



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 8 / 2019



Índice

Evolução económica e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	6
2 Evolução financeira	15
3 Atividade económica	20
4 Preços e custos	25
5 Moeda e crédito	31
6 Evolução orçamental	38
Caixas	43
1 Os efeitos dos aumentos das tarifas aduaneiras num mundo de cadeias de valor mundiais	41
2 Reação do mercado ao sistema de dois níveis	48
3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 31 de julho a 29 de outubro de 2019	52
4 Indicadores das condições do mercado de trabalho na área do euro	58
5 Evolução recente das contribuições para a segurança social e do salário mínimo na área do euro	63
6 Atividades de exportação de PME da área do euro: conclusões retiradas do Inquérito sobre o Acesso das Empresas a Financiamento (SAFE)	68
7 Avaliação dos projetos de planos orçamentais para 2020 – algumas implicações em termos de uma reforma da governação orçamental	73
Estatísticas	E1

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Com base na avaliação das perspetivas económicas e para a inflação na área do euro, e tendo em conta as mais recentes projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema, o Conselho do BCE decidiu na reunião de 12 de dezembro manter inalteradas as taxas de juro diretores do BCE e reiterar as indicações sobre a orientação futura da política monetária, compras líquidas de ativos e reinvestimentos. A informação que passou a estar disponível desde a última reunião do Conselho do BCE, no final de outubro, aponta para a continuação de pressões inflacionistas reduzidas e uma fraca dinâmica de crescimento da área do euro, não obstante alguns sinais iniciais de estabilização do abrandamento do crescimento e de um ligeiro aumento da inflação subjacente, em consonância com as expetativas anteriores. A prossecução do crescimento do emprego e a subida dos salários continuam a reforçar a resiliência da economia da área do euro. Neste cenário global e à luz das perspetivas fracas no que respeita à inflação, o Conselho do BCE reiterou a necessidade de a política monetária permanecer fortemente acomodatória durante um período prolongado, com vista a apoiar as pressões sobre a inflação subjacente e a evolução da inflação global no médio prazo. Além disso, as indicações sobre a orientação futura da política monetária asseguram um ajustamento das condições financeiras em consonância com a variação das perspetivas de inflação. Em todo o caso, o Conselho do BCE continua a estar preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de garantir que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.

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

Embora o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) tenha enfraquecido durante o primeiro semestre de 2019, começaram a surgir sinais de estabilização na parte final do ano. O fraco dinamismo do crescimento caracterizou-se pelo abrandamento do crescimento da indústria transformadora e do investimento, reforçados pela crescente incerteza política e em termos de políticas, particularmente num contexto de intensificação das tensões comerciais e desenvolvimentos relacionados com o Brexit. No entanto, informação mais recente aponta para uma estabilização do crescimento mundial, como confirmado pelos dados baseados em inquéritos. Mais especificamente, os Índices de Gestores de Compras (IGC) apontam para uma recuperação moderada do crescimento do produto na indústria transformadora e uma ligeira moderação do crescimento do produto nos serviços. Em termos prospetivos, projeta-se que a retoma da atividade económica mundial seja pouco profunda, refletindo uma moderação do crescimento nas economias avançadas e uma recuperação lenta em algumas economias

emergentes. O comércio mundial abrandou durante o ano e projeta-se que expanda a um menor ritmo do que a atividade mundial no médio prazo. As pressões inflacionistas mundiais permanecem contidas, e o balanço de riscos para a atividade económica mundial permanece enviesado em sentido descendente, embora os riscos se estejam a tornar menos acentuados.

Desde a reunião do Conselho do BCE de setembro de 2019, as taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro aumentaram e a curva a prazo do índice overnight médio do euro (EONIA) deslocou-se em sentido ascendente, com os mercados atualmente a não esperarem um novo corte na taxa da facilidade permanente de depósito. Em linha com alguma melhoria do sentimento mundial face ao risco, os preços das ações da área do euro aumentaram e os diferenciais das obrigações das empresas diminuíram. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro também refletiram, em grande medida, o aumento das taxas isentas de risco. Nos mercados cambiais, o euro manteve-se praticamente estável em termos ponderados pelo comércio.

O crescimento do PIB real da área do euro manteve-se nos 0,2% em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2019, inalterado face ao trimestre anterior. O enfraquecimento em curso do comércio internacional numa conjuntura de incertezas persistentes a nível mundial continua a pesar sobre o setor da indústria transformadora da área do euro e está a afetar o crescimento do investimento. Paralelamente, os mais recentes dados económicos e com base em inquéritos, embora ainda globalmente fracos, apontam para uma ligeira estabilização do abrandamento do crescimento económico na área do euro. Os setores dos serviços e da construção mantêm-se resilientes, não obstante uma ligeira moderação no último semestre de 2019. Numa análise prospetiva, a expansão da área do euro continuará a ser sustentada por condições de financiamento favoráveis, novos ganhos em termos de emprego em conjugação com o aumento dos salários, pela orientação orçamental ligeiramente expansionista da área do euro e o crescimento em curso, embora um pouco mais lento, da atividade mundial.

Esta avaliação é amplamente refletida nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema. Estas projeções indicam que o PIB real anual aumentará 1,2% em 2019, 1,1% em 2020 e 1,4% em 2021 e 2022. Em comparação com as projeções de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas de crescimento do PIB real foram ligeiramente revistas em baixa para 2020. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro, no que diz respeito a fatores geopolíticos, ao crescente protecionismo e às vulnerabilidades nos mercados emergentes, permanecem enviesados em sentido descendente, mas tornaram-se um pouco menos pronunciados.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC aumentou de 0,7% em outubro para 1,0% em novembro, refletindo sobretudo a subida da inflação dos serviços e dos produtos alimentares. Com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que a inflação global aumente um pouco nos próximos meses. Os indicadores das expectativas de inflação mantêm-se em níveis baixos. As medidas da inflação

subjacente permaneceram, em geral, fracas, embora existam alguns indícios de um aumento moderado em linha com as expectativas anteriores. Embora as pressões dos custos do trabalho se tenham intensificado num contexto de restritividade nos mercados de trabalho, o dinamismo de crescimento mais fraco está a retardar a sua repercussão na inflação. No médio prazo, espera-se que a inflação suba, apoiada pelas medidas de política monetária do Conselho do BCE, pela expansão económica em curso e por um sólido crescimento dos salários.

Esta avaliação também se encontra globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, as quais indicam que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1,2% em 2019, 1,1% em 2020, 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação homóloga medida pelo IHPC foram objeto de uma revisão ligeiramente em alta para 2020 e ligeiramente em baixa para 2021, sobretudo devido à trajetória futura esperada dos preços dos produtos energéticos. Prevê-se que a inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares se situe em 1,0% em 2019, 1,3% em 2020, 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022.

Em outubro de 2019, o crescimento homólogo do agregado monetário largo manteve-se robusto, enquanto os empréstimos ao setor privado prosseguiram a sua recuperação gradual. O crescimento do agregado monetário largo (M3) situou-se em 5,6% em outubro de 2019, inalterado face ao mês anterior. Taxas sustentadas de crescimento do agregado monetário largo refletem a criação em curso de crédito bancário ao setor privado e os baixos custos de oportunidade de detenção de M3. Paralelamente, 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 subiu para 3,8% em outubro, face a 3,6% em setembro. A orientação da política monetária acomodatória do Conselho do BCE ajudará a salvaguardar condições de crédito bancário muito favoráveis e continuará a apoiar o acesso ao financiamento em todos os setores económicos e, em particular, às pequenas e médias empresas.

Prevê-se que a orientação orçamental agregada da área do euro permaneça ligeiramente expansionista em 2020, prestando assim apoio à atividade económica. A orientação deverá manter-se expansionista em 2021 e estabilizar em 2022, devido sobretudo a um saldo primário positivo, mas em diminuição. Dado o enfraquecimento das perspetivas económicas, as administrações públicas com espaço de manobra orçamental deverão estar prontas para agir de modo eficaz e atempado. Nos países onde a dívida pública permanece elevada, as administrações públicas devem praticar políticas prudentes e cumprir os objetivos para o saldo estrutural, os quais criarão as condições para que os estabilizadores automáticos funcionem livremente. Todos os países devem intensificar esforços para obter uma composição das finanças públicas mais favorável ao crescimento.

Decisões de política monetária

Com base nas análises económica e monetária regulares, o Conselho do BCE decidiu na reunião de política monetária de 12 de dezembro manter as taxas de juro diretoras do BCE inalteradas e reiterar as indicações sobre a orientação futura da política monetária, compras líquidas de ativos e reinvestimentos:

- Primeiro, o Conselho do BCE espera que as taxas de juro diretoras 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 seu horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente.
- Segundo, após reiniciar as aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) do BCE, a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros em 1 de novembro, o Conselho do BCE espera que estas aquisições decorram enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas diretoras do BCE e que cessem pouco antes de começar a aumentá-las.
- Terceiro, o Conselho do BCE pretende também continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do APP durante um período prolongado após a data em que 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.

O pacote abrangente de medidas de política monetária decidido pelo Conselho do BCE em setembro proporciona um estímulo monetário substancial, que assegura condições de financiamento favoráveis a todos os setores da economia. Em particular, a menor restritividade das condições de concessão de empréstimos às famílias e às empresas está a apoiar o consumo privado e o investimento empresarial. Tal reforçará a expansão da área do euro, a intensificação em curso das pressões internas sobre os preços e, desse modo, a convergência robusta da inflação no sentido do objetivo no médio prazo do Conselho do BCE. Em termos prospetivos, o Conselho do BCE acompanhará atentamente a evolução da inflação e o impacto das medidas de política monetária em curso na economia. O Conselho do BCE continua a estar preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de garantir que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.

1 Conjuntura externa

Embora o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) tenha enfraquecido no primeiro semestre de 2019, os dados mais recentes apontam para uma estabilização no segundo semestre. O fraco dinamismo do crescimento caracterizou-se pelo abrandamento do crescimento da indústria transformadora e do investimento, reforçados pela crescente incerteza política e em termos de políticas, particularmente num contexto de intensificação das tensões comerciais e desenvolvimentos relacionados com o Brexit. No entanto, dados mais recentes apontam para uma estabilização do crescimento mundial no terceiro trimestre, como confirmado pelos recentes dados baseados em inquéritos. Mais especificamente, os Índices de Gestores de Compras (IGC) apontam para uma recuperação moderada do crescimento do produto na indústria transformadora e uma ligeira moderação do crescimento do produto nos serviços. Em termos prospetivos, projeta-se que a retoma da atividade económica mundial seja pouco profunda, refletindo uma moderação do crescimento nas economias avançadas e uma recuperação lenta nas economias emergentes. O comércio mundial abrandou durante o ano e projeta-se que expanda a um menor ritmo do que a atividade mundial no médio prazo. As pressões inflacionistas mundiais permanecem contidas, ainda que o balanço de riscos para a atividade económica mundial, embora menos acentuado, permaneça enviesado em sentido descendente.

Atividade económica e comércio a nível mundial

Embora o crescimento mundial (excluindo a área do euro) tenha enfraquecido durante o primeiro semestre, começaram a surgir sinais de estabilização na parte final do ano. Depois de atingir um pico em meados de 2018, o crescimento mundial entrou num período de enfraquecimento que prosseguiu no primeiro semestre de 2019, assinalando o período de dinamismo de crescimento mais fraco desde a crise financeira mundial. O abrandamento foi caracterizado pelo enfraquecimento da atividade da indústria transformadora e do investimento mundiais, exacerbado pela crescente incerteza em termos de políticas num contexto de intensificações recorrentes de tensões comerciais¹ e desenvolvimentos relacionados com o Brexit. Porém, dados recentes apontam para uma estabilização da atividade mundial, embora em níveis reduzidos. O PIB real continuou a expandir-se a um ritmo constante nos Estados Unidos e no Japão, enquanto o crescimento real da atividade recuperou no Reino Unido. Nos Estados Unidos, no terceiro trimestre, a solidez do mercado de trabalho e das despesas de consumo, e condições financeiras favoráveis continuaram a apoiar o crescimento, enquanto no Japão a forte procura interna deu o maior impulso ao crescimento. No Reino Unido, o crescimento recuperou num contexto de crescimento das exportações líquidas inesperadamente robusto, e de forte crescimento do consumo privado. Na China, os dados para o terceiro trimestre confirmaram o abrandamento gradual da atividade,

¹ Ver a Caixa 1 para consultar uma análise do impacto das tarifas comerciais na atividade económica no contexto das cadeias de valor mundiais.

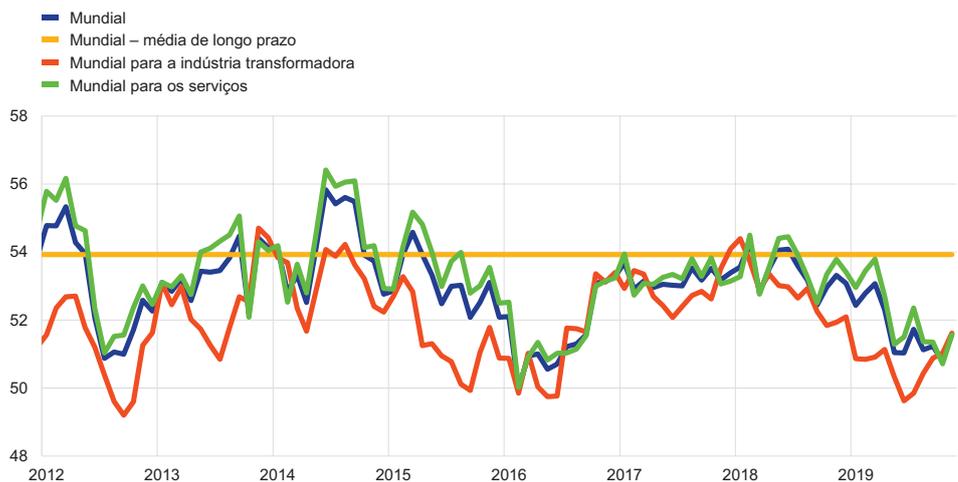
impulsionado pelo abrandamento do investimento, enquanto o crescimento estabilizou noutras EME.

Os indicadores baseados em inquéritos sugerem que a estabilização da atividade mundial prosseguiu no quarto trimestre. O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto, excluindo a área do euro, manteve-se inalterado no terceiro trimestre face ao trimestre anterior, apontando para uma estabilização da atividade mundial. Os dados disponíveis para outubro e novembro confirmam um crescimento do PIB mundial constante mas moderado (excluindo a área do euro) no quarto trimestre. A nível setorial, desde julho/agosto o desvio entre os IGC do produto na indústria transformadora e nos serviços tem diminuído progressivamente, apontando para uma retoma gradual do crescimento do produto na indústria transformadora e uma ligeira moderação do crescimento do produto nos serviços.

Gráfico 1

IGC mundial compósito do produto (excluindo a área do euro)

(Índices de difusão)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a novembro de 2019. "Média de longo prazo" refere-se ao período entre janeiro de 1999 e novembro de 2019. Os índices indicados no gráfico referem-se ao agregado mundial excluindo a área do euro.

A restritividade das condições financeiras mundiais continuou a reduzir-se.

Desde a finalização das projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, as condições financeiras tornaram-se menos restritivas quer nas economias avançadas quer nas economias emergentes. Nos mercados emergentes, a melhoria das condições financeiras deveu-se sobretudo à queda das taxas de rendibilidade das obrigações e à contração dos diferenciais. Por sua vez, as economias avançadas beneficiaram de subidas das cotações bolsistas (em particular nos Estados Unidos e no Reino Unido) e da maior restritividade dos diferenciais das obrigações das empresas. Um abrandamento das tensões comerciais, a menor incerteza relacionada com o Brexit e o prosseguimento da acomodação monetária contribuíram para estes desenvolvimentos.

Numa análise prospetiva, projeta-se apenas uma ligeira retoma do crescimento mundial, refletindo uma desaceleração do crescimento nas economias avançadas e na China, contrabalançada por uma recuperação moderada nas EME.

A evolução do crescimento mundial é moldada por três forças principais. O abrandamento do dinamismo cíclico na maior parte das economias avançadas e a transição gradual da China para uma trajetória de menor crescimento pesará sobre o crescimento mundial. Por seu turno, um efeito de base favorável devido à estabilização da atividade nas EME que registaram uma recessão (grave) contribuirá para a retoma. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2019, as perspetivas de crescimento mundial são revistas em baixa ao longo do horizonte de projeção, refletindo uma recuperação menos dinâmica do que o anteriormente esperado em algumas EME, incluindo à luz da instabilidade interna nalgumas delas (por exemplo, Hong Kong e Chile).

Prevê-se que a atividade económica permaneça resiliente nos Estados Unidos no curto prazo e que desacelere no médio prazo.

A atividade registou uma expansão de 2,1% em termos anualizados no terceiro trimestre de 2019, mantendo-se globalmente inalterada desde o segundo trimestre. Um mercado de trabalho robusto, despesas de consumo resilientes e condições financeiras favoráveis continuaram a ser os principais fatores impulsionadores do crescimento, enquanto o investimento não residencial continuou a contrair-se. O contributo do comércio líquido foi neutro, com um crescimento modesto das importações e das exportações. A inflação global homóloga medida pelos preços no consumidor aumentou marginalmente para 1,8% em outubro, face a 1,7% no mês anterior, em grande medida devido aos preços dos produtos alimentares e produtos energéticos. A inflação dos preços no consumidor excluindo produtos alimentares e produtos energéticos desceu ligeiramente em outubro, para 2,3%. No médio prazo, projeta-se que o crescimento regresse gradualmente à taxa de crescimento potencial de pouco abaixo de 2%, refletindo a maturação do ciclo económico e limitações de capacidade cada vez mais incontornáveis, enquanto a inflação dos preços no consumidor deverá manter-se acima de 2%.

Na China, a atividade económica prossegue uma trajetória de abrandamento gradual.

No terceiro trimestre de 2019, o crescimento homólogo do PIB abrandou para 6,0% face a 6,2% no segundo trimestre, impulsionado pelo comércio líquido menos propício. O investimento surpreendeu pela negativa e deverá permanecer fraco, enquanto o conflito comercial com os Estados Unidos continua a pesar sobre o comércio. Em termos prospetivos, projeta-se que o crescimento diminua novamente em 2020, refletindo o abrandamento das exportações e o investimento fraco, e aumente marginalmente em 2021 e 2022, apoiado por iniciativas políticas. Em termos globais, a desaceleração da atividade económica reflete anteriores esforços de desalavancagem orientados para a contenção de riscos financeiros, o enfoque governamental no reequilíbrio da economia em detrimento do investimento e o impacto das atuais tensões comerciais com os Estados Unidos. Projeta-se que a implementação de reformas estruturais resulte na transição regular para uma trajetória de crescimento mais moderado menos dependente do investimento e das exportações.

A atividade económica permanece moderada no Japão, projetando-se um crescimento moderado no médio prazo. O PIB real cresceu 0,4% no terceiro trimestre de 2019 (em termos trimestrais em cadeia), o que compara com 0,5% no trimestre anterior. A procura interna robusta, apoiada pelo investimento não residencial privado das empresas e pela antecipação de despesas antes do aumento do imposto sobre o valor acrescentado em 1 de outubro, foi parcialmente contrabalançada por exportações fracas e ajustamentos das existências bem como por uma certa compensação pelos resultados relativamente robustos no segundo trimestre (em parte devido ao período de férias prolongadas para celebrar a sucessão imperial). Embora se projete que o crescimento enfraqueça temporariamente no seguimento da subida do imposto sobre o valor acrescentado e das catástrofes naturais em outubro, espera-se que a atividade regresse gradualmente a uma trajetória de crescimento moderado dado que o Japão continua a beneficiar de uma política monetária altamente acomodatória, de condições no mercado de trabalho robustas e dos preparativos para as Olimpíadas de Tóquio 2020. O recente anúncio de um pacote de estímulo orçamental significativo pelo governo japonês – que ainda aguarda a aprovação do parlamento – também deverá apoiar o crescimento no futuro. Ao mesmo tempo, a maturação do ciclo económico, num contexto de limitações laborais e da capacidade cada vez mais incontornáveis, deverá restringir o ritmo de crescimento.

O crescimento do PIB real recuperou modestamente no terceiro trimestre no Reino Unido, mas as perspetivas permanecem moderadas, não obstante o menor risco de um Brexit desordenado. Após uma contração no segundo trimestre (-0,2% em termos trimestrais em cadeia), o PIB real expandiu-se 0,3% no terceiro, impulsionado pelo crescimento das exportações líquidas inesperadamente forte. O crescimento do consumo privado manteve-se robusto (0,4% em termos trimestrais em cadeia), refletindo um crescimento mais forte dos salários reais ao longo de 2019, com um apoio adicional do consumo público (0,3% em termos trimestrais em cadeia), enquanto o investimento e as existências continuaram a travar o crescimento. A incerteza relacionada com o Brexit manteve-se elevada, limitando o crescimento no curto prazo. As perspetivas de crescimento de mais longo prazo continuam altamente dependentes da natureza dos possíveis acordos comerciais pós-Brexit que ainda têm de ser negociados entre o Reino Unido e a UE. A inflação diminuiu consideravelmente no início do quarto trimestre, com a inflação homóloga medida pelo IPC do Reino Unido a cair para 1,5% em outubro, face a 1,8% no terceiro trimestre. Esta queda reflete o impacto de preços de petróleo denominados em libras esterlinas mais baixos em comparação com o ano anterior, de preços de importações mais reduzidos devido à apreciação da libra esterlina desde setembro e de um forte impacto em sentido descendente nos preços internos dos produtos energéticos em resultado da redução pelo regulador da tabela de preços máximos dos produtos energéticos, que deverá ser invertida na primavera de 2020.

Projeta-se que o crescimento do PIB real se mantenha dinâmico nos países da Europa Central e de Leste ao longo do horizonte de projeção. A atividade económica continua a ser apoiada pelas despesas de consumo sólidas, sustentadas por mercados de trabalho restritivos, enquanto se prevê que o investimento abrande no contexto de uma fase mais avançada do ciclo de fundos da UE. Ao longo do horizonte de projeção, espera-se que o crescimento se modere face a taxas acima do potencial, embora permanecendo robusto.

Projeta-se que a atividade económica nos grandes países exportadores de matérias-primas recupere modestamente face ao enfraquecimento registado ao longo de 2019.

Na Rússia, a introdução de petróleo contaminado num oleoduto de exportação vital causou perturbações em grande escala, mas uma reposição da produção mais rápida do que o previsto resultou em resultados do PIB e das exportações melhores do que o esperado no terceiro trimestre de 2019. Em termos prospetivos, as perspetivas de médio prazo serão moldadas primordialmente pela implementação das políticas orçamentais e estruturais, pela evolução do mercado petrolífero mundial, especificamente o compromisso do grupo de grandes produtores petrolíferos da OPEP+ de manter os cortes na produção de petróleo, e o âmbito do regime de sanções internacionais sob o qual se encontrará a Rússia. No Brasil, não obstante algumas melhorias desde o início de 2019, o crescimento permanece frágil devido a uma posição orçamental de restritividade (incluindo o congelamento de salários), uma conjuntura externa incerta (por exemplo, tensões comerciais e crises na Argentina e noutros países da América Latina) e choques idiossincráticos (por exemplo, o colapso de uma barragem no país). Embora a reforma das pensões recentemente aprovada tenha desempenhado um papel crítico na promoção da confiança, o grau de implementação de reformas orçamentais adicionais necessárias influenciará significativamente o crescimento no médio a longo prazo.

Na Turquia, projeta-se que o crescimento se mantenha ligeiramente positivo em 2019, antes de recuperar gradualmente no médio prazo.

No seguimento da contração acentuada do PIB no segundo semestre de 2018, a economia recuperou no primeiro semestre de 2019 devido ao estímulo orçamental antes das eleições locais em março, o consumo das famílias e exportações líquidas mais fortes, enquanto o investimento continuou a contrair-se. Prevê-se que o crescimento permaneça ligeiramente positivo em 2019, partindo do pressuposto que o consumo das famílias se mantém resiliente, embora a conjuntura externa possa ser um pouco menos propícia. Espera-se que a atividade económica acelere gradualmente na parte final do horizonte de projeção.

O comércio mundial diminuiu significativamente no decurso de 2019 num contexto de intensificações recorrentes das tensões comerciais e de abrandamento da atividade industrial.

Depois de se contrair no primeiro semestre de 2019, os dados disponíveis mais recentes apontam para uma estabilização do comércio mundial durante o resto do ano, embora em níveis muito reduzidos. Nas economias avançadas, o comércio regressou a um crescimento moderado nos terceiros e quarto trimestres de 2019, apoiado pela normalização das importações no Reino Unido (após a constituição de existências excecional no início de 2019)² e uma retoma das importações nos países comunitários da Europa Central e de Leste, na sequência de um abrandamento temporário no segundo trimestre. Nas EME, o comércio continuou a contrair-se no terceiro trimestre devido a fatores adversos para o comércio na China, ao abrandamento económico na Índia e à turbulência política na América Latina, mas surgiram sinais de estabilização no quarto trimestre.

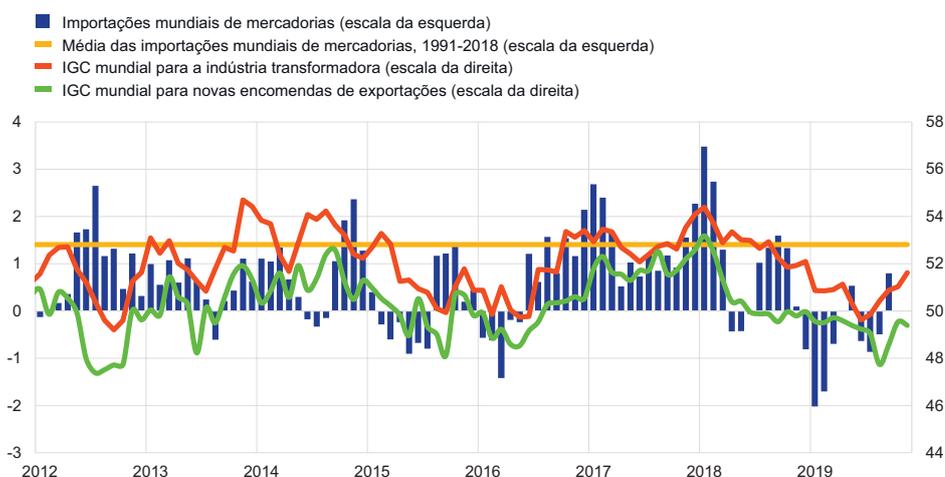
² No primeiro trimestre de 2019, as importações do Reino Unido cresceram cerca de 10% em termos trimestrais em cadeia devido à acumulação de existências em antecipação do primeiro prazo para o Brexit de 29 de março de 2019. Uma posterior reversão dessas reservas no segundo trimestre de 2019 resultou numa contração de 13% das importações.

De acordo com dados do CPB, as importações de mercadorias mundiais (excluindo a área do euro) aumentaram 0,8% no terceiro trimestre de 2019 face ao segundo trimestre, após três trimestres consecutivos de contração e não obstante a queda mensal acentuada em setembro (ver Gráfico 2). Dado que os indicadores baseados em inquéritos sobre as novas encomendas de exportações permanecem em níveis contracionistas, apesar de uma ligeira recuperação, o atual enfraquecimento do comércio mundial deverá prosseguir no curto prazo.

Gráfico 2

Inquéritos e comércio mundial de bens (excluindo a área do euro)

(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 novembro de 2019 (IGC) e a setembro de 2019 (importações mundiais de bens). Os índices e dados referem-se ao agregado mundial excluindo a área do euro.

A recente evolução da orientação de política comercial dos Estados Unidos fornece sinais contraditórios de uma potencial dissipação das tensões comerciais.

A retoma das negociações comerciais bilaterais entre os Estados Unidos e a China no início de outubro abriram caminho à Fase 1 do acordo comercial, originando esperanças de uma certa diminuição do conflito comercial. Porém, na data de fecho da informação incorporada no presente texto, prosseguiram as conversações comerciais num contexto de confrontos políticos entre os dois países, e continuou a não ser claro quando poderia ser assinado um acordo comercial³. Perante estes progressos, os Estados Unidos adiaram indefinidamente o aumento das tarifas de 15 de outubro⁴. Além disso, a decisão por parte dos Estados Unidos sobre a possível imposição de tarifas sobre as importações de automóveis (e peças de automóveis) da UE (inicialmente, prevista para meados de novembro) foi adiada. No entanto, as tensões comerciais intensificaram-se recentemente

³ Prevê-se que o acordo em vias de negociação aborde vários aspetos da relação entre os dois países, embora ainda se desconheçam pormenores. De acordo com as informações disponíveis, na Fase 1 do acordo, a China comprometer-se-á, entre outros aspetos, a aumentar as importações de produtos agrícolas dos Estados Unidos (regressando, no geral, aos volumes de importações que prevaleceram antes da imposição pela China de tarifas sobre produtos agrícolas, ou seja, cerca de USD 20 mil milhões por ano), aumentando a transparência no mercado cambial e fortalecendo as disposições que protegem a propriedade intelectual.

⁴ O aumento das tarifas de 15 de outubro consiste numa subida de 5 pontos percentuais (de 25% para 30%) das tarifas sobre importações da China no valor de USD 250 mil milhões.

face a outros países. No início de dezembro, a Administração dos Estados Unidos ameaçou repor tarifas sobre as importações de aço e alumínio da Argentina e do Brasil em resposta às respetivas políticas monetárias. Paralelamente, na sequência da conclusão de uma investigação lançada pelo Representante dos Estados Unidos para o comércio sobre o imposto sobre os serviços digitais imposto pela França em 2019, os Estados Unidos ameaçaram impor tarifas sobre algumas importações de produtos franceses, visto que se considerou que este imposto discriminaria as empresas dos Estados Unidos. Embora o volume global do comércio possivelmente afetado por estas tarifas não seja significativo, as recentes intensificações não auguram nada de bom para uma potencial dissipação das tensões comerciais.

Projeta-se que as importações mundiais aumentem gradualmente no médio prazo e se expandam a um ritmo mais moderado do que a atividade mundial. A nova intensificação das tensões comerciais, cujos efeitos continuarão a ser sentidos em 2020, conjugada com a retoma mais gradual do que o anteriormente projetado nas economias emergentes e o reequilíbrio estrutural da economia chinesa, contribuirá para um atraso na recuperação do comércio. Consequentemente, projeta-se que a elasticidade do comércio à atividade económica se mantenha abaixo do valor unitário ao longo do horizonte de projeção. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as importações mundiais (excluindo a área do euro) deverão desacelerar acentuadamente de um crescimento 4,6% em 2018 para um crescimento nulo em 2019, antes de recuperarem para 0,8% em 2020, 2,4% em 2021 e 2,7% em 2022. Espera-se que a procura interna da área do euro, que subiu 3,7% no ano passado, abrande para 0,7% em 2019, antes de aumentar gradualmente para 1,0% em 2020, 2,3% em 2021 e 2,6% em 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, a procura externa da área do euro foi revista em baixa em 0,3 pontos percentuais para 2019, 0,9 pontos percentuais para 2020 e 0,4 pontos percentuais para 2021. Para além do impacto das tarifas anunciadas no final de agosto e dados mais fracos, estas revisões refletem igualmente um enfraquecimento generalizado do dinamismo das importações quer nas economias avançadas quer nas economias emergentes num contexto de perspetivas de crescimento modestas.

O balanço de riscos para a atividade mundial mantém-se enviesado no sentido descendente, embora os riscos se tenham tornado ligeiramente menos acentuados. Uma nova intensificação das disputas comerciais seria prejudicial para o comércio e o crescimento mundiais e causaria perturbações nas cadeias de oferta mundiais. Além disso, um cenário de um Brexit sem acordo de saída poderia ter efeitos de repercussão mais adversos, em especial na Europa. O maior abrandamento da economia da China poderia ser mais difícil de contrabalançar com estímulos de política eficazes e poderia constituir um desafio para o processo de reequilíbrio em curso na China. Uma reavaliação nos mercados financeiros poderia abalar a apetência pelo risco a nível mundial, enquanto uma nova intensificação das tensões geopolíticas poderia também afetar negativamente a atividade e o comércio mundiais. Os riscos ascendentes dizem respeito a uma retoma mais rápida do comércio mundial e a uma resolução mais favorável das atuais incertezas políticas.

Evolução dos preços a nível mundial

Os preços do petróleo subiram num contexto de melhoria do sentimento no mercado. As preocupações quanto à fraca procura mundial de petróleo continuaram a ser uma força dominante no mercado até meados de outubro, quando as conversações comerciais entre os Estados Unidos e a China foram retomadas. Desde então, os preços do petróleo recuperaram num contexto de sentimento no mercado mais dinâmico, também com o apoio do acordo da OPEP+ de 6 de dezembro de implementar cortes da produção mais substanciais.

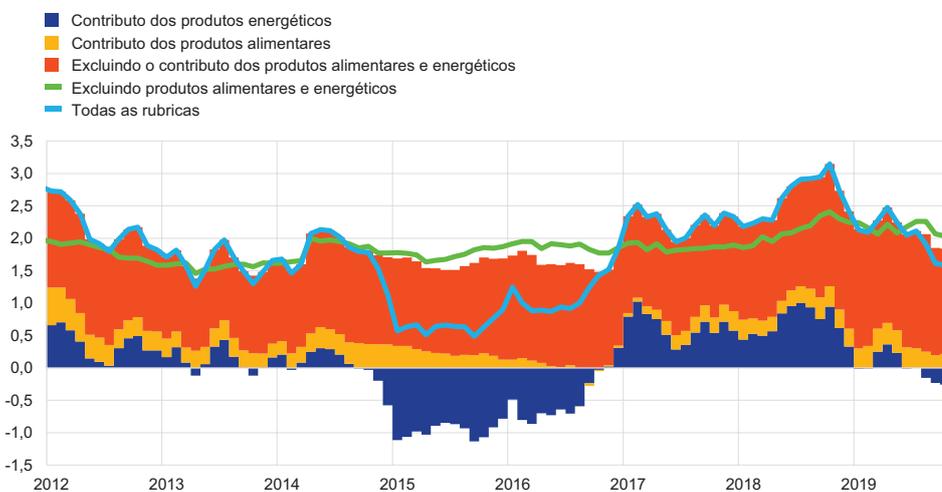
Nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, prevê-se que os preços do petróleo diminuam ao longo do horizonte de projeção. Devido ao aumento dos preços à vista, a curva dos preços dos futuros do petróleo movimentou-se para um nível ligeiramente superior à das projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, enquanto a curva de preços se manteve globalmente inalterada. Consequentemente, os pressupostos relativos aos preços do petróleo subjacentes às projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema são cerca de 2,1%, 4,6% e 2,1% mais elevados para 2019, 2020 e 2021, respetivamente, do que os pressupostos subjacentes às projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE. Desde a data de fecho da informação para as projeções de dezembro, o preço do petróleo continuou a aumentar, com o preço do petróleo bruto Brent a situar-se em USD 65,2 por barril em 11 de dezembro.

As pressões inflacionistas mundiais mantêm-se moderadas. Nos países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), a inflação global homóloga dos preços no consumidor situou-se em 1,6% em outubro de 2019, inalterada face ao mês anterior. Os preços dos produtos energéticos continuaram a travar a inflação global (diminuindo novamente, de -2,7% em setembro para -3,0%), enquanto a inflação dos preços dos produtos alimentares subiu ligeiramente, compensando assim a queda dos preços dos produtos energéticos. A inflação homóloga medida pelo IPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos diminuiu ligeiramente de 2,1% em setembro para 2,0% (ver Gráfico 3). As pressões inflacionistas permanecem moderadas nas principais economias avançadas, não obstante a orientação de menor restritividade da política monetária e de condições restritivas no mercado de trabalho, as quais não estão a ser transmitidas na íntegra aos aumentos salariais. No geral, isto sugere que as pressões inflacionistas subjacentes deverão manter-se moderadas num futuro previsível.

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 outubro de 2019.

Numa análise prospetiva, as pressões inflacionistas mundiais deverão manter-se contidas. Espera-se que o crescimento dos preços das exportações dos concorrentes da área do euro (em moeda nacional) estabilize globalmente no médio prazo, dado que se prevê que o contributo de um perfil descendente da curva de preços dos futuros do petróleo seja amplamente compensado pela depreciação do euro ao longo do horizonte de projeção.

2 Evolução financeira

Desde a reunião do Conselho do BCE de setembro de 2019, as taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro aumentaram e a curva a prazo do índice overnight médio do euro (EONIA) deslocou-se em sentido ascendente, com os mercados atualmente a não esperarem um novo corte na taxa da facilidade permanente de depósito. Em linha com alguma melhoria do sentimento mundial face ao risco, os preços das ações da área do euro aumentaram e os diferenciais das obrigações das empresas diminuíram. Enquanto as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro refletiram, em grande medida, o aumento das taxas isentas de risco, os diferenciais das obrigações soberanas registaram pouca alteração, com este tipo de diferencial a aumentar significativamente apenas em Itália, sobretudo devido a tensões políticas internas. Nos mercados cambiais, o euro manteve-se praticamente estável em termos ponderados pelo comércio.

As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo aumentaram em toda a área do euro, assinalando uma inflexão na tendência descendente observada desde o final de 2018 até agosto de 2019 (ver Gráfico 4). Durante o período em análise (12 de setembro a 11 de dezembro de 2019), a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB aumentou 25 pontos base para 0,20%, à medida que as taxas isentas de risco aumentavam no contexto de uma melhoria do sentimento face ao risco e de sinais incipientes de estabilização das perspetivas macroeconómicas. A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos no Reino Unido aumentou também no período em análise, atingindo cerca de 0,78%, ao passo que a taxa de rendibilidade equivalente nos Estados Unidos se manteve praticamente inalterada em 1,79%.

Gráfico 4
Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano)



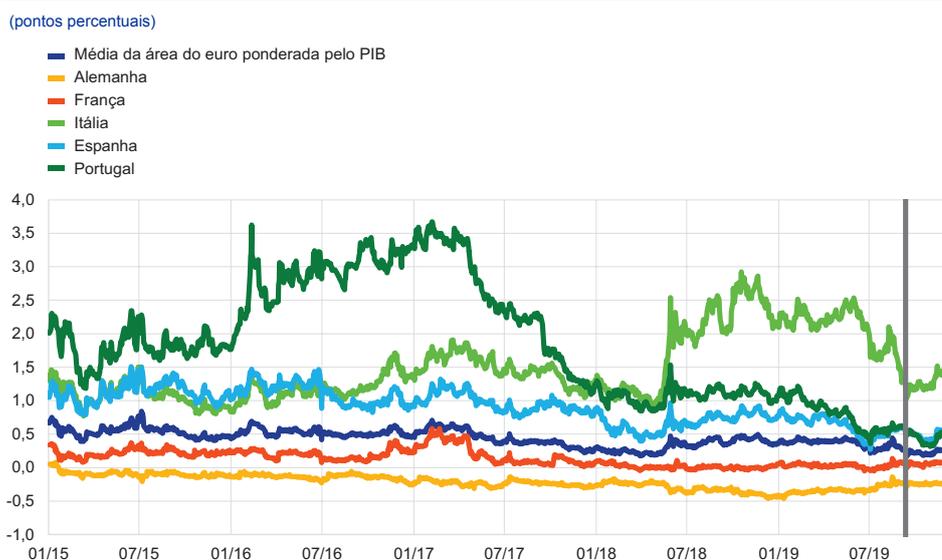
Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: Dados diários. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 12 de setembro de 2019. A última observação refere-se a 11 de dezembro de 2019.

As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro refletiram, em grande medida, o aumento na taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* isenta de risco no período em análise, de tal modo que a generalidade dos diferenciais desta taxa se manteve globalmente inalterada, exceto em Itália (ver Gráfico 5). Observou-se um aumento considerável de 27 pontos base, para 1,43 pontos percentuais, nas taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos italianas, refletindo sobretudo o aumento das tensões políticas internas e, por conseguinte, sem repercussões noutros países da área do euro. Os diferenciais correspondentes para a Alemanha e Portugal diminuíram 3 e 4 pontos base, respetivamente, para 0,23 e 0,46 pontos percentuais, ao passo que em Espanha e França aumentaram 7 e 1 pontos base, para 0,53 e 0,09 pontos percentuais. No geral, o diferencial da área do euro ponderado pelo PIB aumentou 6 pontos base para 0,27 pontos percentuais.

Gráfico 5

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



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 12 de setembro de 2019. A última observação refere-se a 11 de dezembro de 2019.

No período em análise, a EONIA e a nova taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situaram-se, em média, em -45 pontos base e -54 pontos base, respetivamente. Ambas as taxas ficaram cerca de 10 pontos base abaixo dos níveis médios registados em agosto de 2019, refletindo o corte na taxa da facilidade permanente que teve efeitos a partir de 18 de setembro de 2019. Em 2 de outubro de 2019, houve uma alteração na metodologia para o cálculo da EONIA, sendo esta agora calculada como a €STR acrescida de um diferencial fixo de 8,5 pontos base⁵. No período em análise, a liquidez excedentária aumentou aproximadamente 41 mil milhões de euros para cerca de 1800 mil milhões de euros, refletindo sobretudo uma

⁵ Ver a caixa intitulada [Goodbye EONIA, welcome €STR!](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2019.

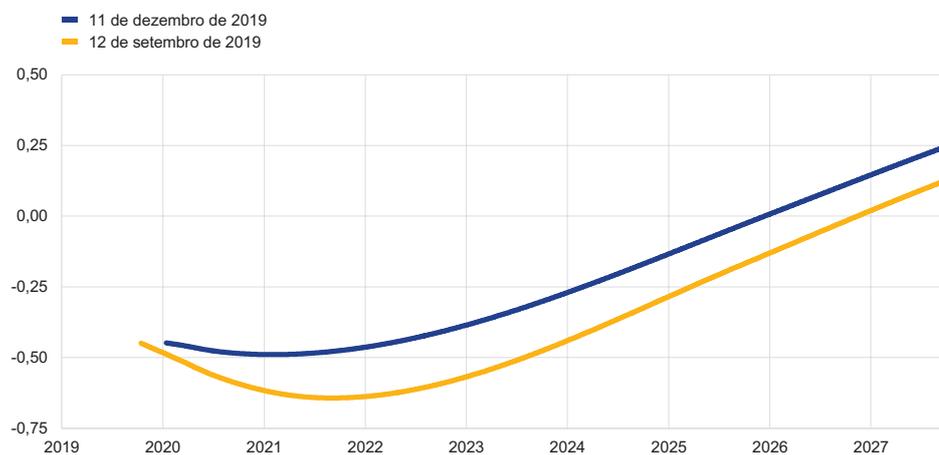
descida dos fatores autónomos de absorção de liquidez e o reinício das compras líquidas de ativos do Eurosistema em 1 de novembro de 2019.

A curva a prazo da EONIA deslocou-se consideravelmente em sentido ascendente, indicando que os mercados não esperam novos cortes na taxa da facilidade permanente de depósito (ver Gráfico 6). Tendo perdido quase na totalidade a sua forma invertida no período em análise, a curva atinge um mínimo de cerca de -0,49% na viragem do ano 2020 para 2021, ou seja, apenas alguns pontos base abaixo da EONIA atual. O desaparecimento da inversão da curva a prazo da EONIA indica que os mercados já não esperam um corte adicional na taxa da facilidade permanente de depósito. No geral, a curva permanece abaixo de zero para horizontes anteriores a 2025, refletindo uma continuação de expectativas do mercado de um período prolongado de taxas de juro negativas.

Gráfico 6

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Os índices alargados de cotações de ações da área do euro aumentaram devido a uma melhoria do sentimento mundial face ao risco (ver Gráfico 7). No período em análise, os preços das ações das sociedades financeiras e sociedades não financeiras (SNF) aumentaram 6,6% e 3,0%, respetivamente. O entrave aos preços das ações, decorrente de taxas isentas de risco mais elevadas e expectativas de lucros a mais longo prazo ligeiramente mais baixas, foi mais do que compensado por uma redução do prémio de risco das ações, o que pode em parte refletir uma diminuição das tensões no comércio mundial e sinais incipientes de estabilização das perspetivas macroeconómicas.

Gráfico 7

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

(Índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)

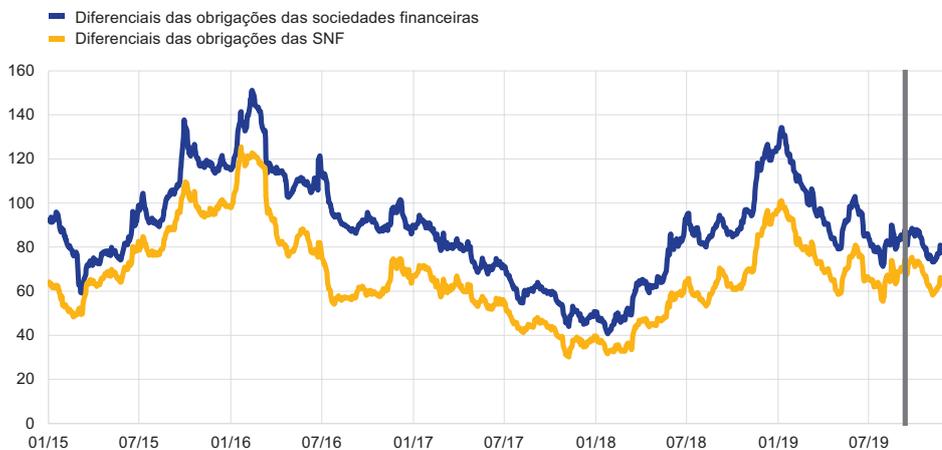


Os diferenciais das obrigações das sociedades financeiras e não financeiras na área do euro diminuíram no período em análise (ver Gráfico 8). Com a melhoria do sentimento face ao risco a revelar-se benéfica para os ativos de risco em geral, os ganhos nos preços das ações refletiram-se na redução dos diferenciais das obrigações das empresas da área do euro. Os diferenciais das obrigações das SNF com categoria de investimento e das obrigações do setor financeiro em relação à taxa isenta de risco caíram 11 e 13 pontos base, respetivamente, no período em análise, fixando-se em 61 e 73 pontos base. A redução dos diferenciais não reflete alterações nos fundamentos do crédito, medidos pelas notações do risco de crédito e frequência de incumprimento esperada, que se mantiveram globalmente inalterados. Em geral, embora os diferenciais das obrigações das empresas se encontrem atualmente em níveis superiores aos mínimos atingidos no início de 2018, permanecem em níveis consideravelmente inferiores aos observados em março de 2016, antes do anúncio e subsequente lançamento do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme – CSPP*).

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 12 de setembro de 2019. A última observação refere-se a 11 de dezembro de 2019.

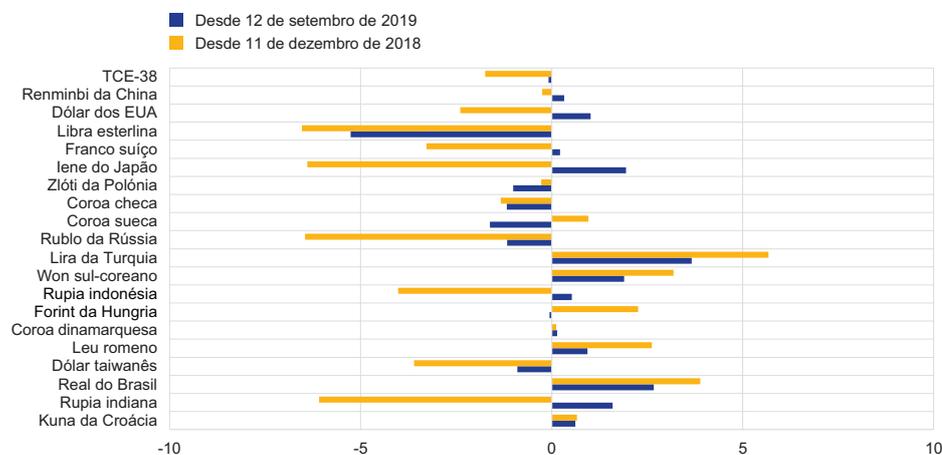
Nos mercados cambiais, o euro manteve-se globalmente estável em termos ponderados pelo comércio (ver Gráfico 9), com algumas taxas de câmbio bilaterais a evoluírem em direções opostas.

A taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro, depreciou-se 0,1% no período em análise. O euro fortaleceu-se face às principais moedas, incluindo o dólar dos Estados Unidos (em 1,0%), o renminbi da China (em 0,3%), o iene do Japão (em 1,9%) e o franco suíço (em 0,2%). O euro também registou uma apreciação face às moedas do Brasil, da Índia e da Turquia. Esta evolução foi compensada sobretudo por uma queda do euro de 5,3% face à libra esterlina, num contexto de notícias indiciadoras de uma maior probabilidade de um Brexit sem problemas. O euro também se depreciou face à coroa checa (em 1,2%) e ao zlóti da Polónia (em 1,0%).

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-38 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevalecentes em 11 de dezembro de 2019.

3 Atividade económica

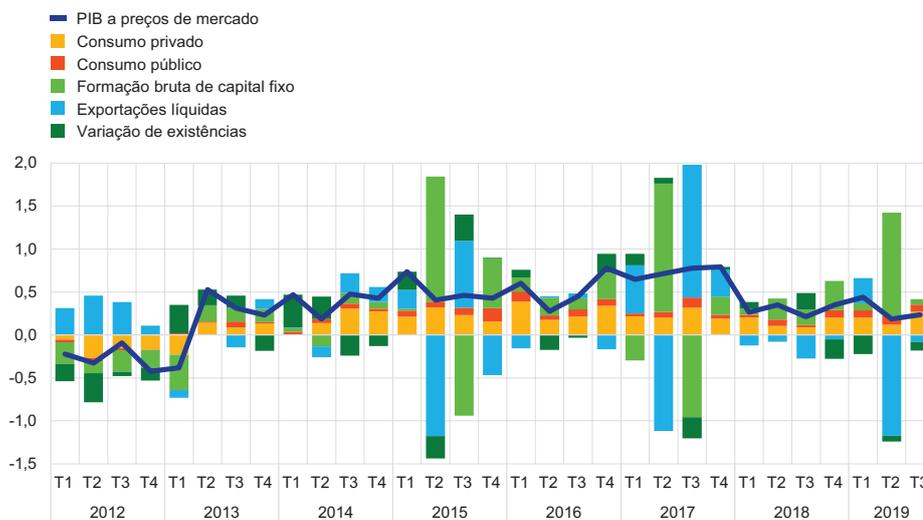
O crescimento do PIB real da área do euro manteve-se nos 0,2% em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2019. A atividade económica na área do euro foi suportada, principalmente, pelo consumo privado, que continuou a apoiar o contributo positivo da procura interna para o crescimento. Por sua vez, o setor externo continuou a afetar o crescimento da área do euro, conforme refletido no pequeno contributo negativo do comércio líquido. Em termos prospetivos, as informações mais recentes sugerem um crescimento moderado, embora com alguns riscos em sentido descendente. As projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento do PIB real anual de 1,2% em 2019, 1,1% em 2020 e 1,4% em 2021 e 2022. Em comparação com as projeções de Setembro de 2019, o crescimento do PIB real foi revisto, diminuindo 0,1 pontos percentuais em 2020, devido às revisões em baixa substanciais da procura externa, apenas parcialmente compensadas por políticas monetárias e orçamentais mais benéficas e por uma depreciação efetiva do euro.

O crescimento da área do euro continuou a registar um ritmo moderado no terceiro trimestre de 2019, suportado por uma procura interna resiliente.

O PIB real registou um aumento de 0,2%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre deste ano, igual ao do trimestre anterior e menor do que o de 0,4% registado no primeiro trimestre do ano (ver Gráfico 10). A procura interna continuou a dar um contributo positivo para o crescimento no terceiro trimestre de 2019, que contrapõe com o contributo negativo da variação de existências. O setor externo continuou a afetar o crescimento da área do euro, conforme refletido no pequeno contributo negativo do comércio líquido. Do lado da produção, a atividade económica no terceiro trimestre foi principalmente apoiada por um crescimento

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.

Notas: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2019. Movimentos amplos na formação bruta de capital fixo e exportações líquidas em 2015, 2017 e 2019 refletem uma evolução específica relacionada com o investimento em ativos intangíveis na Irlanda e nos Países Baixos.

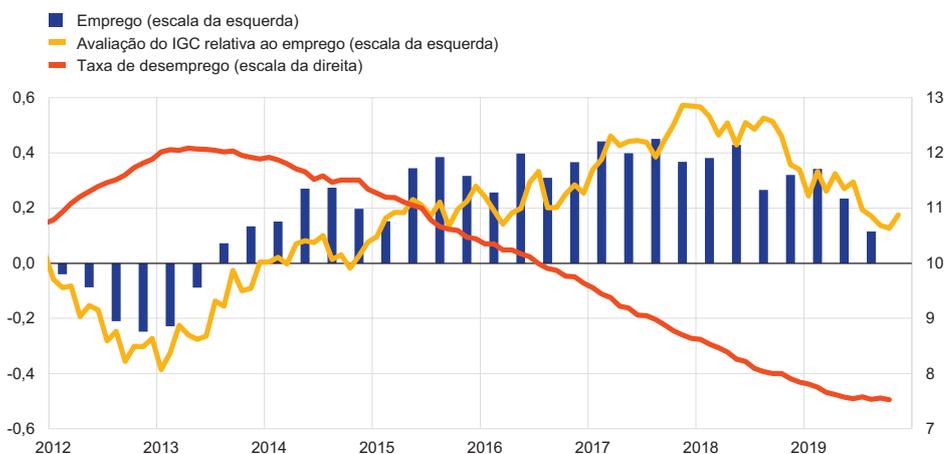
nos setores dos serviços, tendo ocorrido uma recuperação do setor da construção, enquanto o valor acrescentado na indústria (excluindo a construção) registava nova contração.

O mercado de trabalho continuou a melhorar, embora a um ritmo moderado (ver Gráfico 11). O emprego aumentou 0,1% no terceiro trimestre de 2019, o que compara com 0,2% no segundo trimestre. Este aumento ligeiro foi transversal à generalidade dos setores e países. O nível de emprego situa-se atualmente 3,9% acima do pico pré-crise registado no primeiro trimestre de 2008. A taxa de desemprego permaneceu inalterada em 7,6% no terceiro trimestre. Em outubro, desceu para 7,5%, permanecendo próximo dos níveis baixos registados antes da crise. A produtividade do trabalho por indivíduo empregado aumentou 0,1%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2019. Em termos prospetivos, os indicadores baseados em inquéritos indicam que o crescimento do emprego no curto prazo continuará a ser positivo. A Caixa 4 descreve a análise das componentes principais do mercado de trabalho e mostra que o dinamismo subjacente permanece elevado, embora com ligeiro declínio, indicando que o mercado de trabalho deverá continuar a apresentar melhorias, embora modestas, no curto prazo.

Gráfico 11

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

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

O consumo privado continua a ser suportado por rendimentos do trabalho mais elevados e pelo fortalecimento dos balanços das famílias. O consumo privado aumentou 0,5% em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2019, após um crescimento ligeiramente mais fraco no segundo trimestre. No terceiro trimestre de 2019, as vendas a retalho estiveram 0,5% em média acima do nível registado no segundo trimestre, altura em que também aumentaram 0,6% em base trimestral. No entanto, em outubro, as vendas a retalho tiveram uma queda ligeira de -0,6%, em comparação com o mês anterior. Numa perspetiva a médio prazo, o aumento dos rendimentos do trabalho continua a apoiar o dinamismo subjacente às despesas de consumo. Além disso, o fortalecimento dos balanços das famílias continua a ser um fator importante para o crescimento estável do consumo.

O investimento empresarial (representado pelo investimento em outros setores exceto construção) aumentou moderadamente, em 0,2%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2019, após um aumento significativo no trimestre anterior impulsionado pelo investimento em propriedade intelectual na Irlanda. Os dados disponíveis sugerem um fraco crescimento do investimento empresarial na área do euro. A confiança na produção de bens de investimento estabilizou ligeiramente em novembro, embora tenha continuado a diminuir em termos médios trimestrais, num contexto em que o sentimento de incerteza mundial se conjuga com inúmeros fatores estruturais, tais como a regulamentação em matéria ambiental e a evolução tecnológica.

A diminuição dos níveis de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora, bem como empresas com margens e expectativas de lucro mais fracas, também aponta para um fraco crescimento do investimento. Numa perspetiva mais positiva, o investimento empresarial continuará a ser apoiado por condições de financiamento favoráveis.

O investimento em habitação aumentou 0,6% no terceiro trimestre de 2019, após uma modesta subida de 0,1% no segundo trimestre. O investimento em construção aumentou 0,3% no terceiro trimestre com base nas componentes residencial e não residencial. Apesar da manutenção da retoma no setor da habitação, os indicadores de curto prazo e com base em inquéritos sugerem uma evolução divergente do mercado da habitação. Por um lado, os indicadores do lado da procura – tais como o aumento das intenções de gastos dos consumidores relativamente a habitações novas ou existentes – apontam para um forte dinamismo. Por outro lado, os indicadores do lado da oferta – como a produção no setor da construção, licenças de construção e a informação proveniente das empresas de construção que sublinham a falta de mão de obra – deixam antever cada vez maiores restrições à produção. Prevê-se, para o quarto trimestre, que o ritmo do investimento em habitação se mantenha positivo, embora em fase de desaceleração. Em outubro e novembro, os indicadores de confiança, embora ainda superiores às médias históricas, desceram, ao passo que o IGC para a atividade no mercado da habitação registou 50,7, uma ligeira subida em relação aos 50,1 registados no terceiro trimestre.

A totalidade das exportações reais na área do euro continuou a expandir-se moderadamente no terceiro trimestre de 2019 (de 0,3% no segundo trimestre para 0,4%, em termos trimestrais em cadeia). As exportações de bens da área do euro recuperaram ao passo que as exportações de serviços abrandaram, num contexto de normalização das exportações para o Reino Unido e Turquia. As exportações para os Estados Unidos continuaram a aumentar, compensando a evolução negativa no que diz respeito a outros destinos – especialmente a Ásia. O contributo líquido do comércio para o crescimento do PIB foi ligeiramente negativo (-0,1 pontos percentuais). Em termos prospetivos, os indicadores avançados sugerem que as condições do comércio se estão a estabilizar em torno de uma dinâmica fraca. Registam-se indicadores precoces de que possa vir a ser alcançado o nível mínimo no quarto trimestre com base em encomendas de exportações menos negativas, enquanto os indicadores relativos ao transporte marítimo e aéreo revelam um cenário heterogéneo. A política de comércio internacional também tem tido um impacto negativo na recente evolução do comércio uma vez que a indústria transformadora está organizada em torno de uma rede regional profundamente integrada, o que fragiliza a área do euro perante o incremento de medidas protecionistas (ver a Caixa 1, intitulada “Os efeitos dos aumentos das tarifas aduaneiras num mundo de cadeias de valor mundiais”).

Os indicadores económicos e resultados de inquéritos mais recentes continuam a sugerir um ritmo de crescimento moderado na economia da área do euro. O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia aumentou em novembro, situando-se acima da sua média de longo prazo, apesar de, no quarto trimestre, ter descido em termos médios trimestrais. Globalmente, o IGC compósito do produto manteve-se inalterado entre outubro e novembro, em níveis que indicam um crescimento moderado apesar da diminuição em termos médios trimestrais até novembro.

Numa análise prospetiva, a expansão da área do euro continuará a ser sustentada por condições de financiamento favoráveis. A política monetária acomodatória do BCE continua a apoiar a procura interna. Prevê-se que o consumo privado continue a ser apoiado pelos ganhos em termos de emprego, pelo aumento dos salários e pela melhoria dos balanços das famílias que se têm observado. Ao mesmo tempo, espera-se que a expansão em curso – ainda que um pouco mais lenta – da atividade mundial continue a suportar o crescimento.

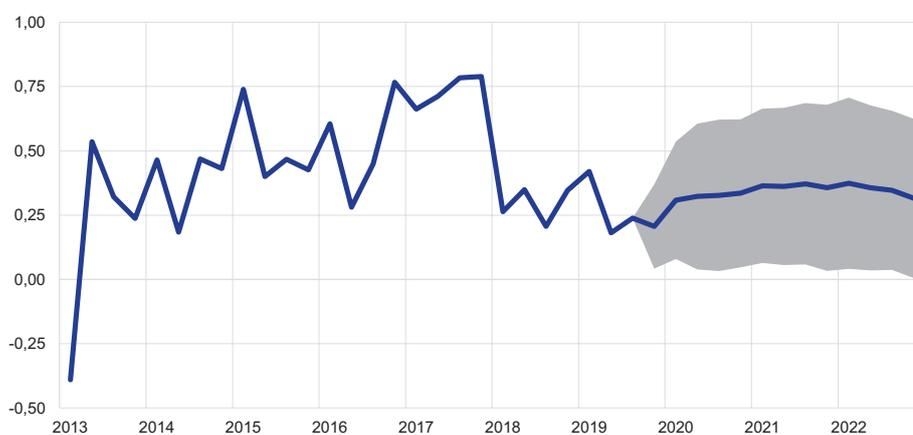
As projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento do PIB real anual de 1,2% em 2019, 1,1% em 2020 e 1,4% em 2021 e 2022 (ver Gráfico 12).

Em comparação com as projeções de Setembro de 2019, o crescimento do PIB real foi revisto, diminuindo ligeiramente, em 0,1 pontos percentuais em 2020, devido às revisões em baixa da procura externa, apenas parcialmente compensadas por políticas monetárias e orçamentais mais benéficas e por uma depreciação efetiva do euro. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro, no que diz respeito a fatores geopolíticos, ao crescente protecionismo e às vulnerabilidades nos mercados emergentes, permanecem enviesados em sentido descendente, mas tornaram-se um pouco menos pronunciados.

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 Eurosistema, dezembro de 2019](#), publicado no sítio do BCE em 12 de dezembro 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.

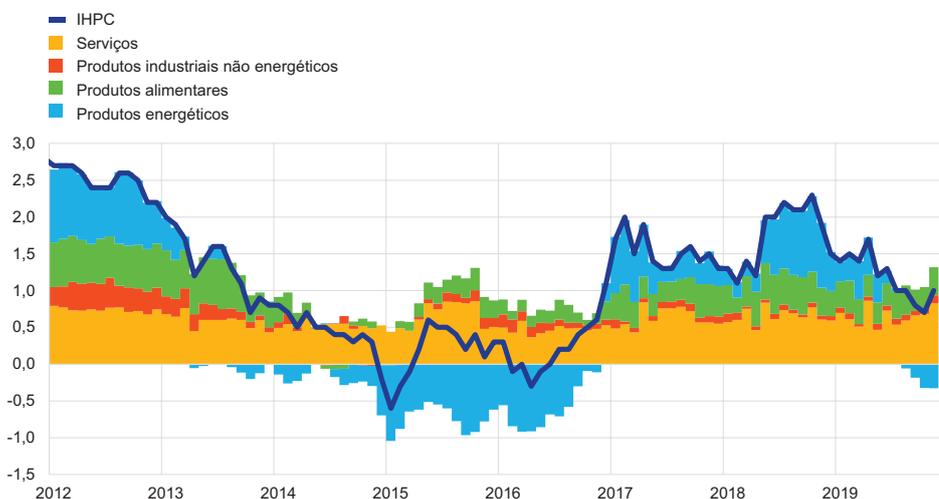
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) na área do euro aumentou de 0,7% em outubro de 2019 para 1,0% em novembro, refletindo sobretudo uma inflação mais elevada dos preços dos serviços e dos produtos alimentares. Com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que a inflação global aumente um pouco nos próximos meses. Os indicadores das expectativas de inflação mantêm-se em níveis baixos. As medidas da inflação subjacente permaneceram, em geral, fracas, embora existam alguns indícios de um aumento moderado em linha com as expectativas anteriores. Embora as pressões dos custos do trabalho se tenham intensificado num contexto de restritividade nos mercados de trabalho, o dinamismo de crescimento mais fraco está a retardar a sua repercussão na inflação. No médio prazo, espera-se que a inflação suba, apoiada pelas medidas de política monetária do BCE, pela expansão económica em curso e por um sólido crescimento dos salários. Esta avaliação também se encontra globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, as quais indicam que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1,2% em 2019, 1,1% em 2020, 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação homóloga medida pelo IHPC foram objeto de uma revisão ligeiramente em alta para 2020 e ligeiramente em baixa para 2021, sobretudo devido à trajetória futura esperada dos preços dos produtos energéticos. Prevê-se que a inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares se situe em 1,0% em 2019, 1,3% em 2020, 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC aumentou de 0,7% em outubro para 1,0% em novembro. Tal deveu-se principalmente a aumentos da inflação dos serviços e dos produtos alimentares e, em menor medida, a um aumento da inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos, que mais do que compensaram uma nova descida modesta da inflação dos produtos energéticos.

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 novembro 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 aumentou de novo, para 1,3% em novembro, face a 1,1% em outubro e 1,0% em setembro, refletindo igualmente uma dissipação gradual dos efeitos descendentes associados a alterações metodológicas⁶. As medidas alternativas 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 outubro; ver Gráfico 14). A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, artigos relacionados com viagens e vestuário situou-se em 1,1% em outubro, e prosseguiu a sua tendência de aumento muito gradual iniciada no início de 2017. Sinais proporcionados por outras medidas de inflação subjacente, incluindo o indicador da componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) e o indicador *super-core*⁷, apontam para uma continuação do amplo movimento lateral nos últimos trimestres.

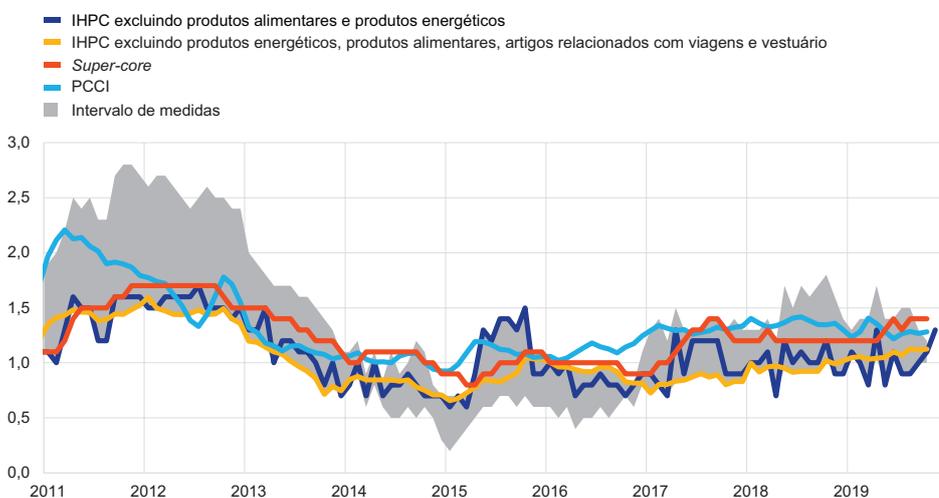
⁶ As alterações na contabilização para efeitos estatísticos dos preços de férias organizadas na Alemanha tiveram um efeito em sentido descendente na inflação dos serviços e na inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares para a área do euro, que se encontra agora a desvanecer. 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).

⁷ 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 novembro de 2019 (estimativas provisórias) para o IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos e a outubro 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).

A acumulação de pressões sobre os preços para a inflação dos produtos industriais não energéticos do IHPC manteve-se globalmente estável nas fases mais avançadas da cadeia de oferta.

A inflação dos preços no produtor de vendas internas de bens de consumo não alimentares, que é um indicador de pressões sobre os preços nas fases mais avançadas da cadeia de oferta, situou-se em 0,8% em termos homólogos em outubro, mantendo-se inalterada desde julho e acima da sua média histórica. A taxa correspondente da inflação homóloga medida pelos preços das importações diminuiu, situando-se em 0,5% em outubro, face a 0,9% em setembro. Os indicadores de pressões sobre os preços nas fases iniciais da cadeia de oferta enfraqueceram um pouco, com a inflação homóloga dos preços no produtor no que respeita a vendas de bens intermédios a cair para -1,0% em outubro, face a -0,7% em setembro, e a inflação dos preços das importações de bens intermédios a baixar para -0,5% em outubro, face a 0,4% em setembro. As pressões externas sobre os preços mais fracas são indicadas pela evolução da inflação dos preços no produtor mundial excluindo produtos energéticos, que caiu ligeiramente para 1,1% em outubro, face a 1,2% em setembro.

O crescimento salarial permaneceu resiliente. O crescimento homólogo da remuneração por empregado situou-se em 2,1% no terceiro trimestre de 2019, uma ligeira descida face a 2,2% e 2,3% registados no segundo e no terceiro trimestres respetivamente (ver Gráfico 15). Os valores de 2019 têm sido afetados por uma queda significativa nas contribuições para a segurança social em França⁸. O crescimento homólogo dos ordenados e salários por empregado, que exclui

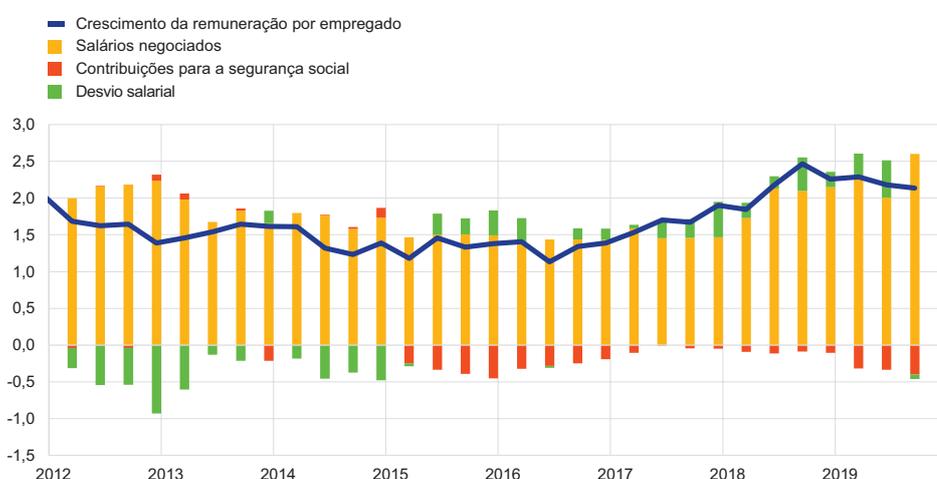
⁸ Para uma análise deste tema, ver a Caixa 5 da presente edição do *Boletim Económico*.

contribuições para a segurança social, foi de 2,5% no terceiro trimestre, mantendo-se inalterado face ao segundo trimestre, após ter registado 2,6% no primeiro trimestre e 2,3% em média no ano anterior. O crescimento homólogo dos salários negociados na área do euro foi de 2,6% no terceiro trimestre de 2019, um aumento face a 2,0% no segundo trimestre. Este aumento deveu-se sobretudo a pagamentos pontuais no setor da indústria transformadora na Alemanha. Analisando os diferentes indicadores e para além dos fatores temporários, o crescimento salarial tem apresentado um movimento globalmente lateral desde meados de 2018, ficando próximo ou acima das suas médias históricas.

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 terceiro trimestre de 2019.

Os indicadores das expectativas de inflação a mais longo prazo baseados no mercado mantêm-se em níveis muito baixos, enquanto as medidas baseadas em inquéritos também se encontram em valores mínimos históricos.

Os indicadores das expectativas de inflação baseados no mercado mantiveram-se, em geral, estáveis ao longo do período em análise, situando-se um pouco acima dos novos mínimos históricos atingidos no início de outubro de 2019. A taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a cinco anos com uma antecedência de cinco anos situou-se em 1,25% em 11 de dezembro de 2019, próximo do mesmo nível registado por altura da reunião de política monetária de setembro do Conselho do BCE. No entanto, a probabilidade de deflação baseada no mercado manteve-se contida, assinalando uma inflexão da tendência ascendente observada em 2019. No geral, o perfil a prazo das medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação continua a apontar para um período prolongado de inflação baixa. As expectativas de inflação de longo prazo baseadas em inquéritos situam-se também em mínimos históricos, de acordo com o Inquérito do BCE a Analistas Profissionais relativo ao quarto trimestre de 2019, bem como com a informação divulgada em novembro pela Consensus Economics e pelo Barómetro da Zona Euro.

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 dezembro de 2019.

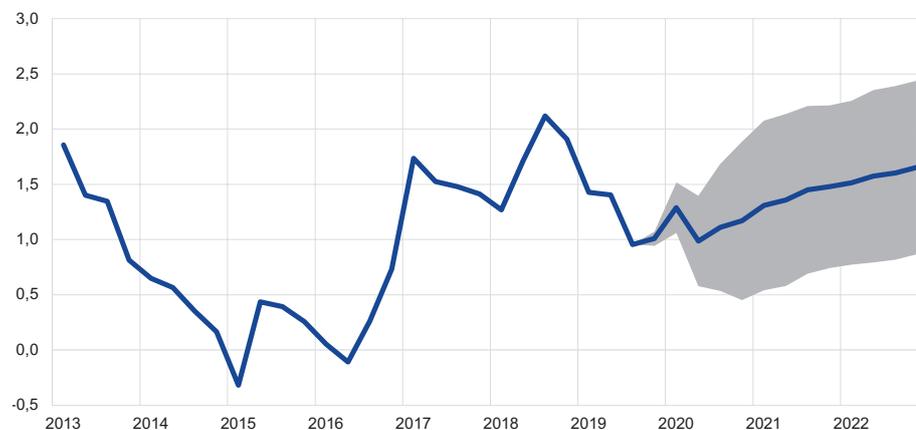
As projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema apontam para um aumento da inflação subjacente a médio prazo.

Estas projeções, que tiveram por base as informações disponíveis em finais de novembro, indicam que a inflação global medida pelo IHPC se situará, em média, em 1,2% em 2019, 1,1% em 2020, 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022, o que compara com, respetivamente, 1,2%, 1,0% e 1,5% para 2019, 2020 e 2021, nas projeções macroeconómicas de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE (ver Gráfico 17). As revisões são impulsionadas sobretudo pela previsão de trajetória futura dos preços dos produtos energéticos, que foi revista em alta para 2020, mas em baixa para 2021, devido aos preços mais elevados do petróleo no curto prazo e a ligeira inclinação em sentido descendente da curva de preços dos futuros do petróleo. Após um aumento moderado no final de 2019, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares apresentará um movimento lateral em 1,3% no decurso de 2020 e aumentará para 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022. Prevê-se que a trajetória ascendente da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares seja apoiada por um fortalecimento da atividade económica, por um crescimento relativamente robusto dos salários e por uma recuperação das margens de lucro à medida que a atividade recupera ritmo, auxiliada, entre outros fatores, pelas medidas de política monetária do BCE de setembro de 2019. Espera-se também que a subida dos preços das matérias-primas não energéticas dê algum apoio à inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares.

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 Eurosistema, dezembro de 2019](#), publicado no sítio do BCE em 12 de dezembro de 2019.

Notas: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2019 (dados) e ao quarto trimestre de 2022 (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 27 de novembro de 2019.

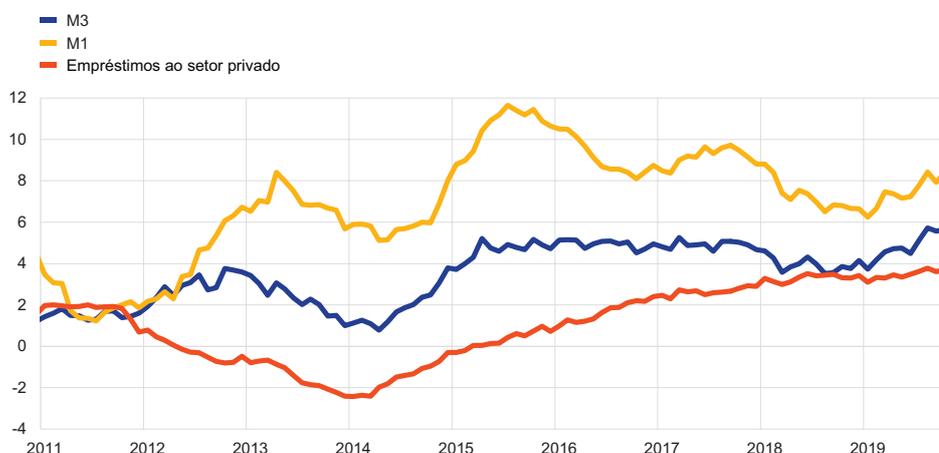
5 Moeda e crédito

Em outubro de 2019, o crescimento homólogo do agregado monetário largo manteve-se robusto, enquanto os empréstimos ao setor privado prosseguiram a sua recuperação gradual. O crescimento resiliente do M3 refletiu sobretudo o custo de oportunidade muito baixo de detenção de moeda. 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) aumentou no terceiro trimestre de 2019, face a um resultado que já era robusto no trimestre anterior. As condições nos mercados de obrigações continuam a apoiar a emissão de títulos de dívida.

O agregado monetário largo cresceu a um ritmo robusto em outubro. A taxa de crescimento homólogo do M3 manteve-se inalterada em 5,6% em outubro (ver Gráfico 18), excedendo ligeiramente a taxa de cerca de 5% observada entre 2015 e 2018, quando as compras líquidas de ativos ao abrigo do programa de aquisição de ativos líquidos (*asset purchase programme* – APP) foram positivas. O crescimento do agregado monetário largo foi apoiado pelos custos muito baixos de oportunidade de detenção de instrumentos monetários, ao passo que um crescimento económico mais fraco atuou como um entrave ao mesmo. O panorama das taxas de juro afeta igualmente a composição do M3, na medida em que incentiva a concentração de volumes nos instrumentos mais líquidos. Por conseguinte, e de modo similar aos trimestres anteriores, o crescimento do M3 continuou a ser impulsionado pelo agregado monetário estreito M1, que engloba os depósitos *overnight* e a circulação monetária. A taxa de crescimento homóloga do M1 aumentou para 8,4% em outubro, face a 7,8% em setembro, 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 nomenclais (*notional cash pooling*). A última observação refere-se a outubro de 2019.

Os depósitos pelo prazo *overnight* deram o principal contributo para o crescimento do agregado monetário.

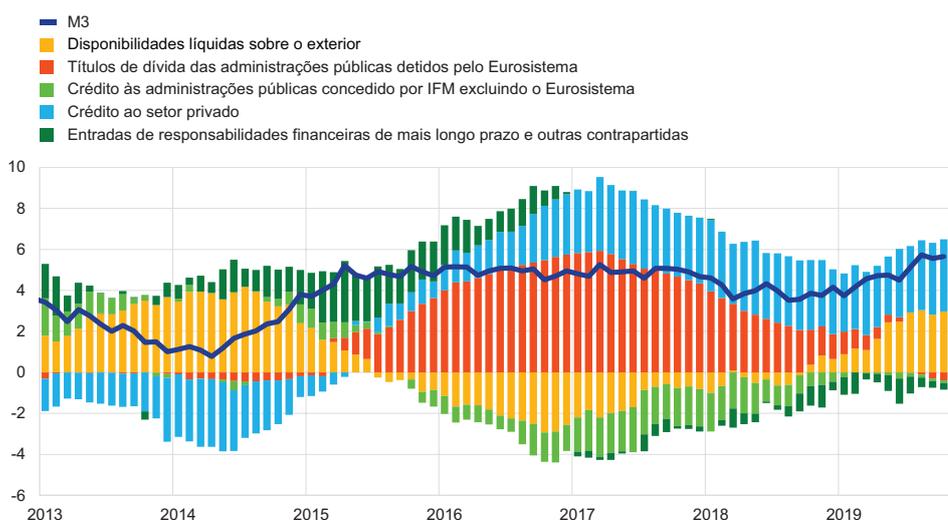
A taxa de crescimento homóloga dos depósitos pelo prazo *overnight* aumentou novamente em outubro, para 9,0%, face a 8,5% em setembro). A evolução estável da circulação monetária não indicia uma substituição acelerada de depósitos por numerário face à conjuntura de taxas de juro negativas. Os depósitos de curto prazo exceto depósitos *overnight* (ou seja, M2 menos M1) continuaram a dar um contributo positivo para o crescimento do M3 em outubro, que se deveu principalmente a um maior crescimento dos depósitos de poupança. Simultaneamente, os instrumentos negociáveis (isto é, M3 menos M2) continuaram a dar um pequeno contributo negativo para o crescimento do agregado monetário largo, em resultado dos níveis relativamente reduzidos de remuneração destes instrumentos.

O crédito ao setor privado continuou a ser a principal fonte de criação de agregado monetário largo em outubro.

O crédito ao setor privado deu um contributo considerável para o crescimento do agregado monetário largo (ver a parte a azul das barras do Gráfico 19). No entanto, a aceleração do crescimento do agregado monetário largo observada desde o início de 2019 deve-se sobretudo à evolução dos fluxos monetários do exterior (ver a parte a amarelo das barras do Gráfico 19). Esta evolução reflete o maior interesse por parte dos investidores estrangeiros em ativos da área do euro. Ao mesmo tempo, o fim do período das compras líquidas de ativos no âmbito do APP, no final de 2018, implicou um contributo marginal dos títulos das administrações públicas detidos pelo Eurosistema (ver a parte a vermelho das barras do Gráfico 19). Além disso, a pressão exercida pelas responsabilidades financeiras a mais longo prazo continuou a ser reduzida (ver a parte a verde escuro das barras do Gráfico 19).

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.

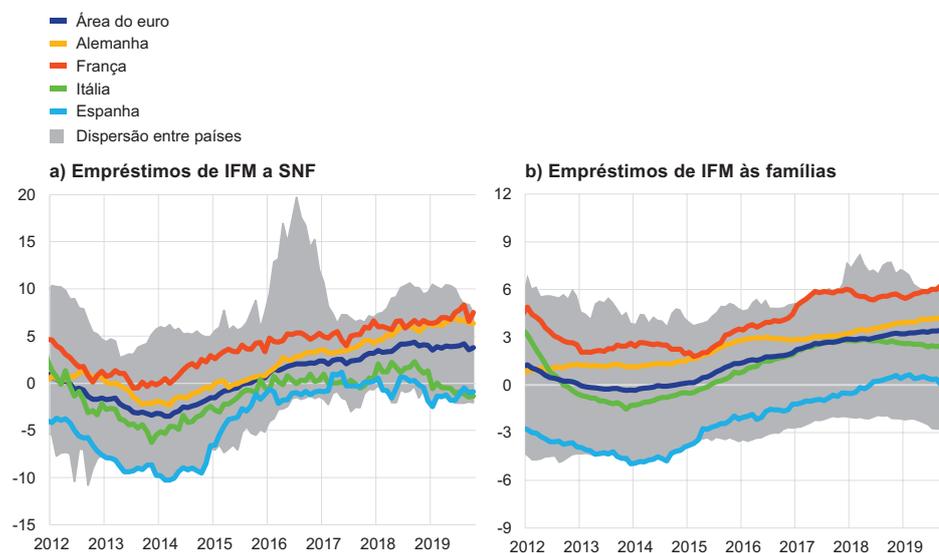
Notas: O crédito ao setor privado inclui empréstimos das IFM ao setor privado e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Inclui, assim, as compras pelo Eurosistema de títulos de dívida do setor não monetário no contexto do CSPP. A última observação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

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao setor privado subiu ligeiramente, consolidando a sua recuperação gradual. 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) aumentou ligeiramente para 3,7% em outubro, o que compara com 3,6% em setembro (ver Gráfico 18). Tal ficou a dever-se principalmente a um aumento da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF, que subiu para 3,8% em outubro, face a 3,6% em setembro, consolidando assim a sua estabilização em níveis próximos de 4% desde meados de 2018. Os empréstimos às empresas nos setores de serviços – incluindo empresas que prestam serviços relacionados com o imobiliário – representam a maior percentagem do crescimento dos empréstimos às SNF. O crescimento homólogo dos empréstimos às famílias continuou a registar uma tendência ascendente gradual, beneficiando em particular de condições favoráveis de financiamento e de uma evolução favorável dos mercados da habitação. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias aumentou ligeiramente para 3,5% em outubro, face a 3,4% em setembro. O crescimento dos empréstimos às empresas e às famílias continua a caracterizar-se por uma considerável heterogeneidade entre os países (ver Gráfico 20), refletindo, nomeadamente, diferenças entre países no crescimento económico ao longo do tempo, variações na disponibilidade de outras fontes de financiamento, o nível de endividamento das famílias e das sociedades não financeiras, bem como heterogeneidade na evolução dos preços da habitação entre países.

Gráfico 20

Empréstimos de IFM 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 outubro de 2019.

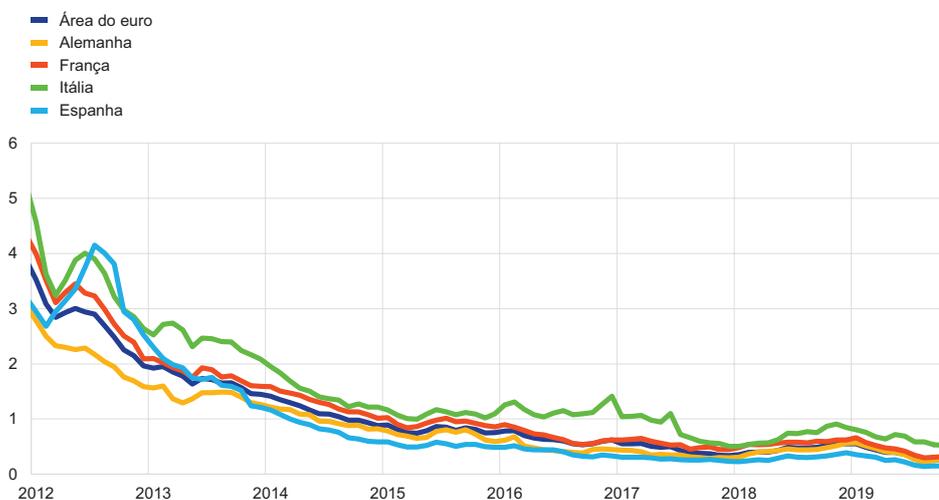
As condições de financiamento por dívida dos bancos mantiveram-se favoráveis.

O custo composto do financiamento por dívida dos bancos da área do euro, que, desde o início do ano, tem diminuído em linha com as taxas de mercado, manteve-se em níveis muito baixos no terceiro trimestre de 2019 (ver Gráfico 21). Esta evolução reflete uma trajetória de descida considerável das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias, embora desde setembro se tenha registado uma ligeira recuperação das taxas de rendibilidade das obrigações, refletindo um aumento mais alargado das taxas isentas de risco. Ao mesmo tempo, em outubro, as taxas de depósito dos bancos da área do euro registaram novos mínimos históricos. Embora a evolução dos custos de financiamento por dívida dos bancos tenha ocorrido em simultâneo na generalidade dos países da área do euro, refletindo as medidas de política monetária do BCE, o nível dos custos de financiamento dos bancos permaneceu heterogéneo. Quando inquiridos no âmbito do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito levado a cabo pelo BCE em outubro de 2019, os bancos da área do euro reportaram que esperam que o retomar das compras líquidas de ativos ao abrigo do APP facilite uma menor restritividade das condições de financiamento no mercado, contribuindo deste modo para novas melhorias nas condições de financiamento. Além disso, a pressão no sentido descendente das margens de intermediação entre empréstimos e depósitos dos bancos, que tem um efeito moderador sobre a rendibilidade dos bancos, está a ser compensada por um aumento dos volumes de empréstimos, e o efeito global sobre a margem financeira (ou seja, o produto entre as margens de empréstimos e os volumes de empréstimos) tem sido ligeiramente positivo. Apesar do progresso alcançado pelos bancos na consolidação dos seus balanços, por exemplo, através da redução dos créditos não produtivos, a rendibilidade dos bancos da área do euro permanece reduzida, tanto segundo padrões internacionais como históricos, o que pode colocar dificuldades à capacidade dos bancos para intermediar e transmitir sinais de política monetária. Neste contexto, algumas das medidas de política monetária não convencionais recentemente introduzidas pelo BCE – tais como as ORPA direcionadas III e o sistema de dois níveis para a remuneração de reservas – são orientadas para o apoio da intermediação bancária.

Gráfico 21

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.

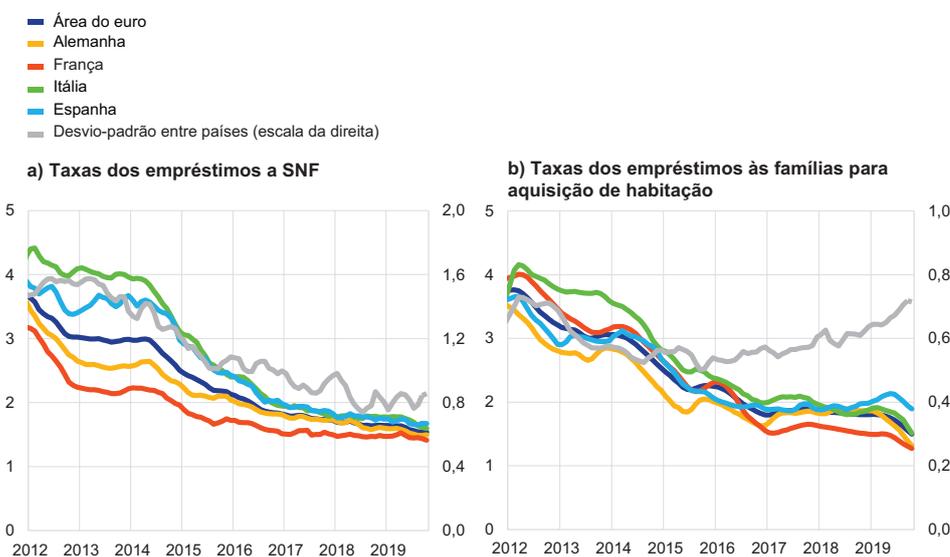
Notas: O custo composto dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. A última observação refere-se a outubro de 2019.

Taxas ativas favoráveis continuam a apoiar o crescimento económico. Nos últimos meses, as taxas ativas bancárias compostas dos empréstimos às SNF permaneceram globalmente inalteradas, em linha com a evolução das taxas de referência do mercado, enquanto as taxas equivalentes dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação continuaram em queda. Em outubro de 2019, a taxa ativa bancária composta dos empréstimos às SNF (ver Gráfico 22) situou-se em 1,56%, apenas ligeiramente acima do respetivo mínimo histórico, enquanto a taxa ativa bancária composta dos empréstimos para aquisição de habitação caiu para um novo mínimo histórico, para 1,44% (ver Gráfico 22). 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 compostas 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 outubro de 2019, as taxas ativas bancárias compostas aplicadas aos empréstimos às SNF e às famílias para aquisição de habitação caíram cerca de 140 e 150 pontos base, respetivamente.

Gráfico 22

Taxas ativas compostas em países da área do euro selecionados

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



Fonte: BCE.

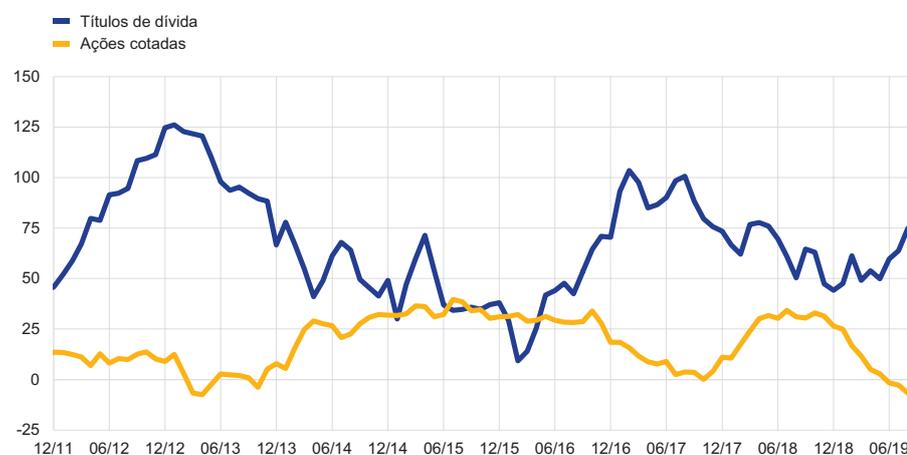
Notas: O indicador para o custo total do financiamento dos bancos é calculado através da agregação das taxas de curto e longo prazo, utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes de novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro.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

O fluxo anual do financiamento externo total a SNF da área do euro manteve-se sólido no terceiro trimestre de 2019. No geral, uma vez que atualmente as condições de financiamento são favoráveis, os fluxos de financiamento por dívida a SNF permaneceram bastante resilientes à atual fragilidade da economia. Neste âmbito, o inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento ([Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – SAFE](#)) revela que as pequenas e médias empresas, que são extremamente dependentes dos bancos para obter financiamento, reportam uma disponibilidade dos bancos para concederem crédito. O financiamento externo das empresas subiu no terceiro trimestre de 2019, beneficiando de custos baixos e em queda dos instrumentos de financiamento. No terceiro trimestre de 2019, a emissão líquida de títulos de dívida por SNF aumentou, com a emissão em 2019, até agora, a situar-se próximo de níveis históricos. No terceiro trimestre de 2019, o aumento da emissão líquida de títulos de dívida ocorreu num contexto de recuperação gradual do crédito global concedido às SNF (incluindo empréstimos de IFM) e de uma nova melhoria das condições de financiamento das obrigações das empresas, que foi mais pronunciada do que a melhoria das condições de financiamento bancário. Numa perspetiva mais a médio prazo, a recuperação na emissão de títulos de dívida em 2019 colocou os fluxos anuais de emissão líquida em setembro novamente nos níveis registados na primavera de 2018, bem acima do mínimo registado em dezembro de 2018 (ver Gráfico 23). A emissão líquida de ações cotadas foi positiva em setembro, mas manteve-se negativa durante todo o terceiro trimestre de 2019, refletindo a atividade lenta em fusões e aquisições e o aumento do custo do financiamento através de ações no mesmo período. Os dados de mercado sugerem que a emissão líquida de títulos de dívida em outubro e novembro de 2019 permaneceu robusta e foi ainda dominada por emitentes com grau de qualidade de investimento, embora a atividade de emissão de elevada rentabilidade também tivesse aumentado.

Gráfico 23

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 setembro de 2019.

Em setembro de 2019, o custo de financiamento das SNF situou-se próximo do seu valor mínimo histórico registado em abril de 2019. Em setembro, 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 9 pontos base acima do registado em abril, quando a série do custo de financiamento estava no seu mínimo histórico, mas era ainda muito favorável. No final de novembro, estima-se que o custo global do financiamento tenha permanecido globalmente inalterado face a setembro. Tal reflete um aumento do custo das ações ligeiramente inferior, que foi parcialmente compensado por um custo da dívida baseada no mercado marginalmente superior. A estimativa de um custo das ações inferior deveu-se sobretudo a uma descida dos prémios de risco das ações, por sua vez apoiada por uma melhoria do sentimento mundial face ao risco. Entretanto, o ligeiro aumento do custo da dívida baseada no mercado deveu-se a um aumento das taxas isentas de risco, enquanto os diferenciais das obrigações das empresas registaram uma descida no mesmo período.

6 Evolução orçamental

Prevê-se que o défice orçamental da área do euro aumente constantemente durante 2019-2021 devido à redução dos excedentes primários. A diminuição do saldo primário reflete sobretudo uma orientação orçamental expansionista projetada, que presta apoio à atividade económica. Prevê-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB na área do euro se mantenha numa trajetória descendente devido ao diferencial favorável entre a taxa de juro e o crescimento e um saldo primário positivo, mas em diminuição. No entanto, os níveis da dívida em vários países permanecem elevados. Nestes países, as administrações públicas devem praticar políticas prudentes e cumprir os objetivos para o saldo estrutural, o que ajudará a criar as condições que permitirão que os estabilizadores automáticos funcionem livremente. Dado o enfraquecimento das perspetivas económicas, as administrações públicas com espaço de manobra orçamental deverão estar prontas para agir de modo eficaz e atempado.

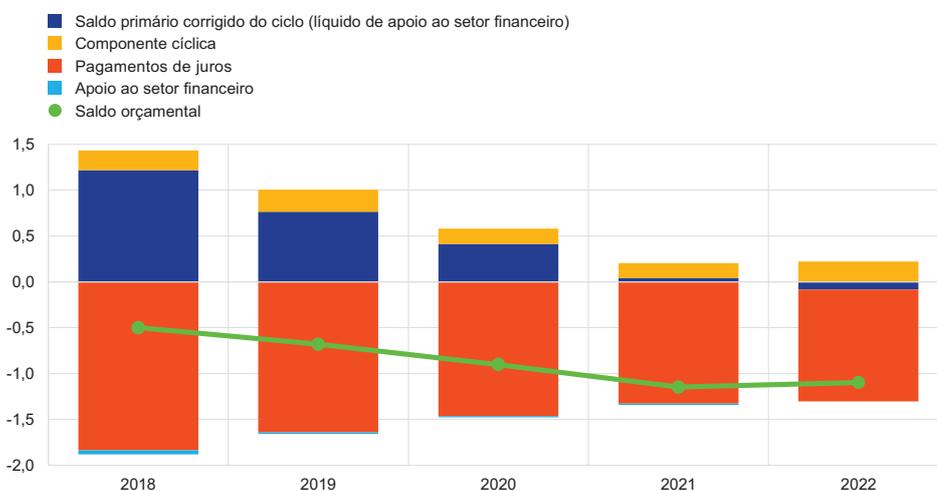
Projeta-se que o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro diminua a um ritmo constante durante 2019-2021 e que estabilize em 2022⁹. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o rácio do défice das administrações públicas para a área do euro deverá ter aumentado de 0,5% do PIB em 2018 para 0,7% do PIB em 2019. Projeta-se que o défice continue a aumentar em 2020 e 2021, estabilizando posteriormente em 1,1% do PIB (ver Gráfico 24). A diminuição do saldo orçamental em 2019-2021 resulta sobretudo de um saldo primário corrigido do ciclo mais baixo. Tal é parcialmente compensado pela redução das despesas com juros, enquanto a componente cíclica se mantém globalmente inalterada ao longo do horizonte de projeção.

As perspetivas orçamentais para a área do euro em 2020-2021 implicam uma política orçamental ligeiramente mais propícia do que a indicada nas projeções de setembro de 2019 elaboradas por especialistas do BCE. Após uma ligeira revisão em 2019, a redução do saldo orçamental em 2020 e 2021 reflete uma nova redução da restritividade orçamental, enquanto a componente cíclica e as projeções relativas aos pagamentos de juros se mantêm globalmente inalteradas.

⁹ Ver o artigo intitulado [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2019](#), publicado no sítio do BCE em 12 de dezembro de 2019.

Gráfico 24 Saldo orçamental e respetivas componentes

(percentagem do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema.
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 sendo expansionista em 2019-2021 e globalmente neutra em 2022¹⁰.

Estima-se que a orientação orçamental se tenha tornado menos restritiva em 2019 e projeta-se que permaneça expansionista em 2020-2021, prestando apoio à atividade económica. Tal deve-se sobretudo a cortes nos impostos diretos em França e nos Países Baixos, ao aumento das transferências e do investimento em Itália e na Alemanha, e à subida do consumo público na Alemanha, Países Baixos e Espanha. Em 2022, projeta-se que a orientação orçamental seja globalmente neutra, com alguns cortes limitados nos impostos diretos em França e despesas adicionais na Alemanha e Espanha.

Projeta-se que o rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro prossiga numa trajetória descendente.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro deverá diminuir de 85,8% do PIB em 2018¹¹ para 81,1% do PIB em 2022. Esta redução é suportada por um diferencial favorável entre a taxa de juro e o crescimento¹² e excedentes primários que, no entanto, estão a diminuir (ver Gráfico 25). Em comparação com as projeções de setembro, projeta-se que o rácio da dívida siga uma trajetória de ligeira subida devido às revisões em alta dos dados históricos (0,5% do PIB em 2018), excedentes primários abaixo das projeções e diferenciais entre a taxa de juro e o crescimento menos favoráveis em 2020-2021.

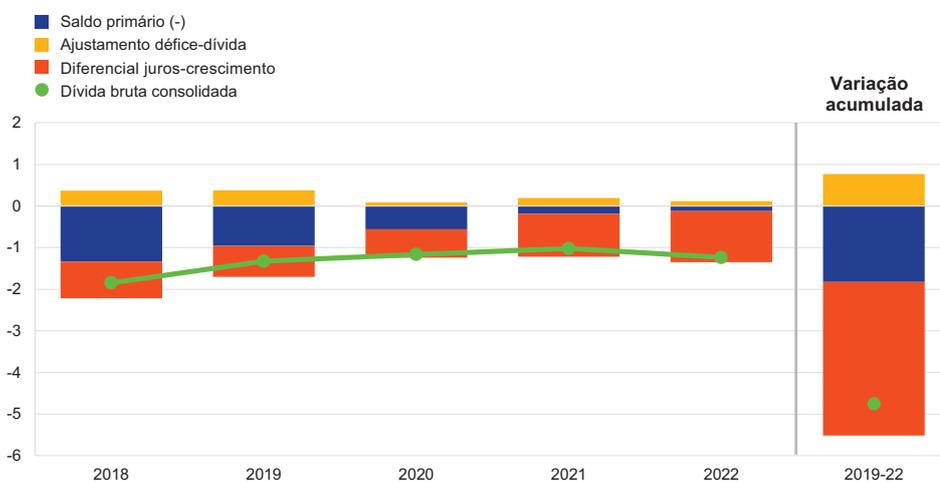
¹⁰ A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo das políticas orçamentais à economia, para além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. Aqui, é medida como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Para mais pormenores sobre o conceito de orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado *The euro area fiscal stance*, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

¹¹ Visto que as projeções tipicamente tomam em consideração as mais recentes revisões de dados, poderão existir discrepâncias face aos dados do Eurostat validados mais recentes.

¹² 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.

Gráfico 25 Fatores impulsionadores da variação na dívida pública

(pontos percentuais do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de dezembro de 2019 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado da área do euro.

Embora se preveja que o rácio da dívida diminua na maior parte dos países da área do euro, continuará a ultrapassar largamente o valor de referência de 60% do PIB em alguns deles. Nos países onde a dívida pública permanece elevada, as administrações públicas devem praticar políticas prudentes e cumprir os objetivos para o saldo estrutural, os quais criarão as condições para que os estabilizadores automáticos funcionem livremente. As administrações públicas com espaço de manobra orçamental deverão estar prontas para agir de modo eficaz e atempado perante o enfraquecimento das perspetivas económicas e a continuação da proeminência dos riscos em sentido descendente. Paralelamente, todos os países devem intensificar esforços para obter uma composição das finanças públicas mais favorável ao crescimento.

Caixas

1 Os efeitos dos aumentos das tarifas aduaneiras num mundo de cadeias de valor mundiais

Por Philipp Meinen

No contexto do conflito comercial entre os Estados Unidos e a China, as cadeias de valor mundiais constituem um potencial fator amplificador do impacto das tarifas aduaneiras mais elevadas na atividade económica.

A subida das tarifas aduaneiras num mundo globalizado com cadeias de oferta internacionais pode ter repercussões negativas consideráveis na atividade económica. Em geral, o aprovisionamento à escala mundial (*global sourcing*) pelas empresas implica que tarifas aduaneiras mais elevadas, normalmente impostas para proteger uma indústria interna, podem resultar em custos de produção mais elevados para os produtores internos. Além disso, os efeitos de tarifas aduaneiras mais elevadas podem ser amplificados pelas cadeias de valor mundiais, especialmente no caso de processos de produção em múltiplas fases com um movimento sequencial de bens de montante a jusante e valor acrescentado em cada fase¹³. Neste enquadramento, a presente caixa fornece alguns elementos de prova dos efeitos adversos das tarifas aduaneiras sobre a atividade económica no contexto de um aprovisionamento à escala mundial e cadeias de valor mundial.

O comércio com cadeias de valor mundial, aqui definido como artigos transacionados que atravessam, pelo menos, duas fronteiras internacionais, expandiu-se (como uma percentagem do comércio total) ao longo da década que antecedeu a crise financeira, tendo estabilizado posteriormente e descido nos anos mais recentes para os quais estão disponíveis dados (ver Gráfico A)¹⁴. O comércio com cadeias de valor mundiais pode ser

desagregado nas chamadas ligações “a montante” e “a jusante”. O comércio com ligações a jusante refere-se às exportações com valor acrescentado de um país

¹³ Tais cadeias de valor organizadas sequencialmente são também referidas como “serpentes”. Estas contrastam com as cadeias de oferta por vezes designadas como “aranhas”, em que múltiplos membros (partes) se unem para formar um corpo (ou seja, um grupo) sem uma sequenciação específica. Baldwin, R. e Venables, A.J., “Spiders and snakes: Offshoring and agglomeration in the global economy”, *Journal of International Economics*, 90, Elsevier, Amesterdão, 2013, pp. 245-254.

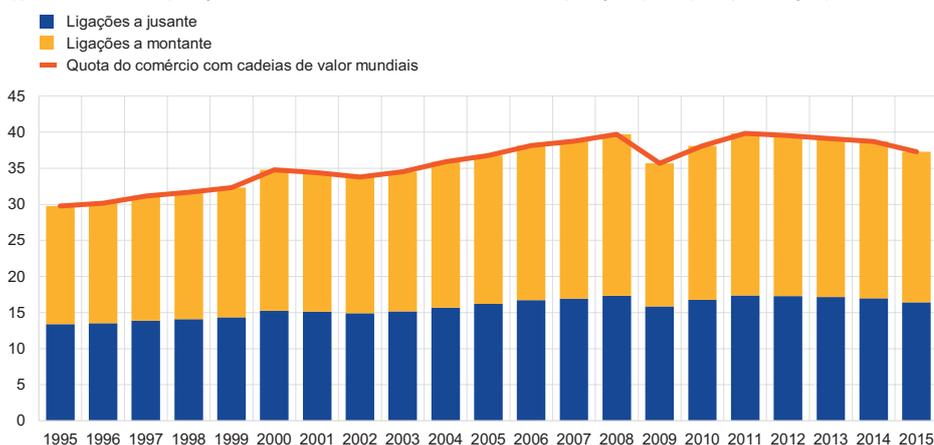
¹⁴ Os artigos transacionados com cadeias de valor mundiais são, assim, reexportados, pelo menos, mais uma vez antes de serem absorvidos na procura final (Borin e Mancini, 2019). Esses fluxos comerciais podem ser calculados com base em quadros de entradas e saídas entre países. A presente caixa utiliza os quadros de entradas e saídas entre países publicados pela Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE). Note-se que o nível de comércio com cadeias de valor mundiais poderá depender da fonte dos quadros de entradas e saídas entre países (por exemplo, dados da OCDE ou da base de dados mundial de entradas e saídas (*World Input-Output Database – WIOD*)), embora a dinâmica ao longo do tempo (Gráfico A) tenda a ser bastante semelhante. Duas das divulgações dos quadros de entradas e saídas entre países da OCDE foram aqui alinhadas ao longo do tempo, a fim de alargar o período de amostragem. Ver Borin, A., e Mancini, M., “Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade”, *Policy Research working paper*, WPS 8804, Banco Mundial, 2019.

que não são absorvidas na procura final dos parceiros finais diretos desse país, mas são de novo exportadas para mercados terceiros (geralmente após alguma transformação). O comércio com ligações a montante, por seu lado, compreende o conteúdo externo utilizado para produzir as exportações de um país¹⁵. Os setores mais a montante na cadeia de oferta (por exemplo, indústrias extrativas e de desenvolvimento de produtos) apresentam, habitualmente, uma parcela maior de ligações a jusante, ao passo que os setores mais a jusante, como muitas indústrias transformadoras, tendem a depender mais de ligações a montante. Estas considerações são relevantes no contexto dos efeitos de ampliação das tarifas aduaneiras mais elevadas devido a cadeias de valor mundiais, uma vez que estas dependem, entre outros aspetos, da quota de valor acrescentado externo nas exportações.

Gráfico A

Evolução do comércio com cadeias de valor mundiais entre 1995 e 2015

(quota mundial das exportações com cadeias de valor mundiais no total de exportações (brutas), em percentagem)



Fontes: Quadros de entradas e saídas entre países da OCDE e cálculos do BCE baseados em Borin e Mancini (2019).
Notas: O comércio com cadeias de valor mundiais inclui todos os artigos transacionados que atravessam, pelo menos, duas fronteiras internacionais. O gráfico apresenta a média ponderada dos indicadores em 64 países.

O comércio de bens intermédios pode amplificar o impacto das tarifas aduaneiras na economia, mais ainda no caso de uma produção internacional em múltiplas fases. Os modelos do comércio mundial que incluem ligações setoriais e o comércio de bens intermédios sugerem ganhos de bem-estar mais elevados resultantes da liberalização do comércio do que os modelos que não contêm esses elementos. Tal está relacionado com o facto de que – ao se tomar em conta o aprovisionamento à escala mundial – as reduções dos atritos do comércio fazem baixar não só os preços dos bens finais como também os custos de produção das empresas¹⁶.

¹⁵ As ligações a montante também incluem o valor acrescentado interno contabilizado em duplicado na desagregação das exportações brutas. Os termos contabilizados em duplicado são normalmente reduzidos.

¹⁶ Ver, por exemplo, Caliendo, L. e Parro, F., “Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA”, *The Review of Economic Studies*, 82(1), 2015, pp. 1-44. Ver também Jones, C. I., “Intermediate goods and weak links in the theory of economic development”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 2011, pp. 1-28, que aborda, em termos mais gerais, de que forma os bens intermédios criam entre as empresas ligações passíveis de gerar efeitos multiplicadores.

A consideração, além disso, de uma estrutura de produção mundial em múltiplas fases, na qual as fases de produção estão organizadas sequencialmente entre as várias fronteiras, poderá amplificar os efeitos das tarifas aduaneiras¹⁷. Primeiro, como os bens atravessam fronteiras diversas vezes nos processos de produção internacionais em múltiplas fases, estes poderão ser tributados sempre que é atravessada uma fronteira. Segundo, as tarifas aduaneiras são comumente aplicadas ao valor total das importações (brutas) de um bem e não ao valor acrescentado na fase de produção mais recente. Em resultado, quanto mais reduzido for o valor acrescentado na última fase do processo de produção (em relação ao seu valor bruto), maior será a taxa de direito aduaneiro efetiva aplicada a essa fase de produção.

Uma análise empírica sugere que os aumentos das tarifas aduaneiras podem, no médio prazo, abrandar significativamente a atividade económica das indústrias que dependem de fatores de produção externos. As atividades de aprovisionamento à escala mundial das empresas implicam que as tarifas aduaneiras destinadas a proteger setores específicos da economia podem, ao mesmo tempo, prejudicar os produtores internos de outras indústrias ao fazerem subir os custos de produção. Além disso, a produção internacional em múltiplas fases implica que os custos de produção são afetados não só pela pauta aduaneira do próprio país, como também pelas tarifas aduaneiras aplicadas a fases da produção mais a montante. Por exemplo, uma tarifa aduaneira imposta pelos Estados Unidos a exportações chinesas pode prejudicar empresas mexicanas a jusante, se estas utilizarem fatores de produção dos Estados Unidos com conteúdo chinês. Consequentemente, o impacto das tarifas aduaneiras na atividade económica depende da posição da indústria de um país na cadeia de oferta. O Gráfico B apresenta as respostas por impulso da produção industrial real a uma subida de 1 desvio-padrão de uma variável que mede “tarifas aduaneiras a montante” para os ramos de produção de um país com ligações a montante, respetivamente, reduzidas e elevadas¹⁸. Enquanto um aumento das “tarifas

¹⁷ A importância quantitativa destes efeitos de ampliação é geralmente analisada em modelos de equilíbrio geral do comércio com resultados díspares. Por exemplo, Yi, bem como Antràs e de Gortari concluem que tais efeitos de ampliação da produção em múltiplas fases podem ser substanciais, ao passo que Johnson e Moxnes sugerem que esses efeitos têm uma importância limitada em comparação com um modelo que contempla o aprovisionamento à escala mundial. Ver Yi, K.M., “Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?”, *Journal of Political Economy*, 111(1), 2003, pp. 52-102; Yi, K.M., “Can multistage production explain the home bias in trade?”, *American Economic Review*, 100, 2010, pp. 364-393; Antràs, P., e de Gortari, A., “On the Geography of Global Value Chains”, *mimeo*, Harvard University, 2019; Johnson, R.C. e Moxnes, A., “GVCs and trade elasticities with multistage production”, *NBER Working Paper*, n.º 26108, 2019.

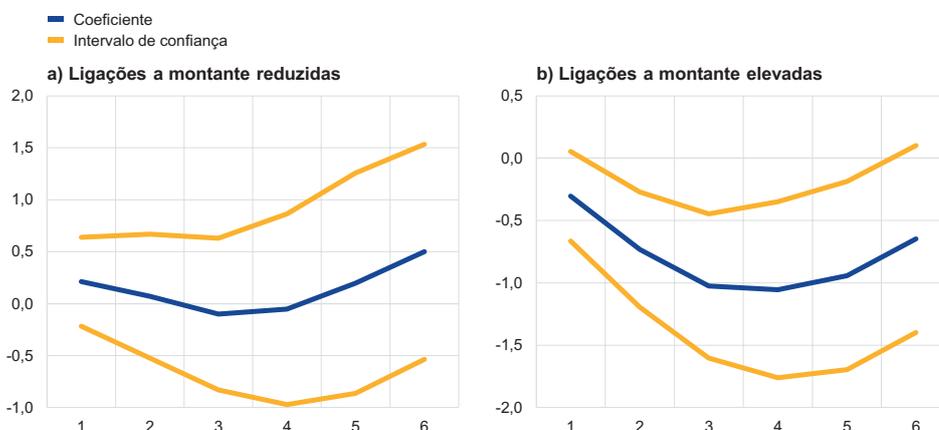
¹⁸ As tarifas aduaneiras a montante são calculadas como a média ponderada das tarifas aduaneiras aplicadas aos bens intermédios utilizados pela indústria de um país, sendo que os ponderadores refletem a quota de entradas na produção total da indústria de um país. A medida é alargada a fim de também incluir tarifas aduaneiras impostas por países mais a montante na cadeia de oferta, segundo as conclusões sobre tarifas aduaneiras cumulativas apresentadas por Rouzet e Miroudot, utilizando os quadros de entradas e saídas entre países da OCDE. Os dados detalhados e por produto relativos às tarifas aduaneiras foram obtidos do TRAINS (do inglês, *Trade Analysis Information System*, um sistema disponibilizado pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (CNUCED)) e da Organização Mundial do Comércio (OMC), utilizando a aplicação WITS (do inglês, *World Integrated Trade Solution*), disponibilizada pelo Banco Mundial, e agregados por indústria com base em quotas de comércio constantes extraídas do conjunto de dados da Base para a Análise do Comércio Internacional (BACI) do Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII). Note-se que as tarifas aduaneiras impostas a jusante na cadeia de valor também podem afetar a produção de indústrias a montante, aspeto que não é analisado na presente caixa. Ver Rouzet, D. e S. Miroudot, “The Cumulative Impact of Trade Barriers along the Value Chain: An Empirical Assessment using the OECD Inter-Country Input-Output Model”, *GTAP Resource 4184*, 2013.

aduaneiras a montante” não afeta de modo significativo a atividade real das indústrias com ligações a montante reduzidas, verificam-se efeitos negativos substanciais nas indústrias a jusante na cadeia de valor (ou seja, com ligações a montante elevadas), o que parece ser intuitivo, dado os seus processos de produção dependerem de fatores de produção externos¹⁹. Para esses setores, um aumento de 1 desvio-padrão das tarifas aduaneiras a montante está associado a uma descida da produção industrial de 1 ponto percentual após 3 anos. Este efeito torna-se estatisticamente insignificativo passados 6 anos.

Gráfico B

Respostas por impulso da produção industrial real a um aumento das tarifas aduaneiras (de entradas) a montante num horizonte de 6 anos

(respostas em pontos percentuais e intervalos de confiança de 90%)



Fontes: UNIDO, OCDE, WITS, BACI e cálculos do BCE.

Notas: As respostas por impulso referem-se a um choque de 1 desvio-padrão das tarifas aduaneiras. As indústrias de um país com ligações a montante elevadas (reduzidas) encontram-se no percentil 80 (20) da distribuição da variável. As ligações a montante medem o conteúdo externo das exportações da indústria de um país e são determinadas utilizando o método de Borin e Mancini (2019). São fornecidos mais pormenores sobre os dados e o método de estimação na nota de rodapé 7.

¹⁹ As respostas por impulso são obtidas utilizando as projeções locais de Jordà, com os erros-padrão agrupados ao nível da indústria de um país. A unidade observacional é a indústria de um país num dado ano. A variável dependente de interesse é a produção industrial real (obtida da Organização das Nações Unidas para o Desenvolvimento Industrial (*United Nations Industrial Development Organization* – UNIDO), a qual varia no nível de 2 dígitos de indústria da ISIC (do inglês, *International Standard Industrial Classification*, a classificação internacional tipo por indústria de todos os ramos de atividades económicas). As projeções locais implicam que a variação desta variável é objeto de regressão em função de variações das tarifas aduaneiras e de um vetor de variáveis de controlo, que inclui dois desfasamentos (de cada uma) das variações da variável dependente, variáveis para entradas e tarifas aduaneiras protetivas e o crescimento nominal do valor acrescentado. O modelo compreende também efeitos fixos país-indústria, indústria-tempo e país-tempo para controlo de vários outros tipos de fatores passíveis de impulsionar a atividade industrial. As variáveis das tarifas aduaneiras são objeto de interação com uma medida país-indústria das ligações a montante calculadas a partir dos quadros de entradas e saídas entre países da OCDE para o ano de 2005, que corresponde ao meio do período de amostragem. A amostra cobre o período de 1995 a 2017 e inclui 54 países e 22 indústrias. A ênfase nas tarifas aduaneiras a montante poderá mitigar preocupações de endogeneidade em relação às variáveis das tarifas aduaneiras, sendo, porém, de destacar que a análise não apresenta necessariamente efeitos causais. Ver Jordà, Ò., “Estimation and inference of impulse responses by local projections”, *American Economic Review*, 95(1), 2005, pp. 161-182.

Os efeitos de ampliação das tarifas aduaneiras devido a uma produção internacional em múltiplas fases significam que os fluxos de comércio associados a setores a jusante são especialmente sensíveis a tarifas aduaneiras, o que está em consonância com os resultados da estimação obtidos com um modelo de gravidade.

Visto que o valor da produção se acumula ao longo da cadeia de valor, custos *ad valorem* do comércio (como as tarifas aduaneiras) são mais elevados em termos absolutos para os produtores a jusante. Além disso, uma produção internacional em múltiplas fases implica que a poupança de custos obtida com a realocização apenas se aplica ao valor acrescentado da fase de produção específica realocizada, ao passo que os custos *ad valorem* do comércio são cobrados sobre o valor total da produção nessa fase. Ambos os aspetos sugerem que é exetável que os setores a jusante sejam particularmente sensíveis a tarifas aduaneiras, o que seria coerente com os efeitos de ampliação das mesmas devido a uma produção em múltiplas fases²⁰. Tal pode ser testado empiricamente, aplicando um quadro empírico de gravidade com tarifas aduaneiras, em que as exportações bilaterais a nível da indústria são objeto de regressão em função de taxas de direitos aduaneiros bilaterais variáveis no tempo por indústria e uma série de efeitos fixos para controlo de outras componentes dos custos do comércio²¹. Considera-se aqui que o coeficiente das tarifas aduaneiras varia com o grau de conteúdo externo das exportações bilaterais, a fim de determinar se uma quota de conteúdo externo mais elevada (ou seja, mais a montante) está associada a uma maior sensibilidade de custos do comércio. Com efeito, os resultados empíricos sugerem que a sensibilidade do comércio a tarifas aduaneiras aumenta acentuadamente a par do conteúdo externo nos fluxos de comércio bilaterais (ver Gráfico C). Enquanto setores com ligações a montante reduzidas apresentam uma elasticidade às tarifas aduaneiras próxima de -0,8, nos setores com um grau médio de conteúdo externo, esta ascende a cerca de -1,4 e sobe para -2,1 no caso de fluxos de comércio com ligações a montante elevadas²². Estas conclusões corroboram, portanto, os efeitos de amplificação significativos das tarifas aduaneiras quando existem cadeias de oferta internacionais organizadas sequencialmente.

²⁰ Para mais pormenores, consultar Johnson, R.C. e Moxnes, A., “GVCs and trade elasticities with multistage production”, *NBER Working Paper*, n.º 26108, 2019.

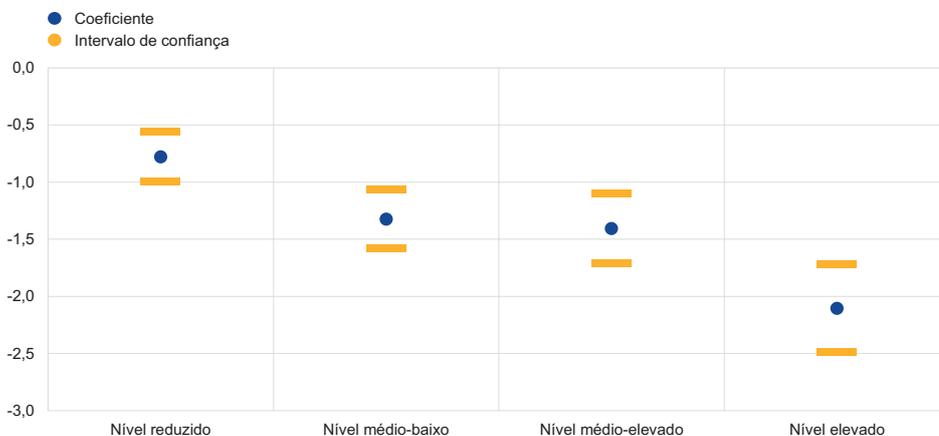
²¹ O enquadramento empírico aplicado é semelhante ao de Bergstrand *et al.*, que abordam métodos de estimação para modelos de gravidade estrutural. Por exemplo, o modelo contém efeitos fixos exportador-indústria-tempo e importador-indústria-tempo, assim como efeitos fixos exportador-importador-indústria. O modelo é estimado com base em dados setoriais para o comércio e a produção extraídos dos quadros de entradas e saídas entre países da OCDE no período de 1995 a 2015, abrangendo 62 países e 18 indústrias transformadoras. Os dados relativos às tarifas aduaneiras provêm da WITS. Os erros-padrão são agrupados ao nível da indústria em termos bilaterais. Os resultados apresentados no Gráfico C referem-se a um modelo estimado utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (*ordinary least squares* – OLS). A estimação do modelo aplicando a pseudo-máxima verosimilhança de Poisson (*Poisson Pseudo Maximum Likelihood* – PPML) produz resultados qualitativamente semelhantes, ao passo que as estimativas da elasticidade são, em geral, superiores. Ver Bergstrand, J. H., Larch, M., e Yotov, Y.V., “Economic integration agreements, border effects, and distance elasticities in the gravity equation”, *European Economic Review*, 78, 2015, pp. 307-327.

²² O modelo de gravidade caracteriza-se por uma perspetiva de longo prazo. Uma elasticidade de -1 sugere que um aumento de 10% das tarifas aduaneiras bilaterais reduziria as exportações bilaterais em 10%.

Gráfico C

Sensibilidade das exportações às tarifas aduaneiras por ligações a montante

(respostas em pontos percentuais e intervalos de confiança de 95%)



Fontes: OCDE, WITS, BACI e cálculos do BCE.

Notas: As ligações a montante reduzidas, médio-baixas, médio-elevadas e elevadas referem-se aos quatro quartis da distribuição da variável das ligações a montante. As ligações a montante medem o conteúdo externo das exportações da indústria de um país e são calculadas utilizando o método de Borin e Mancini (2019). A variável dependente refere-se a exportações bilaterais ao nível da indústria, as quais são objeto de regressão em função das taxas de direitos aduaneiros bilaterais específicas ao nível da indústria, tendo em conta outros fatores que afetam as exportações utilizando efeitos fixos apropriados. São fornecidos mais pormenores sobre os dados e o método de estimação na nota de rodapé 9.

À luz do que precede, considera-se, muitas vezes, que as cadeias de valor mundiais desempenham um papel no atual conflito comercial entre os Estados Unidos e a China ao ampliarem os efeitos dos aumentos das tarifas aduaneiras. Por um lado, resultados anteriores sugerem que as tarifas aduaneiras que fazem subir os custos de produção podem abrandar significativamente a produção de setores cujos processos de produção dependem de bens intermédios externos. Atendendo a que as tarifas aduaneiras impostas pelos Estados Unidos contra a China incidiram sobre um grande número de bens intermédios, este canal é de facto relevante no atual diferendo comercial²³. Por outro lado, a importância dos efeitos de ampliação devido a uma produção mundial em múltiplas fases é menos clara e depende da predominância de comércio com cadeias de valor mundiais nas relações comerciais bilaterais. Os dados da OCDE para 2015 sugerem que, em geral, cerca de 25% do comércio entre os Estados Unidos e a China se realiza num contexto de ligações com cadeias de valor mundiais (barras não a azul no Gráfico D)²⁴. Para ambos os países, o valor é inferior à quota total do comércio com cadeias de valor mundiais no total de exportações, bem como à quota média (ponderada) do mesmo no comércio mundial (Gráfico A), o que, por seu turno, poderá resultar da grande distância entre os dois países. Além disso, no que respeita às exportações dos Estados Unidos para a China, as ligações a jusante (barras a amarelo no Gráfico D) são relativamente mais pertinentes, indicando que as exportações dos Estados Unidos para a China se situam bastante a montante

²³ Os bens intermédios representam mais de metade do valor dos produtos afetados pelas tarifas aduaneiras impostas pelos Estados Unidos a importações da China (no valor de USD 250 mil milhões) no decurso do terceiro trimestre de 2018. Ver, por exemplo, Bown, C. P., Jung, E. e Lu, Z., “Trump and China formalize tariffs on \$260 billion of imports and look ahead to next phase”, *Peterson Institute for International Economics Trade and Investment Policy Watch*, 20 de setembro de 2018.

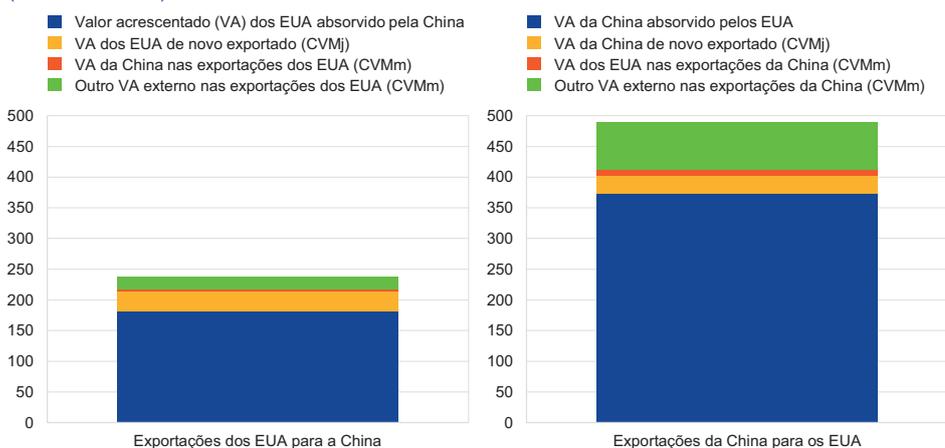
²⁴ É de notar que o valor acrescentado da China e dos Estados Unidos absorvido pelo importador (ou seja, as barras a azul no Gráfico D) compreendem bens intermédios e finais.

na cadeia de valor²⁵. Em contraste, no que toca às exportações da China para os Estados Unidos, a quota de ligações a montante é maior (barras a verde e laranja no Gráfico D), tornando, assim, estes fluxos de comércio potencialmente mais sensíveis aos efeitos de ampliação dos aumentos das tarifas aduaneiras associados à produção organizada em múltiplas fases atrás debatida²⁶.

Gráfico D

Desagregação das exportações bilaterais entre a China e os Estados Unidos (EUA) em 2015

(em USD mil milhões)



Fontes: Quadros de entradas e saídas entre países da OCDE e cálculos do BCE baseados em Borin e Mancini (2019).

Notas: As barras a azul compreendem tanto bens intermédios como finais. "CVMj" e "CVMm" referem-se, respetivamente, a ligações a jusante e a montante nas cadeias de valor mundiais. As exportações incluem bens e serviços.

²⁵ Tais ligações a jusante podem implicar que os custos aduaneiros são transmitidos a mercados terceiros a jusante na cadeia de valor. Ver, por exemplo, Mao, H. e H. Görg (2019), "Friends like this: The Impact of the US – China Trade War on Global Value Chains", *Kiel Center for Globalization Working Paper*, n.º 17.

²⁶ Em termos de desagregação setorial do comércio bilateral bruto, de acordo com os dados da OCDE para 2015, 90% do total das exportações (ou seja, bens e serviços) chinesas para os Estados Unidos decorrem da indústria transformadora, enquanto menos de 10% advêm dos serviços e o papel do setor agrícola é negligenciável. Em contrapartida, aproximadamente 50% do total das exportações dos Estados Unidos para a China decorrem da indústria transformadora, enquanto menos de 7% provêm da agricultura e o resto está relacionado sobretudo com atividades de serviços. Focando apenas o comércio de bens, quase 55% das exportações brutas chinesas para os Estados Unidos são bens de consumo (incluindo telefones e computadores pessoais e automóveis ligeiros), sendo que os bens intermédios e de capital representam cerca de, respetivamente, 30% e 15%. As exportações de bens dos Estados Unidos para a China consistem sobretudo em bens intermédios (mais de 55%), ao passo que os bens de consumo e de capital representam aproximadamente 15% cada (correspondendo sensivelmente outros 15% a produtos diversos).

Por Luca Baldo, Cristina Coutinho e Nick Ligthart

Em 30 de outubro de 2019, o BCE passou a aplicar um sistema de dois níveis no qual uma parte do saldo de liquidez excedentária das instituições de crédito junto do Eurosistema fica isenta de uma remuneração a taxas negativas. O sistema de dois níveis é aplicável à liquidez excedentária depositada pelas instituições de crédito em contas correntes junto do Eurosistema e não aos saldos das mesmas na facilidade permanente de depósito do BCE²⁷. As reservas excedentárias (ou seja, as reservas de liquidez detidas para além das reservas mínimas obrigatórias) que ficam isentas são remuneradas a uma taxa de 0% e não à taxa aplicável à facilidade permanente de depósito, atualmente de -0,5%.

O objetivo do sistema de dois níveis é reforçar o canal de transmissão da política monetária assente nas instituições de crédito, com vista à preservação do contributo geral positivo das taxas negativas para a orientação acomodatória da política monetária. O Conselho do BCE fixou a isenção dos saldos de liquidez excedentária (volume isento) em seis vezes os requisitos de reservas mínimas de uma instituição. O multiplicador é o mesmo para todas as instituições e foi selecionado para apoiar a transmissão da taxa negativa da facilidade permanente de depósito às taxas ativas bancárias, compensando algum do impacto adverso das taxas negativas na rentabilidade das instituições de crédito e garantindo, simultaneamente, que as taxas de mercado de curto prazo do euro se mantêm próximo da taxa da facilidade permanente de depósito. O multiplicador e a taxa de remuneração do volume de liquidez excedentária isento podem ser alterados com o tempo, a fim de assegurar que as instituições de crédito continuam a conceder empréstimos aos clientes a condições que refletem plenamente a orientação pretendida da política monetária.

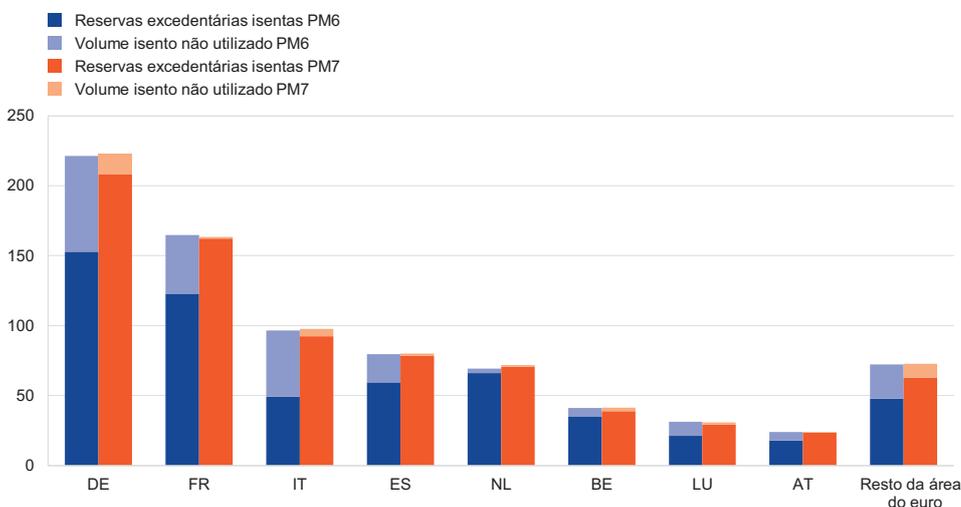
Com a introdução de um sistema de dois níveis, as instituições de crédito cuja liquidez em excesso era inferior ao respetivo volume isento aumentaram as suas reservas excedentárias contraindo empréstimos juntos das instituições que excediam o respetivo volume isento. Em 30 de outubro de 2019, ou seja, na data em que o sistema de dois níveis entrou em vigor, as instituições de crédito reduziram os volumes isentos não utilizados de 28% para 13% do total de volumes isentos. Nos dias seguintes, as instituições que não tinham utilizado completamente os respetivos volumes isentos continuaram a aumentar de forma gradual os saldos de liquidez excedentária e, em 11 de dezembro de 2019, os volumes isentos não utilizados eram inferiores a 5% (ver Gráfico A). Ao mesmo tempo, a liquidez excedentária detida pelas instituições de crédito para além do respetivo volume isento diminuiu ligeiramente – indicando uma redistribuição do excesso de liquidez através dos mercados monetários e de outros canais, em consonância com os incentivos estabelecidos pelo sistema de dois níveis (ver Gráfico B).

²⁷ O BCE publicou informação adicional sobre a matéria numa página específica do seu sítio Web ([Two-tier system for remunerating excess reserve holdings](#)).

Gráfico A

Reservas excedentárias isentas e volumes isentos por país

(em EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

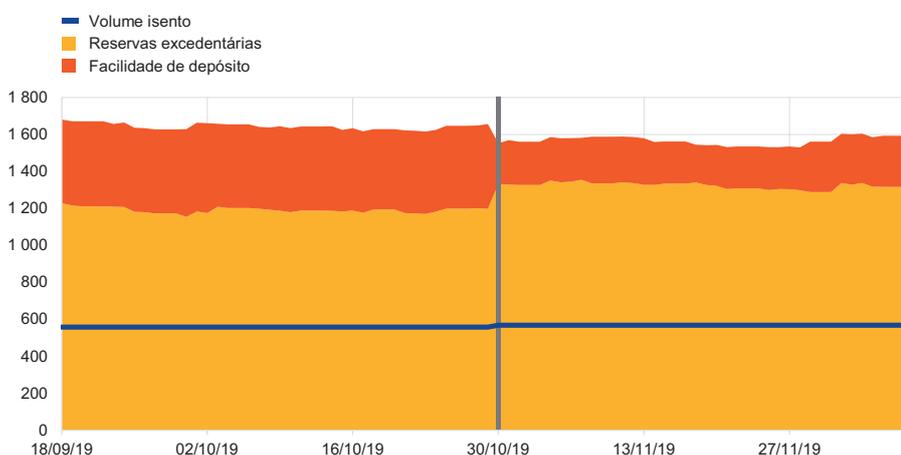
Notas: As reservas excedentárias isentas e os volumes isentos não utilizados são calculados com base nos saldos individuais médios de liquidez em excesso (reservas excedentárias mais o recurso à facilidade permanente de depósito) no sexto período de manutenção (PM6) e com base nos saldos médios de reservas excedentárias (até 24 de novembro de 2019) no sétimo período de manutenção (PM7).

Últimas observações: 11 de dezembro de 2019.

Gráfico B

Evolução da liquidez excedentária das instituições de crédito com reservas superiores ao respetivo volume isento

(em EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

Notas: Reservas excedentárias e recurso à facilidade permanente de depósito das instituições de crédito que excediam o respetivo volume isento no sexto período de manutenção (PM6) e no início do sétimo período de manutenção (PM7). A linha cinzenta indica o início do sétimo período de manutenção (30/10/2019).

Últimas observações: 11 de dezembro de 2019.

A maioria da liquidez acrescida obtida pelas instituições de crédito nos mercados monetários resultou de empréstimos com garantia.

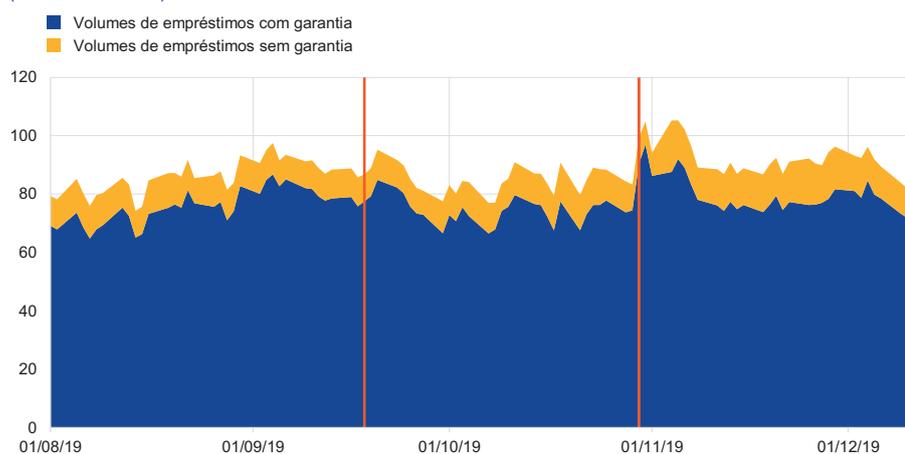
Os dados relativos às operações de um subconjunto de instituições de crédito com volumes isentos não utilizados revelam que, nos primeiros dias após a entrada em vigor do sistema de dois níveis, estas aumentaram, em cerca de €15 mil milhões, o montante médio diário dos empréstimos com garantia contraídos, mantendo, porém, o montante dos empréstimos sem garantia praticamente inalterado (ver Gráfico C).

No entanto, o recurso ao mercado monetário para suprir o volume isento não usado diminuiu posteriormente. Além de recorrerem ao mercado monetária para preencherem os volumes isentos, as instituições de crédito podem adotar outras estratégias, tais como a venda de ativos e a captação de outras formas de financiamento.

Gráfico C

Volumes de liquidez de curto prazo obtida através de empréstimos com e sem garantia contraídos pelas instituições de crédito com volumes isentos não usados

(em EUR mil milhões)



Fontes: BCE e reporte de estatísticas do mercado monetário.

Notas: Liquidez obtida nos segmentos com e sem garantia, através das operações com os prazos mais reduzidos (*overnight* (ON), *spot next* (SN) e *tomorrow next* (TN)), pelas instituições de crédito que reportam dados no quadro do reporte de estatísticas do mercado monetário com volumes isentos não utilizados, com base na respetiva liquidez excedentária no sexto período de manutenção. As linhas vermelhas indicam o início do sexto período de manutenção (18/9/2019) e do sétimo período de manutenção (30/10/2019).

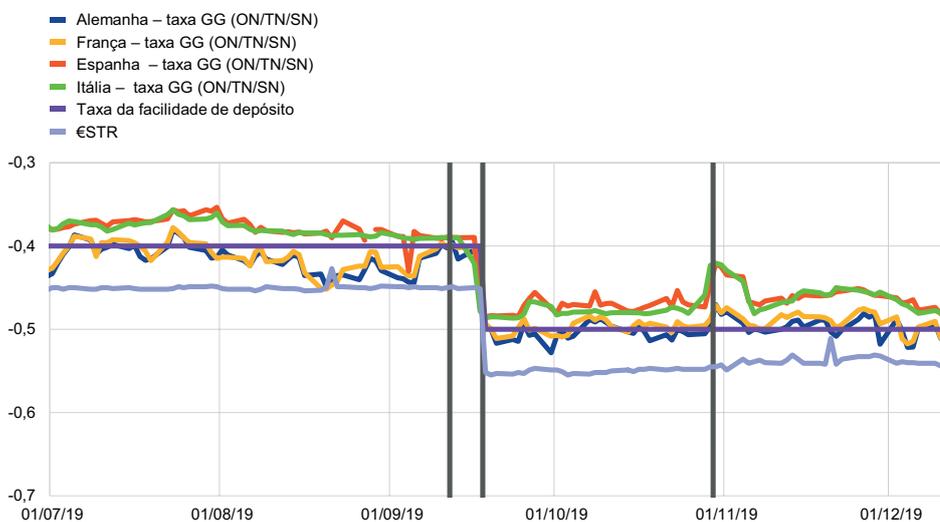
Últimas observações: 11 de dezembro de 2019.

Embora o aumento da atividade de negociação tenha coincidido temporariamente com taxas do mercado monetário mais elevadas, as primeiras seis semanas de aplicação do sistema de dois níveis revelam que as taxas do mercado monetário foram apenas ligeiramente afetadas e permanecem bem alinhadas com a taxa diretora. Após a entrada em vigor do sistema de dois níveis, a €STR – a taxa do financiamento *overnight* no mercado por grosso sem garantia – permaneceu próxima do seu nível médio calculado ao longo do período de 1 a 29 de outubro de 2019. As taxas do financiamento com garantia aumentaram temporariamente em 6 pontos base nos países de maior dimensão da área do euro, mas regressaram, desde então, a níveis dentro do intervalo de volatilidade observado antes do início do sistema de dois níveis (ver Gráfico D).

Gráfico D

Taxas do mercado monetário com e sem garantia

(em percentagem)



Fontes: BCE, MTS e NEX.

Notas: As taxas das operações de reporte de garantias gerais (taxa GG) correspondem às taxas médias ponderadas pelo volume dos ativos de garantia alemães, franceses, espanhóis e italianos e operações com prazos *overnight* (ON), *spot next* (SN) e *tomorrow next* (TN) com a mesma data de transação. As linhas cinzentas indicam a data da reunião do Conselho do BCE em setembro (12/09/2019), a data do início do sexto período de manutenção (18/09/2019) – quando o corte de 10 pontos base da taxa da facilidade permanente de depósito teve efeito – e a data de início do sétimo período de manutenção (30/10/2019) – quando o sistema de dois níveis entrou em vigor. Pré-€STR até 30 de setembro e €STR a partir de 1 de outubro.

Últimas observações: 11 de dezembro de 2019.

3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 31 de julho a 29 de outubro de 2019

Por Luca Baldo e Denis Lungu

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante o quinto e sexto períodos de manutenção de reservas de 2019, que decorreram de 31 de julho a 17 de setembro de 2019 e de 18 de setembro a 29 de outubro de 2019, respetivamente. O período em análise compreende o pacote substancial de medidas adotadas pelo Conselho do BCE a 12 de setembro de 2019. O pacote consiste em cinco elementos: i) reduzir a taxa de juro da facilidade permanente de depósito de -0,40% para -0,50%, com efeito a partir de 18 de setembro, e manter as taxas de juro das operações principais de refinanciamento e da facilidade permanente de cedência de liquidez inalteradas em, respetivamente, 0,00% e 0,25%; ii) ajustamentos às indicações sobre a trajetória futura das taxas de juro diretoras do BCE; iii) o reinício das aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) a partir de 1 de novembro; 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, com efeito a partir do sétimo período de manutenção de reservas com início em 30 de outubro de 2019. Paralelamente, o BCE continuou a reinvestir na totalidade os montantes dos pagamentos do capital dos títulos vencidos adquiridos ao abrigo do APP. Além disso, em 2 de outubro de 2019, o BCE deu início à publicação da nova taxa sem garantia pelo prazo *overnight* da área do euro, a taxa de juro de curto prazo do euro (*euro short-term rate* – €STR). A partir dessa data, a metodologia utilizada para o cálculo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) também foi alterada, passando a EONIA a ser calculada aplicando um *spread* fixo de 8,5 pontos base à €STR.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos líquidos e reservas mínimas obrigatórias, situavam-se em €1559,5 mil milhões, o que representa um aumento de €48,2 mil milhões, em comparação com o período em análise anterior (ou seja, o terceiro e quarto períodos de manutenção de reservas de 2019; ver Quadro A). Esta alteração das necessidades de liquidez deveu-se, em larga medida, a um aumento dos fatores autónomos líquidos, que aumentaram €45,6 mil milhões para €1426,9 mil milhões.

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, €57,6 mil milhões para €846,4 mil milhões. As notas em circulação

criaram, em média, €17,8 mil milhões para €1251,8 mil milhões. Os depósitos das administrações públicas aumentaram €11,9 mil milhões para €282,4 mil milhões, em média, no período em análise e atingiram um máximo histórico de €298,6 mil milhões durante o sexto período de manutenção de reservas. Entre os fatores autônomos de cedência de liquidez, as disponibilidades líquidas sobre o exterior aumentaram €38,5 mil milhões para €737,9 mil milhões, enquanto os ativos líquidos denominados em euros permaneceram globalmente inalterados nos €216,1 mil milhões (um aumento de €3,2 mil milhões). As responsabilidades do Eurosistema para com não residentes na área do euro diminuíram no período em análise e evidenciaram um padrão sazonal menos pronunciado no final de setembro do que no final do trimestre anterior e no final de setembro de 2018²⁸.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

Passivo

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 31 de julho a 29 de outubro de 2019						Período analisado anterior: 17 de abril a 30 de julho de 2019	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 31 de julho a 17 de setembro		Sexto período de manutenção: 18 de setembro a 29 de outubro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autônomos	2 380,7	(+87,3)	2 345,3	(+6,3)	2 421,9	(+76,6)	2 293,3	(+57,2)
Notas em circulação	1 251,8	(+17,8)	1 251,1	(+10,2)	1 252,7	(+1,7)	1 234,1	(+21,8)
Depósitos das administrações públicas	282,4	(+11,9)	268,5	(-27,4)	298,6	(+30,1)	270,5	(+7,2)
Outros fatores autônomos ¹	846,4	(+57,6)	825,7	(+23,4)	870,5	(+44,8)	788,7	(+28,2)
Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias	1 225,2	(-17,2)	1 199,5	(-4,8)	1 255,3	(+55,8)	1 242,4	(-0,7)
Instrumentos de política monetária	642,6	(-74,9)	687,8	(-14,5)	589,8	(-98,0)	717,5	(-40,1)
Reservas mínimas obrigatórias	132,6	(+2,5)	132,0	(+0,6)	133,2	(+1,2)	130,1	(+1,9)
Facilidade permanente de depósito	510,0	(-77,4)	555,7	(-15,1)	456,6	(-99,1)	587,4	(-42,0)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

²⁸ As responsabilidades do Eurosistema para com não residentes na área do euro consistem sobretudo em contas denominadas em euros de bancos centrais de países não pertencentes à área do euro junto dos bancos centrais nacionais do Eurosistema. No fecho dos trimestres os bancos centrais de países não pertencentes à área do euro aumentam os seus depósitos nos bancos centrais nacionais do Eurosistema porque os bancos comerciais revelam menos predisposição para os aceitar. Na verdade, os bancos centrais de países não pertencentes à área do euro também fazem depósitos nos bancos comerciais da área do euro exceto nas datas de reporte (ou seja, fecho dos trimestres), altura em que os bancos comerciais tendem a reduzir os seus balanços. Em 30 de setembro, as responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros aumentaram para €252,2 mil milhões, o que compara com uma média de €223,1 mil milhões durante o sexto período de manutenção. Tal implicou um efeito menos pronunciado que o observado em 30 de junho de 2019, quando estas responsabilidades aumentaram para €277,4 mil milhões, face a uma média de €243,7 mil milhões no quarto período de manutenção. Um ano antes, a 30 de setembro de 2018, a mesma rubrica do balanço aumentou para €301,7 mil milhões, o que compara com uma média de €264,7 mil milhões durante o sexto período de manutenção de 2018.

Ativo

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 31 de julho a 29 de outubro de 2019						Período analisado anterior: 17 de abril a 30 de julho de 2019	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 31 de julho a 17 de setembro		Sexto período de manutenção: 18 de setembro a 29 de outubro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	954,0	(+41,7)	924,7	(+3,9)	988,2	(+63,5)	912,3	(+44,2)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	737,9	(+38,5)	720,2	(+9,9)	758,5	(+38,3)	699,4	(+27,9)
Ativos líquidos denominados em euros	216,1	(+3,2)	204,5	(-6,0)	229,7	(+25,2)	213,0	(+16,3)
Instrumentos de política monetária	3 294,6	(-46,6)	3 307,9	(-17,2)	3 279,2	(-28,7)	3 341,2	(-27,9)
Operações de mercado aberto	3 294,6	(-46,6)	3 307,9	(-17,2)	3 279,2	(-28,7)	3 341,2	(-27,9)
Operações de leilão	683,9	(-31,1)	695,5	(-9,3)	670,5	(-25,0)	715,1	(-12,6)
OPR	2,5	(-2,6)	3,0	(-1,6)	2,0	(-1,0)	5,1	(-0,8)
ORPA com prazo de 3 meses	2,9	(-0,3)	3,0	(-0,2)	2,8	(-0,3)	3,3	(-0,7)
Operações das ORPA direcionadas II	677,2	(-29,5)	689,4	(-7,4)	662,9	(-26,5)	706,7	(-11,2)
Operações das ORPA direcionadas III	1,3	(+1,3)	0,0	(+0,0)	2,8	(+2,8)	0,0	(+0,0)
Carteiras definitivas	2 610,7	(-15,1)	2 612,4	(-8,0)	2 608,7	(-3,7)	2 625,9	(-15,4)
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	2,8	(-0,3)	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,1)	3,1	(-1,0)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	3,2	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3	(-0,3)	3,5	(-0,4)
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	260,9	(-0,8)	261,2	(-0,3)	260,6	(-0,5)	261,7	(-0,5)
Programa dos mercados de títulos de dívida	52,8	(-8,6)	54	(-5,7)	51,4	(-2,6)	61,4	(-3,9)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	26,1	(-0,1)	26	(-0,0)	26,2	(+0,2)	26,1	(-0,0)
Programa de compra de ativos do setor público	2 087,6	(-4,8)	2 087,8	(-1,4)	2 087,4	(-0,4)	2 092,4	(-9,2)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	177,3	(-0,4)	177,2	(-0,4)	177,4	(+0,1)	177,7	(-0,3)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,0	(-0,2)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,2	(+0,1)

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.

Outras informações com base na liquidez

(médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 31 de julho a 29 de outubro de 2019						Período analisado anterior: 17 de abril a 30 de julho de 2019	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 31 de julho a 17 de setembro		Sexto período de manutenção: 18 de setembro a 29 de outubro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados ¹	1 559,5	(+48,2)	1 552,7	(+2,6)	1 567,4	(+14,8)	1 511,3	(+14,9)
Fatores autónomos ²	1 426,9	(+45,6)	1 420,6	(+2,0)	1 434,2	(+13,6)	1 381,3	(+13,0)
Liquidez excedentária ³	1 735,2	(-94,5)	1 755,2	(-19,9)	1 711,8	(-43,4)	1 829,6	(-42,9)

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) Corresponde à soma dos Fatores autónomos líquidos com as Reservas mínimas obrigatórias.

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

3) Corresponde à soma de Depósitos à ordem acima de reservas mínimas obrigatórias com o recurso à Facilidade permanente de depósito, subtraindo o recurso à Facilidade permanente de cedência de liquidez.

Evolução das taxas de juro

(médias; percentagens)

	Período em análise atual: 31 de julho a 29 de outubro de 2019						Período analisado anterior: 17 de abril a 30 de julho de 2019	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 31 de julho a 17 de setembro		Sexto período de manutenção: 18 de setembro a 29 de outubro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
OPR	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidade permanente de depósito	-0,45	(-0,05)	-0,40	(+0,00)	-0,50	(-0,10)	-0,40	(+0,00)
EONIA ¹	-0,408	(-0,04)	-0,362	(+0,01)	-0,462	(-0,10)	-0,363	(+0,00)
€STR ²	-0,496	(-0,05)	-0,450	(+0,00)	-0,550	(-0,10)	-0,450	(-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) Calculada utilizando a €STR acrescida de 8,5 pontos base a partir de 1 de outubro de 2019.

2) Valores anteriores à publicação da €STR encontram-se incluídos no cálculo das médias anteriores a 30 de setembro de 2019.

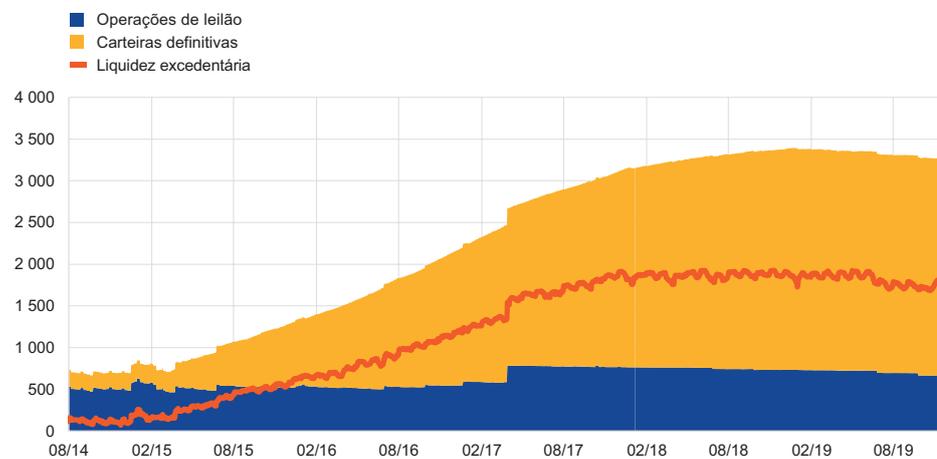
Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – incluindo operações de leilão e carteiras de política monetária – diminuiu €46,6 mil milhões, para €3294,6 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 anteriormente 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).

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 durante o período em análise, tendo descido €31,1 mil milhões para €683,9 mil milhões. Esta descida deveu-se maioritariamente à menor liquidez gerada pelas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas). O saldo disponibilizado ao abrigo das ORPA direcionadas II diminuiu €29,5 mil milhões em média no período em análise, em resultado do reembolso antecipado voluntário de €31,8 mil milhões liquidados a 25 de setembro. Esta diminuição foi apenas parcialmente compensada pelos €3,4 mil milhões colocados na primeira operação de ORPA direcionadas III que foi liquidada nesse mesmo dia. A menor procura pelas contrapartes levou a uma queda na cedência de liquidez através de OPR e de ORPA com prazo de 3 meses, que desceram €2,6 mil milhões para €2,5 mil milhões, em média, e €0,3 mil milhões para €2,9 mil milhões, em média, respetivamente.

A liquidez cedida através das carteiras de política monetária do Eurosistema diminuiu €15,1 mil milhões para €2610,7 mil milhões 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 €9,1 mil milhões no período em análise. No que respeita ao APP, durante a interrupção nas compras líquidas entre 1 de janeiro e 31 de outubro de 2019, os pagamentos de capital dos títulos vencidos continuaram a ser reinvestidos. Mesmo com reinvestimento total, motivos operacionais poderão levar a desvios temporários limitados na dimensão e composição totais do APP²⁹. Consequentemente, o valor contabilístico do PSPP diminuiu marginalmente durante o período em análise, tendo descido €4,8 mil milhões, para €2087,6 mil milhões, em média.

²⁹ Ver [Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#), *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2019.

Liquidez excedentária

Como consequência da evolução descrita, a liquidez excedentária média diminuiu €94,5 mil milhões para €1735,2 mil milhões, em comparação com o período analisado anterior (ver Gráfico A). Esta diminuição reflete fatores autónomos líquidos mais elevados e uma menor cedência de liquidez através das operações de leilão e das carteiras de política monetária do Eurosistema. Durante o sexto período de manutenção de reservas, o recurso à facilidade permanente de depósito diminuiu €99,1 mil milhões e a liquidez excedentária em depósitos à ordem aumentou €55,8 mil milhões. Esta mudança sugere que alguns intermediários terão começado a transferir fundos da facilidade permanente de depósito para depósitos à ordem em antecipação da entrada em vigor do sistema de dois níveis para a remuneração de reservas, anunciado a 12 de setembro de 2019, uma vez que a remuneração zero se aplica apenas a fundos detidos em depósitos à ordem. O sistema de dois níveis aplica-se a partir do sétimo período de manutenção com início a 30 de outubro de 2019, pelo que não afeta a remuneração da liquidez excedentária durante o período em análise. As reservas elegíveis das contrapartes são determinadas com base na média dos saldos de fim de dia dos depósitos à ordem das instituições durante o período de manutenção.

Evolução das taxas de juro

A €STR foi publicada pela primeira vez durante o período em análise, a 2 de outubro³⁰. Com base numa comparação com dados anteriores à publicação, não houve alteração na €STR por altura da primeira publicação.

O corte na taxa da facilidade permanente de depósito para -0,50% com efeitos a partir de 18 de setembro já se repercutiu nas taxas do mercado monetário de curto prazo. No segmento do mercado monetário sem garantia, a redução da taxa da facilidade permanente de depósito em 10 pontos base foi transmitida na totalidade à €STR, uma vez que registou em média -0,550% no sexto período de manutenção de reservas, em comparação com -0,450% no quinto período de manutenção³¹. A EONIA também desceu de -0,362% para -0,462% no mesmo período. A taxa da facilidade permanente de depósito mais baixa também se repercutiu nas taxas do mercado monetário com garantia. Entre o quinto e o sexto período de manutenção de reservas, as taxas médias *overnight* das operações de reporte para cabazes de ativos de garantia normalizados e alargados no mercado de ativos de garantia gerais GC Pooling³² diminuíram em 0,097% para -0,502% e em 0,094% para -0,491%, respetivamente.

³⁰ Ver [Goodbye EONIA, welcome €STR!](#), *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2019.

³¹ Os dados anteriores à €STR foram incluídos para o período anterior a 30 de setembro de 2019 para efeitos de comparação.

³² O mercado GC Pooling permite que os acordos de recompra sejam transacionados na plataforma Eurex contra cabazes normalizados de ativos de garantia.

4 Indicadores das condições do mercado de trabalho na área do euro

Por Vasco Botelho e António Dias da Silva

Esta caixa apresenta duas ferramentas complementares para avaliar o desempenho do mercado de trabalho na área do euro. A primeira é uma ferramenta de visualização sob a forma de um gráfico de radar, que exibe 18 variáveis para caracterizar as atuais condições do mercado de trabalho na área do euro. A segunda aplica uma análise de componentes principais às variáveis apresentadas no gráfico de radar. Esta abordagem resume a informação disponível sobre as condições do mercado de trabalho na área do euro em dois indicadores sintéticos³³: nível de atividade e dinamismo do mercado de trabalho. O indicador relativo ao nível de atividade compara a evolução do mercado de trabalho ao longo do tempo, enquanto o indicador referente ao dinamismo do mercado de trabalho avalia a taxa de variação do desempenho do mercado de trabalho. A análise apresentada centra-se no conjunto da área do euro e não reflete plenamente a heterogeneidade do mercado de trabalho nos vários países.

A ferramenta de visualização para o mercado de trabalho da área do euro é mostrada no Gráfico A, que representa as condições do mercado de trabalho recorrendo a uma abordagem de “lente multifocal”³⁴. Esta ferramenta proporciona uma panorâmica rápida do mercado de trabalho mediante a comparação dos valores atuais de cada série temporal com os seus melhores e piores resultados desde 2005. Permite igualmente uma comparação entre as atuais condições do mercado de trabalho e as condições do mercado de trabalho em outros momentos no tempo, tais como o pico atingido antes da crise (o primeiro trimestre de 2008) e o início da recuperação económica (o primeiro trimestre de 2013). As variáveis apresentadas no Gráfico A refletem a complexidade do mercado de trabalho. Nessa medida, as variáveis não só refletem a atual dinâmica do emprego e do desemprego, mas fornecem também mais informação sobre outros fatores que caracterizam as condições do mercado de trabalho tanto para os trabalhadores como para as empresas, nomeadamente i) as condições de desemprego em termos de duração e idade, ii) os fluxos no mercado de trabalho e os postos de trabalho por preencher anunciados, iii) a utilização de mão de obra e as suas implicações para a produtividade do trabalho e os salários reais, bem como iv) fatores estruturais que possam afetar a evolução presentemente observada no mercado de trabalho.

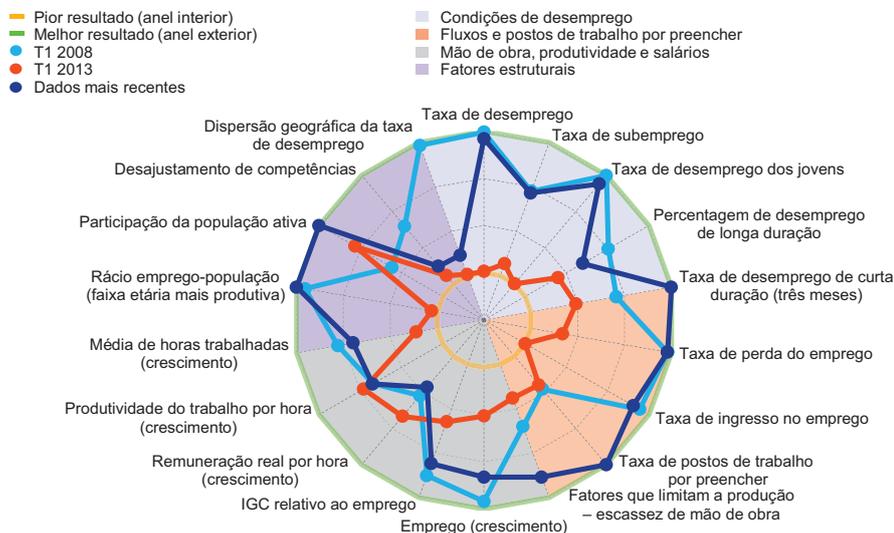
³³ A abordagem metodológica segue a utilizada para os [indicadores das condições do mercado de trabalho](#) do Federal Reserve Bank of Kansas City. Outros indicadores das condições do mercado de trabalho foram desenvolvidos pelo [Reserve Bank of Australia](#), o [Bank of Canada](#) e o [Reserve Bank of New Zealand](#), utilizando uma abordagem idêntica.

³⁴ A apresentação das variáveis do mercado de trabalho neste formato é inspirada no [gráfico de radar sobre distribuições no mercado de trabalho](#) do Federal Reserve Bank of Atlanta, que constitui uma ferramenta desenvolvida para acompanhar a evolução geral do mercado de trabalho ao longo do tempo. A abordagem de visualização é ligeiramente diferente da do gráfico do Federal Reserve Bank of Atlanta, dado que a abordagem adotada nesta caixa não hierarquiza os dados. Ao invés, os valores são normalizados para que os melhores e piores resultados no contexto da amostra possam ser comparados nas diversas variáveis. As datas do ciclo económico que definem o nível máximo alcançado antes da crise de 2008-2009 e o nível mínimo que assinala o início da recuperação económica são retiradas dos anúncios do [Euro Area Business Cycle Dating Committee](#) (comité responsável pela datação do ciclo económico na área do euro) do Centre for Economic Policy Research ou CEPR (Centro de Estudos de Política Económica).

Gráfico A

Visão de conjunto do mercado de trabalho na área do euro desde 2005

(anel interior: pior resultado desde o primeiro trimestre de 2005; anel exterior: melhor resultado desde o primeiro trimestre de 2005; valores normalizados para cada variável)



Fontes: Eurostat (estatísticas de curto prazo e inquérito à população ativa para todas as variáveis relacionadas com o desemprego, o rácio do emprego face à população e a participação da população ativa; estatísticas sobre postos de trabalho por preencher para a taxa de postos de trabalho por preencher; e contas nacionais para o emprego, a remuneração, as horas e a produtividade), Comissão Europeia (inquéritos às empresas e consumidores para os fatores que limitam a produção – escassez de mão-de-obra), Markit (para o Índice de Gestores de Compras (IGC)) e cálculos de especialistas do BCE. A nota de rodapé 3 contém mais informação sobre as taxas de ingresso no emprego e de perda do emprego e a nota de rodapé 4 disponibiliza mais informação sobre a dispersão geográfica do desemprego e o desajustamento de competências. No que respeita ao IGC relativo ao emprego e aos fatores que limitam a produção (escassez de mão de obra), a última observação refere-se a outubro de 2019. Relativamente à taxa de desemprego, à dispersão geográfica da taxa de desemprego e ao crescimento do emprego (estimativa provisória), a última observação diz respeito a setembro de 2019. No tocante às restantes variáveis, a última observação refere-se ao segundo trimestre de 2019.

Notas: i) todas as taxas de crescimento são definidas em termos homólogos; ii) a faixa etária mais produtiva é definida como abrangendo todos os indivíduos com idades compreendidas entre os 25 e os 54 anos; iii) a taxa de desemprego dos jovens é definida para indivíduos com idades compreendidas entre os 15 e os 24 anos; iv) a taxa de subemprego é construída retrospectivamente desde o primeiro trimestre de 2005 até ao quarto trimestre de 2007, utilizando uma interpolação de acordo com a curva cúbica com o número de trabalhadores a tempo parcial involuntários na área do euro a servir de aproximação para calcular o número de trabalhadores a tempo parcial subempregados durante este período; v) o melhor resultado é definido para cada variável como o nível mínimo atingido desde o primeiro trimestre de 2005 – que é aplicado a todas as variáveis relacionadas com as condições de desemprego no mercado de trabalho, com a taxa de perda do emprego, com a percentagem de desemprego de longa duração, com o indicador de desajustamento de competências e com a dispersão geográfica da taxa de desemprego – ou como o nível máximo alcançado desde o primeiro trimestre de 2005; e vi) o pior resultado é definido por oposição ao melhor resultado.

O Gráfico A mostra que, embora algumas variáveis do mercado de trabalho estejam próximas dos valores anteriores à crise, a estrutura subjacente do mercado de trabalho sofreu alterações consideráveis.

As taxas de desemprego, subemprego e desemprego dos jovens estão próximas dos níveis anteriores à crise, mesmo que a taxa de subemprego ainda seja ligeiramente mais elevada do que o seu melhor resultado desde 2005. A taxa de desemprego por duração é significativamente diferente do valor registado antes da crise: a taxa de desemprego de curta duração apresenta o seu nível mais baixo desde 2005, ao passo que a percentagem atual de desemprego de longa duração ainda é mais elevada do que a observada antes da crise. O desempenho do mercado de trabalho da área do euro em termos de fluxos e postos de trabalho por preencher é forte, sendo que todas as variáveis nesta categoria registam valores próximos dos seus melhores resultados desde 2005. Os dados recentes sobre os fluxos no mercado de trabalho³⁵ são

³⁵ Os fluxos no mercado de trabalho são calculados com base em Shimer, R., *Reassessing the ins and outs of unemployment*, *Review of Economic Dynamics*, Vol. 15, n.º 2, 2012, pp. 127-148, e Elsby, M.W.L., Hobijn, B. e Şahin, A., *Unemployment dynamics in the OECD*, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, n.º 2, 2013, pp. 530-548, sendo que os movimentos para o desemprego e do desemprego são estimados com base em informação sobre a duração do desemprego, ao passo que se pressupõe que os fluxos para a inatividade e da inatividade são constantes.

idênticos aos observados durante o período anterior à crise, enquanto os postos de trabalho por preencher, medidos pela taxa de postos de trabalho por preencher e pelo indicador de fatores que limitam a produção, registam máximos históricos ou estão próximos dos mesmos. A evolução da mão de obra, da produtividade e dos salários é ligeiramente mais fraca do que (mas comparável com) a observada antes da crise. No que respeita aos fatores estruturais, duas características assinaláveis da atual situação do mercado de trabalho são os máximos históricos do rácio do emprego face à população na população na faixa etária mais produtiva (ou seja, pessoas com idades compreendidas entre os 25 e os 54 anos) e a taxa de participação da população ativa. Inversamente, o indicador de desajustamento de competências e a dispersão geográfica da taxa de desemprego³⁶ são significativamente mais elevados do que no período anterior à crise e permanecem em níveis comparáveis com os observados no início da recuperação.

A segunda ferramenta aplica uma análise de componentes principais para consolidar a informação complexa sobre o mercado de trabalho em dois indicadores sintéticos. Esta análise utiliza a informação disponível sobre o mercado de trabalho da área do euro enquanto isola os principais padrões que afetam as condições do mercado de trabalho³⁷. Com esta abordagem, são identificadas duas componentes principais. A primeira está relacionada com o nível de atividade no mercado de trabalho, refletindo principalmente a evolução do rácio do emprego face à população para a população na faixa etária mais produtiva, a taxa de desemprego, a taxa de ingresso no emprego, a taxa de desemprego dos jovens e a percentagem de desemprego de longa duração. A segunda é mais reveladora do dinamismo do mercado de trabalho, estando predominantemente relacionada com a taxa de crescimento do emprego total, a taxa de crescimento da média de horas trabalhadas, a percentagem de desemprego de longa duração, o IGC relativo ao emprego e a taxa de desemprego de curta duração. É identificada uma terceira componente como forma de controlar quaisquer incorreções no cálculo dos indicadores sintéticos para o nível de atividade e o dinamismo do mercado de trabalho da área do euro,

³⁶ A dispersão geográfica da taxa de desemprego é medida como o coeficiente de variação da taxa de desemprego em todos os países da área do euro, ponderado pelas respetivas percentagens de emprego. O indicador de desajustamento de competências segue a metodologia do Grupo de Trabalho do Comité de Política Monetária do Sistema Europeu de Bancos Centrais, apresentada no documento [Euro Area Labour Markets and the Crisis](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 138, BCE, Frankfurt am Main, outubro de 2012.

³⁷ Esta abordagem é idêntica à metodologia subjacente aos indicadores das condições do mercado de trabalho do Federal Reserve Bank of Kansas City (Hakkio, C.S. e Willis, J.L., [Assessing Labor Market Conditions: The level of activity and the speed of improvement](#), *The Macro Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, julho de 2013, e Hakkio, C.S. e Willis, J.L., [Kansas City Fed's Labor Market Conditions Indicators](#), *The Macro Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto de 2014). As componentes principais relevantes são selecionadas de acordo com dois critérios: i) a soma de todas as componentes escolhidas tem de representar pelo menos 80% da variância total das 18 variáveis do mercado de trabalho e ii) cada componente terá de ter um autovalor correspondente significativamente acima da unidade. As componentes são então sujeitas a uma rotação varimax para serem mais fáceis de interpretar, em consonância com os indicadores das condições do mercado de trabalho do Federal Reserve Bank of Kansas City. Os indicadores das condições do mercado de trabalho desenvolvidos para a área do euro na presente caixa são robustos à eliminação de qualquer variável individual do mercado de trabalho.

devido à possível não estacionariedade de algumas variáveis do mercado de trabalho³⁸.

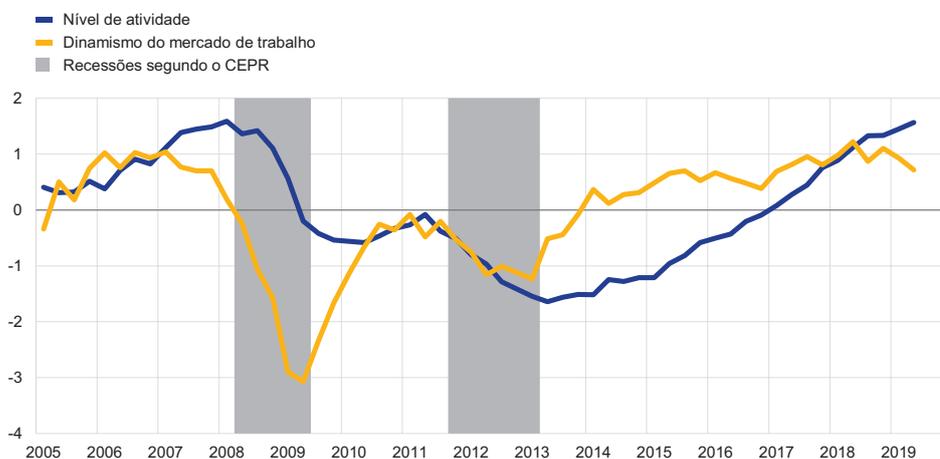
Os indicadores sintéticos revelam que o nível de atividade no mercado de trabalho da área do euro é comparável com o máximo registado antes da crise no segundo trimestre de 2019, enquanto o dinamismo do mercado de trabalho permanece elevado, não obstante ter abrandado ligeiramente (ver o Gráfico B).

Os dois indicadores parecem captar de perto os movimentos cíclicos no mercado de trabalho da área do euro. O indicador do nível de atividade no mercado de trabalho atingiu o valor máximo antes da recessão observada no primeiro trimestre de 2008 e diminuiu depois progressivamente até ao início da recuperação do emprego, atingindo o seu valor mais baixo no segundo trimestre de 2013. Regressou ao seu valor médio de longo prazo no final de 2016, a par do retorno do emprego total ao seu máximo anterior à crise, e, no segundo trimestre de 2019, atingiu níveis comparáveis com os registados antes da crise. O indicador do dinamismo do mercado de trabalho começou a diminuir algum tempo antes da crise e atingiu os seus níveis mais baixos em 2009, altura em que se verificou uma queda acentuada do emprego. O indicador permaneceu abaixo da sua média até ao final de 2013, atingiu o valor máximo em 2018, situando-se em níveis ligeiramente superiores aos observados antes da crise, e permanece acima da sua média de longo prazo, o que sugere margem para uma continuação da melhoria do mercado de trabalho no curto prazo.

Gráfico B

Indicadores das condições do mercado de trabalho na área do euro

(desvios-padrão)



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia, Markit e cálculos de especialistas do BCE. A última observação refere-se ao segundo trimestre de 2019.

Nota: As áreas sombreadas representam períodos de recessão, tal como identificados pelo comité responsável pela datação do ciclo económico na área do euro do CEPR.

³⁸ Esta componente (não apresentada no Gráfico B) é influenciada sobretudo pelas variáveis do mercado de trabalho com tendência, tais como a taxa de participação da população ativa, o indicador de desajustamento de competências, a dispersão geográfica da taxa de desemprego, a taxa de postos de trabalho por preencher e o indicador dos fatores que limitam a produção. Enquanto tal, esta componente está associada às alterações de longo prazo que ocorreram no mercado de trabalho entre 2005 e 2019. A exclusão da terceira componente resultaria num nível observado mais baixo de atividade no mercado de trabalho e num dinamismo mais elevado do mercado de trabalho nos últimos trimestres. Os três indicadores das condições do mercado de trabalho daí resultantes representam, em conjunto, 84,9% da variância total das 18 variáveis do mercado de trabalho apresentadas no Gráfico A. A evolução da taxa de emprego está em consonância com o indicador do nível de atividade.

Para concluir, esta caixa apresenta duas ferramentas que se complementam e ajudam a analisar a informação complexa sobre o mercado de trabalho.

O gráfico de radar representa as várias dimensões do mercado de trabalho, designadamente as condições de desemprego, a evolução dos fluxos no mercado de trabalho e dos postos de trabalho por preencher, a evolução da mão de obra, da produtividade e dos salários reais, bem como as alterações das condições estruturais do mercado de trabalho na área do euro. Os dois indicadores sintéticos do mercado de trabalho resumem a informação mais relevante proveniente das 18 variáveis apresentadas no gráfico de radar. Estes indicadores proporcionam uma avaliação em relação ao nível de atividade e ao dinamismo do mercado de trabalho da área do euro e, por conseguinte, ajudam a avaliar o seu desempenho e posição cíclica. A análise sugere que existe margem para o nível de atividade no mercado de trabalho da área do euro continuar a melhorar no futuro próximo, beneficiando de um dinamismo positivo do mercado de trabalho. Os indicadores não contemplam plenamente a heterogeneidade específica de cada país no mercado de trabalho da área do euro e a melhoria das condições do mercado de trabalho está dependente de futuras alterações na posição cíclica da atividade económica.

5 Evolução recente das contribuições para a segurança social e do salário mínimo na área do euro

Por Ferdinand Dreher, Omiros Kouvavas e Gerrit Koester

O comportamento dos custos do trabalho pode ser significativamente afetado por alterações específicas de cada país nas contribuições para a segurança social e no salário mínimo. O conhecimento da natureza e magnitude destes fatores é importante na avaliação da robustez do crescimento salarial e das suas implicações para a inflação dos preços no produtor e no consumidor. A presente caixa analisa de que forma estes dois fatores afetaram o crescimento salarial agregado da área do euro.

Medidas dos custos do trabalho, como a remuneração por empregado³⁹, podem por vezes ser afetadas por medidas relacionadas com contribuições dos empregadores para a segurança social. Se suficientemente substanciais, alterações nas contribuições para a segurança social efetuadas por empregadores podem provocar uma cisão entre as diferentes medidas salariais (ver Gráfico A, painel a). Por exemplo, o desvio entre o crescimento da remuneração por empregado e o crescimento dos ordenados e salários por empregado em 2015-2016 esteve relacionado com cortes nas contribuições dos empregadores para a segurança social em cada um dos quatro maiores países da área do euro (ver Gráfico A, painel b)⁴⁰. Desde o início de 2019, voltou a registar-se um desvio, relacionado sobretudo com uma queda significativa das contribuições para a segurança social em França, ao passo que na Alemanha, Itália e Espanha as contribuições sociais dos empregadores aumentaram. A redução das contribuições dos empregadores para a segurança social em França esteve relacionada com uma alteração legislativa que implicou uma redução permanente das referidas contribuições, que substituiu o crédito fiscal para a competitividade e o emprego (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE). Esta alteração legislativa travou o crescimento da remuneração por empregado nos primeiros três trimestres de 2019, com aumentos de 2,3%, 2,2% e 2,1% no primeiro, segundo e terceiro trimestres, respetivamente – apenas ligeiramente acima da média de longo prazo de 2,1% registada desde 1999. O crescimento anual dos ordenados e salários por empregado, que exclui as contribuições dos empregadores para a segurança social e não é afetado pela alteração legislativa em França, foi portanto mais forte do que o crescimento da remuneração por empregado, a uma taxa de 2,6%, 2,5% e 2,5% no primeiro, segundo e terceiro trimestres, respetivamente – confortavelmente acima da média de longo prazo de 2,2% registada desde 1999. No geral, o crescimento dos ordenados e salários por empregado é mais dinâmico na conjuntura atual do que o crescimento da remuneração por empregado.

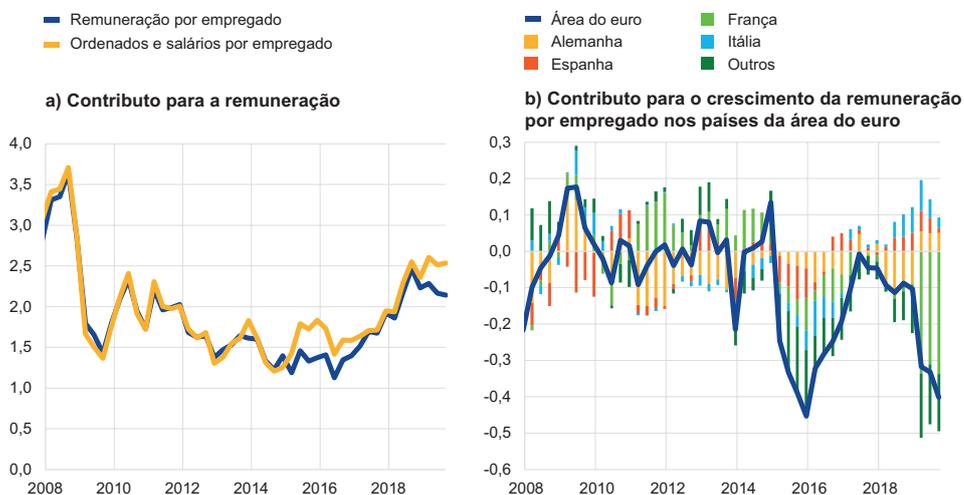
³⁹ A remuneração por empregado é o total das remunerações, em dinheiro ou em espécie, a pagar pelos empregadores aos empregados como retribuição pelo trabalho prestado, isto é, ordenados e salários brutos, bem como bónus, pagamento de horas extraordinárias e contribuições sociais dos empregadores, dividido pelo número total de empregados.

⁴⁰ Convém referir que o contributo da segurança social para o crescimento salarial pode refletir mais do que apenas alterações nas taxas da segurança social.

Gráfico A

Contribuições dos empregadores para a segurança social e crescimento salarial na área do euro

(painel a: taxas de variação homólogas (%); painel b: pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: A última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2019

As alterações no salário mínimo podem também afetar significativamente o comportamento dos salários, uma vez que estes são regidos pelas regras da indexação ou legislativas, e não pelos processos de negociação salarial. Existe salário mínimo em 15 dos 19 países da área do euro⁴¹. Em julho de 2019, o salário mínimo pago na área do euro oscilava entre €430 (Letónia) e €2071 (Luxemburgo) por mês. Nos últimos dez anos, o salário mínimo aumentou, em média, entre 1,5% (Irlanda) e 7% (Estónia) por ano⁴². Os níveis do salário mínimo são fixados utilizando diferentes métodos – que incluem fórmulas pré-determinadas, recomendações de comités de peritos e consulta a parceiros sociais –, mas estão frequentemente sujeitos ao poder discricionário dos governos. Consequentemente, a frequência da alteração difere de país para país. Contudo, a maioria dos países normalmente efetua uma revisão do salário mínimo todos os anos ou de dois em dois anos.

O crescimento do salário mínimo foi até agora substancialmente mais forte em 2019 do que o crescimento dos ordenados e salários por empregado no geral. Um índice para a área do euro compilado com base nos dados nacionais disponíveis⁴³ mostra que, depois de apenas um aumento de 1% do salário mínimo legal em 2018, o salário mínimo aumentou 4,6% em termos homólogos no primeiro semestre de 2019 (ver Gráfico B).

⁴¹ Os quatro países da área do euro sem salário mínimo legal são a Itália, Chipre, Áustria e Finlândia.

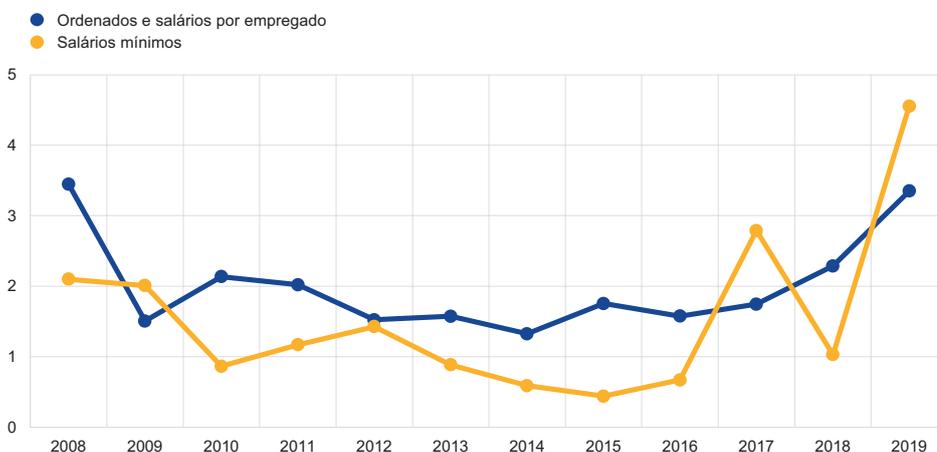
⁴² Fonte: Eurostat.

⁴³ O índice é ponderado pelo número de empregados nos respetivos países. Para os países sem salário mínimo, assume-se que este seja zero, o que significa que a taxa de crescimento do salário mínimo da área do euro no Gráfico B é diminuída pela inclusão de países sem salário mínimo.

Gráfico B

Crescimento dos ordenados e salários por empregado e do salário mínimo na área do euro

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: A observação para 2019 baseia-se em dados dos três primeiros trimestres de 2019.

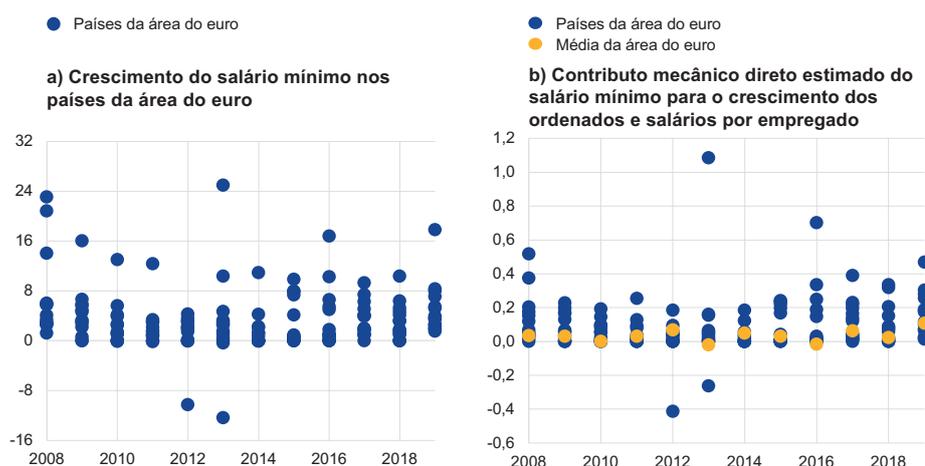
O crescimento do nível do salário mínimo no primeiro semestre de 2019 foi generalizado nos vários países⁴⁴.

Pela primeira vez desde 2008, todos os países da área do euro com salário mínimo aumentaram o nível do salário mínimo nacional legal em 2019, tendo os aumentos no ano anterior oscilado entre 1,5% (França) e 17,9% (Espanha) (ver Gráfico C, painel a).

Gráfico C

Evolução do salário mínimo e o seu papel no crescimento dos ordenados e salários por empregado

(painel a: taxas de variação homólogas (%); painel b: pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e BCE.

Nota: O painel b) é baseado em estimativas (aplicando cálculos com base em dados das EU-SILC) para a dimensão do grupo de beneficiários do salário mínimo nos países da área do euro e no agregado da área do euro.

⁴⁴ Para cada um dos 15 países da área do euro com salário mínimo, estima-se o salário mínimo nacional com base numa média dos níveis a 1 de janeiro e 1 de julho de cada ano.

O impacto mecânico direto de alterações no nível do salário mínimo sobre o crescimento salarial global na área do euro tende a ser reduzido. O cálculo destes contributos diretos requer informação sobre o número de beneficiários. A presente caixa utiliza dados das estatísticas do rendimento e das condições de vida na UE (EU-SILC) para obter uma aproximação da percentagem dos beneficiários do salário mínimo nos beneficiários de ordenados e salários em termos globais⁴⁵. Tendo presente a incerteza considerável em torno desta aproximação, os dados da área do euro mostram que o contributo mecânico direto do salário mínimo para o crescimento dos ordenados e salários por empregado aumentou em 2019, embora tenha sido muito limitado, com uma magnitude de cerca de 0,1 pontos percentuais (ver Gráfico C, painel b).

Para alguns países, o impacto mecânico direto de alterações no salário mínimo sobre o crescimento dos ordenados e salários por empregado foi provavelmente mais substancial. No primeiro semestre de 2019, por exemplo, as estimativas baseadas na referida aproximação sugerem que o crescimento do salário mínimo contribuiu com até 0,5 pontos percentuais para o crescimento dos salários nacionais (ver Gráfico C, painel b). Contudo, estas estimativas cobrem apenas os efeitos diretos de alterações ao salário mínimo sobre o crescimento salarial no sentido contabilístico. Por conseguinte, excluem os efeitos indiretos do salário mínimo na escala salarial⁴⁶, bem como efeitos relacionados com possíveis repercussões de alterações no salário mínimo sobre o emprego⁴⁷ ou com a interação dinâmica da fixação de salários e ajustamentos ao salário mínimo.

⁴⁵ Em primeiro lugar, a percentagem dos beneficiários do salário mínimo é calculada com base em dados das EU-SILC. Para tal, calcula-se a percentagem de trabalhadores com rendimento num intervalo entre 90% e 110% do salário mínimo. Esta percentagem é depois aplicada ao número total de trabalhadores da economia, para calcular o número de beneficiários do salário mínimo numa economia. A multiplicação deste número pelo nível respetivo do salário mínimo em cada país dá o montante de ordenados e salários que pode ser atribuído aos beneficiários do salário mínimo e permite o cálculo da percentagem deste grupo nos ordenados e salários em termos globais em cada país e – agregando os resultados nacionais – na área do euro. O controlo das diferenças em horas trabalhadas por beneficiários do salário mínimo e o emprego em termos globais não afeta substancialmente os resultados. As percentagens de trabalhadores foram estimadas utilizando microdados das EU-SILC para cada ano até à última observação de 2016. As percentagens são mantidas constantes para o resto da amostra, exceto nos casos em que estejam disponíveis dados administrativos por país para complementar a análise. Para pormenores sobre os microdados das EU-SILC, ver a discussão no artigo intitulado “The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth”, na presente edição do *Boletim Económico*.

⁴⁶ Está disponível uma análise destes efeitos para o caso de França em Gautier, E., Fougère, D. e Roux, S., “The Impact of the National Minimum Wage on Industry-Level Wage Bargaining in France”, *Working Paper Series*, n.º 587, Banque de France, abril de 2016.

⁴⁷ São apresentados trabalhos iniciais que comparam estudos sobre os efeitos no emprego numa meta-análise em Card, D. e Krueger, A.B., “Time-Series Minimum-Wage Studies: A Meta-analysis”, *The American Economic Review*, Vol. 85, N.º 2, maio de 1995, pp. 238-243. Uma contribuição mais recente por Cengiz, D., Dube, A., Lindner, A. e Zipperer, B., “The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 134, Número 3, agosto de 2019, pp. 1405-1454, utiliza a abordagem da diferença nas diferenças para observar efeitos no emprego e nos salários em toda a distribuição de frequência dos salários e, em particular, alterações na base da distribuição.

Em conjunto, o crescimento salarial tem sido bastante robusto recentemente, especialmente se considerada a evolução das contribuições para a

segurança social. Embora o crescimento da remuneração por empregado se tenha atenuado ao longo dos últimos trimestres (ver Gráfico A), reflete sobretudo menores contribuições dos empregadores para a segurança social. O crescimento dos ordenados e salários por empregado, que excluem as contribuições dos empregadores para a segurança social, manteve-se bastante robusto, tendo também beneficiado recentemente de um contributo ligeiramente maior do salário mínimo. No geral, a presente caixa sustenta que a robustez do crescimento salarial resulta sobretudo de mercados de trabalho resilientes, especialmente quando se considera os desenvolvimentos recentes nas contribuições para a segurança social e no salário mínimo.

Atividades de exportação de PME da área do euro: conclusões retiradas do Inquérito sobre o Acesso das Empresas a Financiamento (SAFE)

Por Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando e Juan Angel Garcia

A presente caixa diz respeito às respostas a uma questão *ad hoc* na última ronda do Inquérito sobre o Acesso das Empresas a Financiamento (*Survey on Access to Finance of Enterprises – SAFE*) referente às atividades de exportação das pequenas e médias empresas (PME)⁴⁸. Tem dois objetivos: em primeiro lugar, fornece uma panorâmica geral das atividades de exportação das PME da área do euro; em segundo lugar, explora as principais características das PME exportadoras e centra-se na análise de algumas dimensões financeiras relevantes para a decisão de exportar, tendo em conta as respostas ao inquérito.

As respostas ao inquérito confirmam que as vendas não domésticas são importantes para as PME da área do euro. Mais de um terço das PME exportaram bens ou serviços em 2018. Além disso, a percentagem de empresas exportadoras aumenta com a dimensão da empresa, com apenas um quarto das microempresas a reportar exportações para fora do seu mercado doméstico, em contraste com mais de metade das médias e grandes empresas. Comparando setores, o setor da indústria registou a maior proporção de PME que reportaram exportações de bens e serviços em 2018, seguido dos setores do comércio e dos serviços⁴⁹.

Em termos de destino de exportação, enquanto as PME exportaram predominantemente dentro da área do euro, uma percentagem significativa também exportou para fora da área do euro, e quase metade das PME exportadoras exportaram para fora da Europa (ver Gráfico A, painel A). Entre estas últimas, a América do Norte é o mercado de exportação mais frequente, seguida da Ásia e Pacífico e do Médio Oriente e Norte de África (ver Gráfico A, painel B). O padrão varia entre setores. Os mercados fora da área do euro são de particular importância para as PME no setor da indústria, sendo que a América do Norte é o destino de exportação mais comum para os setores quer da indústria quer dos serviços.

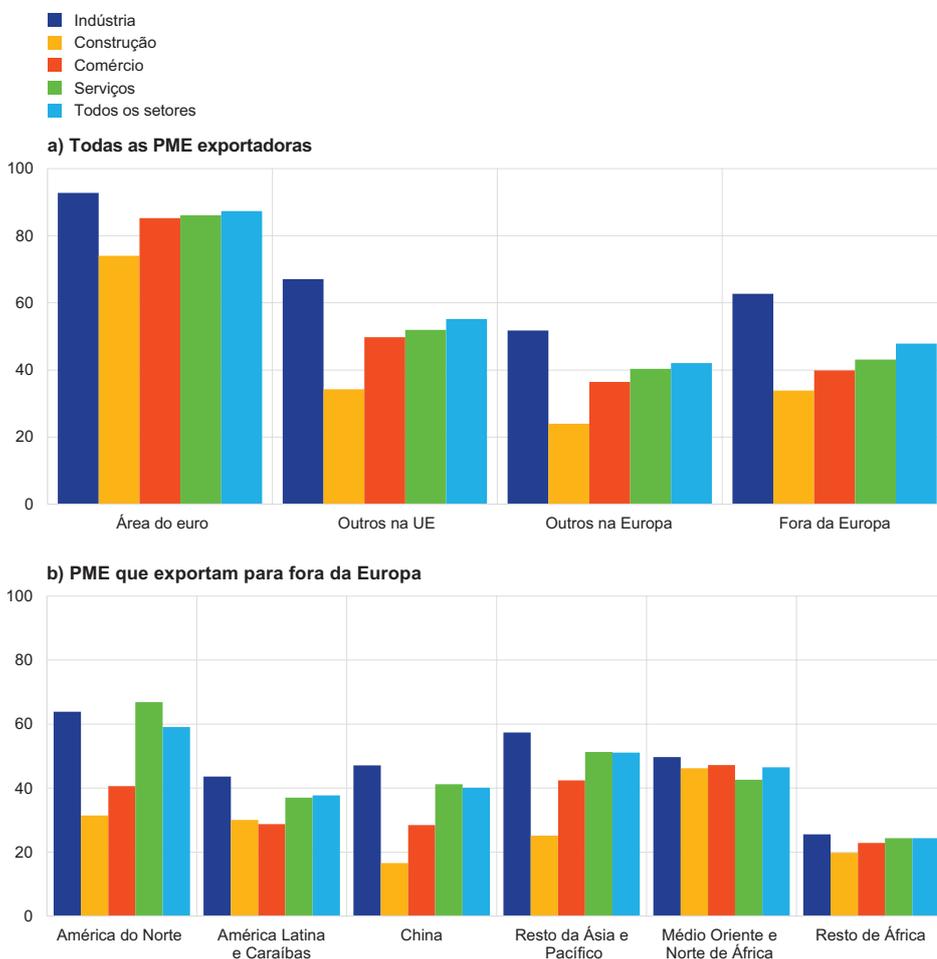
⁴⁸ O SAFE é realizado semestralmente pelo BCE e pela Comissão Europeia desde 2009. Fornece informações sobre a evolução do acesso das empresas e a sua utilização de financiamento externo na área do euro, desagregado por dimensão e setor de atividade da empresa. A mais recente ronda (a 21.^a) do inquérito foi realizada entre 16 de setembro e 25 de outubro de 2019. A dimensão da amostra total da área do euro foi de 11 204 empresas, das quais 10 241 (91%) tinha menos de 250 funcionários. O [sítio do BCE](#) disponibiliza os principais resultados e o questionário (apenas em língua inglesa).

⁴⁹ Para mais informações sobre a composição da amostra, ver [Survey on the access to finance of enterprises – Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset](#). Os resultados dos inquéritos são ponderados por número de indivíduos empregados, e os ponderadores são calibrados por i) país e classe de dimensão e ii) país e atividade económica.

Gráfico A

Mercados de exportação das PME da área do euro por setor

(percentagens ponderadas de inquiridos)



Fontes: SAFE e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O painel A refere-se a todas as PME da área do euro que exportaram, e o painel B refere-se às PME da área do euro que exportaram para fora da Europa. Os resultados referem-se à 21.ª ronda do inquérito (abril a setembro de 2019).

No que respeita às características financeiras, existe evidência de que as PME enfrentam vários desafios para se tornarem exportadoras. A exportação implica custos de entrada em mercados externos e – em comparação com as vendas domésticas – um intervalo temporal mais longo entre a encomenda de exportação e o pagamento final da venda. Acresce que estes custos são frequentemente custos irrecuperáveis e têm de ser pagos imediatamente, e os exportadores têm de ter suficiente flexibilidade financeira para fazer face a estes desafios. Por estas razões, argumenta-se que os exportadores podem ser particularmente afetados por limitações de acesso ao financiamento, e a pesquisa de elementos que apoiem esta teoria tem sido objeto de muitos contributos na literatura académica⁵⁰.

⁵⁰ Para um contributo recente, ver Wagner, J., "Access to Finance and Exports – Comparable Evidence for Small and Medium Enterprises from Industry and Services in 25 European Countries", *Open Economies Review*, Vol. 30(4), 2019, pp. 739-757. Para um trabalho de referência sobre o modo como os constrangimentos de crédito podem prejudicar ou até mesmo impedir as exportações, ver Greenaway, D., Guariglia, A. e Kneller, R., "Financial factors and exporting decisions", *Journal of International Economics*, Vol. 73(2), 2007, pp. 377-395.

As PME exportadoras tendem a ser mais lucrativas e inovadoras do que as não exportadoras.

Uma questão regular no inquérito sobre empresas exportadoras⁵¹ permite traçar uma imagem global das características financeiras das PME exportadoras. O Quadro A evidencia a hipótese de as PME exportadoras apresentarem uma característica específica com maior frequência do que as PME não exportadoras (ver Quadro A, painel A). Também mostra as diferenças entre PME que exportam para diferentes mercados, ou seja, dentro e fora da Europa (ver Quadro A, painel B)⁵². As características reportadas são comumente consideradas para explicar por que razão uma empresa decide exportar: propriedade das sociedades, solidez financeira, inovação e diversificação das fontes de financiamento⁵³. Os sinais apresentados no quadro não devem ser interpretados como sinais de uma relação de causalidade, mas apenas como uma mera descrição da evidência proporcionada pelas respostas das empresas. Por exemplo, um sinal negativo para a variável “familiares” indica que a percentagem de PME de caráter familiar é menor entre exportadores do que entre não exportadores (ver a primeira coluna do painel A no Quadro A) e os asteriscos mostram que a diferença em relação às PME não exportadoras é estatisticamente significativa (ver a segunda coluna do painel A no Quadro A).

As PME exportadoras tendem a ser cotadas em mercados bolsistas com maior frequência. Além disso, há uma maior percentagem de empresas lucrativas⁵⁴ e mais inovadoras entre as PME exportadoras. Acresce que os exportadores recorrem mais a fontes externas de financiamento, em particular, empréstimos bonificados – frequentemente sob a forma de garantias ou empréstimos com taxa de juro bonificada – e empréstimos bancários normais. O crédito comercial também é uma fonte importante de capital corrente, visto que permite uma maior flexibilidade no âmbito dos requisitos de fundos próprios.

As PME que exportam para mercados fora da Europa tendem a recorrer mais aos fundos próprios e ao financiamento por meio de capitais próprios do que as PME que exportam apenas dentro da Europa.

A questão *ad hoc* permite igualmente a investigação sobre quais as dimensões adicionais que podem caracterizar as PME que exportam para fora da Europa em vez de se limitarem ao mercado europeu⁵⁵. O pressuposto é que, devido a novos entraves ao comércio – normas técnicas, regulamentos e requisitos financeiros, que podem ser diferentes daqueles em vigor na UE – e a custos transfronteiras adicionais, estas empresas precisariam de ser ainda mais financeiramente resilientes do que as PME que exportam apenas dentro da Europa. Os resultados apresentados no painel B do Quadro A confirmam que as PME que exportam para fora da Europa são mais

⁵¹ Para mais pormenores, ver a questão D7 do [questionário SAFE](#) (disponível apenas na língua inglesa).

⁵² Todos os resultados apresentados no Quadro A têm por base análises univariadas. São confirmados quando se levam a cabo análises de regressão multivariadas com base em modelos *probit*.

⁵³ Ver Paul, J., Parthasarathy, S. e Gupta, P., “Exporting challenges of SMEs: A review and future research agenda”, *Journal of World Business*, Vol. 52(3), 2017, pp. 327-342.

⁵⁴ Tal refere-se a um indicador abrangente calculado a partir de dados do SAFE para avaliar se as empresas são financeiramente sólidas em termos de volume de negócios, lucros, despesas com juros e alavancagem. Para mais informações, ver [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – April to September 2019](#).

⁵⁵ Dadas as características da questão *ad hoc*, as PME que exportam para fora da Europa podem também exportar dentro da Europa.

inovadoras e tendem a financiar as suas atividades mais com fundos próprios e empréstimos bonificados do que as empresas que exportam apenas dentro da Europa. Paralelamente, uma maior proporção reporta um aumento do capital próprio.

As PME que operam no setor da indústria e exportam para fora da Europa são ainda mais inovadoras e recorrem mais a empréstimos bonificados e ao crédito comercial do que as suas homólogas que exportam apenas dentro da Europa (ver Quadro A). O facto de as PME que exportam para fora da Europa utilizarem empréstimos bonificados (ou subvenções) e crédito comercial mais do que as que exportam apenas para o mercado europeu poderá refletir a presença de condições de financiamento bonificado para as empresas que exportam para fora da UE.

Quadro A

Caraterísticas financeiras das PME exportadoras

	A. Diferenças entre exportadores e não exportadores	Significância estatística	B. Diferenças entre as PME que exportam para fora e apenas dentro da Europa	Significância estatística
Caraterísticas das empresas				
Familiares	-	***	-	***
Cotadas	+	***	+	***
Constrangimentos financeiros	+	ns	+	ns
Lucrativas	+	***	+	ns
Inovadoras	+	***	+	***
Estrutura de capitais				
Fundos próprios	+	ns	+	***
Empréstimos bonificados	+	***	+	**
Descobertos bancários	+	***	+	ns
Empréstimos bancários	+	***	+	ns
Crédito comercial	+	***	+	***
Títulos de dívida	+	ns	-	ns
Capital próprio	+	**	+	**

Fontes: SAFE e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Com base num teste t de duas amostras com igual variância. Os asteriscos denotam o nível de significância. *** = 1%, ** = 5%, * = 10%, ns = sem significância estatística.

Em conclusão, as respostas a uma questão *ad hoc* na última ronda do SAFE sobre as atividades de exportação das PME da área do euro assinalam que as vendas não domésticas são importantes. Acresce que uma percentagem significativa das PME exportadoras lidam com mercados fora da Europa, em particular o setor da indústria. No geral, as PME exportadoras tendem a ser mais lucrativas e inovadoras do que as PME não exportadoras. Esta evidência sobre as atividades de exportação das PME poderia ajudar a compreender melhor a dinâmica global das exportações no seio de todas as empresas da área do euro e o impacto das condições económicas externas na economia da área do euro. Porém, deve-se ter em linha de conta que a questão *ad hoc* apenas se centrou nas exportações diretas por PME, embora as PME também possam fazer parte da cadeia de fornecimento para empresas maiores, as quais, por sua vez, exportam outros produtos.

Os resultados do inquérito também apontam para algumas características importantes das PME exportadoras na área do euro. Por exemplo, muito provavelmente refletindo os custos adicionais e as necessidades de financiamento das empresas exportadoras discutidos acima, a percentagem de empresas exportadoras aumenta com a dimensão da empresa. Também tendem a diversificar mais as suas fontes externas de financiamento, o que, juntamente com o facto de serem mais inovadoras, poderá sugerir que têm de dispor de mais capital para concorrer nos mercados internacionais. Isto salienta a necessidade de mercados financeiros bem desenvolvidos e funcionais que garantam às PME um acesso eficiente ao financiamento para sustentar as suas atividades de exportação.

7 Avaliação dos projetos de planos orçamentais para 2020 – algumas implicações em termos de uma reforma da governação orçamental

Por Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Nadine Leiner-Killinger

Em 21 de novembro de 2019, a Comissão Europeia publicou as suas avaliações dos projetos de planos orçamentais para 2020 dos governos da área do euro, juntamente com uma análise da situação orçamental da área do euro no seu todo. Em cada uma das avaliações, realizadas com base nas previsões económicas do outono de 2019 da Comissão, é avaliada a conformidade do plano relevante com o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). É também aferido se os países incorporaram nos planos as recomendações específicas por país em matéria de políticas orçamentais, que lhes foram dirigidas ao abrigo do Semestre Europeu de 2019, adotadas pelo Conselho dos Assuntos Económicos e Financeiros (Conselho ECOFIN) em 9 de julho de 2019⁵⁶. As recomendações apelam aos países com elevados rácios de dívida pública em relação ao produto interno bruto (PIB) para que visem uma redução suficientemente rápida desses rácios. É recomendado a alguns países com margem de manobra orçamental que utilizem essa margem de manobra, incluindo para assegurar uma tendência ascendente no investimento público. A avaliação dos projetos de planos orçamentais identifica lacunas no seguimento às recomendações. É importante dar resposta a essas insuficiências, nomeadamente na futura revisão, a realizar pela Comissão, dos atos jurídicos que integram o “pacote de seis” (*six-pack*) e o “pacote duplo” (*two-pack*), implementados em 2011 e 2013, respetivamente, a fim de reforçar a governação orçamental.

Os projetos de planos orçamentais para 2020 resultam numa orientação orçamental ligeiramente expansionista no conjunto da área do euro, refletindo, porém, evoluções orçamentais muito diferentes nos vários países. Medida como uma deterioração do saldo primário estrutural na ordem de 0,4% do PIB, a orientação orçamental planeada para 2020 apoiaria a atividade económica na área do euro. Contudo, em termos de composição, a Comissão concluiu que o cumprimento do PEC pelos países da área do euro que ainda não atingiram o seu objetivo de médio prazo (OMP), em combinação com uma maior expansão por parte dos países da área do euro com margem de manobra orçamental, resultaria numa melhor diferenciação entre os países da área do euro⁵⁷. Face às perspetivas de crescimento mais fracas da área do euro e à incerteza elevada, o Eurogrupo declarou que está preparado para assumir a coordenação de uma resposta orçamental diferenciada na eventualidade de se concretizarem os riscos em baixa⁵⁸.

⁵⁶ Consultar as [recomendações específicas por país ao abrigo do Semestre Europeu de 2019](#), para mais informação. Para conhecer o enquadramento e obter mais pormenores, ver a caixa intitulada “Priorities for fiscal policies under the 2019 European Semester”, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, agosto de 2019.

⁵⁷ Ver a comunicação da Comissão Europeia sobre os projetos de planos orçamentais para 2020 ([Commission’s communication on 2020 draft budgetary plans](#)).

⁵⁸ Ver a declaração do Eurogrupo sobre os projetos de planos orçamentais para 2020 ([Eurogroup statement on draft budgetary plans for 2020](#)).

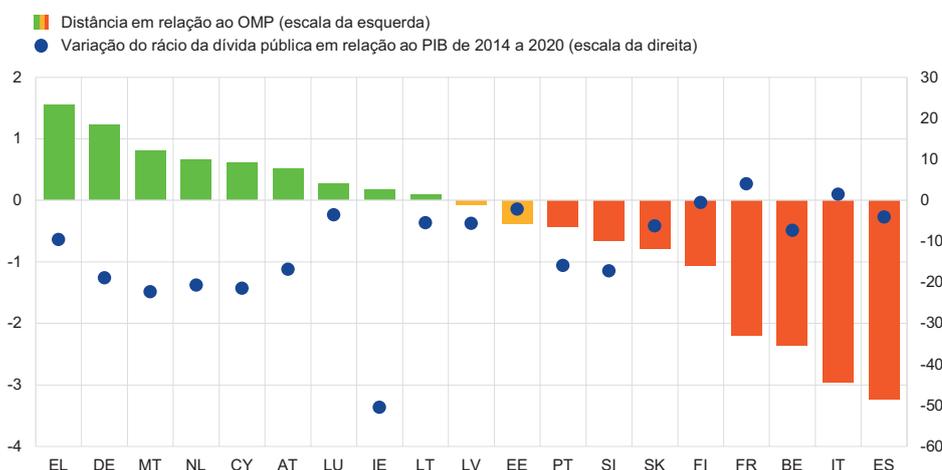
Nas avaliações da Comissão, os projetos de planos orçamentais de nove países da área do euro são considerados conformes com o PEC:

Alemanha, Irlanda, Grécia, Chipre, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos e Áustria. Projeta-se que estes países registem posições orçamentais sólidas em 2020, como definido nos respetivos objetivos orçamentais de médio prazo. Neste contexto, o Eurogrupo congratulou-se com o facto de alguns Estados-Membros com uma situação orçamental favorável terem utilizado essa situação e planearem utilizá-la para impulsionar o investimento e o crescimento, preservando, porém, a sustentabilidade das finanças públicas a longo prazo. Além disso, a Comissão considera que os projetos de planos orçamentais da Estónia e da Letónia são “globalmente conformes” com o PEC⁵⁹. O Eurogrupo convidou estes dois países a assegurarem o cumprimento das disposições do PEC no contexto dos processos orçamentais nacionais.

Gráfico A

Dívida pública e o desvio entre os saldos estruturais e os OMP em 2020

(em percentagem do PIB)



Fontes: Previsões económicas do outono de 2019 da Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico apresenta o desvio dos saldos estruturais dos países em 2020 face aos OMP. As barras a verde (laranja) indicam os países cujos projetos de planos orçamentais para 2020 a Comissão Europeia considera conformes (globalmente conformes) com o PEC. As barras a vermelho indicam os países cujos projetos de planos orçamentais para 2020 a Comissão Europeia considera em risco de incumprimento do PEC.

Os projetos de planos orçamentais de um número considerável de países da área do euro são avaliados como em risco de incumprimento do PEC, o que é motivo de especial preocupação no caso dos países com rácios elevados de dívida pública⁶⁰. De acordo com as previsões da Comissão, os ajustamentos estruturais planeados deverão ficar consideravelmente aquém dos requisitos

⁵⁹ Para os países sujeitos à vertente preventiva do PEC, os projetos de planos orçamentais são “globalmente conformes” se, de acordo com as previsões da Comissão, puderem resultar num certo desvio em relação ao OMP ou à trajetória de ajustamento no sentido deste, mas a insuficiência em relação ao requisito não representa um desvio significativo do ajustamento necessário. Os desvios face aos objetivos orçamentais à luz da vertente preventiva são classificados como “significativos”, caso ultrapassem 0,5% do PIB durante um ano ou, em média, 0,25% do PIB durante dois anos consecutivos.

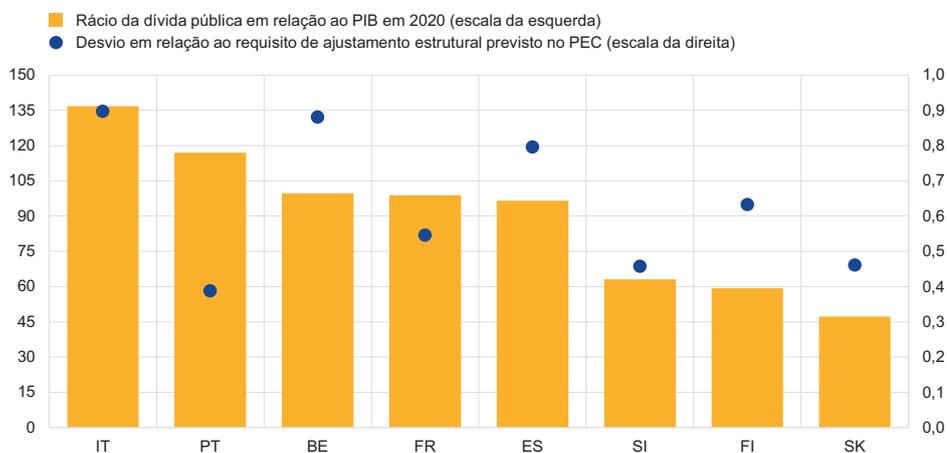
⁶⁰ No que respeita aos países sujeitos à vertente preventiva do PEC, a Comissão Europeia avalia um projeto de plano orçamental como “em risco de incumprimento do PEC” se prever um desvio significativo em relação ao OMP ou à trajetória de ajustamento necessário no sentido do OMP em 2020 e/ou incumprimento do valor de referência para a redução da dívida, nos casos em que este valor é aplicável.

do PEC nos oito países seguintes: Bélgica, Espanha, França, Itália, Portugal, Eslovénia, Eslováquia e Finlândia (ver Gráfico B). Entre estes, a Bélgica, a Espanha e Portugal apresentaram planos com base num cenário de políticas inalteradas, refletindo a eleição de novos governos, no caso de Portugal e Espanha, e o processo em curso de formação de um governo federal, na Bélgica. O Eurogrupo convidou os oito países a considerar atempadamente as medidas adicionais necessárias para fazer face aos riscos identificados pela Comissão e assegurar que o respetivo orçamento para 2020 cumpre as disposições do PEC. Mais importante ainda, reiterou que o ritmo lento de redução da dívida dos níveis elevados em diversos Estados-Membros permanece um motivo de preocupação e que deve ser resolvido com urgência, incluindo recorrendo aos ganhos excecionais decorrentes das taxas de juro baixas. Tal aplica-se, em particular, à Bélgica, Espanha, França e Itália, onde os rácios de dívida pública continuam a ser muito elevados e ainda não começaram a apresentar uma tendência descendente constante. Em contraste, prevê-se que, em 2020, a Eslováquia e a Finlândia registem rácios de dívida inferiores ao valor de referência de 60% do PIB, especificado no Tratado, ao passo que a dívida pública de Portugal e da Eslovénia foi colocada numa trajetória descendente contínua.

Gráfico B

Dívida pública em 2020 e desvios em relação aos requisitos de ajustamento estrutural previstos no PEC nos Estados-Membros cujos projetos de planos orçamentais são avaliados como em risco de não cumprimento do PEC

(em percentagem do PIB)



Fontes: Previsões económicas do outono de 2013 da Comissão Europeia e recomendações específicas por país em matéria de políticas orçamentais, adotadas pelo Conselho ECOFIN em 9 de julho de 2019 e atualizadas nos documentos de trabalho dos serviços da Comissão que apresentam as análises dos projetos de planos orçamentais para 2020.

Nota: O requisito de ajustamento estrutural aplicável à Itália ainda não inclui o pedido de flexibilização apresentado pelas autoridades italianas ao abrigo da cláusula do PEC relativa a acontecimentos imprevistos.

O exercício de avaliação dos projetos de planos orçamentais serve para recordar que o quadro de governação orçamental deveria ser melhorado, a fim de facilitar um funcionamento mais regular das políticas na União Económica e Monetária (UEM). Em concreto, as regras do PEC continuam a ser assimétricas e, portanto, não podem guiar a orientação orçamental agregada da área do euro. Os países que ainda não atingiram os OMP precisam de progredir

nesse sentido, ao passo que os países que já os alcançaram não têm de utilizar as suas reservas. Esta situação pode conduzir a políticas orçamentais pró-cíclicas em alturas em que o conjunto da economia da área do euro beneficiaria do apoio das políticas orçamentais. Além disso, em vários países, o ritmo de redução da dívida pública dos níveis elevados continua a ser insuficiente, não obstante o fortalecimento das regras em 2011, com a definição de uma regra relativa à dívida para acelerar a descida dos rácios da dívida pública em relação ao PIB para 60% do PIB, o valor de referência especificado no Tratado. Nomeadamente, devido aos efeitos cumulativos das diversas formas de flexibilidade previstas no PEC, não é possível garantir que os países – em especial, os com níveis de dívida elevados – convergirão no sentido dos respetivos OMP com suficiente rapidez. Por último, o facto de os planos de vários países com níveis de dívida pública elevados apresentarem insuficiências consideráveis nos ajustamentos estruturais face às recomendações do Conselho ECOFIN revela que a avaliação dos projetos de planos orçamentais introduzida com o “pacote duplo” não está a exercer a pressão necessária para corrigir os desequilíbrios orçamentais⁶¹.

O Conselho Orçamental Europeu (COE), mandatado pelo Presidente da Comissão Europeia para avaliar o funcionamento das regras orçamentais da União Europeia (UE) à luz da revisão do “pacote de seis” e do “pacote duplo”, propôs opções de reforma da governação orçamental na UE⁶². O COE sugeriu mudar a âncora das regras do OMP para um limite de longo prazo em termos do rácio da dívida pública em relação ao PIB. Sugeriu igualmente que tal seja combinado com uma regra relativa à despesa, como único indicador operacional para orientar as políticas orçamentais. De acordo com o COE, as atuais cláusulas de flexibilidade devem ser integradas numa única cláusula de salvaguarda, a ativar com base numa apreciação económica independente. Neste contexto, prevê-se a atribuição de um papel mais forte a conselhos orçamentais independentes, ao passo que a Comissão deve dispor de maior independência nas suas avaliações. As sanções, que demonstraram ser difíceis de aplicar, poderiam ser complementadas ou substituídas por mecanismos de incentivo. Estes mecanismos poderiam implicar associar o acesso a uma função de estabilidade macroeconómica (uma “capacidade orçamental da área do euro”) para o cumprimento das regras orçamentais. Todas estas sugestões merecem ser aprofundadas no âmbito da futura revisão do “pacote de seis” e do “pacote duplo”⁶³.

⁶¹ Para um debate das razões pelas quais a avaliação dos projetos de planos orçamentais perdeu eficácia com o tempo, ver a caixa intitulada “Uma avaliação da análise dos projetos de planos orçamentais com base no exercício relativo a 2018”, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2017.

⁶² Ver o relatório do COE intitulado [Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation](#), agosto de 2019.

⁶³ Para uma perspetiva geral, ver também Kamps, Christophe, e Leiner-Killinger, Nadine, [Taking stock of the functioning of the EU's fiscal rules and options for reform](#), *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 231, BCE, Frankfurt am Main, agosto de 2019.

Numa análise prospetiva, o funcionamento do quadro orçamental da UE constitui uma condição prévia para novo aprofundamento da UEM. Além do recém-adotado instrumento orçamental para a convergência e competitividade⁶⁴, continuam a ser indispensáveis novos progressos no estabelecimento de uma verdadeira função de estabilização macroeconómica para a área do euro. Outras uniões monetárias dispõem normalmente de tal função para lidar melhor com choques económicos que não podem ser geridos a nível nacional⁶⁵. Este tipo de instrumento central de estabilização orçamental reduziria o risco de sobrecarga dos instrumentos de política monetária do BCE em períodos de recessão grave em toda a área do euro⁶⁶.

⁶⁴ Para mais informação, consultar a ficha descritiva sobre o instrumento orçamental para a convergência e a competitividade ([Term sheet on the budgetary instrument for convergence and competitiveness](#)), acordada em 10 de outubro de 2019 pelo Eurogrupo, reunido em formato inclusivo.

⁶⁵ Ver o artigo intitulado [Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions](#), *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2019.

⁶⁶ Ver o artigo intitulado [Fiscal spillovers in a monetary union](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2019.

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	1,9	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,9	2,4	1,9	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 T4	0,7	0,3	0,3	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	0,6	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
T2	0,7	0,5	-0,2	0,4	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
T3	.	0,5	0,3	0,1	1,5	0,2	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
2019 Jun.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
Jul.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
Ago.	-	-	-	-	-	-	1,9	2,3	1,7	1,7	0,3	2,8	1,0
Set.	-	-	-	-	-	-	1,6	2,1	1,7	1,7	0,2	3,0	0,8
Out.	-	-	-	-	-	-	1,6	2,0	1,8	1,5	0,2	3,8	0,7
Nov. 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	1,2	1,4	1,0
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,6
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 T4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,8	1,5	-2,2
2019 T1	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	0,0	-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	-0,2
T3	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	0,8	1,3	0,5
2019 Jun.	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,2
Jul.	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,4	49,0	-0,9	0,3	-1,6
Ago.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,4	51,4	47,7	-0,5	0,1	-0,9
Set.	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,4	48,6	0,8	1,3	0,5
Out.	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,0	50,7	49,5	.	.	.
Nov.	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,6	51,6	49,4	.	.	.

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)

	Taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) ²⁾	Área do euro ¹⁾						Estados Unidos	Japão
		Depósitos overnight (EONIA)	Depósitos a 1 mês (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (EURIBOR)	Depósitos a 6 meses (EURIBOR)	Depósitos a 12 meses (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
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	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05	
2019 Maio	-0,45	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07	
Jun.	-0,45	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07	
Jul.	-0,45	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07	
Ago.	-0,45	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10	
Set.	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09	
Out.	-0,55	-0,46	-0,46	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11	
Nov.	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10	

Fonte: BCE.

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

2) O BCE publicou a taxa de juro de curto prazo do euro (€STR) pela primeira vez em 2 de outubro de 2019, refletindo a atividade de compra e venda em 1 de outubro de 2019.

Os dados relativos a períodos anteriores referem-se aos dados pré-€STR, que foram publicados meramente para fins informativos e não para serem utilizados como referencial ou taxa de referência em transações de mercado.

2.2 Curvas de rendimentos

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

	Taxas à vista					Diferenciais			Taxas instantâneas dos contratos a prazo			
	Área do euro ^{1), 2)}					Área do euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Área do euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 Maio	-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
Set.	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02
Out.	-0,67	-0,69	-0,69	-0,62	-0,36	0,32	0,17	-0,01	-0,70	-0,69	-0,41	0,14
Nov.	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23

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	50	Matérias-primas	Serviços de consumo	Bens de consumo	Petróleo e gás	Financieiros	Industriais	Tecnologias	Serviços básicos	Telecomunicações	Cuidados de saúde	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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 Maio	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
Set.	379,7	3 514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2 982,2	21 585,5
Out.	382,8	3 551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2 977,7	22 197,5
Nov.	398,4	3 693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3 104,9	23 278,1

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				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	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16						
2018	Nov.	0,04	0,45	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,19	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
	Dez.	0,03	0,44	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,99	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,11	1,80
2019	Jan.	0,03	0,43	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
	Fev.	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
	Mar.	0,03	0,41	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	0,41	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	0,44	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	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,25	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
	Jul.	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,74	6,31	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61
	Ago.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,76	6,35	2,25	1,52	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56
	Set.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,62	6,17	2,22	1,47	1,63	1,49	1,43	1,77	1,48
	Out. ^(p)	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,87	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44

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	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
14															
2018	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	1,64	1,69	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	1,17	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.	0,03	0,04	0,57	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
	Ago.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
	Set.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54
	Out. ^(p)	0,02	-0,03	0,44	2,08	2,01	2,41	2,10	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	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	1 217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019 Maio	1 339	574	170	.	115	422	59	447	196	75	.	56	83	37
Jun.	1 314	557	173	.	100	428	56	380	152	78	.	45	71	35
Jul.	1 340	577	173	.	110	424	57	457	205	75	.	56	76	45
Ago.	1 368	588	180	.	113	424	63	405	181	76	.	39	71	38
Set.	1 387	593	182	.	106	439	66	404	153	81	.	48	81	41
Out.	1 349	576	173	.	106	424	69	422	197	53	.	52	75	45
Longo prazo														
2016	15 373	3 695	3 173	.	1 176	6 686	642	219	62	53	.	19	78	8
2017	15 353	3 560	3 048	.	1 235	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 745	3 688	3 149	.	1 260	7 022	627	228	64	68	.	16	75	6
2019 Maio	16 052	3 767	3 199	.	1 297	7 153	636	246	62	79	.	13	86	7
Jun.	16 113	3 768	3 217	.	1 305	7 190	633	245	61	76	.	23	80	5
Jul.	16 182	3 789	3 257	.	1 315	7 184	636	253	70	72	.	25	78	8
Ago.	16 191	3 784	3 255	.	1 312	7 200	639	120	25	40	.	8	41	6
Set.	16 264	3 805	3 285	.	1 339	7 200	634	277	82	83	.	34	74	4
Out.	16 202	3 795	3 292	.	1 339	7 153	623	260	60	84	.	24	85	6

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	16 613,8	4 213,4	3 308,6	.	1 235,2	7 151,7	704,9	7 089,5	537,6	1 084,2	5 467,7
2017	16 593,1	4 079,4	3 203,3	.	1 304,8	7 304,7	700,8	7 954,7	612,5	1 249,6	6 092,6
2018	16 961,8	4 192,1	3 318,4	.	1 332,1	7 445,8	673,4	7 027,2	465,1	1 099,4	5 462,7
2019 Maio	17 390,8	4 341,0	3 369,2	.	1 412,0	7 574,3	694,5	7 586,6	470,9	1 208,1	5 907,6
Jun.	17 426,9	4 324,6	3 390,4	.	1 405,1	7 617,7	689,1	7 940,6	493,3	1 246,0	6 201,3
Jul.	17 522,2	4 366,2	3 429,6	.	1 425,5	7 607,8	693,1	7 980,2	484,0	1 252,8	6 243,4
Ago.	17 559,1	4 372,7	3 435,0	.	1 425,0	7 624,6	702,0	7 841,0	462,4	1 183,0	6 195,6
Set.	17 650,6	4 398,7	3 467,3	.	1 445,4	7 639,6	699,8	8 182,3	496,1	1 335,6	6 350,6
Out.	17 550,8	4 370,6	3 464,6	.	1 445,4	7 577,4	692,8	8 257,7	508,2	1 348,6	6 400,8
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	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	2,9	.	3,4	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 Maio	2,6	3,9	2,2	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Jun.	2,9	4,5	2,3	.	4,5	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Jul.	3,0	5,2	2,0	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Ago.	3,2	5,0	2,9	.	5,6	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Set.	3,1	4,3	3,6	.	5,3	1,8	3,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
Out.	2,9	3,9	3,9	.	5,3	1,5	1,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2

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	90,9	85,2	80,0	90,2	109,7	88,9	
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,8	90,6	112,0	90,0	
2018	98,9	93,4	93,4	87,4	79,2	91,5	117,9	93,8	
2018 T4	98,5	93,0	92,9	86,9	79,1	91,0	118,4	93,8	
2019 T1	97,4	91,7	92,1	85,7	78,3	89,6	116,7	92,1	
T2	97,3	91,4	91,7	85,5	78,6	89,3	116,8	91,8	
T3	97,7	91,4	91,8	-	-	-	116,9	91,5	
2019 Jun.	97,9	91,9	92,1	-	-	-	117,4	92,2	
Jul.	97,5	91,3	91,6	-	-	-	116,5	91,3	
Ago.	98,1	91,9	92,1	-	-	-	117,6	92,0	
Set.	97,4	91,1	91,7	-	-	-	116,7	91,2	
Out.	97,4	90,8	91,6	-	-	-	116,6	90,9	
Nov.	96,7	90,2	91,1	-	-	-	116,0	90,3	
				<i>Varição em percentagem face ao mês anterior</i>					
2019 Nov.	-0,6	-0,7	-0,6	-	-	-	-0,6	-0,7	
				<i>Varição em percentagem face ao ano anterior</i>					
2019 Nov.	-1,6	-2,9	-1,8	-	-	-	-1,6	-3,4	

Fonte: BCE.

1) Para uma definição dos grupos de parceiros comerciais e outras informações, ver as Notas Gerais do *Statistics Bulletin*.

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	Zlót 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 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
T3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
2019 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
Set.	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
Out.	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098	1,105
Nov.	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098	1,105
							<i>Varição em percentagem face ao mês anterior</i>					
2019 Nov.	-1,1	0,0	-0,6	0,0	0,7	0,7	-0,4	-2,0	0,3	-1,4	0,0	0,0
							<i>Varição em percentagem face ao ano anterior</i>					
2019 Nov.	-1,7	0,2	-1,6	0,1	3,5	-6,6	-0,4	-2,7	2,3	3,5	-3,5	-2,8

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 T3	26 129,9	26 707,7	-577,8	11 198,5	9 161,6	8 890,1	11 147,7	-72,5	5 439,9	6 398,4	673,9	14 502,9
T4	25 399,7	25 891,3	-491,6	10 895,1	9 041,6	8 475,2	10 508,5	-87,9	5 398,2	6 341,2	719,1	14 197,4
2019 T1	26 652,9	26 908,5	-255,6	11 179,5	9 124,4	9 114,2	11 251,0	-91,4	5 709,4	6 533,1	741,1	14 629,3
T2	26 837,0	27 084,1	-247,1	11 064,3	9 096,4	9 232,2	11 424,4	-78,2	5 847,8	6 563,3	770,8	14 695,5
<i>Saldos em percentagem do PIB</i>												
2019 T2	229,0	231,1	-2,1	94,4	77,6	78,8	97,5	-0,7	49,9	56,0	6,6	125,4
Transações												
2018 T4	-407,0	-470,9	63,8	-303,9	-195,0	-28,2	-158,2	29,6	-110,4	-117,6	5,8	-
2019 T1	355,0	303,6	51,4	90,6	35,7	58,6	141,8	2,2	200,7	126,1	2,8	-
T2	217,7	180,7	37,0	-47,3	12,0	49,5	91,3	30,2	182,6	77,4	2,6	-
T3	251,7	174,4	77,2	-23,0	-8,1	154,4	170,6	5,3	113,4	11,9	1,7	-
2019 Abr.	157,3	173,7	-16,3	21,4	49,0	-7,6	-10,6	10,6	129,8	135,3	3,2	-
Maio	86,0	73,8	12,2	9,0	16,1	-0,5	60,3	12,6	63,2	-2,6	1,8	-
Jun.	-25,6	-66,8	41,2	-77,7	-53,1	57,6	41,7	7,1	-10,3	-55,4	-2,3	-
Jul.	184,1	172,3	11,8	-16,7	1,4	50,1	74,3	8,1	135,5	96,6	7,1	-
Ago.	43,8	13,8	30,0	-20,2	-24,9	28,8	12,9	3,4	31,1	25,7	0,7	-
Set.	23,8	-11,6	35,4	14,0	15,4	75,5	83,4	-6,3	-53,3	-110,4	-6,2	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses</i>												
2019 Set.	417,4	187,8	229,6	-283,6	-155,4	234,4	245,5	67,3	386,3	97,8	13,0	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>												
2019 Set.	3,5	1,6	1,9	-2,4	-1,3	2,0	2,1	0,6	3,3	0,8	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	10 817,0	10 339,5	5 858,7	2 235,3	2 193,0	1 038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4 928,9	4 451,4
2017	11 200,9	10 707,5	6 036,9	2 296,7	2 304,3	1 101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5 297,9	4 804,5
2018	11 561,2	11 060,8	6 207,5	2 363,9	2 405,9	1 175,2	742,2	481,7	83,5	500,4	5 547,4	5 047,0
2018 T4	2 922,9	2 805,7	1 566,8	597,5	619,7	302,8	189,0	126,2	21,6	117,2	1 410,5	1 293,3
2019 T1	2 945,1	2 814,9	1 575,3	602,3	626,0	310,8	190,2	123,3	11,3	130,2	1 422,3	1 292,2
T2	2 967,3	2 868,9	1 588,8	608,6	661,4	311,4	192,2	155,9	10,1	98,4	1 426,5	1 328,1
T3	2 981,9	2 878,3	1 599,6	613,0	666,4	314,1	192,0	158,5	-0,6	103,6	1 432,7	1 329,2
<i>em percentagem do PIB</i>												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	-	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2018 T4	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	0,4	4,5	-	-	0,9	1,2
2019 T1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	1,6	0,5	-2,6	-	-	0,9	0,3
T2	0,2	1,4	0,2	0,5	5,7	0,0	1,4	26,5	-	-	0,2	2,8
T3	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,5	1,2	-	-	0,4	0,6
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	-	-	2,9	4,1
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	-	-	3,3	2,7
2018 T4	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,3	2,3	8,8	-	-	1,7	3,1
2019 T1	1,4	1,5	1,1	1,4	4,1	4,9	3,2	3,6	-	-	3,0	3,6
T2	1,2	2,5	1,1	1,5	8,8	3,4	3,2	30,7	-	-	2,3	5,3
T3	1,2	2,3	1,5	1,7	8,1	3,2	1,8	30,2	-	-	2,4	5,0
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do PIB; pontos percentuais</i>												
2018 T4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-	-
2019 T1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
T2	0,2	1,4	0,1	0,1	1,2	0,0	0,1	1,1	-0,1	-1,2	-	-
T3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-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	0,2	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-
2018 T4	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,5	-	-
2019 T1	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,1	-	-
T2	1,2	2,4	0,6	0,3	1,8	0,3	0,2	1,3	-0,3	-1,2	-	-
T3	1,2	2,2	0,8	0,4	1,7	0,3	0,1	1,3	-0,6	-1,0	-	-

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	9 703,7	161,1	1 931,6	479,2	1 834,9	444,3	473,7	1 106,3	1 084,7	1 847,2	340,6	1 113,3
2017	10 040,0	176,2	1 991,7	502,2	1 909,8	468,8	465,8	1 133,7	1 143,7	1 897,4	350,6	1 160,9
2018	10 356,2	177,7	2 041,5	537,2	1 968,4	488,5	469,8	1 168,0	1 195,2	1 954,7	355,3	1 205,0
2018 T4	2 618,9	44,6	512,5	138,7	497,3	124,5	118,6	295,1	304,0	494,2	89,4	303,9
2019 T1	2 638,7	44,9	514,6	142,6	502,3	125,5	117,7	297,9	305,6	497,4	90,2	306,4
T2	2 658,5	45,2	513,4	144,1	506,0	127,9	118,9	300,2	309,0	502,6	91,2	308,8
T3	2 669,0	44,9	512,0	146,2	509,1	128,4	119,5	302,0	310,7	504,9	91,2	312,8
<i>em percentagem do valor acrescentado</i>												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2018 T4	0,3	0,7	-0,4	1,3	0,5	0,6	-0,3	0,3	1,0	0,4	0,3	0,4
2019 T1	0,4	-0,1	0,0	1,6	1,0	1,5	0,7	0,5	-0,1	0,1	0,6	0,4
T2	0,1	-0,9	-0,5	-0,2	0,1	1,3	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
T3	0,2	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,0	0,7
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,1	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 T4	1,2	-0,4	-0,6	3,5	1,5	3,7	0,5	1,4	2,8	0,9	0,2	1,1
2019 T1	1,4	-0,6	-0,4	4,9	2,0	4,8	1,2	1,4	1,7	1,0	1,0	1,1
T2	1,2	-1,4	-1,1	3,4	1,6	5,1	1,8	1,5	1,6	1,1	1,4	1,3
T3	1,1	-0,2	-1,3	3,2	1,9	4,4	1,6	1,5	1,4	1,1	1,2	2,0
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2018 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	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
T2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
T3	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 T4	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2019 T1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
T2	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
T3	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,4	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									
	1	Trabalhadores por conta de outrem 2	Trabalhadores por conta própria 3	Agricultura, silvicultura e pesca 4	Indústria transformadora, energia e serviços básicos 5	Construção 6	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração 7	Informação e comunicação 8	Atividades financeiras e de seguros 9	Atividades imobiliárias 10	Serviços profissionais, empresariais e de apoio 11	Administração pública, educação, saúde e ação social 12	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços 13
Pessoas empregadas													
<i>em percentagem do total de pessoas empregadas</i>													
2016	100,0	85,2	14,8	3,3	14,7	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,6	24,4	7,0
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,9
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2016	1,3	1,6	-0,2	-0,2	0,8	0,3	1,4	3,0	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,7	1,7	2,8	1,3	0,6
2018 T4	1,4	1,6	0,0	-0,4	1,3	3,0	1,3	3,8	-0,4	1,8	1,9	1,3	0,3
2019 T1	1,4	1,6	0,1	0,1	1,3	2,5	1,2	4,1	-0,1	2,1	1,8	1,3	0,5
T2	1,2	1,4	-0,4	-2,0	1,0	1,5	1,2	4,1	-0,4	1,0	1,3	1,4	1,0
T3	1,0	1,3	-0,7	-1,1	0,8	0,9	0,9	3,3	-0,1	0,1	1,3	1,2	1,2
Horas trabalhadas													
<i>em percentagem do total de horas trabalhadas</i>													
2016	100,0	80,3	19,7	4,4	15,1	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,3	21,9	6,3
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2016	1,4	1,9	-0,3	0,0	0,9	0,5	1,6	3,0	-0,1	2,9	3,0	1,3	0,7
2017	1,1	1,7	-1,2	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,4	0,5	0,4
2018	1,4	1,9	-0,4	0,4	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,0	2,4	2,7	1,3	0,4
2018 T4	1,5	1,9	-0,1	0,3	1,2	3,3	1,4	3,8	-0,1	1,9	2,2	1,4	0,4
2019 T1	1,6	1,9	0,2	1,2	1,5	3,1	1,4	4,1	0,0	1,6	1,9	1,4	0,5
T2	0,9	1,2	-0,6	-1,9	0,6	1,5	0,9	3,5	-0,4	1,1	1,3	1,0	0,1
T3	0,7	1,1	-1,1	-1,3	0,5	0,8	0,5	3,1	-0,2	1,8	1,1	1,0	0,3
Horas trabalhadas por pessoa empregada													
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2016	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,7	0,1	0,0	0,0
2017	-0,5	-0,3	-0,5	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6
2018	-0,1	0,1	-0,2	0,8	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	-0,1	0,0	-0,2
2018 T4	0,1	0,3	-0,1	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2
2019 T1	0,2	0,3	0,1	1,1	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,1	0,1	-0,1
T2	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,3	-0,5	0,0	0,2	0,0	-0,3	-0,8
T3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	1,7	-0,1	-0,2	-0,8

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	16,259	10,0	5,0	13,294	9,0	2,964	20,9	8,484	9,7	7,775	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,093	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,305	3,8	13,393	8,2	3,8	10,965	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 T4	163,707	3,7	12,956	7,9	3,6	10,590	7,1	2,366	16,4	6,642	7,6	6,314	8,3	2,3
2019 T1	163,284	3,6	12,678	7,7	3,5	10,362	6,9	2,315	16,1	6,471	7,4	6,206	8,2	2,3
T2	163,765	3,6	12,419	7,6	3,3	10,158	6,8	2,260	15,7	6,381	7,3	6,038	7,9	2,3
T3	.	.	12,366	7,6	.	10,106	6,8	2,260	15,7	6,346	7,2	6,020	7,9	2,2
2019 Maio	.	.	12,412	7,6	.	10,143	6,8	2,269	15,7	6,388	7,3	6,025	7,9	.
Jun.	.	.	12,361	7,5	.	10,117	6,8	2,243	15,6	6,350	7,2	6,011	7,9	.
Jul.	.	.	12,404	7,6	.	10,134	6,8	2,270	15,8	6,357	7,2	6,047	8,0	.
Ago.	.	.	12,330	7,5	.	10,086	6,8	2,244	15,6	6,332	7,2	5,998	7,9	.
Set.	.	.	12,365	7,6	.	10,098	6,8	2,267	15,7	6,350	7,2	6,016	7,9	.
Out.	.	.	12,334	7,5	.	10,073	6,7	2,261	15,6	6,298	7,2	6,036	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	0,7	1,7	1,0	2,3	1,1	7,1
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	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	0,5	0,9
2018 T4	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,7	1,9	-1,0	1,6	1,4	1,8	1,6	-9,0
2019 T1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6	1,3	-2,7	4,7	-3,2	2,5	1,0	3,5	2,8	-3,1
T2	-1,3	-1,4	-2,3	-2,7	2,1	-0,1	2,2	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,5	-0,7
T3	-2,1	-2,2	-3,4	-2,5	0,3	-2,4	0,9	-4,8	2,6	0,9	4,1	1,3	0,6
2019 Maio	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,0	0,4	1,5	-5,1	1,3	-0,3	2,5	-1,0	-2,1
Jun.	-2,4	-2,5	-3,4	-4,0	1,4	-0,9	1,5	-3,6	2,8	1,2	4,5	0,9	1,1
Jul.	-2,1	-2,2	-2,9	-3,2	0,7	-1,3	1,6	-4,5	2,4	1,0	3,6	1,2	-3,8
Ago.	-2,8	-2,7	-3,3	-3,2	-1,1	-3,3	0,8	-5,6	2,8	1,2	4,2	1,9	-6,1
Set.	-1,7	-1,7	-3,9	-1,4	1,2	-2,6	-0,7	-4,4	2,7	0,6	4,7	0,7	14,8
Out.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,4	0,3	2,3	1,4	9,8
taxas de variação mensais em cadeia (%) (c.s.)													
2019 Maio	0,8	0,8	-0,3	0,9	2,0	0,4	-0,5	-2,0	-0,3	-0,7	0,0	-1,4	0,2
Jun.	-1,4	-1,4	-1,2	-3,8	-1,3	-0,8	0,7	0,5	1,0	1,0	1,1	1,5	2,5
Jul.	-0,5	-0,5	-0,3	2,3	-1,4	-0,2	-0,5	-1,7	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1	-1,8
Ago.	0,4	0,4	0,1	1,1	0,4	-0,2	-0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	0,2	13,3
Set.	0,1	0,3	-0,9	0,6	0,6	-0,8	0,7	0,2	-0,2	-0,8	0,1	-0,3	-17,2
Out.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	0,3	-1,1	0,6	3,8

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

3 Atividade económica

3.6 Inquéritos de opinião

(dados corrigidos de sazonalidade)

	Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores (saldos de respostas extremas, salvo indicação em contrário)							Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão)				
	Indicador de sentimento económico (média a longo prazo = 100)	Indústria transformadora		Indicador de confiança dos consumidores	Indicador de confiança na construção	Indicador de confiança no comércio a retalho	Setor dos serviços		Índice de Gestores de Compras para a indústria transformadora	Produção na indústria transformadora	Atividade económica nos serviços	Produto 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 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
T3	102,5	-7,4	81,6	-6,7	4,1	0,0	9,8	90,3	46,4	47,0	52,8	51,2
2019 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	82,0	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Ago.	103,1	-5,8	-	-7,1	3,9	0,6	9,2	-	47,0	47,9	53,5	51,9
Set.	101,7	-8,9	-	-6,5	3,4	0,2	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1
Out.	100,8	-9,5	81,2	-7,6	4,4	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6
Nov.	101,3	-9,2	-	-7,2	3,1	-0,2	9,3	-	46,9	47,4	51,9	50,6

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)	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) ¹⁾	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	12,3	94,0	2,0	2,0	5,4	3,4	2,8	35,0	7,4	79,7	4,2	5,6	2,5	
2017	12,1	93,8	1,4	2,2	5,4	4,4	4,4	34,4	7,1	77,2	4,5	7,7	2,9	
2018	12,3	93,6	1,8	2,0	6,9	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	5,5	1,6	
2018 T3	12,2	93,6	1,3	2,0	7,5	3,5	4,5	33,9	6,4	77,3	3,3	7,1	2,1	
T4	12,3	93,6	1,6	2,0	8,7	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	20,9	1,6	
2019 T1	12,6	93,3	2,0	2,2	7,7	3,9	4,4	33,7	6,1	76,7	2,2	7,4	1,7	
T2	12,9	93,5	2,1	2,4	4,4	4,3	4,2	33,4	5,9	77,1	1,6	16,1	1,4	

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) Definido como empréstimos consolidados e responsabilidades com títulos de dívida.

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	T4	1 058,5	977,4	81,2	599,3	527,1	234,6	210,4	195,2	166,4	29,4	73,4	22,0	64,4
2019	T1	1 065,8	974,4	91,4	604,7	520,5	235,6	210,0	196,7	175,5	28,8	68,3	10,7	14,9
	T2	1 061,1	990,5	70,7	600,2	519,3	241,1	233,2	193,2	175,0	26,6	63,0	8,7	24,0
	T3	1 057,6	979,9	77,7	603,0	519,7	240,7	221,8	188,6	172,7	25,3	65,7	9,1	6,9
2019	Abr.	352,9	330,8	22,1	199,3	173,5	80,1	77,8	64,6	58,9	8,9	20,6	2,4	7,8
	Mai	355,2	329,1	26,1	200,6	172,8	80,1	76,9	65,4	59,5	9,1	20,0	3,0	8,0
	Jun.	353,0	330,6	22,5	200,3	173,1	80,8	78,5	63,2	56,6	8,7	22,4	3,4	8,2
	Jul.	353,2	332,2	21,0	200,3	172,2	79,7	77,7	64,1	59,5	9,0	22,7	3,5	2,4
	Ago.	352,1	323,5	28,5	200,3	171,9	81,1	74,5	62,3	55,0	8,4	22,1	3,1	1,9
	Set.	352,3	324,2	28,2	202,4	175,6	80,0	69,5	62,1	58,2	7,8	20,9	2,5	2,6
<i>transações acumuladas de 12 meses</i>														
2019	Set.	4 243,0	3 922,1	320,9	2 407,2	2 086,7	952,1	875,4	773,6	689,5	110,1	270,5	50,6	110,2
<i>transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>														
2019	Set.	35,9	33,2	2,7	20,4	17,7	8,1	7,4	6,5	5,8	0,9	2,3	0,4	0,9

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.)					Importações (c.i.f.)						
	Expor- tações	Impor- tações	Total			Por memória: Indústria transforma- dora	Total			Por memória:				
			Bens intermédios	Bens de investi- mento	Bens de consumo		Bens de intermédios	Bens de investi- mento	Bens de consumo	Indústria transforma- dora	Petróleo			
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	T4	4,0	8,3	579,6	278,2	123,2	168,3	485,1	538,1	310,3	89,4	131,0	382,0	66,1
2019	T1	3,6	5,4	586,1	283,3	121,0	172,3	492,8	533,1	307,1	86,1	133,2	382,6	64,2
	T2	2,2	2,4	582,4	276,0	119,8	175,8	486,4	530,5	302,6	84,9	134,3	380,6	65,6
	T3	3,0	0,2	583,6	.	.	.	486,9	528,4	.	.	.	384,2	.
2019	Abr.	5,4	6,7	193,1	92,3	39,4	58,1	160,0	177,5	101,4	28,3	45,0	127,1	21,8
	Mai	7,0	5,2	195,4	91,7	40,7	59,0	163,3	176,8	101,9	28,6	44,2	125,3	22,5
	Jun.	-5,3	-4,2	193,8	92,0	39,6	58,6	163,1	176,2	99,3	28,1	45,1	128,2	21,3
	Jul.	6,0	2,6	193,7	92,8	38,8	58,3	162,0	176,6	100,8	28,8	44,5	128,6	20,3
	Ago.	-2,7	-4,2	194,3	93,0	38,7	58,8	162,8	174,6	98,2	28,5	44,7	127,7	20,2
	Set.	5,2	2,1	195,6	.	.	.	162,0	177,2	.	.	.	128,0	.
<i>Índices de volume (2000 = 100; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>														
2018	T4	0,2	2,2	107,6	110,1	109,9	103,7	107,6	109,9	109,0	112,7	110,9	111,7	98,2
2019	T1	-0,3	1,7	108,0	111,7	107,4	104,9	108,0	110,1	110,4	108,6	112,2	111,4	105,2
	T2	-1,4	-0,2	106,5	108,4	105,6	105,4	106,2	109,0	107,6	108,3	112,9	111,1	97,3
	T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019	Mar.	-1,1	0,9	108,2	111,9	106,1	106,3	108,0	110,2	109,9	106,9	114,4	111,8	103,9
	Abr.	0,9	2,3	105,9	108,5	103,6	105,3	104,7	109,2	108,1	106,7	113,6	111,3	96,6
	Mai	3,2	1,6	107,0	107,8	108,3	105,8	106,9	108,8	107,9	110,1	111,9	110,0	97,1
	Jun.	-7,8	-4,6	106,7	109,1	105,1	105,1	107,0	109,1	106,8	108,1	113,2	112,1	98,1
	Jul.	3,7	3,0	106,4	109,4	102,8	104,9	106,1	109,8	109,5	110,5	111,4	112,4	94,9
	Ago.	-4,7	-3,9	106,4	109,5	101,9	105,3	106,0	107,9	107,9	103,6	110,2	109,3	98,9

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	Total excl. produtos alimentares e produtos energéticos											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 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	
T3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,4	0,9	1,4	
2019 Jun.	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,1	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	0,5	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3	
Aug.	105,1	1,0	0,9	0,8	1,3	0,1	0,1	0,8	0,0	-0,6	0,1	0,9	1,5	
Set.	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,7	1,4	
Out.	105,4	0,7	1,1	0,1	1,5	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,4	0,1	0,7	1,0	
Nov. ³⁾	105,1	1,0	1,3	.	1,9	0,2	0,4	0,6	0,2	0,0	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 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	
T3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5	
2019 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	
Aug.	2,1	1,9	2,5	0,1	0,3	-0,6	1,5	1,5	2,3	-0,8	0,9	1,7	
Set.	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6	
Out.	1,5	1,8	0,7	-0,7	0,3	-3,1	1,5	1,5	2,4	-0,4	1,5	1,6	
Nov. ³⁾	2,0	2,1	1,8	.	0,4	-3,2	.	.	.	.	.	.

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	2,5	4,8	4,2
2018 T4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,4	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	4,1	4,4
T2	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,1	6,5
T3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	-	-	-
2019 Maio	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,0	-	-	-
Jun.	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,2	-	-	-
Jul.	104,5	0,1	0,4	0,6	-0,3	1,6	1,0	1,1	0,8	-2,0	-	-	-
Ago.	104,0	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,3	0,8	-4,9	-	-	-
Set.	104,1	-1,2	-0,3	0,4	-0,7	1,5	1,2	1,4	0,8	-6,1	-	-	-
Out.	104,2	-1,9	-0,7	0,3	-1,0	1,4	1,5	1,8	0,8	-7,9	-	-	-

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	100,9	0,9	0,4	0,4	0,4	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2018 T4	103,8	1,5	2,0	1,7	1,9	2,3	1,8	2,9	59,5	2,1	0,4	3,6	2,3	0,4	4,4
2019 T1	104,1	1,5	1,7	1,3	1,7	2,6	1,2	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7
T2	104,7	1,7	1,7	1,5	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
T3	105,0	1,7	1,2	1,3	1,7	1,5	0,1	-1,0	55,7	1,9	3,8	0,2	1,7	6,6	-3,1
2019 Jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-3,1	0,1	-5,8	-2,1	4,2	-8,4
Jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,7	3,7	1,8	2,9	7,4	-1,6
Ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,2	0,5	-2,7	-1,3	3,1	-5,7
Set.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	4,3	7,4	1,7	3,6	9,3	-2,0
Out.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,7	1,3	5,7	-2,4	2,1	9,7	-5,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,8	4,0	10,5	-1,6	6,6	17,4	-4,2

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 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
T3	1,7	6,6	8,3	4,5	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
2019 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.	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1
Set.	1,4	7,0	7,6	5,0	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7
Out.	1,1	6,5	7,9	4,8	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1
Nov.	0,7	6,3	7,4	5,3	14,0	43,9	56,8	48,3	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	104,0	2,2	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0
2018 T4	110,5	2,2	2,2	2,0	2,1	2,3	2,1
2019 T1	99,6	2,5	2,7	2,0	2,6	2,5	2,3
T2	110,5	2,7	2,7	2,9	2,7	3,0	2,0
T3	.	.	.	.	.	.	2,6

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	105,4	0,7	1,9	-0,8	0,1	1,1	-0,7	2,3	4,5	0,9	1,1	2,3
2017	106,2	0,7	-0,1	-0,6	1,0	0,3	0,0	-1,3	3,2	1,9	1,4	1,0
2018	108,2	1,8	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,5	3,3	2,2	2,3	2,5
2018 T4	109,0	2,5	1,8	3,8	1,2	2,3	2,2	0,4	5,0	2,2	2,5	3,0
2019 T1	109,4	2,3	2,7	3,8	0,8	2,1	1,3	-0,4	5,1	2,0	2,4	1,9
T2	110,1	2,2	1,3	3,4	1,2	2,0	0,5	-0,7	3,3	2,1	2,6	2,6
T3	110,7	1,9	0,1	4,3	0,4	1,4	0,3	-0,4	1,7	1,8	2,4	1,6
Remuneração por empregado												
2016	109,5	1,3	0,1	1,4	1,7	1,6	0,5	1,8	2,9	0,6	1,4	1,5
2017	111,3	1,7	1,1	1,6	2,0	1,4	2,3	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	2,4	2,0	1,9	2,4	2,5	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 T4	114,9	2,3	1,9	1,8	1,7	2,4	2,1	1,4	4,6	3,0	2,1	2,9
2019 T1	115,4	2,3	1,9	2,1	3,1	2,9	2,0	1,0	4,4	1,8	2,1	2,3
T2	116,1	2,2	1,8	1,3	3,1	2,4	1,5	1,5	3,8	2,3	2,3	3,0
T3	116,8	2,1	1,1	2,1	2,7	2,4	1,4	1,3	3,2	1,9	2,2	1,6
Produtividade do trabalho por pessoa empregada												
2016	103,9	0,6	-1,8	2,2	1,6	0,5	1,2	-0,5	-1,5	-0,2	0,3	-0,8
2017	104,8	0,9	1,2	2,2	0,9	1,1	2,3	2,6	-1,0	0,6	0,5	0,6
2018	105,2	0,4	1,6	0,3	0,9	0,7	0,9	1,9	-0,2	0,5	-0,3	-0,2
2018 T4	105,3	-0,2	0,0	-1,9	0,5	0,2	-0,1	0,9	-0,4	0,9	-0,4	-0,1
2019 T1	105,4	0,0	-0,7	-1,6	2,4	0,8	0,7	1,4	-0,6	-0,1	-0,3	0,4
T2	105,4	0,0	0,6	-2,1	1,9	0,4	1,0	2,2	0,6	0,3	-0,2	0,4
T3	105,5	0,2	0,9	-2,1	2,2	1,0	1,1	1,7	1,4	0,1	-0,2	0,0
Remuneração por hora trabalhada												
2016	111,2	1,0	-0,6	1,2	1,8	0,9	0,5	1,4	2,5	0,2	1,4	1,5
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,4	1,8	2,1	2,4	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,9	2,1	1,4	2,5	2,6	1,7	2,4	2,7	1,9	2,2
2018 T4	116,2	2,0	1,4	1,8	1,2	2,0	1,9	1,1	4,3	2,8	1,9	2,4
2019 T1	116,8	2,0	0,1	1,9	2,4	2,3	1,8	0,9	4,5	1,8	1,9	2,4
T2	117,6	2,4	2,9	1,6	3,1	2,4	2,0	1,5	3,6	2,3	2,6	3,9
T3	118,3	2,3	1,7	2,4	2,9	2,5	1,4	1,5	1,6	1,9	2,4	2,5
Produtividade horária do trabalho												
2016	105,7	0,5	-2,1	2,0	1,4	0,3	1,2	-0,9	-2,2	-0,4	0,3	-0,8
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,1	1,7	2,5	3,1	-0,8	0,9	1,1	1,1
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,7	1,0	1,1	2,1	-0,8	0,6	-0,3	0,0
2018 T4	107,3	-0,4	-0,6	-1,8	0,3	0,1	-0,1	0,6	-0,5	0,6	-0,6	-0,2
2019 T1	107,5	-0,2	-1,8	-1,8	1,8	0,6	0,7	1,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,5
T2	107,6	0,3	0,5	-1,7	1,9	0,7	1,5	2,2	0,4	0,2	0,1	1,3
T3	107,7	0,5	1,1	-1,8	2,4	1,4	1,3	1,8	-0,3	0,2	0,0	0,8

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											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Acordos de reporte	Ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário	Títulos de dívida com prazo até 2 anos	10	11		
	Circulação monetária	Depósitos overnight	Depósitos com prazo acordado até 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	6						7		8	9
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Saldos												
2016	1 076,0	6 082,7	7 158,7	1 329,1	2 221,6	3 550,7	10 709,5	69,3	522,6	87,9	679,9	11 389,4
2017	1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,7	2 261,8	3 458,4	11 208,5	74,4	511,7	72,2	658,3	11 866,9
2018	1 163,3	7 119,0	8 282,3	1 125,2	2 299,0	3 424,1	11 706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12 375,4
2018 T4	1 163,3	7 119,0	8 282,3	1 125,2	2 299,0	3 424,1	11 706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12 375,4
2019 T1	1 179,2	7 277,1	8 456,3	1 114,8	2 318,1	3 432,8	11 889,1	74,2	509,3	39,5	623,1	12 512,2
T2	1 189,0	7 415,3	8 604,3	1 111,2	2 338,5	3 449,7	12 054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12 677,3
T3	1 204,0	7 605,1	8 809,2	1 110,1	2 354,7	3 464,8	12 274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12 903,0
2019 Maio	1 185,9	7 364,7	8 550,6	1 122,6	2 333,9	3 456,4	12 007,1	71,1	513,6	44,8	629,4	12 636,5
Jun.	1 189,0	7 415,3	8 604,3	1 111,2	2 338,5	3 449,7	12 054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12 677,3
Jul.	1 193,7	7 486,4	8 680,1	1 104,5	2 344,3	3 448,9	12 129,0	75,7	523,5	37,6	636,9	12 765,8
Ago.	1 198,7	7 572,2	8 770,9	1 114,0	2 347,1	3 461,1	12 232,1	72,3	534,9	25,6	632,7	12 864,8
Set.	1 204,0	7 605,1	8 809,2	1 110,1	2 354,7	3 464,8	12 274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12 903,0
Out. ^(p)	1 209,4	7 673,9	8 883,3	1 094,2	2 357,0	3 451,2	12 334,5	79,6	518,0	27,7	625,4	12 959,9
Transações												
2016	38,5	539,6	578,0	-105,9	16,0	-90,0	488,1	-4,3	34,1	18,9	48,7	536,8
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,9	-23,1	530,5
2018	50,3	465,3	515,6	-74,2	45,1	-29,1	486,5	-0,9	11,6	-4,5	6,2	492,7
2018 T4	13,1	112,4	125,5	-8,3	14,2	5,9	131,4	2,5	26,9	7,6	37,0	168,4
2019 T1	15,9	156,3	172,2	-12,7	19,6	6,8	179,0	-0,3	-20,8	-28,5	-49,5	129,5
T2	9,8	143,0	152,7	-4,4	20,3	15,8	168,6	0,4	4,5	-3,8	1,1	169,7
T3	15,1	180,8	195,8	-4,6	16,4	11,8	207,6	-0,6	20,0	-15,2	4,2	211,8
2019 Maio	3,4	56,4	59,8	-3,7	7,9	4,1	63,9	-2,4	-0,2	2,8	0,2	64,1
Jun.	3,1	54,9	57,9	-10,6	4,7	-5,9	52,0	3,6	0,0	-7,5	-3,8	48,1
Jul.	4,7	68,0	72,7	-8,1	5,8	-2,3	70,4	1,1	8,8	1,2	11,1	81,5
Ago.	5,0	83,1	88,1	8,3	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,3	-11,5	-3,8	95,4
Set.	5,3	29,7	35,1	-4,8	7,8	3,1	38,1	2,0	-0,2	-5,0	-3,1	35,0
Out. ^(p)	5,4	71,8	77,1	-14,1	3,0	-11,1	66,0	5,5	-16,8	9,3	-2,0	64,0
Taxas de crescimento												
2016	3,7	9,7	8,7	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,9	7,0	26,5	7,7	5,0
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,5	-3,4	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2
2018 T4	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2
2019 T1	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	-1,7	-43,0	-5,8	4,6
T2	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5
T3	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6
2019 Maio	4,9	7,5	7,2	-3,7	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-31,0	-3,6	4,7
Jun.	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5
Jul.	4,9	8,3	7,8	-5,4	3,0	0,2	5,5	10,4	1,1	-38,1	-1,7	5,1
Ago.	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	4,9	-59,7	-2,4	5,7
Set.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6
Out. ^(p)	4,8	9,0	8,4	-4,3	3,0	0,6	6,1	10,1	1,4	-48,0	-2,4	5,6

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	2 093,8	1 632,5	293,3	159,9	8,0	6 057,4	3 403,3	645,6	2 006,2	2,3	964,3	200,8	386,6
2017	2 240,3	1 797,4	285,0	149,1	8,8	6 317,7	3 702,8	562,2	2 051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2 335,5	1 902,9	277,2	147,8	7,6	6 645,0	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2018 T4	2 335,5	1 902,9	277,2	147,8	7,6	6 645,0	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2019 T1	2 380,3	1 956,0	270,1	148,1	6,1	6 752,9	4 126,3	514,9	2 110,4	1,4	978,0	213,0	460,0
T2	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 847,0	4 207,8	509,9	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
T3	2 450,3	2 030,7	262,2	151,4	5,9	6 965,1	4 318,3	504,6	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,4
2019 Maio	2 401,5	1 976,1	269,2	149,3	6,9	6 824,1	4 186,6	512,1	2 123,9	1,6	992,7	215,4	458,5
Jun.	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 847,0	4 207,8	509,9	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
Jul.	2 429,0	2 008,1	264,1	150,4	6,4	6 894,2	4 250,7	508,8	2 132,9	1,8	1 009,3	220,7	457,8
Ago.	2 462,0	2 040,0	264,4	151,0	6,6	6 927,8	4 283,4	507,4	2 135,4	1,7	1 022,9	231,5	461,3
Set.	2 450,3	2 030,7	262,2	151,4	5,9	6 965,1	4 318,3	504,6	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,4
Out. ^(p)	2 471,9	2 052,8	260,2	150,9	7,9	6 994,7	4 349,3	500,5	2 143,3	1,7	1 047,5	223,1	467,4
Transações													
2016	131,9	157,0	-25,5	0,3	0,1	301,1	334,8	-46,3	13,6	-0,9	21,0	-28,3	19,6
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	92,8	105,0	-9,8	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,8	-4,2	19,3
2018 T4	28,9	21,2	7,4	-0,2	0,4	95,1	87,2	-7,1	14,8	0,2	4,2	-8,2	0,8
2019 T1	47,4	54,8	-7,2	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,6	9,3	24,1
T2	29,4	30,5	-4,4	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,0	16,7	0,3	31,7	3,9	0,1
T3	40,5	43,3	-2,8	1,4	-1,3	117,2	109,8	-6,0	13,9	-0,6	25,5	4,2	4,6
2019 Maio	15,2	16,3	-1,3	0,4	-0,1	36,3	30,8	-1,3	6,9	0,0	2,9	3,3	0,3
Jun.	7,3	9,3	-3,3	1,0	0,3	23,7	21,9	-1,8	3,5	0,1	18,5	1,5	1,7
Jul.	22,2	23,2	-0,4	0,2	-0,8	46,8	42,8	-1,4	5,3	0,1	-3,6	4,0	-2,7
Ago.	31,1	30,5	-0,1	0,6	0,1	33,4	32,6	-1,6	2,5	-0,1	11,8	10,6	3,6
Set.	-12,8	-10,4	-2,3	0,5	-0,7	37,0	34,5	-2,9	6,1	-0,7	17,3	-10,4	3,7
Out. ^(p)	24,6	24,5	-1,4	-0,5	2,1	29,7	30,1	-3,7	2,7	0,7	7,8	2,1	1,9
Taxas de crescimento													
2016	6,8	10,4	-8,0	0,2	0,8	5,2	10,9	-6,7	0,6	-28,4	2,2	-12,4	5,3
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2018 T4	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2019 T1	5,9	7,6	-2,3	0,2	-17,1	5,7	8,9	-5,6	2,9	-17,2	-2,2	0,5	10,4
T2	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
T3	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
2019 Maio	5,5	6,7	-0,8	1,4	8,8	5,9	8,9	-4,7	3,2	20,5	-0,5	0,0	8,7
Jun.	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
Jul.	6,8	8,6	-2,5	2,4	-8,1	6,1	9,1	-4,5	3,1	13,9	0,0	1,8	6,9
Ago.	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,2	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,7	6,2
Set.	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
Out. ^(p)	7,2	9,1	-3,8	2,5	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,3	6,8	6,3

Fonte: BCE.

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

2) De acordo com o SEC 2010, em dezembro de 2014 as sociedades gestoras de participações sociais de grupos não financeiros foram reclassificadas do setor das sociedades não financeiras para o setor das sociedades financeiras. Estas entidades estão incluídas nas estatísticas do balanço das IFM com as sociedades financeiras exceto IFM e as sociedades de seguros e fundos de pensões.

3) Incluindo instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias.

4) 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	4 382,4	1 083,1	3 286,0	12 879,6	10 708,6	10 980,9	4 310,3	5 449,8	835,8	112,8	1 385,8	785,2	
2017	4 617,2	1 032,3	3 571,0	13 114,1	10 870,5	11 165,0	4 323,5	5 600,2	838,0	108,7	1 440,4	803,2	
2018	4 675,5	1 006,3	3 657,8	13 415,1	11 122,7	11 478,4	4 405,9	5 742,1	847,9	126,8	1 517,4	774,9	
2018 T4	4 675,5	1 006,3	3 657,8	13 415,1	11 122,7	11 478,4	4 405,9	5 742,1	847,9	126,8	1 517,4	774,9	
2019 T1	4 661,4	1 001,5	3 648,5	13 526,5	11 201,0	11 553,1	4 426,5	5 787,7	856,1	130,7	1 526,8	798,7	
T2	4 639,5	1 000,7	3 627,1	13 639,5	11 290,7	11 665,4	4 462,5	5 825,8	870,3	132,1	1 546,3	802,5	
T3	4 696,4	999,8	3 685,0	13 774,2	11 394,4	11 762,8	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 569,5	810,2	
2019 Maio	4 634,5	1 004,1	3 618,7	13 595,3	11 261,6	11 625,4	4 462,2	5 806,8	867,7	124,9	1 533,6	800,1	
Jun.	4 639,5	1 000,7	3 627,1	13 639,5	11 290,7	11 665,4	4 462,5	5 825,8	870,3	132,1	1 546,3	802,5	
Jul.	4 672,9	1 000,5	3 660,7	13 682,2	11 335,0	11 706,1	4 483,6	5 843,4	873,6	134,4	1 541,0	806,2	
Ago.	4 707,4	1 003,8	3 691,9	13 735,7	11 388,3	11 748,2	4 505,0	5 864,6	878,3	140,4	1 544,6	802,8	
Set.	4 696,4	999,8	3 685,0	13 774,2	11 394,4	11 762,8	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 569,5	810,2	
Out. ^(p)	4 665,5	1 001,8	3 652,1	13 801,7	11 423,2	11 786,2	4 503,2	5 895,0	886,2	138,9	1 562,7	815,8	
Transações													
2016	484,2	-34,4	518,5	318,8	234,5	258,2	81,7	121,0	43,0	-11,1	79,9	4,4	
2017	287,5	-43,7	330,6	363,3	274,2	315,8	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,7	25,4	
2018	89,5	-28,4	117,9	375,6	307,8	380,0	124,0	166,4	-0,3	17,8	88,6	-20,7	
2018 T4	29,6	2,4	27,3	65,1	58,0	88,6	16,2	42,4	-4,1	3,5	11,2	-4,1	
2019 T1	-30,7	-5,5	-25,2	110,1	92,1	91,0	32,3	49,1	8,4	2,3	0,5	17,5	
T2	-49,2	-1,5	-48,0	123,6	105,7	126,0	50,7	38,8	17,8	-1,5	17,6	0,3	
T3	-1,5	-0,9	-0,6	128,6	102,2	104,7	27,1	52,1	9,2	13,9	20,2	6,2	
2019 Maio	-7,5	5,4	-13,1	34,5	25,9	34,5	19,7	6,4	1,4	-1,6	11,6	-3,0	
Jun.	-22,4	-3,9	-18,4	46,2	39,0	48,9	8,4	18,7	7,6	4,4	9,9	-2,7	
Jul.	7,0	-0,3	7,2	39,7	44,3	41,9	22,3	17,8	2,0	2,2	-7,2	2,5	
Ago.	5,4	3,2	2,2	50,8	51,5	43,8	20,8	21,3	3,5	5,9	1,5	-2,3	
Set.	-13,9	-3,8	-10,0	38,2	6,4	19,0	-16,0	13,0	3,6	5,7	25,8	6,0	
Out. ^(p)	-17,1	2,2	-19,3	35,8	36,6	35,6	18,8	20,4	4,6	-7,2	-6,3	5,5	
Taxas de crescimento													
2016	12,4	-3,1	18,6	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,1	0,6	
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2	
2018	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6	
2018 T4	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6	
2019 T1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-1,0	14,7	4,1	1,8	
T2	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3	
T3	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5	
2019 Maio	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,3	1,7	3,0	0,4	
Jun.	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3	
Jul.	-0,5	-1,5	-0,3	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,6	7,2	1,4	1,8	
Ago.	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,2	12,9	1,2	2,1	
Set.	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5	
Out. ^(p)	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,7	11,0	2,2	3,3	

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	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos										
2016	4 310,3	4 308,4	1 012,2	796,5	2 501,6	5 449,8	5 729,0	616,5	4 083,7	749,6
2017	4 323,5	4 358,8	986,2	821,2	2 516,2	5 600,2	5 866,6	654,9	4 216,3	729,0
2018	4 405,9	4 489,0	993,2	845,4	2 567,3	5 742,1	6 023,0	684,6	4 353,0	704,5
2018 T4	4 405,9	4 489,0	993,2	845,4	2 567,3	5 742,1	6 023,0	684,6	4 353,0	704,5
2019 T1	4 426,5	4 511,6	980,7	853,1	2 592,7	5 787,7	6 065,6	694,5	4 391,1	702,2
T2	4 462,5	4 554,2	977,6	867,2	2 617,7	5 825,8	6 113,9	705,4	4 422,2	698,1
T3	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	713,1	4 468,9	694,3
2019 Maio	4 462,2	4 544,2	981,2	865,3	2 615,7	5 806,8	6 098,5	700,7	4 408,9	697,3
Jun.	4 462,5	4 554,2	977,6	867,2	2 617,7	5 825,8	6 113,9	705,4	4 422,2	698,1
Jul.	4 483,6	4 569,8	983,3	872,9	2 627,4	5 843,4	6 133,3	708,6	4 437,6	697,2
Ago.	4 505,0	4 591,9	995,8	876,3	2 632,9	5 864,6	6 150,7	711,7	4 456,5	696,5
Set.	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	713,1	4 468,9	694,3
Out. ^(p)	4 503,2	4 593,3	983,4	878,3	2 641,5	5 895,0	6 181,4	715,2	4 488,3	691,5
Transações										
2016	81,7	99,6	-14,3	43,4	52,6	121,0	113,8	24,2	105,2	-8,5
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	164,9	45,1	134,0	-5,9
2018	124,0	174,7	18,7	33,9	71,5	166,4	187,6	40,2	136,1	-9,9
2018 T4	16,2	38,1	-1,4	8,3	9,4	42,4	49,7	8,9	38,0	-4,5
2019 T1	32,3	32,5	-10,9	10,3	32,9	49,1	49,2	10,8	39,1	-0,8
T2	50,7	54,1	0,8	17,1	32,8	38,8	49,9	12,1	28,8	-2,1
T3	27,1	33,5	3,7	6,2	17,2	52,1	55,6	8,5	46,3	-2,7
2019 Maio	19,7	17,1	-2,3	6,2	15,8	6,4	16,9	4,8	3,3	-1,7
Jun.	8,4	16,6	-1,2	4,3	5,3	18,7	15,7	4,2	14,5	0,1
Jul.	22,3	17,5	5,2	5,9	11,2	17,8	19,8	3,5	15,1	-0,9
Ago.	20,8	24,4	12,0	3,2	5,7	21,3	17,9	3,2	18,5	-0,4
Set.	-16,0	-8,4	-13,5	-2,8	0,3	13,0	18,0	1,8	12,6	-1,4
Out. ^(p)	18,8	17,6	3,4	5,7	9,8	20,4	20,6	2,4	20,4	-2,3
Taxas de crescimento										
2016	1,9	2,3	-1,4	5,7	2,1	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2018 T4	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2019 T1	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
T2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
T3	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
2019 Maio	2,7	3,9	-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	6,3	3,4	-1,1
Jul.	3,3	4,0	-0,4	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2
Ago.	3,5	4,2	0,6	5,8	3,8	3,3	3,4	6,1	3,5	-1,2
Set.	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
Out. ^(p)	3,1	3,8	0,6	4,8	3,5	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,7

Fonte: BCE.

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

2) De acordo com o SEC 2010, em dezembro de 2014 as sociedades gestoras de participações sociais de grupos não financeiros foram reclassificadas do setor das sociedades não financeiras para o setor das sociedades financeiras. Estas entidades estão incluídas nas estatísticas do balanço das IFM com as sociedades financeiras exceto IFM e as sociedades de seguros e fundos de pensões.

3) Incluindo instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias.

4) Corrigidos de vendas e titularização de empréstimos (o que resulta no 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	306,5	6 957,3	2 088,6	71,0	2 148,4	2 649,3	1 127,6	263,5	205,9	121,6
2017	342,7	6 771,0	1 967,4	59,8	2 017,5	2 726,2	938,5	310,8	143,5	92,5
2018	379,3	6 819,0	1 940,5	56,1	2 099,3	2 723,1	1 029,8	453,4	187,0	194,9
2018 T4	379,3	6 819,0	1 940,5	56,1	2 099,3	2 723,1	1 029,8	453,4	187,0	194,9
2019 T1	370,0	6 906,3	1 937,1	55,9	2 145,8	2 767,6	1 180,5	420,2	199,0	212,3
T2	373,7	6 984,2	1 956,6	57,5	2 135,0	2 835,2	1 322,1	434,2	191,5	207,8
T3	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 478,5	442,2	184,2	198,1
2019 Maio	368,1	6 913,4	1 932,6	56,5	2 138,0	2 786,3	1 277,9	410,3	212,8	229,2
Jun.	373,7	6 984,2	1 956,6	57,5	2 135,0	2 835,2	1 322,1	434,2	191,5	207,8
Jul.	374,5	7 018,2	1 931,1	57,7	2 150,5	2 878,9	1 404,1	399,4	206,5	224,1
Ago.	403,5	7 060,0	1 916,5	57,3	2 148,4	2 937,7	1 461,2	423,9	212,6	231,5
Set.	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 478,5	442,2	184,2	198,1
Out. ^(p)	380,6	7 057,4	1 947,8	55,0	2 131,1	2 923,5	1 490,2	440,4	221,4	236,2
Transações										
2016	21,6	-123,0	-71,3	-8,6	-118,5	75,4	-277,6	-90,0	12,8	-12,0
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-92,8	-61,9	-61,2	-28,5
2018	40,5	50,6	-37,9	-4,9	22,8	70,7	77,7	41,0	16,2	23,6
2018 T4	-22,2	23,7	-1,7	-0,8	11,2	15,0	34,4	40,8	9,7	11,9
2019 T1	-9,1	43,9	-10,4	-0,2	37,0	17,5	116,5	-31,5	2,7	5,5
T2	3,8	46,0	21,9	1,6	-0,1	22,6	109,7	35,4	-7,1	-4,5
T3	14,6	13,3	-15,2	-0,6	5,1	24,0	83,8	28,8	6,9	7,4
2019 Maio	1,0	6,3	-1,3	0,4	0,4	6,8	59,5	-15,1	-4,1	-2,9
Jun.	5,7	42,7	25,3	1,0	8,0	8,4	23,7	49,0	-20,8	-21,4
Jul.	0,7	-5,2	-26,8	0,2	9,3	12,1	56,3	-25,9	14,9	16,3
Ago.	29,1	-20,5	-17,2	-0,4	-7,8	4,8	8,4	39,4	6,1	7,4
Set.	-15,2	39,0	28,7	-0,4	3,6	7,0	19,2	15,3	-14,1	-16,3
Out. ^(p)	-7,2	-12,6	2,0	-1,5	-22,4	9,3	34,1	-8,6	37,3	38,1
Taxas de crescimento										
2016	7,7	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2018 T4	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2019 T1	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,8	2,6	-	-	17,8	21,2
T2	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
T3	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
2019 Maio	9,1	1,4	-1,6	-3,8	2,8	2,7	-	-	14,4	15,9
Jun.	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
Jul.	5,8	2,0	-1,8	0,4	4,1	3,2	-	-	7,1	9,9
Ago.	5,7	1,7	-2,2	0,4	3,7	3,0	-	-	11,9	15,6
Set.	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
Out. ^(p)	-2,9	1,5	-0,1	-2,0	1,2	2,9	-	-	36,4	38,9

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

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

6.2 Receita e despesa

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

	Receita						Despesa						
	Total	Receita corrente			Receita de capital	Total	Despesa corrente				Despesa de capital		
		Impostos diretos	Impostos indiretos	Contribuições sociais líquidas			Remuneração dos empregados	Consumo intermédio	Juros	Prestações sociais			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	46,4	45,8	12,5	13,0	15,2	0,6	48,4	44,5	10,1	5,3	2,3	22,7	3,9
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2018 T3	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,2	9,9	5,3	1,9	22,3	3,7
T4	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019 T1	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
T2	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,5	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	
		Numérário e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida	Credores residentes	Credores não residentes	Até 1 ano	Superior a 1 ano	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Euro ou moedas participantes	Outras moedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,8	3,4	16,5	71,0	45,0	27,6	45,8	9,7	81,2	18,3	31,1	41,4	88,8	2,1
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,5	9,4	80,6	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,5	70,1	48,2	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,9	3,1	13,8	69,0	48,0	32,4	37,8	8,0	77,8	16,1	28,3	41,4	84,5	1,4
2018 T3	87,1	3,2	13,9	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	85,9	3,1	13,8	69,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 T1	86,5	3,1	13,6	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	86,4	3,1	13,5	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	-0,3	-0,8	1,2	
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	1,6	
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,1	0,9	
2018	-1,9	-1,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,9	0,8	
2018 T3	-2,2	-1,5	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,2	0,9	
T4	-1,9	-1,3	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8	
2019 T1	-1,3	-1,2	0,7	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,2	
T2	-0,9	-1,0	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,6	1,4	

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		Total		Saldos				Transações		
		Prazos até 3 meses	Prazos até 3 meses	Total	Taxa variável			Cupão zero	Taxa fixa	Prazos até 1 ano	Emissões	Reembolsos		
	1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	13
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1	
2018	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 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	
T2	12,9	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9	
2019 Maio	12,9	11,4	3,5	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
Jun.	12,9	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	4,1	1,5	0,4	7,5	2,3	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0	
Ago.	12,9	11,4	4,2	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,1	
Set.	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0	
Out.	12,8	11,3	3,4	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,2	

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) Saldo 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	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0	
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7	
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2018 T3	-0,2	2,1	0,2	-0,5	0,8	-2,7	-2,5	-2,0	-4,2	
T4	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2019 T1	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-3,0	-2,2	-3,9	
T2	-1,6	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,8	-3,3	-2,1	-3,7	
Dívida pública										
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5	
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9	
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2018 T3	105,4	62,7	8,5	67,2	182,3	98,9	99,4	136,1	107,9	
T4	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2019 T1	105,3	61,7	8,0	65,4	182,1	98,9	99,7	136,6	103,2	
T2	104,7	61,2	9,3	63,9	180,2	98,9	99,6	138,0	107,2	
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	-2,7	-2,4
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2018 T3	-0,4	0,5	2,2	3,4	2,0	0,1	-0,1	0,5	-0,7	-0,7
T4	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2019 T1	-0,7	0,2	3,1	1,8	1,7	-0,1	-0,2	0,6	-1,0	-0,9
T2	-0,9	0,0	3,2	1,0	1,8	0,0	0,2	0,6	-1,0	-1,0
Dívida pública										
2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	51,9	63,0
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	62,6
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	51,3	60,9
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,4	59,0
2018 T3	37,5	34,9	21,2	45,9	52,9	75,7	125,5	71,4	51,7	58,9
T4	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,1	59,0
2019 T1	37,7	34,0	20,8	46,4	50,9	72,7	123,7	68,1	49,0	58,7
T2	36,7	36,1	20,3	45,7	50,9	71,8	121,2	67,7	48,4	60,5

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 dezembro 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-19-008-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep