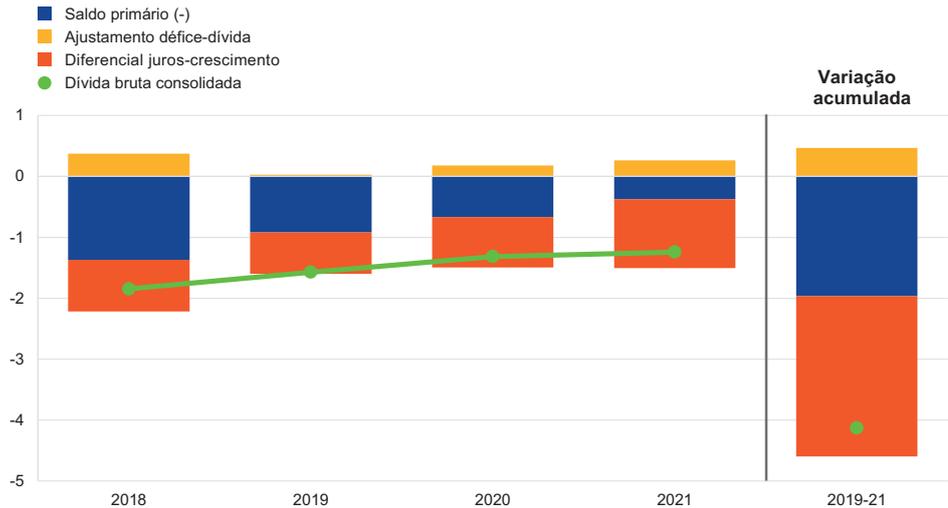
¹⁰ Como as projeções normalmente tomam em consideração as revisões de dados mais recentes, podem existir discrepâncias relativamente aos dados do Eurostat validados mais recentes.

¹¹ Para mais informações, ver a caixa intitulada "Diferencial entre a taxa de juro e o crescimento e dinâmica da dívida pública", *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019.

Este aumento reflete uma revisão em alta do diferencial entre taxa de juro e crescimento, excedentes primários mais baixos e uma revisão estatística do rácio da dívida em relação ao PIB para 2018.

Gráfico 27
Fatores impulsionadores da variação na dívida pública

(pontos percentuais do PIB)



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

Os países precisam de preparar os orçamentos para 2020 de acordo com as disposições do quadro orçamental da UE. Dado o enfraquecimento das perspetivas económicas e a continuação da relevância dos riscos em sentido descendente, os governos com margem orçamental que atualmente enfrentam um abrandamento deverão atuar de forma eficaz e atempada. Nos países onde a dívida pública é elevada, os governos deverão prosseguir políticas prudentes e cumprir os objetivos para os saldos estruturais, o que criará as condições para o livre funcionamento dos estabilizadores automáticos. Todos os países devem reforçar os esforços no sentido de finanças públicas com uma composição mais favorável ao crescimento.

Caixas

1 Pacote de medidas de política monetária de setembro

Por Julian Schumacher e Ine Van Robays

Na reunião de setembro, o Conselho do BCE foi confrontado com um abrandamento da economia da área do euro mais prolongado do que o previamente esperado, com riscos em sentido descendente persistentes e proeminentes e com um novo atraso na convergência da inflação no sentido do seu objetivo a médio prazo. As perspetivas de inflação continuaram a situar-se aquém do objetivo do Conselho do BCE, devido ao ritmo mais lento da dinâmica de crescimento da área do euro. As taxas de inflação, tanto observada como projetada, não subiram nos últimos meses, as medidas da inflação subjacente permaneceram, em geral, fracas e os indicadores de mercado e baseados em inquéritos das expectativas de inflação a longo prazo situam-se em níveis historicamente reduzidos. Este panorama encontra-se também refletido nas últimas projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, que apresentam nova revisão em baixa das perspetivas de inflação e de crescimento.

Na prossecução do seu mandato de assegurar a estabilidade de preços na área do euro, o Conselho do BCE adotou um pacote substancial de medidas de política monetária. O pacote consiste em cinco elementos: i) um corte da taxa de juro da facilidade permanente de depósito; ii) ajustamentos às indicações sobre a trajetória futura das taxas de juro diretas do BCE; iii) o reinício das aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP); iv) alterações às modalidades da nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III); e v) a introdução de um sistema de dois níveis para a remuneração de reservas. Estas medidas complementam-se umas às outras no fornecimento de um estímulo monetário substancial. Reforçarão as condições financeiras nos vários segmentos do mercado que proporcionam um apoio suficiente, a fim de promover uma reaceleração do crescimento e o ancorar das expectativas de inflação. Preservam as condições de financiamento bancário favoráveis e também apoiam a transmissão regular da orientação acomodatória da política monetária à economia real.

Primeiro, o Conselho do BCE decidiu reduzir a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito para -0,50%. Numa conjuntura de excesso de liquidez, a taxa de juro da facilidade permanente de depósito é a âncora das taxas de juro de curto prazo que, por seu lado, são a base do mecanismo de transmissão da política monetária. A taxa do mercado interbancário (a EONIA) constitui a âncora da curva dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* na área do euro, na qual assentam os preços de muitos instrumentos financeiros e,

em especial, as taxas de referência importantes para a fixação das taxas dos empréstimos. Por conseguinte, cortes da taxa de juro da facilidade permanente de depósito permitem à política monetária proporcionar um estímulo no conjunto da estrutura de prazos de taxa de juro, que constituem a base dos custos de financiamento das empresas e das famílias. A redução da taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito em 10 pontos base contribui, assim, para uma maior acomodação e, além disso, encoraja as instituições de crédito a concederem empréstimos à economia, em vez de acumularem liquidez, o que deverá reforçar o canal de reequilíbrio de carteiras facultado pelo APP.

Segundo, o Conselho do BCE sinalizou claramente a trajetória futura das taxas de juro de curto prazo, ao alterar o elemento baseado na situação das suas indicações sobre a orientação futura da política monetária. Os ajustamentos complementam a ênfase do Conselho do BCE na simetria do seu objetivo de inflação, a qual tinha realçado na reunião de julho, frisando a sua determinação em agir em resposta a uma inflação inferior à definição de estabilidade de preços com o mesmo empenho que a uma inflação superior à mesma. A reunião de setembro ofereceu clarificações adicionais relativamente às indicações sobre a orientação futura da política monetária.

O Conselho do BCE reforçou agora o elemento baseado na situação das indicações sobre a orientação futura da política monetária ao ligá-lo a um conjunto mais rigoroso de condições para as perspetivas de inflação.

Estes reforços clarificam a função reativa do Conselho do BCE no que respeita à evolução das perspetivas de inflação. Mais especificamente, o Conselho do BCE espera agora que as taxas de juro diretas do BCE permaneçam *“nos níveis atuais ou em níveis inferiores até [observar] que as perspetivas de inflação estão a convergir de forma robusta no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente”*. A referência a níveis *“suficientemente próximo, mas abaixo, de 2%”* indica que as perspetivas de inflação necessitam de aumentar de modo significativo, face aos níveis observados e esperados atuais, e que a convergência das mesmas terá de registar-se no horizonte de projeção. Além disso, as perspetivas de inflação terão de convergir de forma robusta, implicando que o Conselho do BCE quer estar seguro de que o processo de convergência é suficientemente realista e viável, antes de começar a aumentar as taxas de juro diretas. A condição de que a convergência tem de estar refletida na dinâmica da inflação subjacente assegura que as perspetivas de inflação se baseiem na trajetória da inflação realizada. Estes elementos proporcionam uma salvaguarda contra uma reação demasiado forte a choques de inflação de natureza transitória, assim como a erros de previsão e de medida.

As indicações reforçadas sobre a orientação futura da política monetária sublinham o empenho do Conselho do BCE em manter uma orientação fortemente acomodatória durante o tempo que for necessário para a inflação atingir, de modo sustentável, níveis em torno do seu objetivo a médio prazo.

Além disso, o Conselho do BCE indicou que as taxas de juro poderão ser reduzidas ainda mais, se as perspetivas de inflação o justificarem, retendo, assim, um *“enviesamento em sentido de uma menor restritividade”* das taxas de juro.

Terceiro, o Conselho do BCE decidiu reiniciar as aquisições líquidas ao abrigo do APP, a um ritmo mensal de €20 mil milhões, e continuará a reinvestir durante um período prolongado. As compras líquidas de ativos renovadas ajudarão a conter as taxas de longo prazo, ao comprimirem os prémios de risco. Simultaneamente, o Conselho do BCE decidiu continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos, adquiridos ao abrigo APP, durante um período prolongado após a data em que as taxas de juro diretoras do BCE sejam aumentadas e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária. Decidiu também alargar a possibilidade de compra de ativos com taxas de rentabilidade inferiores à taxa de juro da facilidade permanente de depósito, na medida do necessário, às componentes do APP associadas ao setor privado, designadamente o terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes (*third covered bond purchase programme* – CBPP3), o programa de compra de instrumentos de dívida titularizados (*asset-backed securities purchase programme* – ABSPP) e o programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP). Este alargamento facilitará a continuação de uma execução regular do APP e reflete variações nas taxas de juro de mercado em relação à taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito.

O retomar das aquisições líquidas de ativos complementarará o impacto nas taxas de juro das indicações sobre a orientação futura da política monetária, dado esperar-se que decorram enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas diretoras e que cessem pouco antes de estas serem aumentadas. Este aspeto reforça o papel indicador das taxas diretoras. Visto que o elemento baseado na situação das indicações sobre a trajetória futura das taxas de juro diretoras do BCE assenta na evolução da inflação projetada e na trajetória da inflação subjacente, torna o horizonte das aquisições líquidas dependente das perspetivas de inflação. Além disso, ligar a política de reinvestimento às taxas de juro também assegura que o horizonte de reinvestimento evolua a par da esperada trajetória das taxas de juro, reforçando, assim, o impacto acomodatório destas últimas.

Quarto, o Conselho do BCE decidiu adaptar as modalidades das ORPA direcionadas III. O preço das novas operações tornou-se mais atrativo. Mais especificamente, o diferencial de 10 pontos base entre as taxas de entrada e as taxas mínimas de refinanciamento, anunciado em junho, foi suprimido. A taxa de juro de cada operação será agora fixada no nível da média da taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento ao longo do período de duração da ORPA direcionada III correspondente. Às instituições de crédito com uma concessão de empréstimos superior a um valor de referência especificado será oferecida uma taxa mais reduzida, que poderá ser tão baixa como a taxa de juro média da facilidade permanente de depósito. Os novos preços apoiarão as condições de financiamento bancário, a fim de garantir que as instituições de crédito continuam a oferecer condições de financiamento favoráveis às empresas e às famílias. Além disso, o prazo das ORPA direcionadas III foi alargado de 2 para 3 anos, com vista a alinhar melhor a sua duração como o prazo típico do financiamento bancário de projetos de investimento. Isto reforça o apoio que as ORPA direcionadas III proporcionarão ao financiamento da economia real. Por último, com uma frequência

trimestral e uma vez decorridos 2 anos a contar da data de liquidação de cada operação, as contrapartes terão a oportunidade de proceder a reembolsos antecipados voluntários dos fundos obtidos. No seu conjunto, estas modificações preservarão as condições de financiamento bancário favoráveis, assegurarão uma transmissão regular da política monetária e reforçarão a orientação acomodatória da mesma.

Por último, o Conselho do BCE decidiu introduzir um sistema de dois níveis para a remuneração de reservas, segundo o qual parte da liquidez excedentária das instituições de crédito fica isenta da taxa de juro negativa aplicável à facilidade permanente de depósito. O Conselho do BCE tem vindo a monitorizar atentamente os possíveis efeitos secundários das taxas de juro negativas sobre a intermediação bancária, os quais podem tornar-se mais proeminentes quanto mais tempo vigorarem as taxas negativas e quanto mais baixas estas sejam. Neste aspeto, um sistema de dois níveis ajudará a conservar o impacto positivo da política de taxas de juro negativas na economia, ao compensar algum do impacto direto na rentabilidade das instituições de crédito. O volume máximo de reservas detidas para além das reservas mínimas obrigatórias que ficará isento da aplicação da taxa de juro da facilidade permanente de depósito – o nível isento – será determinado como um múltiplo dos requisitos de reservas mínimas das instituições de crédito. O multiplicador, aplicável a partir do sétimo período de manutenção de 2019, será fixado em 6 e o nível isento será remunerado a uma taxa anual de 0%¹². A taxa de remuneração do nível isento e o multiplicador para determinar o seu volume máximo podem ser alterados com o tempo, em função das condições no mercado monetário. Nas atuais condições de liquidez¹³, o nível isento poderia ascender a cerca de 43% das reservas excedentárias, caso as instituições de crédito tirassem total partido do respetivo volume isento. Tal apoiará a transmissão da política monetária por meio das instituições de crédito, aumentando, assim, a eficácia da política de taxas de juro negativas na transmissão dos níveis baixos das taxas de juro diretoras às taxas ativas bancárias.

Este pacote abrangente de medidas de política monetária apoiará a convergência da inflação no sentido do objetivo de médio prazo do Conselho do BCE. Através de cada uma destas medidas e do impacto mutuamente reforçado das mesmas, as decisões de política monetária de setembro proporcionarão um estímulo monetário substancial, com vista a garantir que as empresas e as famílias possam continuar a obter crédito a taxas muito atrativas. As condições de financiamento favoráveis apoiarão a expansão económica ao reforçarem a dinâmica de consumo e investimento, que, por seu turno, ajudará à convergência da inflação no sentido do objetivo do Conselho do BCE.

¹² O volume do nível isento é determinado com base na média dos saldos de fim de dia das contas de reserva das contrapartes durante um período de manutenção. Incluindo as reservas mínimas obrigatórias, remuneradas à taxa de juro das operações principais de refinanciamento (0%, atualmente), o montante total de reservas (isto é, reservas mínimas mais reservas excedentárias), ao qual não é aplicada a taxa de juro da facilidade permanente de depósito, é assim restringido a sete vezes os requisitos de reservas mínimas.

¹³ Com base na média dos requisitos de reservas mínimas e nos saldos de liquidez excedentária no terceiro e quarto períodos de manutenção de 2019 – ver a caixa intitulada “Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 17 de abril a 30 de julho de 2019,” do presente *Boletim Económico*.

Seja como for, o Conselho do BCE reiterou que continua preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de orientar a inflação no sentido do seu objetivo de uma forma sustentada. Será necessária uma orientação fortemente acomodatória da política monetária durante um período prolongado. O pacote de medidas de política monetária de setembro sublinha a determinação e prontidão do Conselho do BCE para proporcionar a acomodação necessária à prossecução do objetivo da estabilidade de preços. Se as perspetivas de inflação persistirem em níveis muito abaixo do seu objetivo para a inflação, o Conselho do BCE mantém-se pronto para utilizar todos os seus instrumentos, conforme apropriado, com vista a assegurar que a inflação converge de forma sustentada no sentido do seu objetivo de níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.

2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 17 de abril a 30 de julho de 2019

Por Annette Kamps e Christian Lizarazo

A presente caixa descreve as condições de liquidez do Eurosistema e as operações de política monetária do BCE durante o terceiro e quarto períodos de manutenção de reservas de 2019, que decorreram de 17 de abril a 11 de junho de 2019 e de 12 de junho a 30 de julho 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 fase de reinvestimento do seu programa de compra de ativos (na sigla inglesa, APP – *asset purchase programme*), reinvestindo os pagamentos de capital dos títulos de dívida do setor público vincendos, obrigações com ativos subjacentes, instrumentos de dívida titularizados e títulos emitidos pelo setor empresarial.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias agregadas médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos líquidos e reservas mínimas, situavam-se em €1511,3 mil milhões, o que representa um aumento de €14,9 mil milhões face ao período em análise anterior (ou seja, o primeiro e segundo períodos de manutenção de reservas de 2019) (Quadro A). Este pequeno aumento das necessidades de liquidez deveu-se, em larga medida, a um aumento dos fatores autónomos líquidos, que aumentaram €13,0 mil milhões para €1381,3 mil milhões no período em análise.

O aumento dos fatores autónomos líquidos deveu-se a um aumento dos fatores de absorção de liquidez, que mais do que compensou o crescimento dos fatores de cedência de liquidez. Os fatores de absorção de liquidez aumentaram sobretudo devido a “outros fatores autónomos”, os quais aumentaram, em média, €28,2 mil milhões para €788,7 mil milhões, e às notas em circulação, que cresceram, em média, €21,8 mil milhões para €1234,1 mil milhões. Os depósitos das administrações públicas, que podem apresentar uma volatilidade sazonal, permaneceram globalmente inalterados em €270,5 mil milhões (face a €7,2 mil milhões), em média, no período em análise. Entre os fatores de cedência de liquidez, os ativos líquidos denominados em euros aumentaram €16,3 mil milhões, em média, para €213,0 mil milhões, face ao período em análise anterior, durante o qual um padrão sazonal no final do ano resultou numa subida mais acentuada. Os fatores de cedência de liquidez também cresceram devido ao aumento do valor das disponibilidades líquidas sobre o exterior, que cresceram, em média, €27,9 mil milhões, à semelhança do observado no período em análise anterior.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo – necessidades de liquidez

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 17 de abril a 30 de julho de 2019						Período analisado anterior: 30 de janeiro a 16 de abril de 2019	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 17 de abril a 11 de junho		Quarto período de manutenção: 12 de junho a 30 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	2 293,3	(+57,2)	2 253,4	(+3,5)	2 339,0	(+85,6)	2 236,1	(+59,3)
Notas em circulação	1 234,1	(+21,8)	1 228,1	(+12,4)	1 240,8	(+12,7)	1 212,2	(+2,2)
Depósitos das administrações públicas	270,5	(+7,2)	248,3	(-22,2)	295,9	(+47,6)	263,3	(+27,2)
Outros fatores autónomos	788,7	(+28,2)	776,9	(+13,3)	802,3	(+25,3)	760,6	(+29,9)
Depósitos à ordem	1 372,5	(+1,2)	1 404,6	(+25,6)	1 335,7	(-68,9)	1 371,3	(+13,7)
Instrumentos de política monetária	717,5	(-40,1)	730,8	(-17,3)	702,3	(-28,5)	757,6	(-7,3)
Reservas mínimas obrigatórias ¹	130,1	(+1,9)	128,8	(+0,4)	131,5	(+2,6)	128,1	(+1,1)
Facilidade permanente de depósito	587,4	(-42,0)	601,9	(-17,7)	570,8	(-31,1)	629,4	(-8,4)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Ativo – cedência de liquidez

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 17 de abril a 30 de julho de 2019						Período analisado anterior: 30 de janeiro a 16 de abril de 2019	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 17 de abril a 11 de junho		Quarto período de manutenção: 12 de junho a 30 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	912,3	(+44,2)	904,9	(+18,0)	920,8	(+16,0)	868,1	(+75,4)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	699,4	(+27,9)	689,7	(+11,1)	710,3	(+20,6)	671,4	(+32,2)
Ativos líquidos denominados em euros	213,0	(+16,3)	215,1	(+6,9)	210,5	(-4,6)	196,6	(+43,2)
Instrumentos de política monetária	3 341,2	(-27,9)	3 355,2	(-6,8)	3 325,1	(-30,0)	3 369,1	(-10,8)
Operações de mercado aberto	3 341,0	(-28,0)	3 354,8	(-7,1)	3 325,1	(-29,7)	3 369,0	(-10,7)
Operações de leilão	715,1	(-12,6)	724,2	(-1,8)	704,7	(-19,5)	727,7	(-4,9)
OPR	5,1	(-0,8)	5,5	(-0,2)	4,6	(-0,9)	5,9	(-1,5)
ORPA com prazo de 3 meses	3,3	(-0,7)	3,3	(-0,3)	3,3	(-0,0)	3,9	(-0,7)
Operações das ORPA direcionadas II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Carteiras definitivas	2 625,9	(-15,4)	2 630,6	(-5,2)	2 620,4	(-10,3)	2 641,3	(-5,9)
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	3,1	(-1,0)	3,2	(-0,7)	2,9	(-0,3)	4,1	(-0,2)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	3,5	(-0,4)	3,5	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3,9	(-0,1)
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	261,7	(-0,5)	261,9	(-0,1)	261,5	(-0,4)	262,2	(-0,1)
Programa dos mercados de títulos de dívida	61,4	(-3,9)	62,8	(+0,1)	59,7	(-3,1)	65,3	(-7,7)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	26,1	(-0,0)	26,2	(+0,3)	26,0	(-0,2)	26,2	(-1,5)
Programa de compra de ativos do setor público	2 092,4	(-9,2)	2 095,2	(-4,4)	2 089,2	(-6,0)	2 101,6	(+2,9)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	177,7	(-0,3)	177,7	(-0,1)	177,6	(-0,1)	178,0	(+0,9)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,3)	0,0	(-0,3)	0,1	(-0,1)

Outras informações com base na liquidez

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 17 de abril a 30 de julho de 2019						Período analisado anterior: 30 de janeiro a 16 de abril de 2019	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 17 de abril a 11 de junho		Quarto período de manutenção: 12 de junho a 30 de julho		Primeiro e segundo períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados	1 511,3	(+14,9)	1 477,4	(-14,3)	1 550,0	(+72,6)	1 496,4	(-15,1)
Fatores autónomos ²	1 381,3	(+13,0)	1 348,6	(-14,7)	1 418,6	(+70,0)	1 368,3	(-16,2)
Liquidez excedentária	1 829,6	(-42,9)	1 877,4	(+7,3)	1 775,1	(-102,3)	1 872,5	(+4,3)

Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

	Período em análise atual: 17 de abril a 30 de julho de 2019						Período analisado anterior: 30 de janeiro a 16 de abril de 2019	
	Terceiro e quarto períodos de manutenção		Terceiro período de manutenção: 17 de abril a 11 de junho		Quarto período de manutenção: 12 de junho a 30 de julho		Primeiro e segundo 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)	-0,367	(-0,01)	-0,367	(-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 parênteses 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

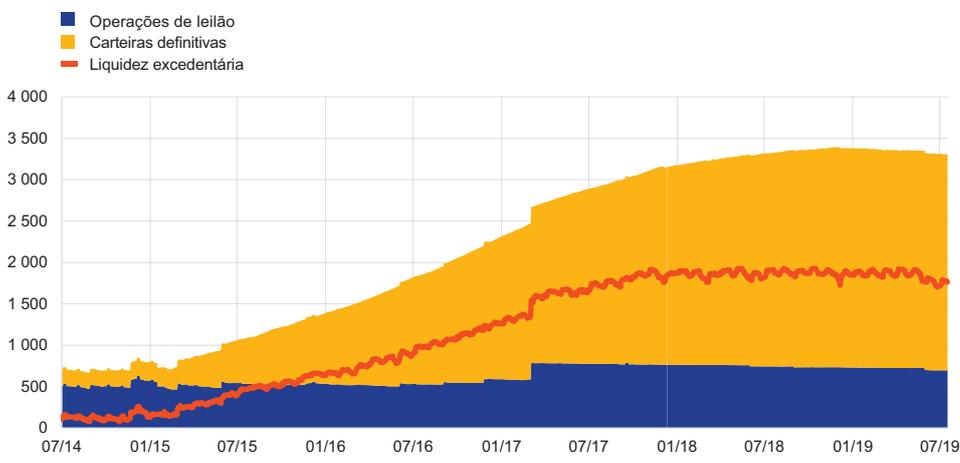
O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – incluindo operações de leilão e carteiras de política monetária – diminuiu €27,9 mil milhões, para €3341,2 mil milhões (ver Gráfico A).

Este decréscimo deveu-se à menor procura de operações de leilão bem como à menor liquidez injetada pelas carteiras de política monetária, devido aos reembolsos de títulos adquiridos ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e a uma pequena descida do valor contabilístico dos ativos adquiridos no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme – PSPP*). Motivos operacionais poderão levar a desvios temporários limitados na dimensão e composição totais do APP durante a fase de reinvestimento.

Gráfico A

Evolução da liquidez cedida através de 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 €12,6 mil milhões, para €715,1 mil milhões. Esta descida deveu-se sobretudo à menor liquidez cedida através de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas), que diminuiu, em média, €11,2 mil milhões devido a reembolsos antecipados voluntários. A menor procura pelas contrapartes levou a uma queda na cedência de liquidez através de OPR e de ORPA com prazo de 3 meses, descendo €0,8 mil milhões para €5,1 mil milhões, em média, e €0,7 mil milhões para €3,3 mil milhões, em média, respetivamente.

A liquidez cedida através das carteiras de política monetária do Eurosistema diminuiu €15,4 mil milhões para €2625,9 mil milhões, em média, em resultado de reembolsos de obrigações detidas ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e de uma pequena descida do PSPP. Os reembolsos de obrigações detidas ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e dos primeiros dois programas de compra de obrigações com ativos subjacentes totalizaram €5,4 mil milhões. Relativamente às carteiras do APP, o programa encontra-se em fase de reinvestimento desde 1 de janeiro de 2019. Motivos operacionais poderão levar a desvios temporários limitados na dimensão e composição totais do APP durante a fase de reinvestimento¹⁴. O PSPP diminuiu ligeiramente durante o período em análise, tendo descido €9,2 mil milhões, para €2092,4 mil milhões, em média.

Liquidez excedentária

Como consequência da evolução descrita, a liquidez excedentária média diminuiu €42,9 mil milhões para €1829,6 mil milhões, em comparação com o período analisado anterior (ver Gráfico A). Esta diminuição reflete fatores autónomos líquidos mais elevados e uma cedência de liquidez menor através das operações de leilão e das carteiras de política monetária do Eurosistema. 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 um ligeiro aumento de €1,2 mil milhões para €1372,5 mil milhões, enquanto o recurso médio à facilidade permanente de depósito diminuiu €42,0 mil milhões, passando para €587,4 mil milhões.

Evolução das taxas de juro

As taxas *overnight* do mercado monetário com e sem garantia de garantias gerais 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 inalterado face ao

¹⁴ Ver “Taking stock of the Eurosystem’s asset purchase programme after the end of net asset purchases”, *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019.

período analisado anterior. A EONIA oscilou entre um mínimo de -0,379%, observado em 19 de junho, e um máximo de -0,252%, registado em 7 de junho, antes do feriado de segunda-feira de Pentecostes, em 10 de junho. O aumento da taxa coincidiu com uma queda considerável do volume em quase €800 milhões para €611 milhões entre quinta-feira, 6 de junho, e sexta-feira, 7 de junho. Existe evidência pontual de que o painel de bancos da EONIA apresenta, em termos históricos, uma tendência para preferir o prazo *overnight* em favor de prazos de dois ou três dias, com o objetivo de ultrapassar fins de semana prolongados. Em resultado, o volume da EONIA tende a diminuir abruptamente nesses dias. Relativamente ao mercado monetário 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 gerais¹⁵ expandiu-se ligeiramente. Em comparação com o período em análise precedente, a taxa média *overnight* das operações de reporte para o cabaz de ativos de garantia normalizado aumentou 0,6 pontos base para -0,419%, enquanto para o cabaz de ativos de garantia alargado aumentou 1,1 pontos base, situando-se em -0,397%.

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

3 Fatores internos *versus* fatores externos subjacentes à queda da produção industrial na área do euro

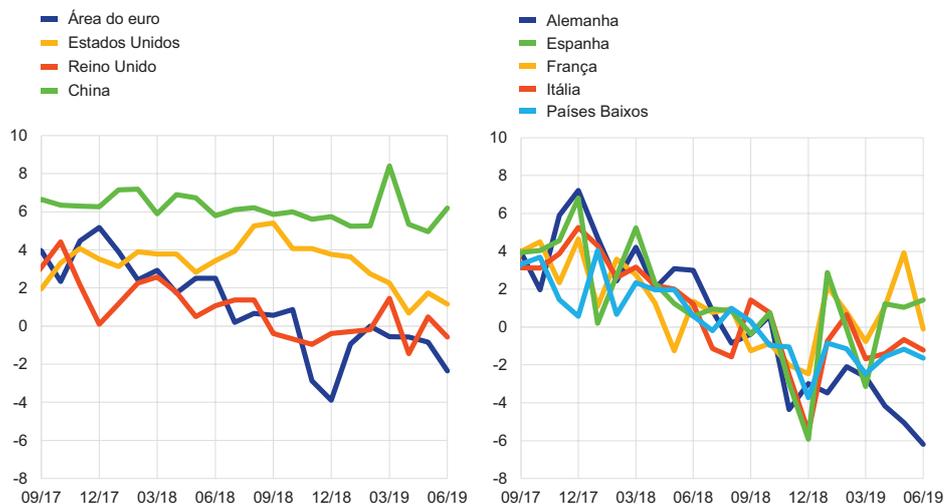
Por Roberto A. De Santis e Srečko Zimic

Após uma descida acentuada em 2018 num contexto de comércio mundial fraco, o crescimento homólogo da produção industrial (excluindo a construção) na área do euro recuperou ligeiramente em 2019, mas permaneceu em terreno negativo. No período entre janeiro de 2018 e junho de 2019, a taxa de crescimento homóloga da produção industrial (excluindo a construção) na área do euro registou uma diminuição global de 6,3 pontos percentuais, de 3,9% para -2,4% (ver Gráfico A). Esta é sem dúvida a maior queda registada entre as principais economias durante esse período. Nos Estados Unidos, a diminuição da produção industrial começou mais tarde, em setembro de 2018. Entre os maiores países da área do euro, as maiores descidas registaram-se na Alemanha (10,9 pontos percentuais), Países Baixos (5,7 pontos percentuais) e Itália (5,5 pontos percentuais). Em França e Espanha, a produção industrial reduziu-se em 2018 em consonância com a evolução observada nos outros países da área do euro, mas esta tendência negativa inverteu-se em 2019. Porém, os padrões mantêm-se muito voláteis. O abrandamento da atividade na indústria transformadora na área do euro parece ter tido um impacto adverso nas taxas de crescimento em algumas subcomponentes dos serviços, embora o setor dos serviços em geral tenha, até ao momento, permanecido relativamente resiliente. A presente caixa examina os fatores subjacentes à evolução da produção industrial na área do euro, com o objetivo de quantificar a importância relativa dos choques externos *versus* choques internos na ótica de um modelo vetorial autorregressivo estrutural multi-país.

Gráfico A

Produção industrial (excluindo a construção) na área do euro e noutras grandes economias

(taxas de variação homólogas (%))



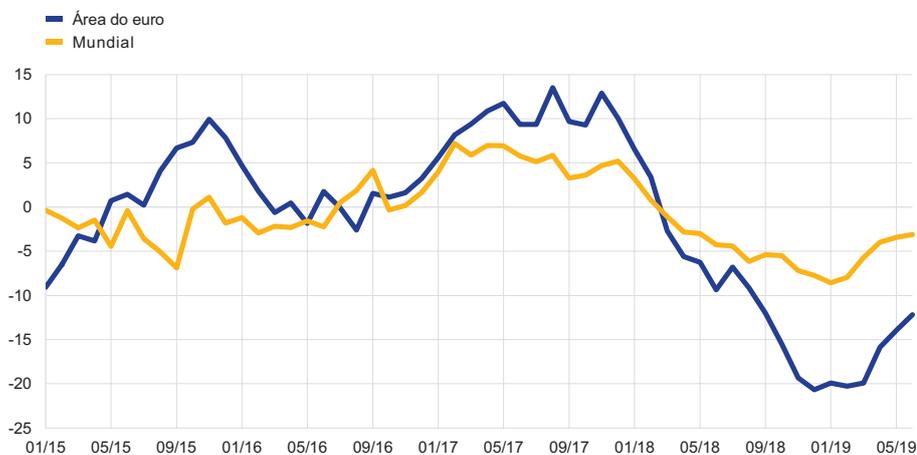
Fonte: Eurostat.

Nota: A última observação refere-se a junho de 2019.

Gráfico B

Índices de Gestores de Compras relativos a novas encomendas de exportações a nível mundial e da área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Markit.

Nota: A última observação refere-se a junho de 2019.

Todos estes desenvolvimentos ocorreram num contexto de redução do comércio mundial. Devido à intensificação das tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China e à incerteza em torno do Brexit, as novas encomendas de exportações a nível mundial caíram acentuadamente durante o período em análise, sendo que as novas encomendas de exportações da área do euro registaram uma queda ainda mais forte (ver Gráfico B).

É utilizado um modelo que abrange a produção industrial em várias das principais economias para avaliar a importância dos fatores externos sobre a produção industrial na área do euro. O modelo utiliza séries mensais corrigidas de sazonalidade sobre a produção industrial (excluindo a construção) para a área do euro, a China, o Reino Unido e os Estados Unidos (ver Gráfico A). É estimado para um período de amostragem relativamente curto (janeiro de 2007 a junho de 2019), em parte devido ao facto de as relações económicas entre países poderem ter sido diferentes antes da crise económica e financeira mundial, mas também para incluir dados relativos à China. O modelo também estima um fator mundial, que é aproximado pelo Índice de Gestores de Compras (IGC) relativo a novas encomendas de exportações a nível mundial (ver Gráfico B). Para atribuir uma maior proeminência ao fator “comércio mundial” pressupõe-se que reage desfasadamente apenas a choques sobre a produção industrial em países individuais, enquanto a produção industrial em cada país reage simultaneamente a choques mundiais. Todas as outras variáveis são construídas a partir do modelo pressupondo que um choque tem um efeito instantâneo sobre a variável no país de origem superior em termos absolutos ao respetivo efeito sobre variáveis externas¹⁶.

¹⁶ O método de identificação de choques é explicado em De Santis, R. A. e Zimic, S, “Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 33, n.º 5, 2018, pp. 727-747.

Os resultados do modelo sugerem que a redução do crescimento da produção industrial na área do euro no ano anterior foi impulsionada quer pela menor procura externa de bens da área do euro quer por choques internos adversos.

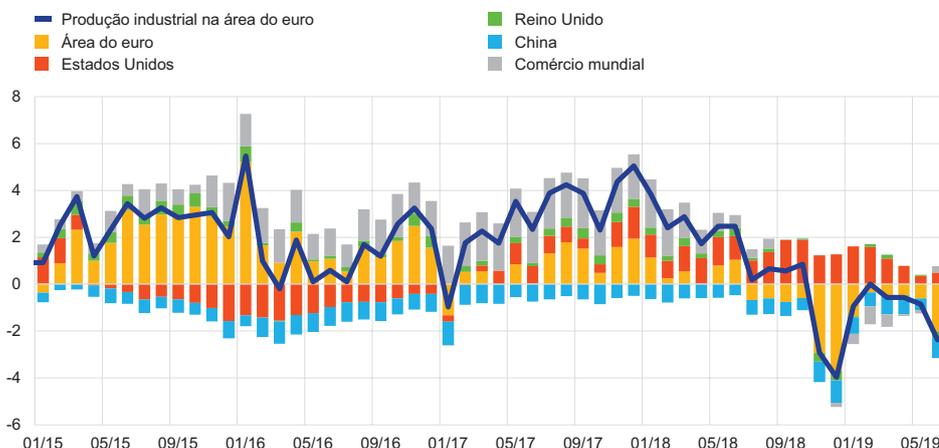
Ao passo que o enfraquecimento do comércio internacional deu o maior contributo para a redução do crescimento da produção industrial na área do euro no primeiro semestre de 2018 (ver a barra a cinzento no Gráfico C)¹⁷, a partir de julho de 2018 desenvolvimentos específicos na área do euro também desempenharam um papel importante (ver a barra a amarelo). É igualmente de notar que a produção industrial na área do euro também foi afetada por desenvolvimentos recentes nos Estados Unidos (ver barra a vermelho no Gráfico C). O contributo negativo da China manteve-se relativamente estável desde o início de 2016. Tendo em conta a evolução observada na Alemanha como ilustra o Gráfico A, os choques internos na área do euro poderão refletir a evolução negativa da indústria automóvel alemã. Dois fatores temporários fundamentais específicos de um país parecem ter sido responsáveis por grande parte da queda da produção industrial na área do euro no segundo semestre de 2018, a saber: a) a introdução de um novo teste de emissões para homologação de veículos automóveis em 1 de setembro de 2018 – o procedimento de ensaio harmonizado a nível mundial para veículos ligeiros (na sigla inglesa, WLTP – *Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure*) – que causou perturbações da oferta na Alemanha, e b) porventura também a possível proibição dos motores diesel anunciada no verão de 2018 e que deverá ser implementada em grandes cidades alemãs em 2019, o que poderá ter desencorajado a aquisição pelos consumidores de automóveis com motor diesel. O aumento mais recente do contributo negativo dos fatores internos para o crescimento da produção industrial na área do euro (em junho de 2019) deve-se ao menor crescimento do produto no setor da indústria na Alemanha (ver Gráfico A), possivelmente associado ao menor crescimento do consumo registado no país no segundo trimestre de 2019.

¹⁷ No primeiro semestre de 2018, o fator “comércio mundial” deu um contributo negativo de 1,5 pontos percentuais para a variação da produção industrial na área do euro. Esta diferença é ilustrada pela barra a cinzento (no Gráfico C) em junho de 2018 face a janeiro de 2018.

Gráfico C

Decomposição dos choques sobre a produção industrial (excluindo a construção) na área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

Notas: Os choques sobre a produção industrial nos países individuais são identificados utilizando o método de restrições à magnitude absoluta (*absolute magnitude restriction method*; ver De Santis, R.A. e Zimic, S., *op. cit.*), que pressupõe que o efeito do choque sobre a economia interna aquando do impacto é maior, em valor absoluto, do que a magnitude da repercussão externa. Pressupõe-se que o IGC relativo a novas encomendas de exportações a nível mundial, que funciona como um indicador aproximado do comércio mundial, reage desfasadamente aos choques sobre a produção industrial nos países individuais. O período de amostragem completo situa-se entre janeiro de 2007 e junho de 2019.

Em suma, a redução do crescimento da produção industrial na área do euro ao longo do ano passado parece ter sido impulsionada quer pela intensificação das tensões no comércio mundial quer por desenvolvimentos internos. Entre julho de 2018 e junho de 2019, o fator “comércio mundial” e todos os fatores associados aos desenvolvimentos na China, no Reino Unido e nos Estados Unidos foram responsáveis por 37% da redução do crescimento da produção industrial na área do euro, enquanto os fatores internos contribuíram 63%, embora parte deste efeito possa refletir fatores temporários associados à indústria automóvel no segundo semestre de 2018. O enfraquecimento acentuado da atividade na indústria transformadora poderá estar a refletir-se nalgumas subcomponentes dos serviços, mas, no geral, o setor dos serviços resiste atualmente ao choque negativo. As implicações possíveis para os serviços devem ser acompanhadas de perto.

4 Como é que a atual expansão do emprego na área do euro compara com os padrões históricos?

Por Vasco Botelho e António Dias da Silva

A presente caixa analisa a atual expansão do emprego na área do euro e compara-a com períodos anteriores de crescimento do emprego. O emprego na área do euro tem vindo a crescer há praticamente seis anos consecutivos, desde que atingiu o seu nível mínimo no segundo trimestre de 2013. Desde o início da atual expansão do emprego, mais de 11 milhões de pessoas passaram a estar empregadas e a taxa de desemprego diminuiu mais de 4 pontos percentuais, aproximando-se dos níveis registados antes da crise. Paralelamente, o crescimento da produtividade do trabalho e o crescimento dos salários reais foram relativamente fracos. Neste enquadramento, a presente caixa visa identificar as semelhanças e as diferenças entre a atual expansão do emprego e anteriores episódios de expansão. Mais especificamente, adota uma perspetiva de longo prazo para analisar a relação entre o crescimento do emprego e o crescimento do PIB, o comportamento do desemprego e a relação entre o crescimento da produtividade e o crescimento dos salários reais. A análise assenta em dados anuais provenientes da base de dados AMECO da Comissão Europeia para os primeiros 12 países que aderiram à área do euro¹⁸, abrangendo o período entre 1960 e 2018. Estes dados são então divididos em dez períodos distintos de crescimento positivo ou negativo consecutivo do emprego¹⁹. Estes períodos, que identificam expansões e contrações do emprego, constituem um referencial útil para avaliar a força e a maturidade da atual expansão do emprego.

De uma perspetiva histórica, a atual expansão do emprego não foi particularmente prolongada até à data, tendo o crescimento médio do emprego sido ligeiramente mais baixo do que o observado durante a expansão precedente. O Gráfico A ilustra o crescimento médio anual do emprego e do PIB nos 12 países durante os períodos de expansão ou contração do emprego identificados. A expansão mediana do emprego durou cerca de seis anos, tendo a expansão registada entre 1995 e 2008 sido o período mais longo de crescimento consecutivo do emprego durante o horizonte analisado nesta caixa. A contração mediana do emprego durou cerca de dois anos. Neste enquadramento, o atual período de expansão do emprego não é particularmente longo. Analisando a taxa de expansão, durante as três últimas expansões do emprego, o emprego aumentou, em média, 1,4% por ano. Em contraste, na atual

¹⁸ Os 12 países considerados na análise são os seguintes: Bélgica, Alemanha, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia.

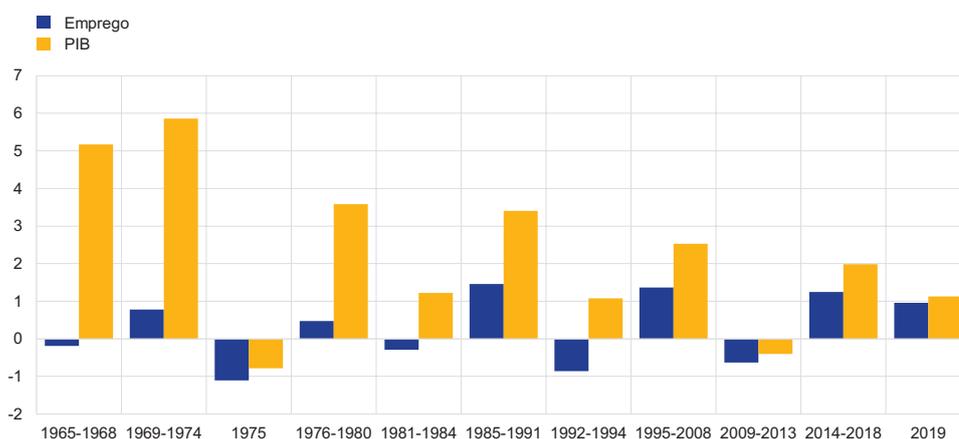
¹⁹ Com base nesta definição, os dados históricos de 1960 a 2018 foram divididos em dez períodos distintos. É estabelecida uma exceção para 2011, que foi incluído num período de contração apesar de ter apresentado um ligeiro aumento do crescimento do emprego. Os dados referentes a 2019 são apresentados separadamente e baseiam-se nas previsões da primavera de 2019 da Comissão Europeia, a fim de assegurar a coerência com a análise dos dados históricos da AMECO.

expansão, o emprego subiu a uma taxa de cerca de 1,2% em cada ano entre 2014 e 2018, prevendo-se uma taxa mais baixa em 2019²⁰.

Gráfico A

Crescimento médio anual do emprego e do PIB real

(percentagens, por ano)



Fontes: Base de dados AMECO da Comissão Europeia e cálculos de especialistas do BCE.

Nota: O ano de 2019 tem por base as previsões da primavera da Comissão Europeia para os 12 países da área do euro disponíveis na base de dados AMECO.

Ao mesmo tempo, a expansão atual tem uma componente mais forte de emprego do que as anteriores, quando o crescimento do emprego é avaliado por comparação com o crescimento real do PIB²¹. Com efeito, a taxa média de crescimento real do PIB durante a atual expansão do emprego é a mais baixa que foi observada relativamente a cada uma das expansões do emprego no período de amostragem, mas o crescimento do emprego registou uma desaceleração mais reduzida. Adotando uma perspetiva a mais longo prazo, as últimas três expansões do emprego (2014 a 2018, 1995 a 2008 e 1985 a 1991) caracterizaram-se por uma taxa de crescimento do emprego significativamente mais elevada do que os períodos de expansão precedentes. Tal implica que a elasticidade do crescimento do emprego (em relação ao crescimento do PIB) registou um fortalecimento durante as últimas três expansões do emprego e aumentou de forma constante ao longo do tempo entre o período de expansão de 1985 a 1991 e a expansão atual (ver Gráfico B).

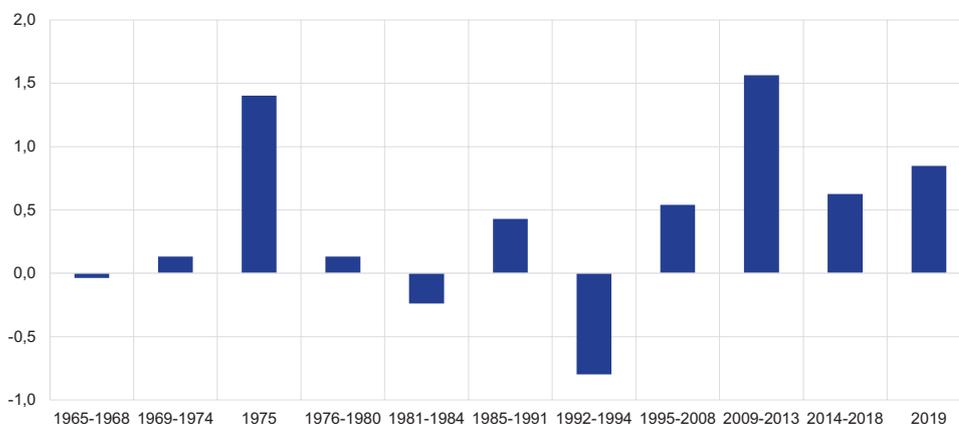
²⁰ Como o objetivo da análise é comparar o crescimento do emprego com o crescimento do PIB, esta não tem explicitamente em conta as alterações da população ao longo do tempo. Se, ao invés, for considerado o rácio do emprego em relação à população, a evolução do emprego apresenta-se mais pronunciada no atual período de expansão do que em expansões precedentes. Em particular, o rácio do emprego em relação à população (para o grupo etário dos 15 aos 64 anos) atingiu níveis anteriores à crise em 2015 e o seu nível atual é o mais elevado que foi observado no período analisado nesta caixa.

²¹ Ver igualmente a caixa intitulada “Crescimento do emprego e PIB na área do euro”, *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019.

Gráfico B

Elasticidade do emprego em relação ao PIB real

(percentagens)



Fontes: Base de dados AMECO da Comissão Europeia e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O ano de 2019 tem por base as previsões da primavera da Comissão Europeia para os 12 países da área do euro disponíveis na base de dados AMECO. A elasticidade é calculada como o rácio do crescimento acumulado do emprego em relação ao crescimento acumulado do PIB em cada período.

Além disso, a descida da taxa de desemprego durante o atual período de expansão foi particularmente notória de uma perspetiva histórica.

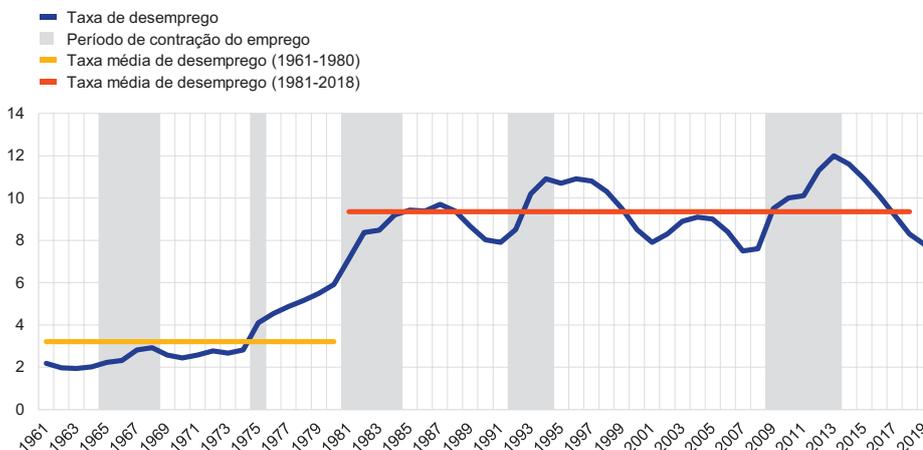
No período de 2014 a 2018, a taxa de desemprego diminuiu, em média, 0,7 pontos percentuais por ano, constituindo a taxa de diminuição mais rápida em qualquer período de cinco anos durante o período de amostragem (ver Gráfico C). Esta diminuição acelerada ocorre no contexto de níveis historicamente elevados da taxa de desemprego. Numa perspetiva de longo prazo, pode ser identificada uma possível alteração estrutural na taxa de desemprego no grupo de 12 países em torno de meados da década de 1970, quando a taxa de desemprego passou a situar-se num nível substancialmente mais elevado²². Com efeito, no decurso das últimas três décadas, a taxa de desemprego anual raramente desceu abaixo de 8%. Se continuar a diminuir à taxa atual, a taxa de desemprego cairá para níveis abaixo dos seus níveis anteriores à crise até 2020. No entanto, resta saber se a taxa de desemprego na área do euro poderá diminuir para níveis mais próximos dos observados antes da década de 1980.

²² Vários autores tentaram explicar o aumento do desemprego a nível europeu. Ver, por exemplo, Blanchard, O., "European unemployment: the evolution of facts and ideas", *Economic Policy*, Vol. 21, n.º 45, 2006, pp. 5-59, onde se argumenta que existem várias causas possíveis para o aumento do desemprego europeu na década de 1970. As principais explicações para o aumento inicial do desemprego na Europa estão relacionadas com o impacto de choques adversos e, em grande medida, comuns, tais como o aumento dos preços do petróleo e o abrandamento do crescimento da produtividade. Além disso, diferentes instituições deram azo a resultados heterogéneos entre países e algumas respostas em termos de políticas relativas ao mercado de trabalho foram inadequadas para fazer face ao aumento do desemprego.

Gráfico C

Taxa de desemprego

(percentagens)



Fontes: Base de dados AMECO da Comissão Europeia e cálculos de especialistas do BCE.

Nota: O ano de 2019 tem por base as previsões da primavera da Comissão Europeia para os 12 países da área do euro disponíveis na base de dados AMECO.

A diminuição do desemprego e o aumento do emprego no contexto da atual expansão ocorreram em paralelo com a moderação dos custos do trabalho, mas essa moderação foi mais fraca do que o observado na expansão precedente.

Os salários reais aumentaram a uma taxa média de 0,3% por ano no período de 2014 a 2018, a qual é inferior à taxa de 0,5% observada durante o período de expansão anterior. Todavia, o crescimento médio da produtividade no decurso da expansão atual situou-se apenas em 0,7%, ao passo que, na expansão precedente, se situou em 1,1%²³. Por conseguinte, os custos unitários do trabalho reais continuaram a diminuir, ainda que a uma taxa mais baixa²⁴ (ver Gráfico D). Numa perspetiva a mais longo prazo, a descida do crescimento médio do PIB, aliada à maior elasticidade do crescimento do emprego em relação ao crescimento do PIB, está associada a um abrandamento da taxa de crescimento da produtividade do trabalho por indivíduo empregado. O abrandamento da produtividade nos 12 países considerados na amostra foi prolongado no decurso das últimas quatro décadas e acompanhado de uma desaceleração do crescimento dos salários reais. Esta desaceleração foi particularmente acentuada face ao abrandamento do crescimento da produtividade durante a década de 1980, conduzindo a uma forte diminuição da percentagem do trabalho durante esse período, à medida que os salários reais passaram a reagir menos à evolução da produtividade do trabalho.

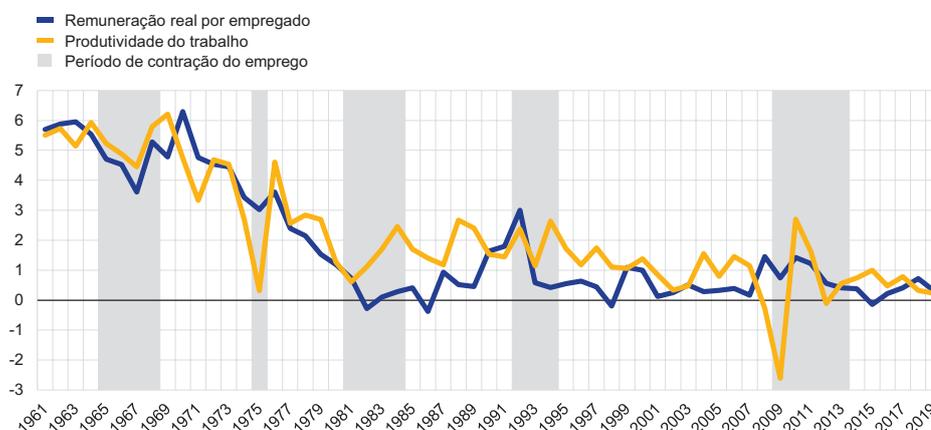
²³ Os salários reais são definidos como a remuneração real por trabalhador para o total da economia, enquanto a produtividade do trabalho é definida como o PIB real por indivíduo empregado. A conversão de valores nominais para valores reais é efetuada utilizando o deflador de preços para o PIB a preços de mercado.

²⁴ A taxa de crescimento dos custos unitários do trabalho reais pode ser calculada como a diferença entre a taxa de crescimento dos salários reais e a taxa de crescimento da produtividade do trabalho. Como tal, os custos unitários do trabalho reais diminuíram, em média, 0,6% por ano durante a expansão do emprego verificada entre 1995 e 2008 e estão a diminuir, em média, 0,4% por ano durante a atual expansão do emprego.

Gráfico D

Produtividade do trabalho e remuneração real por empregado

(taxas de crescimento, percentagens)



Fontes: Base de dados AMECO da Comissão Europeia e cálculos de especialistas do BCE.

Nota: O ano de 2019 tem por base as previsões da primavera da Comissão Europeia para os 12 países da área do euro disponíveis na base de dados AMECO.

De um modo geral, esta análise a longo prazo ajuda a perspetivar a recuperação recente no contexto de anteriores expansões e contrações do emprego. A reação do emprego ao crescimento do PIB aumentou desde meados da década de 1980, com a expansão atual a apresentar uma componente mais forte de emprego do que as expansões precedentes. Contudo, a elasticidade do emprego em relação ao PIB tem sido historicamente mais elevada (em termos absolutos) durante contrações do emprego do que durante expansões, o que revela alguma assimetria na forma de ajustamento do emprego em períodos de recuperação e de abrandamento. A relação entre o crescimento do emprego e o crescimento do PIB pode ter sido afetada por múltiplos fatores, incluindo reformas estruturais destinadas a aumentar a flexibilidade dos mercados de trabalho e do produto ou alterações de longo prazo na composição setorial do emprego e o aumento do emprego no setor dos serviços. Em suma, as alterações observadas na relação de longo prazo entre o emprego e o PIB, por um lado, e entre a remuneração real por empregado e a produtividade, por outro, podem também refletir outros fatores, designadamente uma mudança favorável no calendário da oferta de mão de obra, bem como uma produtividade total dos fatores desfavorável e/ou uma evolução da produtividade do capital que favoreça um reforço da procura de trabalho face à procura de capital.

5 Risco de rendimento das famílias ao longo do ciclo económico

Por Maarten Dossche e Jacob Hartwig

As desigualdades na distribuição do rendimento e da riqueza das famílias tornaram-se mais importantes na explicação da macroeconomia.

Desde a crise financeira, verifica-se uma consciencialização acrescida de que a heterogeneidade entre as famílias e entre as empresas é fundamental para entender as flutuações do ciclo económico (por exemplo, por via dos balanços, restrições ao crédito)²⁵. Simultaneamente, o interesse do público pelos aspetos distribucionais das políticas económicas continuou a crescer. Além disso, a maior disponibilidade de microdados torna possível documentar os factos estilizados microeconómicos pertinentes. Nesta ótica, a presente caixa clarifica a relação entre as flutuações do ciclo económico e as variações do rendimento por trabalhador na área do euro.

Existe evidência de que o risco de rendimento das famílias varia ao longo do ciclo económico e afeta os trabalhadores de forma desigual.

O risco de rendimento individual pode ser considerado o tipo de risco de rendimento das famílias mais direto, antes de qualquer seguro através de transferências sociais ou partilha de recursos no seio do agregado doméstico privado. Com base nesta consideração, Guvenen *et al.* documentam a variação do risco de rendimento individual recorrendo a um vasto conjunto de microdados administrativos relativos aos Estados Unidos²⁶. Concluem que a assimetria das variações do rendimento é fortemente pró-cíclica: grandes movimentos em sentido ascendente do rendimento são menos prováveis durante recessões, ao passo que são mais prováveis grandes quedas do rendimento. Deduzem também que os choques agregados não afetam do mesmo modo trabalhadores com características distintas: o rendimento de alguns trabalhadores (por exemplo, jovens, trabalhadores com salários baixos) é sistematicamente mais sensível ao ciclo económico do que o de outros. Tal diverge bastante dos choques de rendimento puramente aleatórios que são sobretudo utilizados para modelização do risco de rendimento das famílias.

²⁵ Ver Ahn, S., Kaplan, G., Moll, B., Winberry, T. e Wolf, C., "When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality", *NBER Macroeconomics Annual 2017*, vol. 32, 2018.

²⁶ Ver Guvenen, F., Ozkan, S. e Song, J., "The Nature of Countercyclical Income Risk", *Journal of Political Economy*, vol. 122, n.º 3, junho de 2014, pp. 621-660.

O risco de rendimento das famílias é importante para a propagação dos choques macroeconómicos e para a transmissão das políticas económicas.

Vários autores consideram que a dinâmica do risco de rendimento das famílias dá origem a um motivo para uma poupança cíclica de precaução, o que aumenta substancialmente a sensibilidade do consumo a flutuações do rendimento agregado²⁷. Existe igualmente evidência de que a propensão marginal ao consumo do rendimento disponível é mais elevada nas famílias com maior risco de rendimento, o que torna o consumo agregado ainda mais sensível ao ciclo económico²⁸. Na medida em que os rendimentos das famílias com uma elevada propensão marginal ao consumo do rendimento disponível beneficiam mais das políticas de estabilização macroeconómicas, a distribuição do risco de rendimento das famílias também amplifica os efeitos das políticas orçamentais e monetárias²⁹.

A variação do risco de rendimento na área do euro pode ser estudada recorrendo a dados de inquéritos sobre o rendimento. Devido à disponibilidade limitada de dados até recentemente, ainda não foi realizada qualquer análise sistemática das tendências do risco de rendimento individual na área do euro, nem ao longo do tempo nem entre indivíduos. Por conseguinte, esta caixa utiliza os dados longitudinais sobre os níveis de rendimento individual, observados ao longo de um período de quatro anos, tal como disponibilizados nas estatísticas do rendimento e das condições de vida na União Europeia (*European Union Statistics on Income and Living Conditions – EU-SILC*). A análise centra-se nos quatro países de maior dimensão da área do euro. Tal permite um melhor entendimento dos factos estilizados microeconómicos no conjunto da área do euro, possibilitando, ao mesmo tempo, explorar as diferenças nacionais em termos de estruturas económicas e recente evolução macroeconómica³⁰.

²⁷ Ver McKay, A., “Time-varying idiosyncratic risk and aggregate consumption dynamics”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 88, junho de 2017, pp. 1-14; Bayer, C., Luetticke, R., Pham-Dao, L. e Tjaden, V., “Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk”, *Econometrica*, vol. 87, n.º 1, janeiro de 2019, pp. 255-290; Heathcote, J. e Perri, F., “Wealth and Volatility”, *The Review of Economic Studies*, vol. 85, n.º 4, outubro de 2018, pp. 2173-2213.

²⁸ Ver Jappelli, T. e Pistaferri, L., “Fiscal Policy and MPC Heterogeneity”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n.º 4, outubro de 2014, pp. 107-136; Auclert, A., “Monetary Policy and the Redistribution Channel”, *American Economic Review*, vol. 109, n.º 6, junho de 2019, pp. 2333-2367.

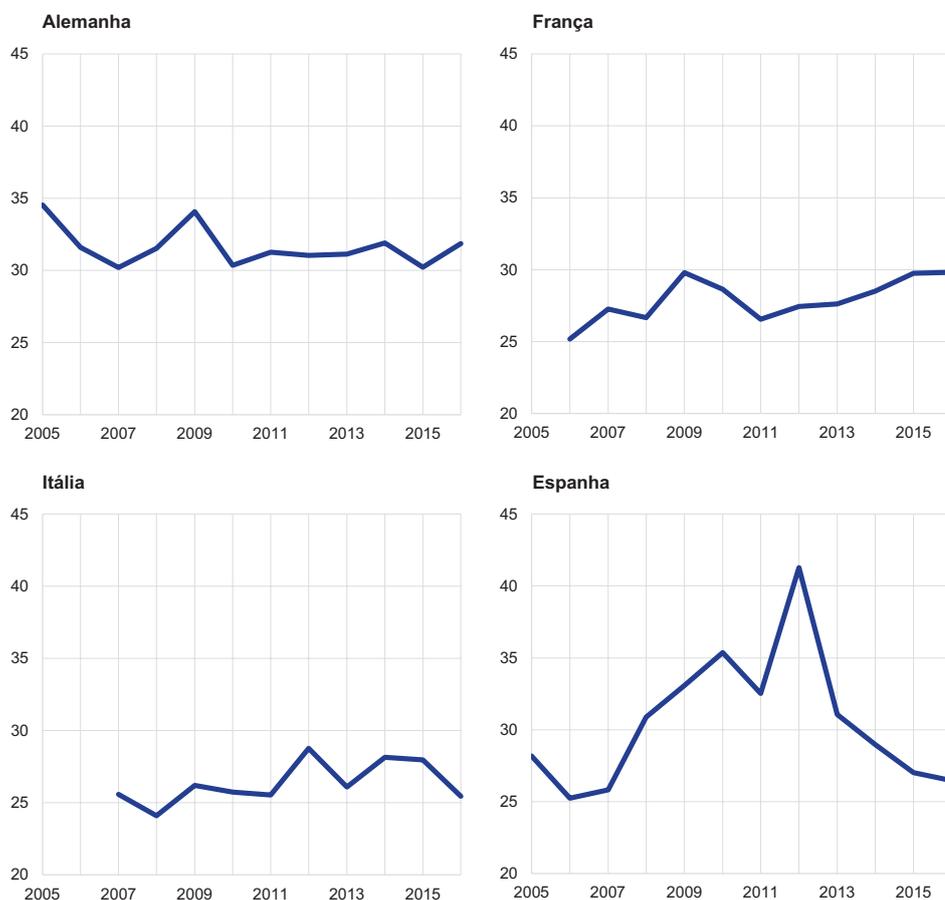
²⁹ Ver Ampudia, M., Georgarakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P. e Violante, G., “Monetary policy and household inequality”, *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 2170, julho de 2018; Kaplan, G. e Violante, G., “A Model of the Consumption Response to Fiscal Stimulus Payments”, *Econometrica*, vol. 82, n.º 4, julho de 2014, pp. 1199-1239.

³⁰ A dimensão longitudinal dos dados EU-SILC não está disponível para a Alemanha. Assim, atendendo a que os dados EU-SILC relativos à Alemanha se baseiam no painel socioeconómico alemão (*German Socio-Economic Panel – GSOEP*), a análise utiliza o recém-concebido clone EU-SILC disponibilizado pelo GSOEP desde a versão 34.

Gráfico A

Risco de rendimentos do trabalho em sentido descendente

(percentagem dos indivíduos afetados por uma diminuição dos rendimentos do trabalho)



Fontes: Eurostat, Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung em Berlim (DIW Berlin) e cálculos do BCE.

Nota: Percentagem de indivíduos dos 25 aos 65 anos afetados por uma diminuição dos rendimentos do trabalho (com base na variável PY010G para o rendimento bruto do trabalhador por conta de outrem em dinheiro ou quase-dinheiro nos ficheiros de dados longitudinais EU-SILC, sendo utilizado para a Alemanha o clone do ficheiro de dados longitudinais EU-SILC disponibilizado pelo GSOEP).

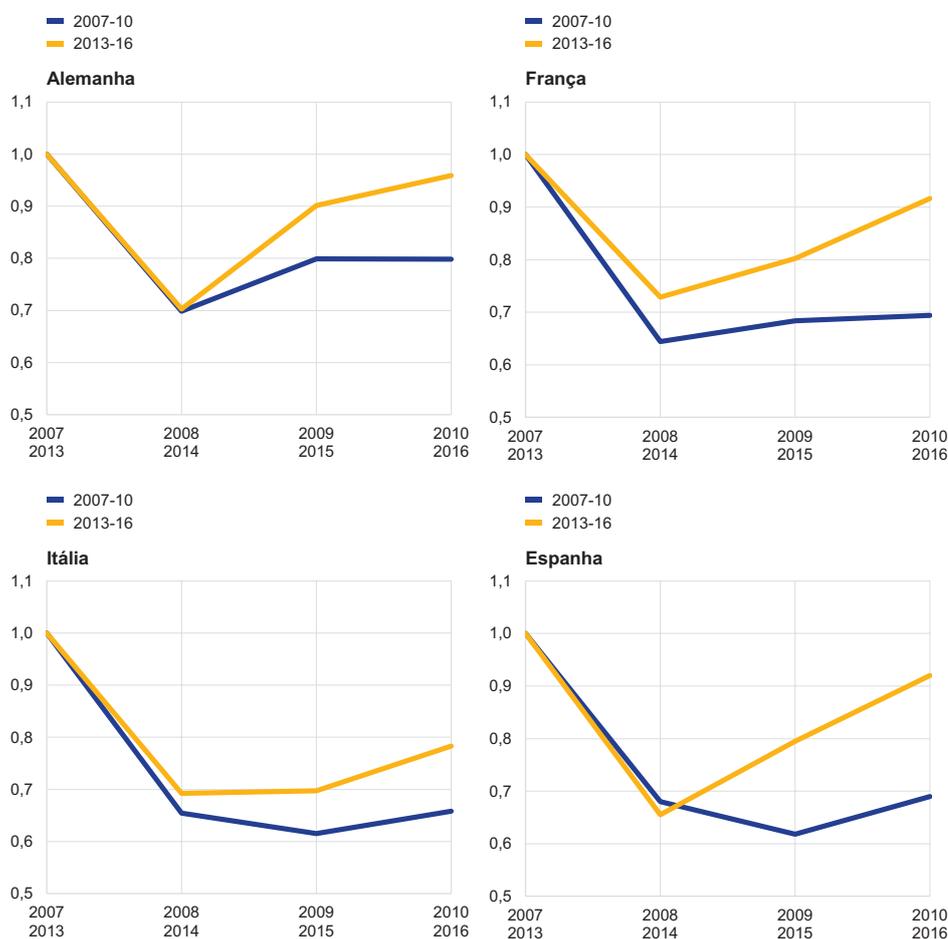
O risco de rendimento descendente é pró-cíclico na área do euro, mas diverge significativamente entre países. O Gráfico A ilustra a variação da proporção de trabalhadores afetados por uma queda dos rendimentos do trabalho em comparação com o ano precedente (ou seja, o risco de rendimento realizado)³¹. Visto que o número de trabalhadores que ficam desempregados aumenta nos períodos de recessão, a proporção de trabalhadores afetados por uma queda do rendimento sobe nesses períodos e vice-versa. Tal é claramente visível em 2008 e 2009, durante a crise financeira, mas mais ainda em Espanha em 2011 e 2012, durante a crise da dívida soberana. Em Espanha, a maior variabilidade do desemprego reflete-se também numa maior variabilidade da percentagem de trabalhadores afetados por uma diminuição dos rendimentos do trabalho. Este fenómeno é muito menos comum na Alemanha, França e Itália, onde se sabe que os mercados de trabalho são menos fluidos.

³¹ A percentagem de indivíduos afetados por uma diminuição dos rendimentos do trabalho capta uma variedade de fenómenos diferentes: períodos de desemprego, cortes salariais ou ajustamentos da oferta de trabalho tanto em termos de margem intensiva como extensiva. Este indicador pode, portanto, ser interpretado como uma medida da rigidez dos salários.

Gráfico B

Trajetória dos rendimentos do trabalho após uma grande redução do rendimento

(rendimentos normalizados para 1 no primeiro ano)



Fontes: Eurostat, DIW Berlin e cálculos do BCE.

Nota: Tendências dos rendimentos do trabalho normalizados para homens com 26 a 50 anos de idade afetados por uma grande redução do rendimento (definida como uma queda de rendimentos superior a 15%) em 2007 ou 2013 (rendimento baseado na variável PY010G para o rendimento bruto do trabalhador por conta de outrem em dinheiro ou quase-dinheiro nos ficheiros de dados longitudinais EU-SILC, sendo utilizado para a Alemanha o clone do ficheiro de dados longitudinais EU-SILC disponibilizado pelo GSOEP).

O risco de rendimento descendente é persistente, implicando um impacto considerável no rendimento ao longo da vida.

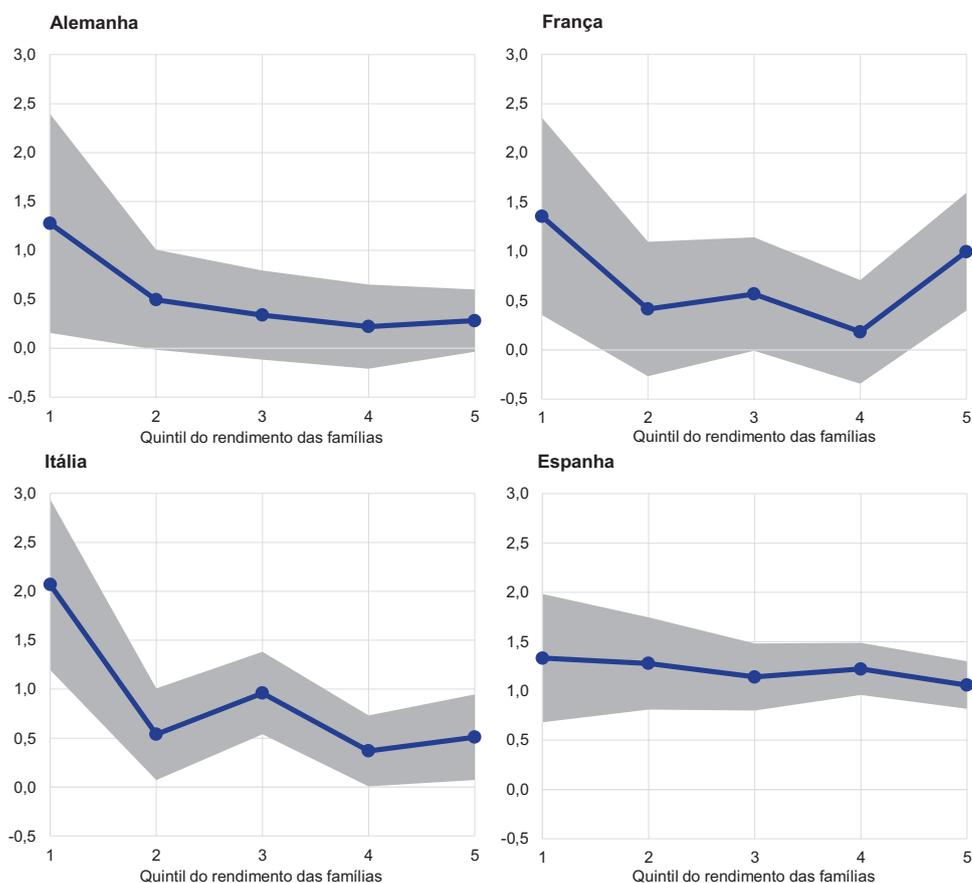
O Gráfico B revela como, após uma grande queda nos rendimentos do trabalho de um indivíduo, o rendimento tende também a ser significativamente mais baixo durante os dois anos seguintes. Isto sugere que o risco de rendimento descendente realizado é persistente, indicando que perdas de emprego podem afetar, de forma significativa, os rendimentos do trabalho de um indivíduo ao longo da vida e, por conseguinte, também o consumo privado³². Além disso, a persistência parece depender igualmente da fase do ciclo económico: as quedas de rendimento desde 2013, quando começou a atual expansão económica, são, aparentemente, menos persistentes do que as observadas no início da crise financeira. Embora existam diferenças consideráveis de país para país na variação da proporção de trabalhadores afetados por uma queda dos rendimentos do trabalho, o grau de persistência parece ser bastante comparável.

³² Ver Pissarides, C., "Loss of Skill During Unemployment and the Persistence of Employment Shocks", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, n.º 4, novembro de 1992, pp. 1371-1391.

Gráfico C

Betas dos trabalhadores no conjunto da distribuição do rendimento

(elasticidade do rendimento em relação ao crescimento do PIB)



Fontes: Eurostat, DIW Berlin e cálculos do BCE.

Notas: Elasticidade estimada dos rendimentos do trabalho em relação ao crescimento do PIB agregado no conjunto da distribuição do rendimento das famílias (indivíduos distribuídos por quintis de rendimento com base no rendimento das famílias nos dois anos anteriores, para evitar qualquer correlação espúria entre a exposição e a triagem; o rendimento das famílias baseia-se na variável HY020 para o rendimento disponível total do agregado no ficheiro de dados longitudinais EU-SILC, sendo utilizado para a Alemanha o clone do ficheiro de dados longitudinais EU-SILC disponibilizado pelo GSOEP). As áreas a cinzento representam 95% dos limites do intervalo de confiança.

O risco de rendimento na área do euro difere entre famílias. O Gráfico C apresenta os “betas dos trabalhadores”, conforme documentados em Guvenen *et al.* para os Estados Unidos³³. Os betas dos trabalhadores medem a elasticidade dos rendimentos do trabalho em relação a variações do crescimento do PIB agregado. No conjunto da distribuição do rendimento, a sensibilidade dos rendimentos do trabalho a variações do crescimento do PIB é significativamente mais elevada para os trabalhadores de famílias com rendimentos mais baixos. Este padrão é particularmente visível na Alemanha, França e Itália. Em Espanha, a sensibilidade dos rendimentos do trabalho entre as famílias com rendimentos mais baixos em relação ao crescimento do PIB é comparável à dos trabalhadores de outros países, mas não diminui tanto quando as famílias auferem rendimentos mais elevados. Tal poderá refletir a variabilidade geralmente mais elevada do desemprego em Espanha, afetando de forma mais equitativa os trabalhadores no conjunto da

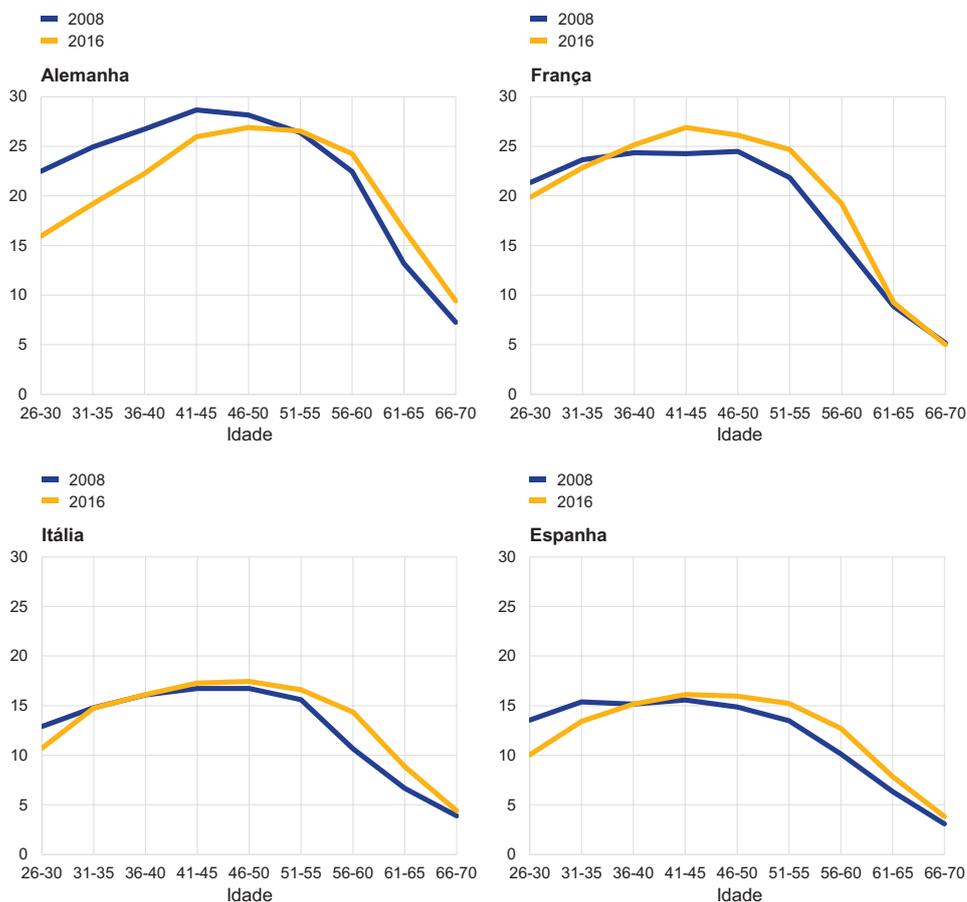
³³ Ver Guvenen, F., Schulhofer-Wohl, S., Song, J. e Yogo, M., “Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk”, *American Economic Review*, vol. 107, n.º 5, maio de 2017, pp. 398-403.

distribuição do rendimento³⁴. Todavia, identificar uma explicação estrutural para esta constatação não se enquadra no âmbito da presente caixa.

Gráfico D

Rendimentos do trabalho no conjunto da distribuição etária

(milhares de euros por ano)



Fontes: Eurostat, DIW Berlin e cálculos do BCE.

Nota: Rendimentos do trabalho estimados de indivíduos dos 26 aos 70 anos (em grupos etários de cinco anos) em 2015 constantes em euros (com base na variável PY010G para o rendimento bruto do trabalhador por conta de outrem em dinheiro ou quase-dinheiro nos ficheiros de dados longitudinais EU-SILC, sendo utilizado para a Alemanha o clone do ficheiro de dados longitudinais EU-SILC disponibilizado pelo GSOEP).

A distribuição do risco de rendimento também revela sobre quem recai principalmente o custo das flutuações do ciclo económico.

Há muito que se debate na macroeconomia os custos dos ciclos económicos em termos de bem-estar. Recorrendo a um modelo de agente representativo, Lucas defende que os custos das recessões em termos de bem-estar são relativamente reduzidos³⁵. Tal implica que os argumentos a favor da utilização de políticas macroeconómicas destinadas a estabilizar o ciclo económico seriam bastante fracos.

³⁴ Há dados que sugerem que a divergência das taxas de desemprego nos vários países da área do euro está relacionada com a existência de diferentes instituições do mercado de trabalho. Ver Boeri, T. e Jimeno, J., "Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis", *Labour Economics*, vol. 41 – C, 2016, pp. 32-46.

³⁵ Lucas, R., *Models of business cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.

Estudos realizados desde o de Lucas revelaram que o entendimento tanto da distribuição das perdas de rendimento e consumo como da sua persistência é fundamental para avaliar em que medida as recessões económicas são prejudiciais³⁶. Neste contexto, o Gráfico D apresenta a distribuição dos rendimentos reais do trabalho entre os diversos grupos etários em 2008 e 2016. Sugere que, desde a crise financeira, os rendimentos dos trabalhadores mais jovens não aumentaram na mesma escala que os dos trabalhadores mais velhos. Na Alemanha e em Espanha, o rendimento real dos trabalhadores mais jovens chegou mesmo a ser mais baixo em 2016 do que em 2008. Tendo em conta a heterogeneidade entre indivíduos, os custos dos ciclos económicos em termos de bem-estar são, assim, provavelmente bastante substanciais na área do euro.

O comportamento do risco de rendimento das famílias na área do euro é semelhante ao observado em outras economias. Esta conclusão é útil para avaliar as atuais perspetivas económicas. De um modo geral, a análise sugere que, tal como nos Estados Unidos, i) o risco de rendimento individual está fortemente ligado ao desempenho do mercado de trabalho e, ii) numa recessão, aumenta muito mais para alguns grupos de trabalhadores do que para outros. Tal é importante para compreender como as políticas económicas são transmitidas e os choques macroeconómicos amplificados. Na sequência do choque externo significativo que atingiu recentemente a economia da área do euro, a atual resiliência do mercado de trabalho (conferir a Secção 3) poderá ajudar a explicar por que razão o risco de rendimento das famílias não ampliou, até à data, o impacto macroeconómico desse choque.

³⁶ Ver Krebs, T., “Job Displacement Risk and the Cost of Business Cycles”, *American Economic Review*, vol. 97, n.º 3, junho de 2007, pp. 664-686.

De que forma é que os lucros ditam as pressões internas sobre os preços na área do euro?

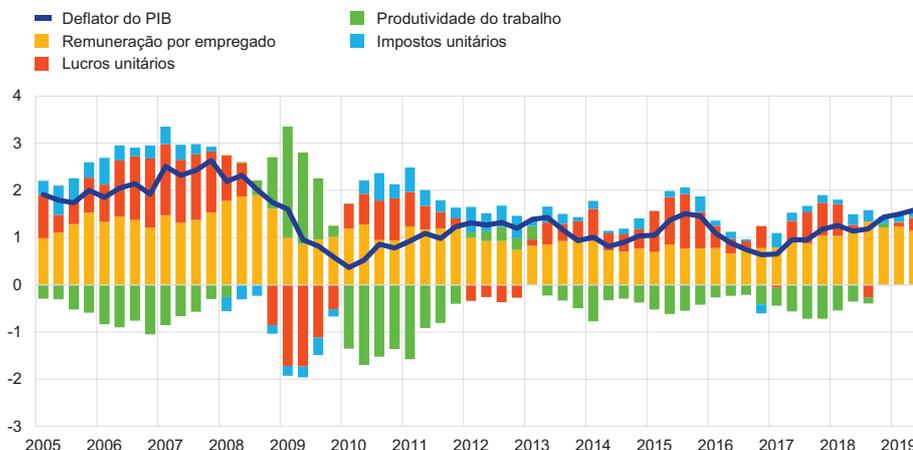
Por Elke Hahn

Os lucros podem representar uma parte significativa da formação dos preços a nível interno e afetam a transmissão das variações dos custos aos preços finais. As contas nacionais contêm uma medida geral dos lucros, o excedente de exploração bruto, que pode revelar mais sobre o papel dos lucros nas pressões internas sobre os preços, medidos pelo deflador do PIB. O Gráfico A ilustra esse papel em termos de movimentos dos lucros unitários, ou seja, o excedente de exploração bruto dividido pelo PIB real, a medida das margens de lucro utilizada na presente caixa. Os lucros unitários representaram aproximadamente um terço do aumento do deflador do PIB da área do euro nas últimas duas décadas. A presente caixa mostra de que forma os lucros ditaram recentemente as pressões internas sobre os preços na área do euro. Explica quais são os principais fatores impulsionadores das margens de lucro e discute o modo como estes deverão ter contribuído para a recente evolução das mesmas.

Gráfico A

Deflador do PIB e contributos

(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais para as taxas de variação homólogas; dados trimestrais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os contributos combinados da remuneração por empregado e da produtividade do trabalho indicam o contributo dos custos unitários do trabalho. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2019.

Os contributos dos lucros unitários para as pressões internas sobre os custos diminuíram em 2018 e registaram um ligeiro fortalecimento, embora tenham permanecido baixos, durante o primeiro semestre de 2019. O crescimento dos lucros unitários enfraqueceu de forma notória em 2018, ou seja, no período em que o crescimento dos salários (medido em termos de remuneração por empregado) e o crescimento dos custos unitários do trabalho aumentaram fortemente, restringindo, desse modo, o ritmo de aumento da taxa de crescimento do deflador do PIB (ver Gráfico A). No primeiro semestre de 2019, o crescimento dos lucros unitários passou

a ser ligeiramente positivo e apoiou a nova subida gradual da taxa de crescimento do deflator do PIB. A nível agregado, existem dois fatores importantes que ditam normalmente os movimentos no contributo dos lucros unitários: o ciclo económico e os termos de troca.

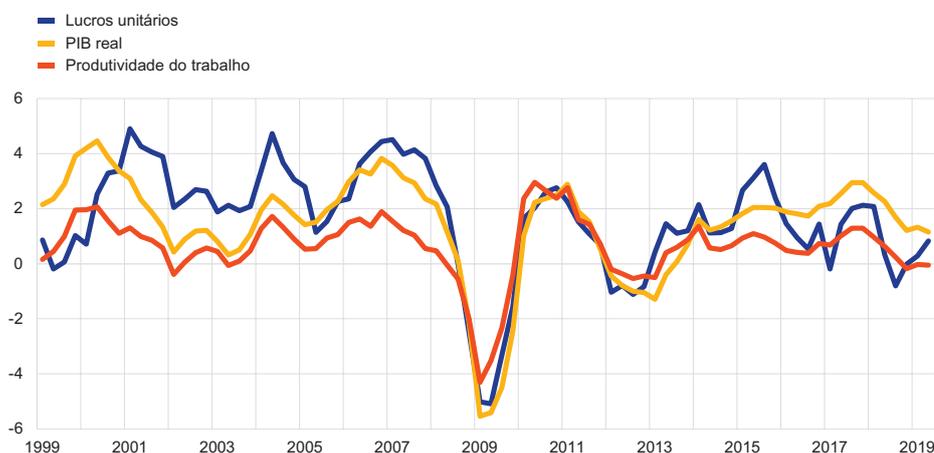
Constata-se, a nível empírico, que as margens de lucro acompanham pró-ciclicamente a evolução da atividade económica (ver Gráfico B).

Numa recessão, em regra, os custos unitários do trabalho sobem, dado que os salários contratuais só respondem com algum desfasamento à contração da economia, ao passo que a produtividade do trabalho desce de imediato, em virtude da reação em sentido descendente mais rápida da produção do que a do emprego. Visto que o enquadramento económico mais fraco limita as possibilidades de compensar o aumento de preços, verifica-se uma compressão das margens de lucro numa recessão e vice-versa numa retoma. Por conseguinte, as margens de lucro revelam uma forte resposta positiva à evolução do PIB real e da produtividade do trabalho como indicadores gerais do ciclo. O Gráfico B ilustra que este co-movimento também se aplicou a 2018, quando o crescimento dos lucros unitários enfraqueceu a par do abrandamento do crescimento do PIB real e da produtividade do trabalho. No primeiro semestre de 2019, a deterioração dos três indicadores cessou, ao passo que o crescimento dos lucros unitários já tinha começado a fortalecer-se gradualmente, refletindo o impacto de outros fatores que não o ciclo.

Gráfico B

Lucros unitários, PIB e produtividade do trabalho

(taxas de variação homólogas (%); dados trimestrais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2019.

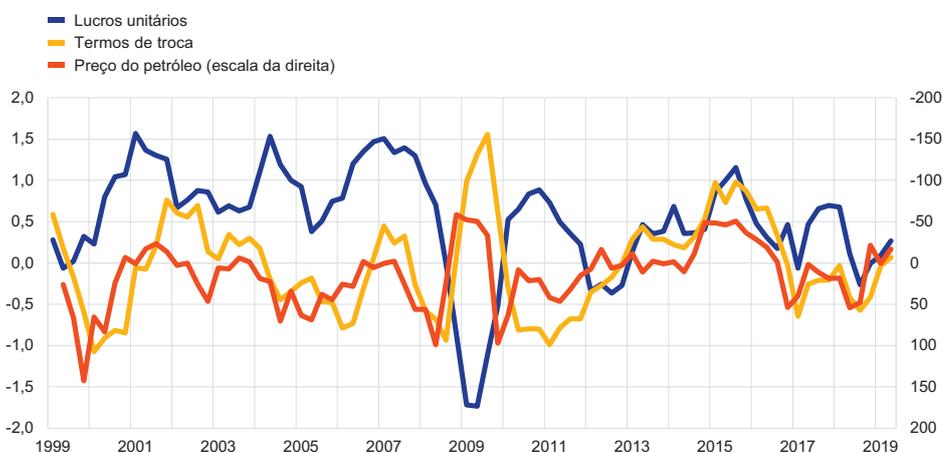
As margens de lucro estão, por vezes, estreitamente relacionadas com a evolução dos termos de troca, em particular se estes últimos estiverem sujeitos a fortes variações (ver Gráfico C). Essas variações advêm de diferentes fontes. A melhoria dos termos de troca associada a uma queda dos preços de fatores de produção importados, como o petróleo, pode ter um impacto positivo

nas margens de lucro, se as empresas ajustarem para baixo os preços de venda em menor grau do que a diminuição dos seus custos de produção. Tal parece ter sido o caso no período entre meados de 2014 e o princípio de 2016. Variações nos preços das exportações relacionadas com a depreciação da taxa de câmbio do euro podem beneficiar as margens de lucro se os exportadores fixarem o preço dos seus produtos de acordo com o mercado e mantiverem inalterados os preços em moeda estrangeira das suas exportações. Além disso, a evolução dos termos de troca também pode ser influenciada pelos desenvolvimentos nos preços relativos entre a economia interna e a externa, se estes estiverem igualmente refletidos na dinâmica dos preços das exportações e das importações. Neste aspeto, uma evolução mais forte dos preços relativos na economia interna do que na economia externa poderá melhorar os termos de troca, repercutindo-se positivamente nas margens de lucro. Em 2018, os termos de troca parecem ter pesado sobre as margens de lucro e tal deveu-se sobretudo à subida dos preços do petróleo. No entanto, os preços do petróleo desceram desde o final de 2018, conduzindo a melhorias nos termos de troca. Aparentemente, isso apoiou o crescimento dos lucros unitários e contribuiu, desse modo, para uma evolução mais favorável em comparação com a dos indicadores cíclicos no primeiro semestre de 2019³⁷.

Gráfico C

Lucros unitários, termos de troca e preços do petróleo

(contributos em pontos percentuais para o deflator do PIB; taxas de variação homólogas (%); dados trimestrais)



Fontes: Eurostat, Bloomberg e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2019.

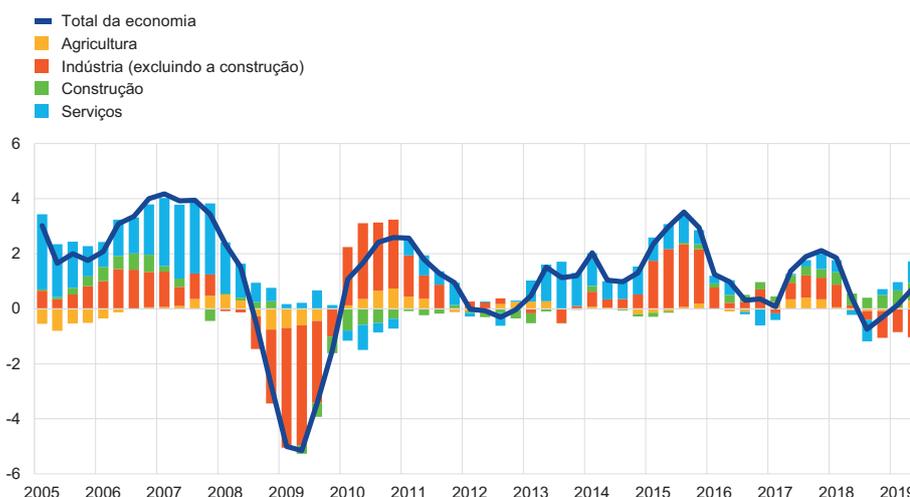
³⁷ Outro fator que contribuiu para o aumento do crescimento dos lucros unitários no primeiro semestre de 2019 foi a implementação de uma medida orçamental em França em 2019. Essa medida orçamental implica a conversão do crédito fiscal para a competitividade e o emprego (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE) num corte permanente das contribuições dos empregadores para a segurança social, que resulta, assim, numa diminuição do crescimento da remuneração por empregado e num correspondente aumento do crescimento dos lucros unitários.

A composição setorial da evolução dos lucros unitários confirma que o enfraquecimento dos mesmos em 2018 se verificou sobretudo em setores sensíveis ao ciclo, enquanto o seu fortalecimento gradual no primeiro semestre de 2019 refletiu a evolução de setores menos sensíveis ao ciclo (ver Gráfico D). Um impacto pró-cíclico nos lucros unitários é visível, em especial, no setor industrial (excluindo a construção), que está fortemente exposto à evolução do comércio e, portanto, foi o que mais sofreu com a deterioração do enquadramento mundial e do ciclo económico da área do euro desde o final de 2017. É provável que a deterioração dos termos de troca associada à recuperação dos preços do petróleo no decurso de 2018 tenha contribuído para a moderação das margens de lucro no mesmo ano, particularmente em setores como o dos transportes (parte do setor dos serviços), e a subsequente descida dos preços do petróleo poderá, do mesmo modo, ter apoiado a sua melhoria. Em paralelo, a evolução das margens de lucro em setores mais orientados para os mercados nacionais, como a construção, resistiram melhor ao longo de todo o período, o que se deve também às atuais condições de financiamento muito favoráveis.

Gráfico D

Evolução dos lucros unitários e contributos dos setores económicos

(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais para as taxas de variação homólogas (%); dados trimestrais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Na decomposição do crescimento dos lucros unitários por setor económico, os lucros unitários são calculados com base no valor acrescentado. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2019.

Para concluir, as margens de lucro agregadas enfraqueceram em 2018, atenuando o aumento das pressões internas sobre os preços na área do euro nesse ano, mas começaram a aumentar gradualmente no primeiro semestre de 2019. O decréscimo das margens de lucro em 2018 constituiu uma reação ao recente abrandamento da atividade económica e à deterioração dos termos de troca, no mesmo ano, relacionada com os preços do petróleo³⁸. O ajustamento

³⁸ Dados econométricos sugerem que a descida da taxa de crescimento dos lucros unitários em 2018 se ficou a dever principalmente a choques a nível da procura externa, da oferta de petróleo e das margens salariais (ver o discurso intitulado “The Phillips Curve at the ECB”, proferido por Philip Lane na London School of Economics, em 4 de setembro de 2019).

implicou um amortecimento parcial dos aumentos registados nos custos de trabalho e produz a imagem de uma repercussão limitada dos salários nos preços. No primeiro semestre de 2019, as margens de lucro começaram a recuperar, refletindo, entre outros fatores, a melhoria dos termos de troca relacionada com os preços do petróleo mais baixos. Numa análise prospetiva, as margens de lucro deverão fortalecer-se em linha com o aumento gradual da atividade económica previsto nas projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE.

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		Estados Unidos	Reino Unido (IHPC)	Japão	China	Por memória: área do euro ²⁾ (IHPC)
							Total	excluindo produtos alimentares e energéticos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,3	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,4	1,8	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 T3	0,8	0,7	0,7	-0,5	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
T4	0,7	0,3	0,2	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 T1	0,8	0,8	0,5	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
T2	.	0,5	-0,2	0,3	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	.	0,8	2,6	1,4
2019 Mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,9	1,9	0,5	2,3	1,4
Abr.	-	-	-	-	-	-	2,5	2,2	2,0	2,1	0,9	2,5	1,7
Mai	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,8	2,0	0,7	2,7	1,2
Jun.	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
Jul.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
Ago. ³⁾	-	-	-	-	-	-	1,0

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⁾			Mundiais	Economias avançadas	Economias de mercado emergentes
	Mundial ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China	Por memória: área do euro	Indústria transformadora	Serviços	Novas encomendas de exportação			
	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	1,1	1,4	0,9
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 T3	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	1,7	0,5	2,4
T4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,9	1,6	-2,4
2019 T1	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	-0,2	-1,1
T2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,1
2019 Mar.	53,1	54,6	50,0	50,4	52,9	51,6	50,9	53,8	49,7	-0,7	-0,2	-1,1
Abr.	52,3	53,0	50,9	50,8	52,7	51,5	51,1	52,7	49,6	0,0	-1,2	0,8
Mai	51,0	50,9	50,9	50,7	51,5	51,8	50,3	51,3	49,4	0,5	-0,9	1,3
Jun.	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,1
Jul.	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,3	49,0	.	.	.
Ago.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,5	51,3	47,8	.	.	.

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) 1	Depósitos a 1 mês (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 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
2019							
Fev.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08
Mar.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07
Abr.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06
Mai	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
Jun.	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
Jul.	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
Ago.	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10

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	1 ano 2	2 anos 3	5 anos 4	10 anos 5	10 anos - 1 ano 6	10 anos - 1 ano 7	10 anos - 1 ano 8	1 ano 9	2 anos 10	5 anos 11	10 anos 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
2019												
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
Mar.	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75
Abr.	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88
Mai	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64
Jun.	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
Jul.	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
Ago.	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12

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										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice alargado 1	50 2	Matérias-primas 3	Serviços de consumo 4	Bens de consumo 5	Petróleo e gás 6	Finan- ceiros 7	Indus- trias 8	Tecno- logias 9	Serviços básicos 10	Teleco- muni- cações 11	Cuida- dos de saúde 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
2019														
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
Mar.	365,7	3 332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2 804,0	21 414,9
Abr.	379,0	3 458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2 903,8	21 964,9
Mai	369,4	3 385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2 854,7	21 218,4
Jun.	369,7	3 406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2 890,2	21 060,2
Jul.	380,0	3 507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2 996,1	21 593,7
Ago.	363,6	3 355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2 897,5	20 629,7

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				Indicador composto do custo dos empréstimos		
	Over-night	Reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Com prazo acordado				TAEG ³⁾	Por fixação inicial de taxa			TAEG ³⁾	Por período de fixação inicial de taxa					
			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
2018	Ago.	0,03	0,45	0,30	0,64	6,01	16,78	5,44	5,88	6,41	2,38	1,63	1,82	1,92	1,85	2,11	1,81
	Set.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79
	Out.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
	Nov.	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
	Dez.	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019	Jan.	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,83	6,34	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
	Fev.	0,03	0,42	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,28	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
	Mar.	0,03	0,40	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
	Abr.	0,03	0,40	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
	Mai	0,03	0,43	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
	Jun.	0,03	0,43	0,32	0,82	5,81	16,63	5,43	5,67	6,24	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
	Jul. ^(p)	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61

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 composto do custo dos empréstimos	
	Over-night	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
2018	Ago.	0,03	0,08	0,61	2,25	2,19	2,43	2,32	1,67	1,63	1,73	1,10	1,27	1,69	1,63
	Set.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,35	2,31	1,65	1,54	1,67	1,13	1,40	1,69	1,65
	Out.	0,03	0,06	0,52	2,22	2,13	2,43	2,33	1,66	1,60	1,69	1,23	1,10	1,66	1,64
	Nov.	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66
	Dez.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019	Jan.	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
	Fev.	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,63	1,70	1,13	1,39	1,56	1,64
	Mar.	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
	Abr.	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
	Mai	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,16	1,50	1,57
	Jun.	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
	Jul. ^(p)	0,03	0,04	0,58	2,11	2,06	2,49	2,19	1,65	1,56	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56

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 Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas	
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Sociedades de titularização	Administração central	Outras administrações públicas			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Administração central	Outras administrações públicas	
														3	4	5	6	7	10	11	12	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Curto prazo														
2016	1 241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1 222	505	174	.	72	424	47	388	171	65	.	41	76	35
2019														
Fev.	1 277	539	170	.	94	419	55	392	189	74	.	42	63	24
Mar.	1 331	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	44	79	40
Abr.	1 319	562	169	.	109	418	61	421	195	68	.	53	58	47
Mai	1 338	574	169	.	115	422	59	443	196	70	.	56	83	37
Jun.	1 303	557	162	.	100	428	56	370	152	68	.	45	71	35
Jul.	1 332	576	167	.	109	424	57	455	204	74	.	55	76	45
Longo prazo														
2016	15 379	3 695	3 174	.	1 184	6 684	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15 360	3 560	3 050	.	1 243	6 865	642	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 753	3 687	3 151	.	1 267	7 022	626	228	64	68	.	16	75	6
2019														
Fev.	15 956	3 749	3 175	.	1 276	7 125	632	300	104	56	.	14	115	11
Mar.	16 024	3 754	3 201	.	1 301	7 127	641	269	76	63	.	25	88	17
Abr.	15 999	3 746	3 183	.	1 307	7 122	641	233	55	68	.	19	84	8
Mai	16 061	3 766	3 202	.	1 306	7 153	635	247	62	80	.	13	86	7
Jun.	16 109	3 766	3 222	.	1 313	7 175	633	242	61	74	.	22	80	5
Jul.	16 184	3 788	3 254	.	1 324	7 183	636	250	70	70	.	25	76	8

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 Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM	Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Sociedades de titularização	Administração central	Outras administrações públicas				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo											
2016	16 620,2	4 213,2	3 309,9	.	1 243,5	7 149,9	703,7	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6
2017	16 600,8	4 079,3	3 205,3	.	1 312,6	7 303,6	699,9	7 954,7	612,5	1 249,6	6 092,6
2018	16 975,2	4 191,4	3 325,4	.	1 339,7	7 446,0	672,7	7 027,2	465,1	1 099,4	5 462,7
2019											
Fev.	17 233,2	4 287,1	3 344,7	.	1 370,8	7 544,0	686,5	7 716,0	518,7	1 225,2	5 972,1
Mar.	17 354,9	4 318,0	3 379,3	.	1 399,5	7 562,4	695,7	7 761,2	495,8	1 230,9	6 034,5
Abr.	17 318,1	4 308,1	3 351,6	.	1 415,7	7 540,5	702,3	8 090,6	537,0	1 281,8	6 271,8
Mai	17 399,4	4 339,3	3 370,9	.	1 421,0	7 574,4	693,8	7 586,8	470,9	1 208,1	5 907,8
Jun.	17 411,4	4 322,8	3 383,8	.	1 413,7	7 602,7	688,4	7 940,6	493,3	1 246,0	6 201,3
Jul.	17 516,6	4 363,8	3 420,9	.	1 433,3	7 606,2	692,4	7 980,5	484,0	1 252,8	6 243,7
Taxa de crescimento											
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,3	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019											
Fev.	2,7	3,0	2,6	.	4,6	2,5	-1,6	0,5	-0,1	2,1	0,3
Mar.	2,5	3,0	3,0	.	3,6	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2
Abr.	2,3	2,9	1,6	.	4,0	2,1	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1
Mai	2,6	3,9	2,0	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Jun.	2,8	4,4	1,8	.	4,4	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Jul.	2,9	5,1	1,9	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.8 Taxas de câmbio efetivas ¹⁾

(médias do período; índice: 1999 T1=100)

	TCE-19						TCE-38		
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPP 3	Real, deflador do PIB 4	Real, CUTIT ²⁾ 5	Real, CUTCE 6	Nominal 7	Real, IPC 8	
2016	94,4	89,5	90,8	85,1	79,0	89,3	109,7	88,9	
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,3	89,8	112,0	90,0	
2018	98,9	93,4	93,4	87,5	79,3	90,9	117,9	93,8	
2018 T3	99,2	93,7	93,4	87,7	79,3	91,3	119,2	94,8	
T4	98,5	93,0	92,9	87,1	79,1	90,4	118,4	93,8	
2019 T1	97,4	91,7	92,1	85,9	78,6	89,1	116,7	92,1	
T2	97,3	91,4	91,6	-	-	-	116,8	91,9	
2019 Mar.	96,9	91,1	91,5	-	-	-	116,2	91,6	
Abr.	96,7	91,0	91,3	-	-	-	116,1	91,4	
Maio	97,4	91,4	91,8	-	-	-	117,0	91,9	
Jun.	97,9	91,9	91,9	-	-	-	117,4	92,2	
Jul.	97,5	91,4	91,1	-	-	-	116,5	91,4	
Ago.	98,1	91,9	91,4	-	-	-	117,6	92,1	
				<i>Varição em percentagem face ao mês anterior</i>					
2019 Ago.	0,7	0,6	0,4	-	-	-	0,9	0,8	
				<i>Varição em percentagem face ao ano anterior</i>					
2019 Ago.	-0,8	-1,6	-1,9	-	-	-	-1,2	-2,7	

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 1	Kuna da Croácia 2	Coroa checa 3	Coroa dinamar- quesa 4	Forint da Hungria 5	Iene do Japão 6	Złóti da Polónia 7	Libra esterlina 8	Leu da Roménia 9	Coroa sueca 10	Franco suíço 11	Dólar dos Estados Unidos 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 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	
2019 T1	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136	
T2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124	
2019 Mar.	7,587	7,421	25,676	7,462	315,924	125,674	4,297	0,858	4,7546	10,500	1,131	1,130	
Abr.	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124	
Maio	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118	
Jun.	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129	
Jul.	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122	
Ago.	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113	
					<i>Varição em percentagem face ao mês anterior</i>								
2019 Ago.	1,9	0,0	1,0	-0,1	0,5	-2,7	2,0	1,8	0,0	1,7	-1,7	-0,8	
					<i>Varição em percentagem face ao ano anterior</i>								
2019 Ago.	-0,6	-0,5	0,5	0,1	1,2	-7,8	1,4	2,1	1,8	2,6	-4,6	-3,7	

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)												
2018 T2	25 683,4	26 256,5	-573,2	10 999,6	9 039,5	8 752,4	10 907,1	-96,6	5 337,9	6 309,9	690,0	14 294,7
T3	25 848,2	26 265,3	-417,1	10 967,4	8 923,6	8 891,9	10 984,8	-80,1	5 395,1	6 356,9	673,9	14 343,2
T4	25 145,7	25 478,1	-332,4	10 679,9	8 813,7	8 481,9	10 369,2	-94,5	5 359,4	6 295,2	719,1	14 054,3
2019 T1	26 292,8	26 450,1	-157,3	10 900,8	8 851,1	9 091,7	11 127,4	-100,1	5 659,2	6 471,6	741,1	14 431,9
<i>Saldos em percentagem do PIB</i>												
2019 T1	226,3	227,6	-1,4	93,8	76,2	78,2	95,8	-0,9	48,7	55,7	6,4	124,2
Transações												
2018 T3	26,5	-58,8	85,3	-110,6	-93,6	39,0	-9,5	34,9	62,0	44,3	1,3	-
T4	-379,3	-447,2	67,8	-269,6	-182,3	-35,4	-143,7	29,9	-110,0	-121,2	5,8	-
2019 T1	337,3	279,8	57,5	79,7	27,7	52,9	142,3	6,6	195,4	109,7	2,7	-
T2	172,3	103,4	68,9	-15,8	2,1	1,5	53,1	13,1	170,7	48,2	2,8	-
2019 Jan.	293,8	291,1	2,6	53,7	38,9	38,3	59,9	1,0	203,5	192,4	-2,7	-
Fev.	-2,6	-5,4	2,8	20,6	7,8	-0,8	23,0	-1,1	-21,6	-36,2	0,2	-
Mar.	46,2	-5,9	52,1	5,4	-18,9	15,3	59,5	6,8	13,5	-46,4	5,2	-
Abr.	166,3	189,6	-23,3	29,0	73,7	9,4	-8,6	3,1	121,7	124,5	3,2	-
Maio	86,8	45,9	40,9	12,8	-4,2	-0,2	58,3	2,2	70,2	-8,1	1,8	-
Jun.	-80,8	-132,1	51,3	-57,6	-67,4	-7,7	3,5	7,8	-21,1	-68,2	-2,2	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses</i>												
2019 Jun.	156,8	-122,7	279,5	-316,3	-246,1	58,0	42,3	84,4	318,2	81,1	12,6	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>												
2019 Jun.	1,3	-1,0	2,4	-2,7	-2,1	0,5	0,4	0,7	2,7	0,7	0,1	-

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⁾	
1	2	3	4	5	Construção - total	Máquinas - total	Produtos de propriedade intelectual		8	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)												
2016	10 806,0	10 340,5	5 853,0	2 228,6	2 211,7	1 053,5	686,2	466,4	47,1	465,5	4 938,7	4 473,1
2017	11 183,8	10 702,9	6 025,6	2 292,4	2 325,1	1 116,8	720,2	482,7	59,8	480,9	5 303,1	4 822,2
2018	11 544,0	11 053,2	6 197,9	2 357,4	2 425,8	1 189,5	757,2	473,9	72,0	490,8	5 560,7	5 069,8
2018 T3	2 893,1	2 777,4	1 554,1	590,8	612,6	300,3	192,0	119,0	19,9	115,8	1 401,6	1 285,8
T4	2 917,2	2 800,7	1 564,7	595,5	623,4	305,9	192,9	123,3	17,1	116,5	1 415,6	1 299,0
2019 T1	2 939,5	2 807,5	1 572,9	599,9	627,1	312,5	192,5	120,8	7,6	132,0	1 429,4	1 297,4
T2	2 959,2	2 829,9	1 583,9	604,9	633,3	314,5	195,3	122,2	7,7	129,3	1 433,5	1 304,2
<i>em percentagem do PIB</i>												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	21,0	10,3	6,6	4,1	0,6	4,3	-	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2018 T3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,5	0,1	0,8	1,0	-	-	0,4	0,9
T4	0,3	0,3	0,4	0,4	1,5	1,3	0,5	3,6	-	-	1,0	1,0
2019 T1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	1,4	-0,1	-2,3	-	-	0,9	0,4
T2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,0	1,2	0,9	-	-	0,0	0,2
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,8	5,9	4,2	-	-	3,0	4,2
2017	2,5	2,1	1,6	1,5	3,5	3,4	4,4	2,5	-	-	5,4	4,8
2018	1,9	1,5	1,4	1,1	2,3	3,3	4,4	-2,9	-	-	3,5	2,8
2018 T3	1,7	1,8	1,1	0,9	3,4	2,3	4,3	4,7	-	-	3,3	3,8
T4	1,2	1,8	1,2	1,0	4,0	3,3	2,3	8,8	-	-	1,9	3,3
2019 T1	1,3	1,4	1,1	1,3	4,0	4,7	3,2	3,6	-	-	3,4	3,8
T2	1,2	1,2	1,2	1,3	2,8	2,9	2,4	3,2	-	-	2,4	2,6
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do PIB; pontos percentuais</i>												
2018 T3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,2	-	-
T4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	-	-
2019 T1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
T2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do PIB; pontos percentuais</i>												
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,5	-	-
2018 T3	1,7	1,8	0,6	0,2	0,7	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	-	-
T4	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,5	-	-
2019 T1	1,3	1,3	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,4	0,0	-	-
T2	1,2	1,1	0,6	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,0	-	-

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)												
2016	9 694,0	159,3	1 944,5	485,1	1 831,7	449,1	473,6	1 097,2	1 075,0	1 847,5	331,1	1 112,0
2017	10 024,2	174,0	2 008,4	510,0	1 909,8	470,0	466,4	1 121,4	1 128,7	1 897,8	337,8	1 159,6
2018	10 340,0	175,4	2 059,5	546,5	1 968,8	489,5	467,9	1 153,9	1 179,1	1 956,1	343,3	1 203,9
2018 T3	2 590,6	44,0	516,6	137,7	492,5	122,4	117,3	288,9	295,4	490,0	85,8	302,5
T4	2 613,5	44,5	516,2	140,9	497,2	124,7	117,7	291,5	299,5	494,8	86,4	303,7
2019 T1	2 633,2	44,9	518,0	144,6	501,3	125,8	117,9	294,0	302,1	497,5	87,1	306,3
T2	2 650,7	46,3	515,5	146,4	505,4	127,0	118,0	296,3	305,5	502,2	88,0	308,5
<i>em percentagem do valor acrescentado</i>												
2018	100,0	1,7	19,9	5,3	19,0	4,7	4,5	11,2	11,4	18,9	3,3	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2018 T3	0,2	-0,8	-0,2	0,7	0,0	1,6	0,7	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1
T4	0,3	0,8	-0,4	1,2	0,5	0,3	0,0	0,3	0,8	0,5	0,3	0,2
2019 T1	0,5	0,7	0,0	1,5	1,0	1,3	0,0	0,4	0,2	0,1	0,6	0,1
T2	0,1	0,0	-0,7	0,1	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,3	0,1	0,9
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2016	1,8	-1,4	3,0	1,6	1,9	3,9	-0,8	0,4	2,5	1,6	0,2	2,8
2017	2,5	1,0	3,4	2,5	3,0	4,9	1,3	0,5	4,1	1,6	0,9	2,5
2018	2,0	1,0	1,9	3,5	2,2	4,2	0,7	1,4	3,4	1,0	0,6	1,7
2018 T3	1,7	0,1	1,3	3,4	1,8	4,8	0,9	1,3	2,7	0,8	0,4	1,8
T4	1,2	0,0	-0,6	3,5	1,5	3,5	0,4	1,3	2,8	0,9	0,5	1,3
2019 T1	1,4	0,4	-0,3	4,6	1,9	4,4	0,9	1,2	1,9	1,1	1,1	0,9
T2	1,1	0,7	-1,3	3,5	1,6	3,8	1,4	1,5	1,9	1,2	1,4	1,3
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2018 T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
T4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 T1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
T2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,5	0,0	0,7	0,1	0,6	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,0	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 T3	1,7	0,0	0,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
T4	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2019 T1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
T2	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	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													
<i>em percentagem do total de pessoas empregadas</i>													
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	5,9	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	13,8	24,2	7,0
2018	100,0	86,0	14,0	3,1	14,7	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	13,9	24,1	6,9
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,3	0,8	0,3	1,5	3,1	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,4	2,1	3,3	1,3	1,0
2018	1,5	1,8	-0,3	-0,4	1,4	2,6	1,5	3,2	-1,0	1,8	2,6	1,2	0,5
2018 T3	1,4	1,7	-0,2	0,0	1,3	2,7	1,5	3,6	-1,2	1,7	2,4	1,2	0,0
T4	1,4	1,6	-0,2	-0,3	1,2	3,2	1,5	3,5	-0,7	1,3	1,9	1,2	-0,1
2019 T1	1,4	1,6	-0,1	0,2	1,2	2,6	1,3	3,9	-0,3	2,1	1,8	1,2	0,3
T2	1,2	1,5	-0,5	-1,9	0,9	1,7	1,3	3,9	-0,5	1,3	1,5	1,3	1,1
Horas trabalhadas													
<i>em percentagem do total de horas trabalhadas</i>													
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,3	6,6	25,7	3,0	2,6	1,0	13,3	21,9	6,2
2017	100,0	81,1	18,9	4,2	15,3	6,7	25,7	3,0	2,5	1,0	13,5	21,8	6,2
2018	100,0	81,5	18,5	4,2	15,3	6,8	25,7	3,1	2,5	1,0	13,7	21,8	6,1
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2016	1,4	1,9	-0,5	-0,2	1,0	0,4	1,6	3,1	-0,1	2,7	3,1	1,3	0,6
2017	1,2	1,7	-0,9	-1,1	1,0	1,8	1,2	2,9	-2,0	2,2	2,9	0,8	0,4
2018	1,5	1,9	-0,5	0,2	1,2	2,9	1,2	3,0	-1,1	1,9	2,8	1,3	0,3
2018 T3	1,6	2,0	0,0	0,7	1,1	3,6	1,4	3,6	-1,1	2,1	3,1	1,3	0,3
T4	1,5	2,0	-0,3	0,0	1,2	3,5	1,4	3,7	-0,4	0,8	2,3	1,4	0,4
2019 T1	1,7	2,0	0,5	1,2	1,4	3,8	1,6	4,0	-0,1	1,6	2,2	1,3	0,5
T2	1,0	1,3	-0,5	-1,7	0,6	2,2	1,0	3,4	-1,0	1,5	1,5	1,0	0,8
Horas trabalhadas por pessoa empregada													
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2016	0,0	0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,5	0,1	0,0	-0,1
2017	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,6	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
2018	0,0	0,1	-0,2	0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2
2018 T3	0,2	0,3	0,2	0,7	-0,2	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,7	0,0	0,3
T4	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,4	-0,5	0,3	0,2	0,5
2019 T1	0,3	0,4	0,5	1,0	0,2	1,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,3	0,0	0,2
T2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,4	-0,3	-0,6	-0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,3

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				
			Milhões	% da população ativa		Adultos		Jovens		Homens		Mulheres		
						Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	
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	16,258	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,094	8,1	2,667	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,301	3,8	13,393	8,2	3,8	10,964	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 T3	163,730	3,6	13,144	8,0	3,6	10,744	7,2	2,400	16,8	6,792	7,7	6,352	8,4	2,1
T4	163,702	3,7	12,970	7,9	3,6	10,596	7,1	2,375	16,5	6,651	7,6	6,319	8,3	2,3
2019 T1	163,278	3,6	12,690	7,7	3,5	10,371	6,9	2,319	16,1	6,480	7,4	6,209	8,2	2,3
T2	.	.	12,417	7,6	.	10,166	6,8	2,251	15,6	6,387	7,3	6,029	7,9	2,3
2019 Fev.	.	.	12,713	7,8	.	10,393	7,0	2,320	16,1	6,495	7,4	6,217	8,2	.
Mar.	.	.	12,563	7,7	.	10,264	6,9	2,299	15,9	6,422	7,3	6,141	8,1	.
Abr.	.	.	12,500	7,6	.	10,238	6,8	2,262	15,6	6,421	7,3	6,079	8,0	.
Mai	.	.	12,413	7,6	.	10,153	6,8	2,260	15,6	6,396	7,3	6,017	7,9	.
Jun.	.	.	12,338	7,5	.	10,107	6,8	2,231	15,5	6,345	7,2	5,992	7,9	.
Jul.	.	.	12,322	7,5	.	10,077	6,7	2,245	15,6	6,332	7,2	5,991	7,9	.

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	2,0	1,8	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,3	1,3	7,2
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	1,0	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,8
2018 T3	0,5	0,7	-0,3	1,5	1,0	-1,2	2,4	1,6	1,3	1,1	1,5	0,1	3,4
T4	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,6	1,9	-1,0	1,5	1,4	1,7	1,7	-9,4
2019 T1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,5	1,4	-2,7	4,5	-3,2	2,4	1,1	3,5	2,9	-3,6
T2	-1,4	-1,5	-2,1	-2,8	1,6	0,1	2,0	-3,3	2,0	1,1	2,9	0,5	-1,7
2019 Fev.	-0,2	0,7	-0,5	0,3	3,4	-6,1	6,9	-3,8	3,0	0,9	4,6	2,9	-2,3
Mar.	-0,7	0,2	-0,3	1,1	-0,2	-7,7	5,9	-3,0	2,1	0,6	3,7	1,8	-5,5
Abr.	-0,7	-0,8	-1,1	-2,2	1,9	0,0	3,0	-1,8	2,1	2,3	1,8	1,5	-0,2
Mai	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,1	0,4	1,7	-5,0	1,1	-0,3	2,5	-0,9	1,1
Jun.	-2,6	-2,8	-2,6	-4,4	-0,1	-0,1	1,0	-3,1	2,8	1,2	4,4	1,0	-5,6
Jul.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	1,3	2,8	2,0	.
taxas de variação mensais em cadeia (%) (c.s.)													
2019 Fev.	0,0	0,5	0,0	0,0	0,6	-3,3	3,1	-1,5	0,7	0,3	1,1	-0,4	-0,1
Mar.	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,8	-0,2	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,6	-3,6
Abr.	-0,5	-0,8	-0,9	-1,9	0,3	1,8	-1,5	0,9	0,2	0,0	0,4	-0,2	4,8
Mai	0,8	0,8	-0,2	0,9	2,5	0,5	-0,5	-1,9	-0,4	-0,8	0,0	-1,4	2,8
Jun.	-1,6	-1,7	-0,8	-4,0	-2,6	-0,2	0,0	0,8	1,2	1,3	1,1	1,8	-6,7
Jul.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	-0,3	-1,0	0,0	.

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 (saldo 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 composto
		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	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 T3	110,9	5,9	83,7	-5,1	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
T4	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 T1	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
T2	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
2019 Mar.	105,6	-1,6	-	-6,6	7,5	0,3	11,5	-	47,5	47,2	53,3	51,6
Abr.	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,6	47,9	48,0	52,8	51,5
Maio	105,2	-2,9	-	-6,5	4,1	-0,9	12,1	-	47,7	48,9	52,9	51,8
Jun.	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
Jul.	102,7	-7,3	81,9	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Ago.	103,1	-5,9	-	-7,1	3,7	0,5	9,3	-	47,0	47,9	53,5	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
2016	12,1	93,8	1,8	2,0	6,1	3,3	2,7	35,7	7,7	139,0	4,9	6,1	2,9
2017	11,7	93,7	1,4	2,1	7,2	4,3	4,2	34,5	6,9	137,3	3,7	4,5	2,3
2018	11,9	93,5	1,6	2,0	7,7	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	7,7	1,3
2018 T2	11,7	93,5	2,1	2,0	8,2	4,0	4,7	34,8	7,0	137,7	3,1	1,6	1,8
T3	11,8	93,5	1,4	2,0	8,5	3,6	4,7	34,4	6,8	137,4	2,7	8,6	1,6
T4	11,9	93,5	1,6	2,0	8,5	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	21,3	1,3
2019 T1	12,4	93,1	2,7	2,2	7,7	3,5	4,0	33,9	6,4	135,9	1,8	5,5	1,3

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
		Crédito	Débito	Líquido	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2018	T3	1 038,1	963,7	74,4	588,2	525,3	230,1	204,4	191,1	165,4	28,7	68,7	8,8	5,7
	T4	1 058,8	978,0	80,8	600,4	530,8	233,3	205,8	195,1	167,4	29,9	74,1	22,0	64,3
2019	T1	1 061,1	969,7	91,3	606,2	524,6	233,7	205,7	192,0	171,5	29,2	67,9	10,5	14,8
	T2	1 043,9	972,2	71,8	597,0	520,9	232,1	217,4	188,0	171,1	26,8	62,8	9,0	6,1
2019	Jan.	361,0	322,8	38,3	201,7	173,6	77,3	68,8	71,5	56,6	10,5	23,8	3,9	4,6
	Fev.	348,9	318,6	30,4	200,8	173,2	77,1	68,1	62,3	55,3	8,7	21,9	3,6	4,1
	Mar.	351,1	328,4	22,7	203,6	177,9	79,3	68,7	58,2	59,5	10,0	22,3	3,0	6,1
	Abr.	346,9	323,8	23,1	197,9	174,0	77,1	70,9	63,2	58,4	8,7	20,5	2,4	1,9
	Mai	350,9	320,6	30,3	199,7	172,8	77,0	71,4	64,8	56,9	9,3	19,5	3,0	2,0
	Jun.	346,2	327,8	18,4	199,3	174,1	78,0	75,1	60,0	55,8	8,8	22,8	3,6	2,3
<i>transações acumuladas de 12 meses</i>														
2019	Jun.	4 201,8	3 883,6	318,2	2 391,8	2 101,5	929,1	833,3	766,2	675,3	114,6	273,5	50,2	91,0
<i>transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>														
2019	Jun.	35,9	33,2	2,7	20,4	17,9	7,9	7,1	6,5	5,8	1,0	2,3	0,4	0,8

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

3.9 Comércio externo de bens da área do euro¹⁾, valores e volumes por grupo de produtos²⁾

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

		Total (n.c.s.)		Exportações (f.o.b.)				Por memória: Indústria transformadora	Importações (c.i.f.)			Por memória:		
		Expor- tações	Impor- tações	Total			8		Total			12	13	
				Bens intermédios	Bens de investi- mento	Bens de consumo			Bens intermédios	Bens de investi- mento	Bens de consumo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
<i>Valores (EUR mil milhões; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>														
2018	T3	4,7	10,2	572,8	278,5	117,7	166,8	479,1	530,8	310,1	86,1	127,0	373,6	68,5
	T4	3,8	7,8	580,1	278,3	123,3	168,3	485,1	535,6	309,4	88,5	129,9	379,8	66,0
2019	T1	4,1	5,1	588,1	283,9	120,5	172,7	492,9	531,6	306,5	85,0	132,6	381,2	64,2
	T2	2,4	2,4	582,4	.	.	.	485,8	529,7	.	.	.	378,0	.
2019	Jan.	2,6	3,5	195,2	94,9	40,6	56,9	164,3	177,9	102,6	29,0	43,7	127,0	20,9
	Fev.	6,2	5,6	195,4	94,2	40,0	57,1	163,9	174,8	100,8	27,5	43,9	126,2	21,0
	Mar.	3,5	6,2	197,5	94,9	40,0	58,7	164,6	178,9	103,2	28,5	45,0	128,0	22,2
	Abr.	5,4	6,8	192,7	92,4	39,1	58,2	159,8	177,4	101,8	27,9	44,8	126,8	21,8
	Mai	7,1	4,8	195,5	91,6	40,4	59,0	163,3	175,9	101,1	28,3	43,7	125,0	22,3
	Jun.	-4,7	-4,2	194,3	.	.	.	162,7	176,4	.	.	.	126,2	.
<i>Índices de volume (2000 = 100; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>														
2018	T3	1,1	2,0	125,4	125,8	125,3	127,6	126,2	115,6	115,1	119,1	115,6	120,4	99,5
	T4	0,2	1,7	126,0	124,9	130,1	127,7	126,6	116,2	115,2	119,9	117,1	120,8	100,5
2019	T1	0,1	1,4	126,8	126,9	126,2	129,3	126,9	116,6	116,6	115,3	118,8	120,7	107,9
	T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018	Dez.	-5,0	0,3	125,6	123,7	132,5	127,6	125,6	116,8	116,0	120,0	115,4	119,8	108,9
2019	Jan.	-1,1	1,9	126,4	127,1	127,9	128,3	126,8	117,6	118,2	118,8	116,9	120,6	111,3
	Fev.	2,0	1,5	126,6	126,3	125,6	128,4	126,7	115,3	115,0	112,4	118,8	120,5	105,8
	Mar.	-0,7	0,8	127,5	127,1	125,1	131,2	127,1	116,9	116,7	114,6	120,9	121,2	106,5
	Abr.	0,9	2,4	123,6	123,1	121,4	129,6	122,9	115,8	114,9	113,1	120,4	120,7	98,8
	Mai	3,3	1,3	125,3	122,1	125,9	130,2	125,6	115,1	113,6	117,0	118,0	119,5	99,2

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			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	86,7	13,3	
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	1,0	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,2	
2018 T3	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,3	0,1	2,7	0,3	2,1	2,4	
T4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8	
2019 T1	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4	
T2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1	
2019 Mar.	104,4	1,4	0,8	1,6	1,1	0,1	0,4	-1,3	-0,1	0,8	0,2	1,3	2,2	
Abr.	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,3	0,1	0,0	0,0	0,7	0,5	1,7	2,1	
Maio	105,2	1,2	0,8	1,4	1,0	0,1	0,2	0,5	0,1	0,9	-0,2	1,1	2,0	
Jun.	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2	
Jul.	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,4	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3	
Ago.	105,1	1,0	0,9	.	1,3	0,1	0,2	0,9	0,0	-0,6	0,1	.	.	

	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 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	
2019 T1	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5	
T2	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	
2019 Mar.	1,8	2,0	1,1	1,5	0,1	5,3	1,2	1,2	1,1	-0,7	1,2	1,5	
Abr.	1,5	1,7	0,8	1,6	0,2	5,3	1,3	1,2	2,5	-1,2	2,8	1,6	
Maio	1,5	1,9	0,4	1,3	0,3	3,8	1,3	1,2	1,5	-1,5	1,0	1,4	
Jun.	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4	
Jul.	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4	
Ago. ³⁾	2,1	2,0	2,5	.	0,4	-0,6	.	.	.	.	.	.

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	0,7	4,0	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,4	4,8	4,2
2018 T3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	3,0	4,9	3,3
T4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	4,7	3,0
2019 T1	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,0	.
T2	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,1	.	.	.
2019 Fev.	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,6	0,5	0,0	1,0	8,0	.	.	.
Mar.	105,4	2,9	1,7	1,1	1,2	1,6	0,2	-0,4	1,0	7,7	.	.	.
Abr.	105,1	2,6	1,6	1,1	1,2	1,5	0,8	0,6	1,0	6,4	.	.	.
Mai	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,1	.	.	.
Jun.	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,3	0,9	-0,2	.	.	.
Jul.	104,6	0,2	0,3	0,6	-0,2	1,5	1,0	1,1	0,8	-1,7	.	.	.

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	0,4	0,4	0,5	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	107,9	0,9	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,2	1,3	1,7	1,5	1,7	1,9	1,3	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 T3	109,3	1,2	1,9	1,7	1,9	2,3	2,2	3,8	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
T4	109,9	1,4	2,0	1,7	1,7	2,1	1,7	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 T1	110,3	1,5	1,6	1,3	1,6	2,2	1,3	1,6	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
T2	110,8	1,6	1,6	1,4	1,6	2,2	1,1	1,2	61,0	-1,8	-0,6	-2,8	-0,1	4,8	-4,9
2019 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,8	4,3	2,4	6,0	5,9	6,3	5,5
Abr.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	2,0	1,2	2,8	4,3	7,5	1,0
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	63,1	-4,2	-3,3	-5,0	-2,3	2,6	-7,1
Jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-2,9	0,5	-5,8	-2,1	4,4	-8,4
Jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,9	4,2	1,8	3,0	7,8	-1,6
Ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,0	1,0	-2,7	-1,2	3,3	-5,7

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	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 T3	11,1	7,5	9,0	12,4	21,2	65,2	58,4	55,5	52,8
T4	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 T1	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
T2	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
2019 Mar.	6,9	7,8	10,4	8,9	21,5	52,3	56,8	52,3	53,3
Abr.	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1
Mai	5,3	7,7	8,2	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6
Jun.	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
Jul.	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
Ago.	2,2	6,0	8,7	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1

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: 2016 = 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 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	104,1	2,2	2,1	2,7	2,4	1,8	2,0
2018 T3	100,8	2,4	2,3	2,9	2,6	2,1	2,1
T4	110,6	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4	2,1
2019 T1	99,6	2,5	2,5	2,2	2,4	2,4	2,3
T2	.	.	.	.	.	.	2,0

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									
			Agricul- tura, silvicultura e pesca	Indústria transforma- dora, energia e serviços básicos	Cons- trução	Comércio, trans- portes, serviços de alojamento e restauração	Informa- ção e comuni- cação	Atividades financei- ras e de seguros	Atividades imobili- árias	Serviços profis- sionais, empres- ariais e de apoio	Adminis- tração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espe- táculos e outros serviços
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Custos unitários do trabalho												
2016	105,6	0,8	1,3	-0,7	0,5	1,1	-0,2	2,7	4,6	1,0	1,1	2,0
2017	106,3	0,7	-0,7	-0,8	1,0	0,2	0,6	-1,9	4,1	1,8	1,3	1,6
2018	108,1	1,7	0,7	1,5	0,9	1,7	1,8	-0,3	3,7	1,9	2,2	2,2
2018 T3	108,5	2,2	2,2	2,2	1,5	2,4	1,5	-0,4	4,3	2,7	2,5	2,5
T4	109,0	2,4	1,3	3,5	1,6	2,3	2,3	0,0	4,2	2,0	2,3	2,5
2019 T1	109,4	2,2	1,3	3,6	1,0	2,3	1,4	-0,5	4,8	2,0	2,0	1,7
T2	110,0	2,1	-0,9	3,8	0,8	2,2	1,6	-1,1	2,7	2,1	2,0	2,7
Remuneração por empregado												
2016	109,6	1,3	0,1	1,4	1,8	1,5	0,6	2,4	2,8	0,6	1,4	1,5
2017	111,4	1,6	0,8	1,4	1,7	1,5	2,3	0,8	2,5	2,6	1,6	1,5
2018	113,8	2,1	2,1	1,9	1,8	2,4	2,8	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 T3	114,3	2,4	2,4	2,2	2,2	2,7	2,7	1,8	3,9	3,0	2,1	2,9
T4	114,9	2,2	1,6	1,7	1,9	2,3	2,3	1,1	4,3	2,9	2,0	3,2
2019 T1	115,3	2,2	1,6	2,1	2,9	2,9	1,9	0,8	3,9	2,0	1,8	2,5
T2	115,9	2,1	1,8	1,5	2,6	2,5	1,5	0,9	3,0	2,5	1,9	3,0
Produtividade do trabalho por pessoa empregada												
2016	103,8	0,5	-1,1	2,2	1,3	0,4	0,8	-0,2	-1,7	-0,4	0,3	-0,5
2017	104,8	0,9	1,5	2,2	0,7	1,3	1,8	2,7	-1,6	0,8	0,3	-0,1
2018	105,2	0,4	1,5	0,4	0,8	0,7	1,0	1,7	-0,4	0,7	-0,2	0,2
2018 T3	105,3	0,2	0,1	0,0	0,7	0,3	1,2	2,1	-0,4	0,3	-0,4	0,4
T4	105,3	-0,2	0,3	-1,8	0,4	0,0	0,0	1,2	0,0	0,9	-0,3	0,7
2019 T1	105,4	0,0	0,3	-1,5	1,9	0,6	0,5	1,3	-0,8	0,0	-0,2	0,8
T2	105,3	-0,1	2,7	-2,2	1,8	0,3	-0,1	2,0	0,2	0,4	-0,1	0,3
Remuneração por hora trabalhada												
2016	111,2	1,1	-0,5	1,2	1,9	1,0	0,5	1,9	2,4	0,2	1,4	1,6
2017	113,3	1,9	1,0	1,5	1,6	1,8	2,5	1,4	2,4	2,7	2,1	2,1
2018	115,6	2,0	1,8	2,0	1,2	2,4	2,7	1,5	2,7	2,4	1,9	2,1
2018 T3	115,5	2,1	2,4	2,2	1,4	2,5	2,5	1,8	2,8	2,3	2,0	2,1
T4	116,0	1,8	1,3	1,7	1,3	2,1	1,9	0,8	4,0	2,5	1,7	2,4
2019 T1	116,5	1,8	0,2	1,9	1,9	2,3	1,6	0,5	3,8	1,7	1,8	2,4
T2	117,3	2,2	2,7	1,8	2,4	2,6	1,7	1,3	2,6	2,5	2,2	3,4
Produtividade horária do trabalho												
2016	105,7	0,5	-1,2	2,0	1,2	0,3	0,8	-0,6	-2,2	-0,5	0,3	-0,4
2017	107,2	1,3	2,1	2,4	0,8	1,8	2,0	3,3	-1,7	1,2	0,8	0,6
2018	107,7	0,5	0,8	0,6	0,5	1,0	1,2	1,8	-0,5	0,5	-0,3	0,3
2018 T3	107,2	0,1	-0,6	0,2	-0,1	0,4	1,1	2,1	-0,8	-0,4	-0,5	0,1
T4	107,2	-0,3	0,0	-1,7	0,0	0,1	-0,2	0,8	0,5	0,6	-0,5	0,2
2019 T1	107,3	-0,3	-0,7	-1,7	0,7	0,2	0,3	1,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,6
T2	107,5	0,2	2,5	-1,9	1,3	0,6	0,4	2,5	0,0	0,3	0,2	0,7

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			6	7	8	9	10	11	12
	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								
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	6 637,3	7 748,9	1 197,0	2 260,9	3 457,9	11 206,8	74,7	512,0	71,6	658,4	11 865,1
2018	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,2	2 298,0	3 426,1	11 703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12 374,5
2018 T3	1 150,6	7 009,8	8 160,3	1 126,6	2 284,6	3 411,2	11 571,5	71,4	495,4	60,4	627,3	12 198,8
T4	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,2	2 298,0	3 426,1	11 703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12 374,5
2019 T1	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12 512,3
T2	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,1	12 056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12 678,9
2019 Fev.	1 172,8	7 190,1	8 362,9	1 125,1	2 308,9	3 433,9	11 796,8	70,7	505,1	57,4	633,2	12 430,0
Mar.	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12 512,3
Abr.	1 182,2	7 307,3	8 489,5	1 126,3	2 327,2	3 453,5	11 943,0	73,9	514,0	39,4	627,3	12 570,3
Maio	1 185,4	7 365,5	8 550,9	1 124,6	2 335,2	3 459,8	12 010,7	70,7	511,9	46,0	628,5	12 639,2
Jun.	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,1	12 056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12 678,9
Jul. ^(p)	1 193,1	7 492,8	8 685,9	1 099,5	2 345,0	3 444,5	12 130,3	76,5	525,1	36,2	637,8	12 768,2
Transações												
2016	38,1	541,6	579,7	-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	6,9	-10,9	-18,4	-22,4	529,5
2018	50,0	461,9	511,9	-71,5	45,0	-26,5	485,4	-3,5	11,3	-2,3	5,5	490,8
2018 T3	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,8	-19,7	74,7
T4	12,1	105,3	117,4	0,3	13,4	13,7	131,1	2,9	27,7	9,3	39,8	170,9
2019 T1	18,1	167,8	185,9	-17,5	21,0	3,5	189,4	-0,5	-20,5	-38,7	-59,6	129,7
T2	7,9	138,8	146,6	-3,7	20,3	16,5	163,2	0,8	0,3	7,6	8,6	171,8
2019 Fev.	5,1	66,3	71,4	0,8	6,2	6,9	78,3	-4,3	-3,5	-4,2	-12,0	66,2
Mar.	8,0	90,7	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,7	-18,7	76,1
Abr.	1,5	22,3	23,8	13,2	8,6	21,7	45,6	-0,5	4,6	8,2	12,3	57,9
Maio	3,2	58,4	61,6	-3,2	8,0	4,7	66,3	-3,2	-2,1	5,3	0,0	66,3
Jun.	3,2	58,0	61,2	-13,7	3,8	-9,9	51,3	4,5	-2,2	-5,9	-3,6	47,6
Jul. ^(p)	5,0	70,4	75,4	-12,1	6,0	-6,1	69,3	1,4	15,6	-3,0	13,9	83,3
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	10,0	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2018 T3	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,5	-6,7	-26,1	-8,1	3,6
T4	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2019 T1	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
T2	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
2019 Fev.	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,1	-1,7	-4,1	-2,6	4,1
Mar.	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
Abr.	5,2	7,7	7,4	-3,7	2,8	0,6	5,3	-4,6	-0,8	-42,9	-5,8	4,7
Maio	4,9	7,6	7,2	-3,9	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-28,2	-3,4	4,8
Jun.	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
Jul. ^(p)	5,0	8,3	7,8	-5,5	3,0	0,1	5,5	10,7	1,9	-40,5	-1,2	5,2

Fonte: BCE.

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

5 Moeda e crédito

5.2 Depósitos no M3¹⁾

(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	2 239,0	1 795,5	285,7	148,8	9,1	6 315,2	3 700,7	562,0	2 051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2 336,5	1 900,3	280,8	147,5	7,8	6 643,0	4 034,7	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2018 T3	2 309,7	1 886,3	267,9	148,7	6,8	6 545,8	3 946,3	524,6	2 073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
T4	2 336,5	1 900,3	280,8	147,5	7,8	6 643,0	4 034,7	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2019 T1	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
T2	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,3
2019 Fev.	2 347,9	1 919,0	275,8	147,0	6,1	6 723,4	4 103,0	516,8	2 102,0	1,5	965,2	206,0	452,1
Mar.	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
Abr.	2 390,9	1 963,1	271,7	148,8	7,2	6 789,7	4 156,2	513,5	2 118,3	1,7	983,4	211,7	459,0
Mai	2 401,7	1 977,0	268,5	149,2	7,0	6 828,6	4 188,3	512,7	2 126,1	1,6	990,2	216,7	458,7
Jun.	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,3
Jul. ^(p)	2 438,0	2 018,0	263,2	150,4	6,4	6 898,1	4 253,7	508,8	2 133,4	2,1	1 003,2	220,9	453,6
Transações													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,1	-28,4	19,1
2017	179,8	182,7	-3,1	-0,8	1,0	254,1	303,6	-81,6	33,5	-1,3	55,4	6,3	26,9
2018	93,6	103,0	-6,9	-1,1	-1,4	327,1	325,8	-45,1	45,9	0,5	-1,9	-4,8	17,8
2018 T3	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
T4	27,3	14,2	13,0	-0,7	0,9	96,6	88,3	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,4	-6,8
2019 T1	50,1	61,9	-11,4	0,8	-1,2	109,7	90,9	-2,7	21,4	0,1	-31,8	12,4	30,5
T2	26,8	28,1	-5,4	2,6	1,5	90,2	78,1	-4,8	16,3	0,6	34,9	4,5	-0,3
2019 Fev.	22,6	19,6	4,4	-0,3	-1,0	44,9	38,8	-0,5	6,8	-0,1	-14,5	2,1	13,7
Mar.	34,0	40,0	-6,6	0,8	-0,2	29,7	22,8	-2,1	9,2	-0,3	9,8	7,0	10,0
Abr.	7,0	2,7	2,1	1,0	1,3	35,1	29,8	-2,0	6,9	0,4	6,4	-1,6	-3,3
Mai	11,8	15,0	-3,3	0,3	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,7	5,0	-0,3
Jun.	8,1	10,5	-4,1	1,3	0,4	16,3	16,3	-1,9	1,7	0,3	23,8	1,0	3,3
Jul. ^(p)	30,2	31,1	0,1	0,0	-1,0	53,6	49,6	-1,8	5,4	0,3	-12,8	3,3	-8,7
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	-0,5	12,5	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,2	7,0
2018	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2018 T3	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,4	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
T4	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2019 T1	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
T2	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
2019 Fev.	4,4	6,0	-2,8	-0,1	-25,7	5,6	8,9	-6,1	2,5	-13,6	-3,7	-1,3	8,4
Mar.	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
Abr.	5,8	7,1	-0,6	1,6	0,1	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,5	0,1	-0,5	9,2
Mai	5,5	6,8	-1,3	1,4	8,9	6,0	8,9	-4,7	3,2	20,2	-0,7	0,3	8,8
Jun.	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
Jul. ^(p)	7,0	8,8	-3,0	2,4	-8,1	6,1	9,2	-4,6	3,1	15,9	-0,2	1,5	6,2

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								Títulos de dívida	Ações/ unidades de participação em fundos de investimento exceto fundos do mercado monetário
	Total	Empréstimos	Títulos de dívida	Total	Empréstimos					Títulos de dívida			
					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	11 167,4	4 325,4	5 600,0	839,1	109,6	1 442,4	799,8	
2018	4 687,0	1 007,4	3 668,2	13 418,1	11 127,0	11 484,9	4 408,8	5 741,5	848,8	127,9	1 520,0	771,0	
2018 T3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,1	11 064,5	11 394,1	4 396,2	5 702,0	841,9	124,4	1 513,8	784,8	
T4	4 687,0	1 007,4	3 668,2	13 418,1	11 127,0	11 484,9	4 408,8	5 741,5	848,8	127,9	1 520,0	771,0	
2019 T1	4 662,8	1 001,3	3 650,1	13 527,0	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 527,4	803,4	
T2	4 633,4	1 000,7	3 621,0	13 642,4	11 293,8	11 668,4	4 461,7	5 825,7	874,9	131,4	1 546,6	802,0	
2019 Fev.	4 684,7	1 000,8	3 672,0	13 502,5	11 179,4	11 527,1	4 425,2	5 770,5	857,4	126,3	1 533,1	789,9	
Mar.	4 662,8	1 001,3	3 650,1	13 527,0	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 527,4	803,4	
Abr.	4 639,6	998,2	3 630,0	13 570,4	11 234,0	11 591,2	4 443,8	5 800,5	864,1	125,7	1 523,3	813,1	
Maio	4 632,4	1 004,3	3 616,4	13 592,9	11 257,4	11 623,7	4 463,9	5 807,5	862,8	123,2	1 533,9	801,6	
Jun.	4 633,4	1 000,7	3 621,0	13 642,4	11 293,8	11 668,4	4 461,7	5 825,7	874,9	131,4	1 546,6	802,0	
Jul. ^(p)	4 673,6	1 000,6	3 661,4	13 680,0	11 338,8	11 710,6	4 486,4	5 842,7	876,1	133,7	1 534,2	807,0	
Transações													
2016	485,9	-34,5	520,3	319,6	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6	
2017	289,7	-43,2	332,3	362,7	274,8	315,6	82,7	173,7	22,0	-3,5	64,3	23,6	
2018	92,5	-28,3	120,8	372,6	304,7	378,4	124,0	166,2	-3,6	18,1	89,4	-21,4	
2018 T3	48,0	-16,2	64,5	105,3	91,0	88,0	48,7	49,9	-12,1	4,5	18,6	-4,2	
T4	40,8	4,0	36,8	66,0	60,1	92,6	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,6	-7,7	
2019 T1	-41,0	-6,8	-34,2	107,5	83,1	78,7	25,2	50,1	6,0	1,8	-1,7	26,1	
T2	-56,9	-1,4	-55,8	126,4	113,8	134,4	53,8	38,7	24,2	-2,8	17,5	-4,9	
2019 Fev.	10,9	-4,8	15,3	46,4	25,0	32,2	17,6	12,9	-4,1	-1,4	7,1	14,3	
Mar.	-38,8	0,4	-38,7	26,2	23,1	27,7	3,2	18,8	-2,4	3,5	-8,7	11,8	
Abr.	-22,2	-3,2	-19,0	40,5	41,7	46,6	26,1	12,6	8,6	-5,7	-6,3	5,2	
Maio	-8,3	5,9	-14,5	34,0	25,6	33,7	21,9	7,6	-1,5	-2,5	13,9	-5,5	
Jun.	-26,4	-4,1	-22,3	52,0	46,6	54,0	5,8	18,4	17,1	5,3	10,0	-4,6	
Jul. ^(p)	14,8	-0,2	15,0	34,7	45,0	43,0	25,9	17,1	-0,1	2,2	-14,2	3,9	
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	2,7	-3,1	4,6	3,0	
2018	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7	
2018 T3	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,3	11,7	5,9	-1,1	
T4	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7	
2019 T1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9	
T2	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2	
2019 Fev.	2,5	-2,6	4,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,2	-1,4	10,6	5,3	-0,3	
Mar.	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9	
Abr.	1,3	-2,7	2,5	2,7	2,8	3,4	2,8	3,2	0,6	5,4	2,6	1,2	
Maio	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,4	1,6	3,1	0,5	
Jun.	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2	
Jul. ^(p)	-0,5	-1,4	-0,2	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,5	7,1	1,2	1,8	

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 desconhecimento do balanço estatístico das IFM) e de posições resultantes de serviços de fluxos de caixa nacionais (*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	4 325,4	4 360,1	987,3	820,2	2 517,9	5 600,0	5 866,6	654,4	4 217,0	728,6
2018	4 408,8	4 494,3	995,7	844,3	2 568,7	5 741,5	6 023,3	683,5	4 353,9	704,1
2018 T3	4 396,2	4 459,8	999,7	836,2	2 560,4	5 702,0	5 979,1	678,6	4 311,7	711,7
T4	4 408,8	4 494,3	995,7	844,3	2 568,7	5 741,5	6 023,3	683,5	4 353,9	704,1
2019 T1	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
T2	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 825,7	6 112,2	707,6	4 421,3	696,8
2019 Fev.	4 425,2	4 506,1	980,1	851,5	2 593,7	5 770,5	6 051,7	690,8	4 375,6	704,0
Mar.	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
Abr.	4 443,8	4 528,0	984,9	858,9	2 600,0	5 800,5	6 083,2	695,7	4 405,3	699,5
Mai	4 463,9	4 546,6	982,4	865,7	2 615,9	5 807,5	6 098,7	701,0	4 409,5	697,0
Jun.	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 825,7	6 112,2	707,6	4 421,3	696,8
Jul. ^(p)	4 486,4	4 575,9	987,1	874,7	2 624,6	5 842,7	6 133,0	710,8	4 437,0	694,9
Transações										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,7	131,7	-0,3	38,0	45,0	173,7	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	124,0	176,1	19,6	33,5	70,8	166,2	188,6	39,6	136,4	-9,8
2018 T3	48,7	47,8	16,4	9,7	22,6	49,9	48,6	10,3	40,5	-0,9
T4	16,5	40,9	-2,3	7,4	11,3	42,0	50,8	7,7	39,2	-4,9
2019 T1	25,2	23,7	-14,3	10,3	29,2	50,1	49,0	11,7	38,7	-0,3
T2	53,8	58,4	2,6	18,6	32,7	38,7	48,6	13,1	27,3	-1,7
2019 Fev.	17,6	17,3	0,7	5,3	11,6	12,9	17,5	3,3	9,1	0,5
Mar.	3,2	8,3	-0,8	2,2	1,9	18,8	16,1	3,9	15,8	-0,9
Abr.	26,1	23,7	6,4	7,2	12,6	12,6	17,4	2,8	10,2	-0,4
Mai	21,9	18,8	-2,4	7,0	17,4	7,6	16,9	5,6	4,2	-2,2
Jun.	5,8	15,8	-1,4	4,4	2,8	18,4	14,3	4,7	12,8	0,8
Jul. ^(p)	25,9	21,8	8,3	7,3	10,3	17,1	20,9	3,3	15,5	-1,7
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	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018 T3	3,2	4,3	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
T4	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 T1	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
T2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
2019 Fev.	2,6	3,8	0,1	4,5	3,0	3,2	3,3	6,0	3,5	-1,2
Mar.	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
Abr.	2,8	3,9	-0,9	5,3	3,4	3,2	3,3	5,8	3,5	-1,3
Mai	2,7	3,8	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
Jun.	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
Jul. ^(p)	3,3	3,9	-0,2	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2

Fonte: BCE.

- Os dados referem-se à alteração da composição da área do euro.
- 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.
- Incluindo instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias.
- Corrigidos de vendas e titularização de empréstimos (o que resulta no desconhecimento do balanço estatístico das IFM) e de posições resultantes de serviços de fluxos de caixa nomenclais (*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	343,9	6 768,4	1 968,3	59,7	2 014,1	2 726,2	935,5	299,8	143,5	92,5
2018	378,9	6 808,8	1 941,4	56,0	2 090,6	2 720,8	1 028,6	428,5	187,0	194,9
2018 T3	403,7	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,1	424,5	177,3	183,0
T4	378,9	6 808,8	1 941,4	56,0	2 090,6	2 720,8	1 028,6	428,5	187,0	194,9
2019 T1	367,4	6 903,1	1 937,7	55,6	2 144,8	2 764,9	1 174,3	418,6	199,0	212,3
T2	366,6	6 980,2	1 955,8	57,6	2 132,3	2 834,6	1 315,2	434,7	191,5	207,8
2019 Fev.	409,0	6 875,6	1 936,6	55,6	2 140,6	2 742,7	1 110,1	417,2	198,1	210,5
Mar.	367,4	6 903,1	1 937,7	55,6	2 144,8	2 764,9	1 174,3	418,6	199,0	212,3
Abr.	362,2	6 892,0	1 934,7	56,0	2 129,7	2 771,5	1 196,5	417,9	216,8	232,2
Maio	361,8	6 905,8	1 932,2	56,5	2 130,3	2 786,8	1 271,1	410,5	212,8	229,2
Jun.	366,6	6 980,2	1 955,8	57,6	2 132,3	2 834,6	1 315,2	434,7	191,5	207,8
Jul. ^(p)	370,5	7 015,8	1 927,8	58,1	2 148,5	2 881,5	1 399,7	401,2	206,5	224,1
Transações										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,1	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,5	-66,2	-61,2	-28,5
2018	39,0	45,1	-37,8	-4,9	17,0	70,8	64,6	45,2	21,8	24,2
2018 T3	76,4	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,9	-11,3	3,2	-0,8
T4	-24,1	16,4	-0,5	-0,9	3,4	14,4	34,7	21,8	9,7	11,9
2019 T1	-11,4	50,8	-10,7	-0,3	44,7	17,1	109,7	-7,1	2,7	5,5
T2	-0,7	46,8	20,5	2,0	-1,8	26,2	109,0	39,4	-7,1	-4,5
2019 Fev.	31,5	21,3	-3,3	0,0	26,3	-1,8	42,7	19,1	-0,9	2,1
Mar.	-41,4	8,4	-1,5	0,0	-1,4	11,3	48,0	7,6	-8,4	-10,2
Abr.	-5,2	-5,4	-2,6	0,3	-14,0	10,9	26,5	2,5	17,8	19,8
Maio	-0,4	5,2	-1,8	0,6	-0,9	7,2	58,9	-13,5	-4,1	-2,9
Jun.	4,8	47,1	24,8	1,1	13,1	8,1	23,6	50,4	-20,8	-21,4
Jul. ^(p)	3,9	-3,5	-29,1	0,4	10,0	15,3	59,0	-24,9	14,9	16,3
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	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2018 T3	14,3	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,5	3,9
T4	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2019 T1	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
T2	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
2019 Fev.	19,7	1,4	-1,8	-7,1	2,9	2,8	-	-	35,9	27,9
Mar.	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
Abr.	4,6	1,1	-1,9	-5,4	2,2	2,6	-	-	40,6	44,3
Maio	8,7	1,3	-1,6	-3,8	2,4	2,8	-	-	14,4	15,9
Jun.	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
Jul. ^(p)	5,5	1,9	-1,9	0,5	3,8	3,4	-	-	7,1	9,9

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
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,1	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 T2	-0,5	.	.	.	.	1,4
T3	-0,4	.	.	.	.	1,4
T4	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 T1	-0,7	.	.	.	.	1,1

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	Contri- buções sociais líquidas			Remune- ração dos empres- gados	Consumo intermédio	Juros	Presta- ções sociais			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	12,5	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	5,2	2,0	22,4	3,8
2018	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2018 T2	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,7
T3	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,6
T4	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2019 T1	46,2	45,7	12,9	13,0	15,1	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7

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	
		Nume- rário e depó- sitos	Emprês- timos	Títulos de dívida	Credores residentes	Credores não resi- dentes	Até 1 ano	Superior a 1 ano	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Euro ou moedas partici- pantes	Outras moedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,1	2,8	16,4	70,9	44,3	27,5	45,7	9,1	81,0	17,5	31,3	41,3	88,0	2,1
2016	89,2	2,7	15,6	70,9	46,8	30,7	42,5	8,8	80,5	17,2	29,8	42,2	87,2	2,1
2017	87,1	2,6	14,5	70,0	47,6	32,1	39,5	8,0	79,0	15,8	28,9	42,3	85,2	1,8
2018	85,1	2,6	13,7	68,9	47,3	32,3	37,8	7,5	77,7	15,6	28,2	41,3	83,7	1,5
2018 T2	86,6	2,6	14,0	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	86,4	2,6	13,8	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	85,1	2,6	13,7	68,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 T1	85,9	2,6	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
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	-0,4	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,9	0,8
2018 T2	-2,8	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-1,3	0,5
T3	-2,0	-1,4	0,5	0,7	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,0
T4	-1,9	-1,3	0,3	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,9	0,8
2019 T1	-1,2	-1,1	0,7	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,8	1,2

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		Saldos				Transações		
		Prazos até 3 meses			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	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2018 T2	12,5	10,9	3,4	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9	
T3	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9	
T4	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2019 T1	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
2019 Fev.	12,7	11,2	4,0	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	0,0	2,7	2,4	0,4	0,9	
Mar.	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
Abr.	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,1	
Mai	12,8	11,4	3,4	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
Jun.	12,8	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9	
Jul.	13,0	11,5	4,0	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0	

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										
2015	-2,4	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3	
2017	-0,8	1,0	-0,4	-0,3	0,7	-3,1	-2,8	-2,4	1,8	
2018	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8	
2018 T2	-0,4	1,9	0,1	-0,6	0,8	-2,7	-2,7	-2,0	3,5	
T3	-0,3	2,0	0,1	-0,5	0,8	-2,6	-2,5	-2,1	-4,9	
T4	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8	
2019 T1	-1,0	1,7	-0,7	0,0	0,4	-2,4	-3,2	-2,1	-4,2	
Dívida pública										
2015	106,4	71,6	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0	
2016	106,1	68,5	9,2	73,5	178,5	99,0	98,0	131,4	105,5	
2017	103,4	64,5	9,2	68,5	176,2	98,1	98,4	131,4	95,8	
2018	102,0	60,9	8,4	64,8	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5	
2018 T2	105,9	62,2	8,7	68,4	177,5	98,2	99,0	133,5	102,9	
T3	105,4	61,8	8,5	67,4	182,3	98,3	99,4	133,5	110,1	
T4	102,0	60,9	8,4	63,6	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5	
2019 T1	105,1	61,0	8,1	65,6	181,9	98,7	99,7	134,0	105,0	
Défice (-)/excedente (+) público										
	Letónia	Lituânia	Luxemburgo	Malta	Países Baixos	Áustria	Portugal	Eslovénia	Eslováquia	Finlândia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,4	1,2	-0,8	-3,0	0,0	-0,8	-0,8
2018	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,7
2018 T2	-0,2	0,7	1,7	3,8	1,8	0,1	-1,1	0,5	-0,6	-1,0
T3	-0,5	0,6	2,1	3,4	2,0	0,2	-0,2	0,5	-0,5	-0,7
T4	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,8
2019 T1	-0,9	0,2	2,8	1,9	1,8	-0,2	-0,1	0,6	-0,7	-0,8
Dívida pública										
2015	36,8	42,6	22,2	57,9	64,6	84,7	128,8	82,6	52,2	63,4
2016	40,3	40,0	20,7	55,5	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,2	124,8	74,1	50,9	61,3
2018	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	58,9
2018 T2	36,9	35,0	22,1	49,0	53,9	76,3	124,9	72,6	51,9	60,0
T3	37,0	35,0	21,7	46,0	52,9	75,4	124,8	71,1	51,5	59,4
T4	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	59,5
2019 T1	37,2	34,1	21,3	46,6	50,9	72,7	123,0	67,9	48,9	59,3

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 11 de setembro 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-19-006-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep