



BANCO CENTRAL EUROPEU  
EUROSISTEMA

# Boletim Económico

Número 8 / 2018



# Índice

<b>Evolução económica e monetária</b>	<b>2</b>
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	6
2 Evolução financeira	13
3 Atividade económica	18
4 Preços e custos	23
5 Moeda e crédito	29
6 Evolução orçamental	36
<b>Caixas</b>	<b>39</b>
1 Vulnerabilidades nos mercados emergentes – uma comparação com crises anteriores	39
2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 1 de agosto a 30 de outubro de 2018	47
3 Entender o abrandamento do crescimento em 2018	53
4 Variação da composição subjacente ao crescimento na área do euro durante a recuperação	57
5 Evolução recente do desvio salarial na área do euro	62
6 Uma avaliação dos projetos de planos orçamentais para 2019	67
<b>Estatísticas</b>	<b>E1</b>

# Evolução económica e monetária

## Apreciação global

**Na sua reunião de política monetária de 13 de dezembro, o Conselho do BCE decidiu terminar as compras líquidas de ativos em dezembro de 2018, embora mantendo inalteradas as taxas de juro diretoras do BCE e reforçando as indicações sobre a orientação futura do reinvestimento.** Embora as informações disponíveis sejam menos favoráveis do que o esperado, refletindo uma procura externa mais fraca além de alguns fatores específicos de cada país e setor, a força subjacente da procura interna continua a sustentar a expansão da área do euro e as pressões inflacionistas em crescimento gradual. Este fator suporta a confiança expressa pelo Conselho do BCE de que a convergência sustentada da inflação para o seu objetivo prosseguirá e será mantida mesmo após o término das aquisições líquidas de ativos. Paralelamente, as incertezas geopolíticas, a ameaça do protecionismo, as vulnerabilidades nos mercados emergentes e a volatilidade nos mercados financeiros mantêm a sua proeminência. Por conseguinte, é ainda necessário um estímulo significativo em termos de política monetária para apoiar a intensificação das pressões internas sobre os preços e a evolução da inflação global no médio prazo. As indicações do Conselho do BCE sobre a orientação futura das taxas de juro diretoras do BCE, reforçadas pelos reinvestimentos do *stock* considerável de ativos adquiridos, continuam a providenciar o nível de política monetária acomodatória necessário à convergência sustentada da inflação para o seu objetivo. Em qualquer caso, o Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante seja apropriado, a fim de assegurar que a inflação continua a evoluir de forma sustentada no sentido do seu objetivo de inflação.

## Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 13 de dezembro de 2018

**Embora a atividade económica mundial tenha permanecido resiliente, tornou-se mais irregular e surgem já sinais de moderação do seu dinamismo.**

A consolidação do ciclo económico mundial, o esmorecimento das medidas de apoio de política nas economias avançadas e o impacto das tarifas entre os Estados Unidos e a China estão a condicionar a atividade mundial. O crescimento do comércio mundial desacelerou ligeiramente, enquanto a incerteza quanto às futuras relações comerciais tem vindo a aumentar. Paralelamente, as condições financeiras mantêm-se acomodatórias nas economias avançadas mas permanecem restritivas em alguns mercados emergentes. Em termos prospetivos, prevê-se que a atividade económica mundial desacelere em 2019 e se mantenha estável posteriormente. Prevê-se também que as pressões inflacionistas mundiais aumentem lentamente à medida que a capacidade produtiva disponível diminui.

**Desde a reunião do Conselho do BCE de setembro de 2018, as taxas de longo prazo isentas de risco diminuíram num contexto de maior incerteza geopolítica e uma perceção de deterioração das perspetivas macroeconómicas.**

Os diferenciais das obrigações soberanas da área do euro têm permanecido amplamente estáveis, à exceção dos de Itália, que apresentaram uma volatilidade considerável. Embora os lucros empresariais permaneçam robustos, algumas revisões em baixa em conjunto com uma reavaliação do risco, conduziram a quedas nas cotações das ações e das obrigações das empresas da área do euro. Nos mercados cambiais, o euro enfraqueceu globalmente em termos ponderados pelo comércio.

**O PIB real da área do euro aumentou 0.2%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2018, após ter registado uma taxa de crescimento de 0.4% nos dois trimestres anteriores.**

Os últimos dados e resultados dos inquéritos têm sido mais fracos do que o esperado, refletindo um decrescente contributo da procura externa e de alguns fatores específicos de cada país e setor. Embora seja provável que alguns destes fatores venham a desaparecer, isto sugere um dinamismo de crescimento mais lento no futuro. Simultaneamente, a procura interna, apoiada pela orientação acomodatória da política monetária do Conselho do BCE, continua a sustentar a expansão económica da área do euro. A robustez do mercado de trabalho, que se pode observar pelos atuais ganhos em termos de emprego e pelo aumento dos salários, continua a fomentar o consumo privado. Adicionalmente, o investimento empresarial beneficia da forte procura interna, das condições de financiamento favoráveis e da melhoria nos balanços. O investimento residencial permanece robusto. Além disso, prevê-se ainda a continuação da expansão da atividade mundial, apoiando as exportações da área do euro, embora a um ritmo mais lento.

**Esta avaliação encontra-se globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema.**

Segundo estas projeções, o PIB real anual aumentará 1.9% em 2018, 1.7% em 2019, 1.7% em 2020 e 1.5% em 2021. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2018 dos especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento real do PIB foram objeto de uma ligeira revisão em baixa no que toca a 2018 e 2019. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro podem ainda ser avaliados como globalmente equilibrados. Contudo, o saldo dos riscos está a deslocar-se em sentido descendente devido à persistência das incertezas geopolíticas, à ameaça do protecionismo, às vulnerabilidades nos mercados emergentes e à volatilidade nos mercados financeiros.

**De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro desceu para 2.0% em novembro de 2018, o que compara com 2.2% em outubro.**

Com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é expectável uma descida da inflação global nos próximos meses. As medidas de inflação subjacente permanecem, em geral, fracas, mas as pressões internas sobre os custos continuaram a intensificar-se e a expandir-se num contexto de níveis elevados de utilização da capacidade produtiva e da crescente restritividade dos mercados de trabalho, o que está a impulsionar a subida dos

salários. Em termos prospetivos, prevê-se que a inflação subjacente registe um crescimento no médio prazo, suportada pelas medidas de política monetária do BCE, pela continuação da expansão económica e pelo maior crescimento dos salários.

**Esta avaliação encontra-se também amplamente refletida nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, que preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.8% em 2018, 1.6% em 2019, 1.7% em 2020 e 1.8% em 2021.** Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2018 dos especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação homóloga medida pelo IHPC foram objeto de uma ligeira revisão em alta para 2018 e em baixa para 2019. Prevê-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares aumente de 1.0% em 2018 para 1.4% em 2019, 1.6% em 2020 e 1.8% em 2021.

**O crescimento do agregado monetário largo (M3) recuperou em Outubro de 2018, num contexto de mudança para fontes de criação de moeda mais autossustentáveis à medida que diminuem as compras líquidas de ativos mensais ao abrigo do programa de aquisição de ativos (*asset purchase programme – APP*).** Os empréstimos ao setor privado continuaram a crescer e a ser o maior impulsionador do crescimento do agregado monetário largo, apesar de evidenciarem alguns sinais de abrandamento, sobretudo no que respeita aos empréstimos às sociedades não financeiras (SNF). Paralelamente, as condições de financiamento e de concessão de empréstimos dos bancos permaneceram muito favoráveis. A transmissão das medidas de política monetária implementadas desde junho de 2014 continua a apoiar significativamente as condições de concessão de empréstimos às empresas e às famílias, o acesso ao financiamento – em particular para pequenas e médias empresas – e os fluxos de crédito na área do euro.

**Prevê-se que o défice orçamental das administrações públicas da área do euro tenha diminuído significativamente em 2018, mas que venha a aumentar ligeiramente no próximo ano.** A queda de 2018 deveu-se sobretudo às condições cíclicas favoráveis e à descida dos pagamentos de juros. Espera-se que a orientação orçamental agregada da área do euro se mantenha globalmente neutra em 2018, seja menos restritiva em 2019 e em 2020, para voltar a ser neutra novamente em 2021.

## Decisões de política monetária

**Com base nas análises económica e monetária regulares, o Conselho do BCE tomou as decisões que se seguem.** O Conselho do BCE decidiu não alterar as taxas de juro diretoras do BCE e continua a esperar que as mesmas se mantenham nos níveis atuais, pelo menos, até ao final do verão de 2019, e, em qualquer caso, enquanto for necessário com vista a assegurar a continuação de uma convergência sustentada da inflação para níveis abaixo, mas próximos, de 2% no médio prazo. No que se refere a medidas de política monetária não convencionais, o Conselho do BCE decidiu terminar as compras líquidas de ativos mensais ao abrigo do APP em

dezembro de 2018. Simultaneamente, o Conselho do BCE reforçou as indicações sobre a orientação futura do reinvestimento. Em conformidade, o Conselho do BCE pretende continuar a reinvestir inteiramente os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos ao abrigo do APP durante um período prolongado após a data prevista pelo Conselho do BCE para iniciar a subida das taxas de juro diretoras do BCE, e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.

# 1 Conjuntura externa

*Embora a atividade económica mundial tenha permanecido resiliente, tornou-se mais irregular e surgem já sinais de moderação do seu dinamismo. A consolidação do ciclo económico mundial, o esmorecimento das medidas de apoio de política nas economias avançadas e o impacto das tarifas entre os Estados Unidos e a China estão a condicionar a atividade mundial. Paralelamente, as condições financeiras mantêm-se acomodáticas nas economias avançadas mas permanecem restritivas em alguns mercados emergentes. O crescimento do comércio mundial desacelerou ligeiramente, enquanto a incerteza quanto às futuras relações comerciais tem vindo a aumentar. Em termos prospetivos, prevê-se que a atividade económica mundial desacelere em 2019 e se mantenha estável nos dois anos seguintes, à medida que as medidas de apoio de política se desvanecem gradualmente e a China entra numa trajetória de menor crescimento. Prevê-se que as pressões inflacionistas mundiais aumentem lentamente à medida que a capacidade produtiva disponível diminui. Os riscos para a atividade mundial encontram-se enviesados em sentido descendente.*

## Atividade económica e comércio a nível mundial

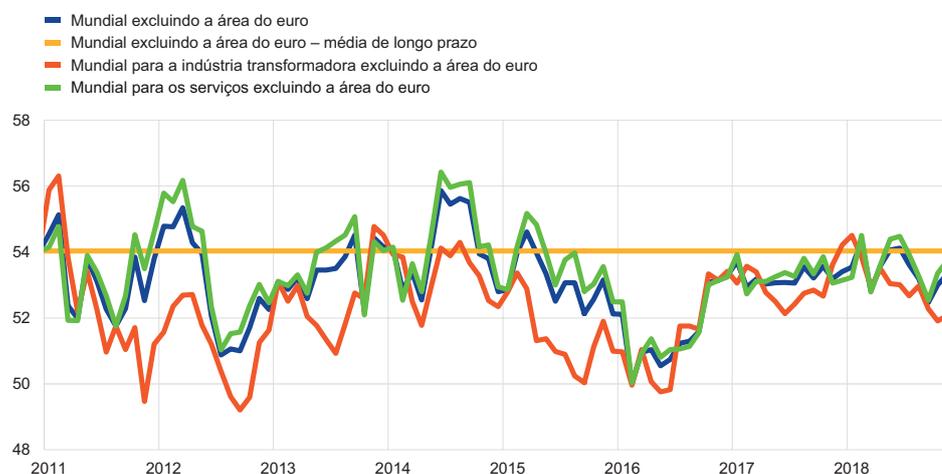
**Embora a atividade económica mundial tenha permanecido resiliente, surgem já sinais de moderação do seu dinamismo.** A economia mundial continuou a expandir-se a um ritmo constante no segundo trimestre de 2018, suportada por uma retoma da atividade em várias economias avançadas, incluindo os Estados Unidos, o Reino Unido e o Japão. A taxa de crescimento referente ao terceiro trimestre nos Estados Unidos indica ainda uma atividade resiliente, enquanto o crescimento do PIB foi robusto no Reino Unido, refletindo em parte um aumento da despesa pública. A economia japonesa registou uma contração ao longo do mesmo período, devido em grande medida a fatores temporários relacionados com catástrofes naturais. Nas economias de mercados emergentes (EME), o cenário de crescimento é mais heterogéneo. A atividade económica manteve-se estável na China no terceiro trimestre, mas registou um enfraquecimento considerável nas EME que tinham sofrido perturbações financeiras na parte inicial do ano.

**A evidência com base em inquéritos sugere que a atividade desacelerará no curto prazo.** O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial composto do produto excluindo a área do euro tem vindo gradualmente a recuar desde o início de 2018, motivado sobretudo pela desaceleração contínua da atividade na indústria transformadora a nível mundial (Gráfico 1). O desempenho do setor dos serviços foi superior ao da indústria transformadora no ano até novembro, não obstante alguma volatilidade dos valores. A confiança dos consumidores diminuiu recentemente, embora partindo de níveis elevados.

## Gráfico 1

### IGC mundial compósito do produto

(Índice de difusão)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a novembro de 2018. "Média de longo prazo" refere-se ao período entre janeiro de 1999 e novembro de 2018.

#### **As condições financeiras nas economias avançadas mantêm-se acomodáticas, embora nas EME o cenário seja relativamente heterogêneo.**

Na China, as condições financeiras tornaram-se menos restritivas na sequência das medidas tomadas pelo People's Bank of China em resposta à deterioração das perspectivas para a atividade, num contexto de desequilíbrios internos e crescentes tensões comerciais. Porém, as condições financeiras nas EME mais gravemente atingidas pelas perturbações nos mercados financeiros observadas no verão – incluindo a Argentina e a Turquia – mantêm-se restritivas e condicionam substancialmente as respetivas perspectivas para a atividade. No geral, o sentimento mundial relativamente ao risco ainda não recuperou plenamente desde o verão, com os investidores financeiros a praticarem uma política de discriminação contra as EME com desequilíbrios significativos, uma necessidade de financiamento externo elevada e uma limitada margem de manobra a nível das medidas de apoio de política. Em termos prospetivos, uma nova subida das taxas de juro nos Estados Unidos à medida que o Comité de Operações de Mercado Aberto (*Federal Open Market Committee* – FOMC) avança com o processo gradual de normalização da política monetária, em conjugação com um dólar forte, poderia originar um novo aumento da restritividade das condições financeiras nas EME.

**No curto prazo, prevê-se que o atual dinamismo cíclico apoie a atividade mundial.** As economias avançadas continuam a beneficiar de políticas monetárias acomodáticas e de condições financeiras favoráveis. Um estímulo orçamental pró-cíclico considerável nos Estados Unidos, incluindo a redução fiscal e o aumento da despesa, impulsionará igualmente o crescimento mundial, num contexto de uma mudança mais generalizada no sentido de políticas orçamentais mais expansionistas nas economias avançadas.

**Numa perspetiva a mais longo prazo, projeta-se que a atividade desacelere em 2019 e permaneça estável nos dois anos seguintes.**

Tal reflete o abrandamento cíclico projetado nas economias avançadas e na China. Os desvios do produto foram já eliminados em muitas economias avançadas, sendo que se espera que a capacidade produtiva disponível diminua nas EME no médio prazo. A intensificação das tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China deverá condicionar a atividade de ambos os países. Embora se continue a considerar que o impacto mundial seja relativamente limitado, a maior incerteza quanto às futuras relações comerciais poderá afetar negativamente a confiança e o investimento. Além do mais, é de prever que as medidas de apoio de política diminuam gradualmente. Relativamente aos Estados Unidos, a projeção de base indica que o impulso dado ao crescimento pelas medidas de estímulo orçamental atingirá o seu valor máximo em 2019, sendo que se prevê que, no Japão, as medidas de estímulo orçamental comecem já a atenuar-se este ano. No lado da política monetária, prevê-se um aumento gradual da restritividade nos Estados Unidos, como refletido nos atuais preços nos mercados financeiros, o que, por sua vez, deverá contribuir para um ligeiro aumento da restritividade das condições financeiras mundiais. A trajetória esperada da atividade mundial reflete igualmente uma retoma em várias EME, especialmente nas que foram afetadas pelas recentes perturbações nos mercados financeiros. No geral, prevê-se que o ritmo de expansão mundial se fixe em taxas inferiores às registadas antes da crise financeira de 2007-2008.

**No que respeita aos desenvolvimentos nos vários países, espera-se que a atividade nos Estados Unidos permaneça resiliente no curto prazo.**

A robustez das condições no mercado de trabalho, lucros empresariais sólidos e as condições financeiras ainda favoráveis deverão apoiar o crescimento. As medidas pró-cíclicas de estímulo orçamental continuarão a suportar as perspetivas favoráveis de crescimento no próximo ano, embora se preveja que o conflito comercial bilateral com a China condicione ligeiramente a atividade e o investimento. Além disso, as eleições intercalares deram lugar à divisão do controlo do Congresso, aumentando assim a probabilidade de um impasse legislativo.

**No Japão, prevê-se que a atividade recupere no curto prazo, mas projeta-se que o ritmo de expansão económica desacelere gradualmente a partir de então.**

O impacto negativo de uma série de catástrofes naturais condicionou a atividade no terceiro trimestre de 2018, embora se espere que o crescimento recupere no quarto trimestre. Em termos prospetivos, a atividade beneficiará de uma política monetária acomodatória, mas prevê-se que as limitações de capacidade cada vez mais incontornáveis condicionem o crescimento. Os salários têm vindo a aumentar moderadamente, num contexto de restritividade no mercado de trabalho, o que deverá sustentar as despesas das famílias.

**No Reino Unido, as perspetivas apontam para um crescimento moderado, com a manutenção de uma procura interna modesta.**

A atividade surpreendentemente robusta no terceiro trimestre foi suportada por vários fatores de transição. Porém, a incerteza elevada continuou a condicionar o investimento empresarial, cuja descida se prolongou durante três trimestres consecutivos. As perspetivas a curto prazo permanecem rodeadas de considerável incerteza devido à próxima votação no Parlamento sobre o acordo de saída da UE.

**Nos países da Europa Central e de Leste, o crescimento do PIB deverá permanecer robusto no curto prazo.**

A atividade é suportada pelo forte investimento, associado aos fundos da UE, a despesas de consumo robustas e a melhorias no mercado de trabalho. A médio prazo, espera-se que a atividade desacelere no sentido do potencial.

**A atividade na China manteve-se robusta, sustentada pelo forte consumo, por medidas de apoio de política governamental e por exportações robustas, possivelmente devido em parte à antecipação de encomendas em antevisão do aumento das tarifas.**

Porém, no curto prazo, o abrandamento no mercado da habitação e os efeitos desfasados de anteriores esforços de desalavancagem deverão condicionar o crescimento. Acresce que se prevê que as novas tarifas comerciais implementadas pela Administração dos Estados Unidos afetem negativamente a atividade. No entanto, pressupõe-se que o seu efeito global na China seja relativamente contido, devido às medidas de estímulo orçamental recentemente aplicadas. No médio prazo, os progressos na implementação de reformas estruturais deverão resultar num abrandamento estável e num ligeiro reequilíbrio da economia chinesa.

**Projeta-se que a atividade económica se fortaleça nos grandes países exportadores de matérias-primas.**

Na Rússia, a retoma económica deverá prosseguir, sustentada pela anterior subida dos preços do petróleo e pela melhoria da procura interna, num contexto de aumento do rendimento disponível e do crédito. A recente descida dos preços do petróleo implica alguns riscos descendentes para as perspetivas para a economia russa. No médio prazo, prevê-se que o crescimento beneficie um pouco do plano plurianual recentemente anunciado para a despesa pública. No Brasil, a atividade deverá acelerar no curto prazo, à medida que o impacto das incertezas políticas e as perturbações resultantes da greve dos camionistas se desvanecem. No mais longo prazo, a melhoria do mercado de trabalho e a manutenção da política monetária acomodatória deverão sustentar o consumo, enquanto as pressões inflacionistas permanecem contidas.

**Espera-se que a Turquia passe por um ajustamento difícil nos próximos meses.**

Não obstante a recente estabilização da lira, as condições financeiras continuam a ser restritivas. Esta situação, em conjugação com a inflação elevada e as políticas monetárias e orçamentais pró-cíclicas, deverá condicionar a atividade económica.

**O crescimento do comércio mundial moderou-se em 2018, após um forte dinamismo em 2017.**

O volume das importações mundiais de mercadorias foi relativamente volátil no decurso do ano. Depois de estagnar no segundo trimestre de 2018, o comércio aumentou 1.5% no terceiro trimestre na sequência do fortalecimento das importações de EME. Os indicadores relativos aos períodos subsequentes fornecem sinais contraditórios. Embora o IGC para novas encomendas de exportações sugira uma maior fragilidade subjacente do comércio mundial (Gráfico 2), outros indicadores – como, por exemplo, a produção industrial mundial ou o índice Tech Pulse – sugerem um crescimento estável.

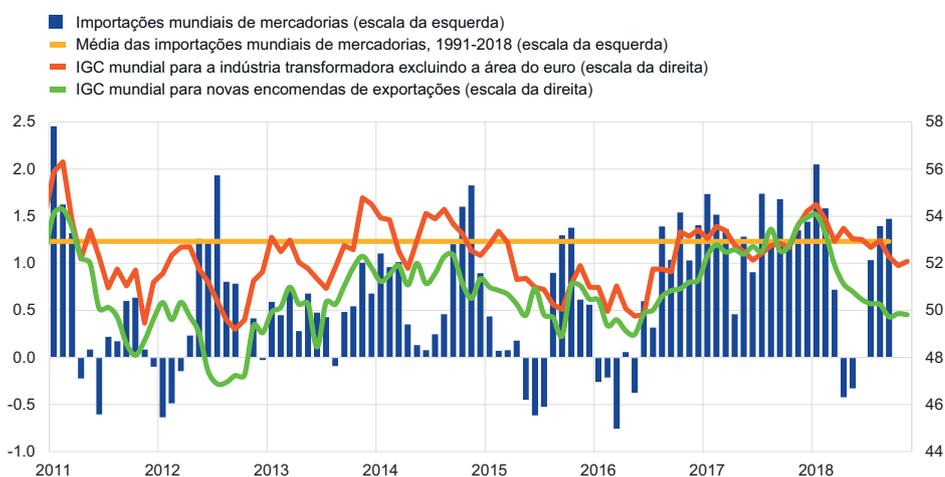
### As tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China intensificaram-se.

A Administração dos Estados Unidos anunciou tarifas sobre as exportações da China para os Estados Unidos no valor de mais USD 200 mil milhões, com a China a retaliar, impondo tarifas sobre as exportações dos Estados Unidos no valor de mais USD 60 mil milhões, ambas com efeitos a partir de 24 de setembro de 2018. Estas medidas surgem na sequência de tarifas anteriormente aplicadas visando o comércio bilateral de mercadorias destes países no valor de USD 50 mil milhões, bem como tarifas sobre as exportações de aço e alumínio para os Estados Unidos e a retaliação por parte da China. Prevê-se que estas medidas condicionem a atividade e o comércio nos Estados Unidos e na China, mas que o respetivo impacto mundial permaneça relativamente contido.

### Gráfico 2

#### Comércio mundial de bens e inquéritos

(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 setembro de 2018 (importações mundiais de bens) e novembro de 2018 (IGC).

### Em termos prospetivos, o comércio mundial deverá manter-se moderado.

Embora o impacto das tarifas permaneça contido até ao momento, deverá afetar o comércio de mercadorias entre os Estados Unidos e a China em maior medida no próximo ano. No período de 2020 a 2021, projeta-se que o comércio mundial cresça globalmente em linha com a atividade.

### O crescimento económico mundial deverá desacelerar no próximo ano, mantendo-se estável nos dois anos seguintes.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) deverá situar-se em 3.8% durante este ano, antes de desacelerar para 3.5% em 2019. No período de 2020 a 2021, projeta-se que permaneça globalmente estável. Esta trajetória das projeções reflete o abrandamento esperado no curto prazo em algumas economias emergentes, visto que as condições financeiras se tornaram mais restritivas. No mais longo prazo, projeta-se que a expansão nas economias avançadas abrande no sentido do crescimento potencial. Além disso, o ritmo de expansão na China deverá moderar-se gradualmente. Projeta-se que o crescimento

da procura externa da área do euro diminua de 4.3% este ano para 3.1% em 2019, antes de aumentar ligeiramente no médio prazo. Em comparação com as projeções de setembro de 2018 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento do PIB mundial foi revisto ligeiramente em baixa para 2018 e 2019, refletindo a deterioração das perspectivas em algumas EME. O crescimento da procura externa da área do euro também foi revisto em baixa, para 2019 e 2020, refletindo o efeito do aumento das tarifas e o enfraquecimento projetado da atividade económica.

**Os riscos para a atividade mundial encontram-se enviesados em sentido descendente. Uma nova intensificação das disputas comerciais poderia condicionar significativamente o crescimento mundial.**

Embora a trégua temporária entre os Estados Unidos e a China tenha enviado um sinal positivo, subsiste grande incerteza quanto à possibilidade de as negociações poderem conduzir à inversão da intensificação das tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China. Outros riscos em sentido descendente dizem respeito a um aumento mais rápido do que o esperado da restritividade das condições financeiras mundiais conducente a tensões mais generalizadas nos mercados emergentes, a incertezas quanto ao processo de reformas na China e a incertezas políticas e geopolíticas, incluindo os riscos relacionados com o Brexit.

## Evolução dos preços a nível mundial

**Embora muito voláteis, os preços do petróleo registaram recentemente uma redução significativa.**

A volatilidade dos preços do petróleo refletiu amplamente notícias no lado da oferta do mercado, embora, muito recentemente, as expectativas de uma menor procura mundial tenham condicionado os preços do petróleo. O preço do petróleo bruto Brent atingiu um nível máximo, de USD 86 por barril, no início de outubro, num contexto de expectativas de exportações consideravelmente menores oriundas do Irão devido às sanções iminentes por parte dos Estados Unidos e à decisão da OPEP e da Rússia de manter um nível estável de produção. Desde então, uma confluência de notícias positivas no lado da oferta, incluindo declarações por parte da Arábia Saudita e da Rússia de que a capacidade produtiva disponível era suficiente e o anúncio de dispensas temporárias relativamente às sanções impostas pelos Estados Unidos a várias economias de grande dimensão que importavam petróleo do Irão, contribuíram para uma descida dos preços do petróleo. Mais recentemente, as expectativas de redução da procura mundial de petróleo também fizeram baixar os preços. Em virtude destes desenvolvimentos, os pressupostos relativos aos preços do petróleo subjacentes às projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema se situaram cerca de 5.8% abaixo do nível indicado para 2019 e 3.2% abaixo do nível indicado para 2020 nas projeções anteriores. Porém, desde a data de fecho das projeções, os preços do petróleo caíram novamente, situando-se em USD 59 por barril em 12 de dezembro.

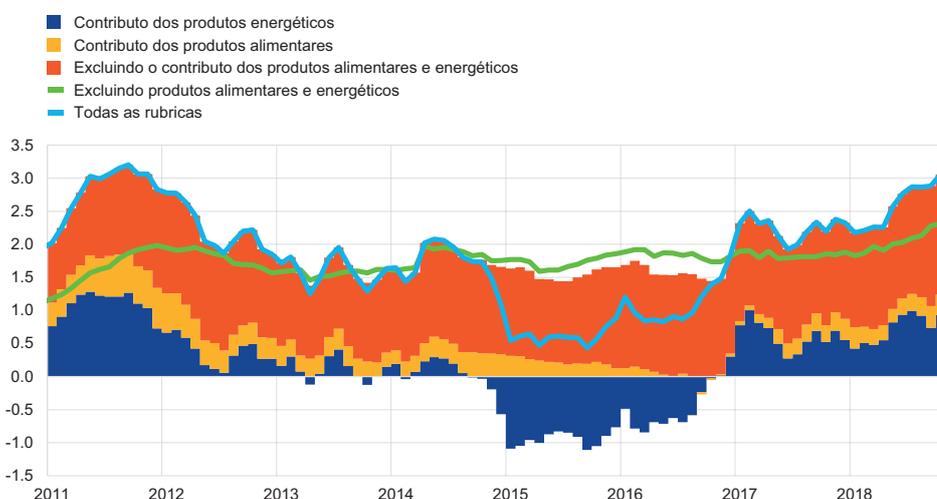
**Antes da queda recente dos preços do petróleo, os anteriores aumentos exerceram alguma pressão ascendente sobre a inflação mundial dos preços no consumidor.**

A inflação anual do índice de preços no consumidor nos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) aumentou para 3.1% em outubro. Excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, a inflação manteve-se inalterada em 2.3%, detendo-se no prosseguimento de uma tendência ascendente muito moderada observada no ano anterior (Gráfico 3). Paralelamente, não obstante a maior restritividade dos mercados de trabalho nas economias avançadas, as pressões salariais mantêm-se relativamente moderadas.

**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 2018.

**Em termos prospetivos, as pressões inflacionistas mundiais deverão permanecer contidas.**

No curto prazo, prevê-se que os preços das exportações dos concorrentes da área do euro aumentem na sequência da anterior subida dos preços do petróleo e do aumento da inflação em várias EME afetadas pelas perturbações financeiras registadas no verão. No mais longo prazo, a recente descida dos preços do petróleo e a atual curva dos futuros do petróleo, que sugere uma redução gradual dos preços no médio prazo, indicam um menor contributo dos preços dos produtos energéticos para a inflação. Por sua vez, projeta-se que a redução da capacidade produtiva disponível a nível mundial exerça alguma pressão ascendente sobre a inflação.

## 2 Evolução financeira

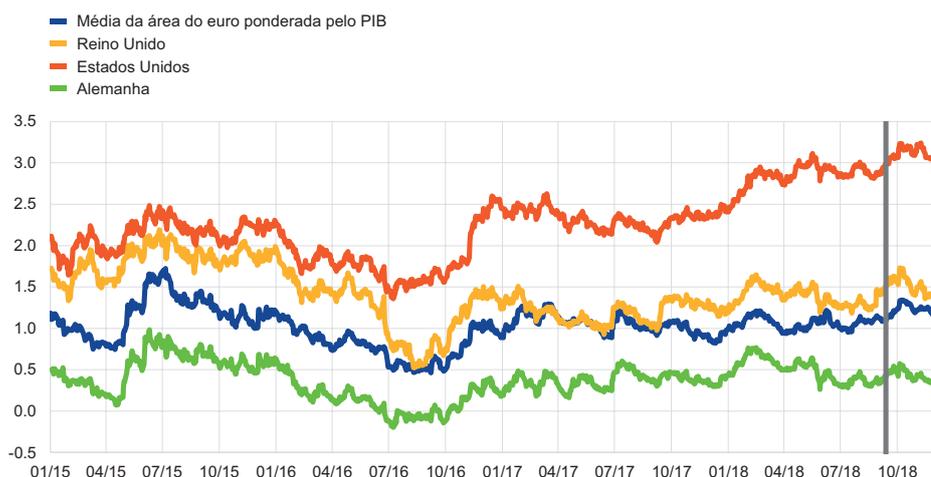
Desde a reunião do Conselho do BCE em setembro de 2018, as taxas de longo prazo isentas de risco mundiais diminuíram num contexto de maior incerteza geopolítica e uma percepção de deterioração das perspetivas macroeconómicas. Os diferenciais da dívida soberana da área do euro têm permanecido amplamente estáveis, à exceção de Itália onde apresentaram uma volatilidade significativa. Embora os lucros empresariais permaneçam robustos, algumas revisões em baixa, em conjunto com uma reavaliação do risco, conduziram a quedas nas cotações das ações e das obrigações das empresas da área do euro. Nos mercados cambiais, o euro enfraqueceu globalmente em termos ponderados pelo comércio.

**As taxas de rendibilidade de longo prazo diminuíram na área do euro e nos Estados Unidos.** Durante o período em análise (de 13 de setembro a 12 de dezembro de 2018), a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* da área do euro a 10 anos isenta de risco caiu em geral para 0.72% (menos 4 pontos base) e a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB caiu para 1.09% (menos 1 ponto base). Nos Estados Unidos (ver Gráfico 4), a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos caiu 6 pontos base para 2.91%, enquanto no Reino Unido a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos caiu 22 pontos base para 1.28%. Os movimentos entre períodos e a descida global das taxas de rendibilidade de longo prazo mundiais foram impulsionados pela maior incerteza geopolítica e por várias publicações de dados macroeconómicos piores do que o previsto.

### 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 13 de setembro de 2018. A última observação refere-se a 12 de dezembro de 2018.

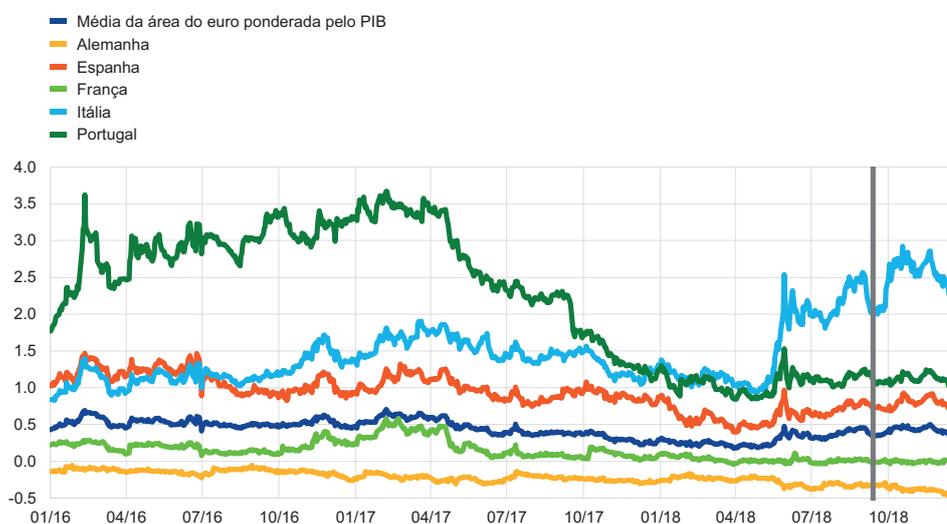
**Os diferenciais das obrigações soberanas da área do euro mantiveram-se globalmente inalterados em relação à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* isenta de risco face a setembro, apesar de alguma volatilidade.**

As condições nos mercados de obrigações soberanas permaneceram amplamente estáveis ao longo do período em análise, à exceção do mercado italiano em que os diferenciais a 10 anos aumentaram 26 pontos base, situando-se em 2.28% num contexto de contínua incerteza política (ver Gráfico 5). De um modo geral, desde 13 de setembro, os diferenciais das obrigações soberanas da área do euro têm permanecido globalmente inalterados e, por conseguinte, a média ponderada pelo PIB das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos manteve-se estável, situando-se em 37 pontos base em 5 de dezembro.

### Gráfico 5

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

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 13 de setembro de 2018. A última observação refere-se a 12 de dezembro de 2018.

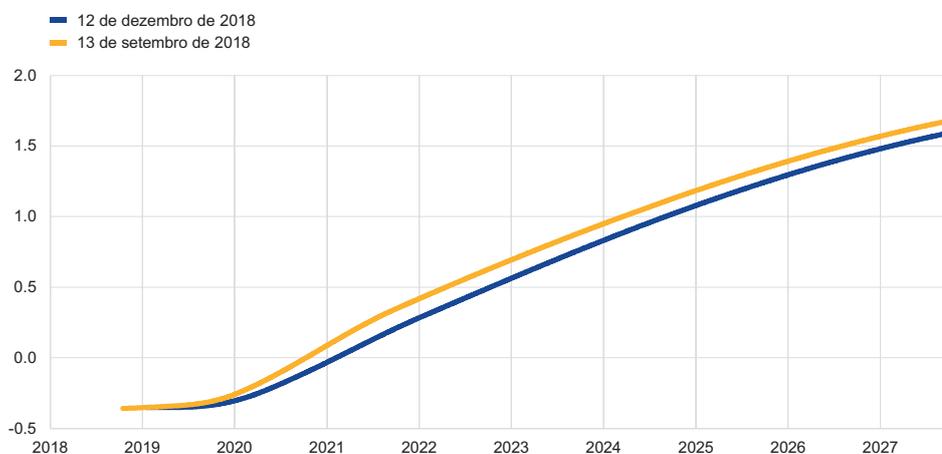
**A taxa de juro *overnight* média do euro (EONIA) foi de -36 pontos base, em média, durante o período em análise.** A liquidez excedentária diminuiu ligeiramente, caindo cerca de €13 mil milhões, situando-se em torno de €1891 mil milhões. A diminuição da liquidez excedentária foi impulsionada por um aumento dos fatores autónomos líquidos, pelo vencimento da primeira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas I) e pelo reembolso antecipado de alguns fundos disponibilizados ao abrigo da segunda série (ORPA direcionadas II). Ao mesmo tempo, as compras em curso ao abrigo do programa de compra de ativos do Eurosistema compensaram parcialmente a diminuição da liquidez excedentária. Para mais pormenores relativamente à evolução das condições de liquidez, ver a Caixa 2.

**A curva a prazo da EONIA deslocou-se ligeiramente em sentido descendente durante o período em análise.** A curva permanece abaixo de zero para horizontes anteriores a 2021, refletindo as expectativas do mercado de um período prolongado de taxas de juro negativas (ver Gráfico 6).

## Gráfico 6

### Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

**Os índices alargados de cotações de ações da área do euro caíram num contexto de crescente incerteza geopolítica e de alguma repercussão da volatilidade dos mercados dos EUA.** Durante o período em análise, os preços das ações dos bancos e das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro diminuíram cerca de 13% e 9%, respetivamente (ver Gráfico 7). Nos Estados Unidos, registaram-se quedas de magnitude semelhante. Parte da queda das cotações de ações da área do euro foi impulsionada por revisões em baixa das expectativas de lucros empresariais tendo em conta a perceção de deterioração das perspetivas macroeconómicas. Contudo, em termos globais, as expectativas de lucros continuam acima da média para as sociedades da área do euro e a apoiar as respetivas cotações das ações. A volatilidade nos mercados acionistas da área do euro aumentou durante o período em análise, no contexto da tensão constante nos mercados de obrigações soberanas da área do euro, da incerteza geopolítica e de alguma repercussão da volatilidade nos mercados acionistas dos EUA.

## Gráfico 7

### Índices de cotações de ações da área do euro e dos EUA

(Índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 13 de setembro de 2018. A última observação refere-se a 12 de dezembro de 2018.

**Os diferenciais das obrigações das empresas da área do euro aumentaram ao longo do período em análise.** Desde setembro, o diferencial das obrigações de SNF com grau de qualidade de investimento em relação à taxa livre de risco aumentou cerca de 30 pontos base, situando-se em 96 pontos base (ver Gráfico 8). As taxas de rendibilidade da dívida do setor financeiro também aumentaram, resultando num alargamento do diferencial de cerca de 35 pontos base. As estimativas baseadas em modelos sugerem que este aumento reflete muito provavelmente uma reavaliação do risco e não um aumento das probabilidades de incumprimento. Em geral, os diferenciais das obrigações das empresas permanecem em níveis 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 13 de setembro de 2018. A última observação refere-se a 12 de dezembro de 2018.

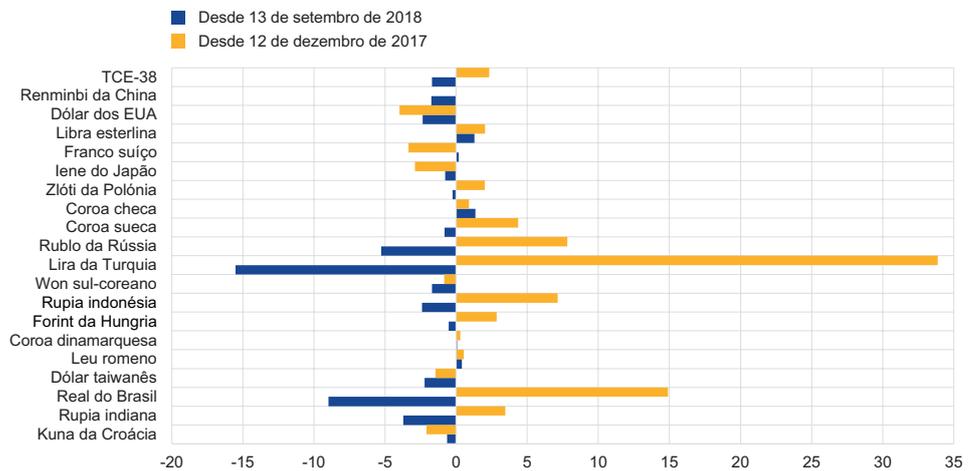
**Nos mercados cambiais, o euro enfraqueceu globalmente em termos ponderados pelo comércio (ver Gráfico 9).**

No período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro, registou uma depreciação de 1.7%. Em termos bilaterais, o euro enfraqueceu face à maioria das restantes moedas. Em particular, o euro registou uma depreciação de 2.4% face ao dólar dos Estados Unidos, refletindo, em parte, expectativas relativamente às orientações futuras da política monetária do Sistema de Reserva Federal e do BCE. O euro registou uma depreciação em termos gerais face às moedas da maioria das economias emergentes, incluindo o renminbi da China (1.7%) e, em particular, a lira turca (15.5%), o real do Brasil (9.0%) e o rublo da Rússia (5.3%), que continuaram a colmatar algumas das perdas registadas anteriormente.

**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 12 de dezembro de 2018.

### 3 Atividade económica

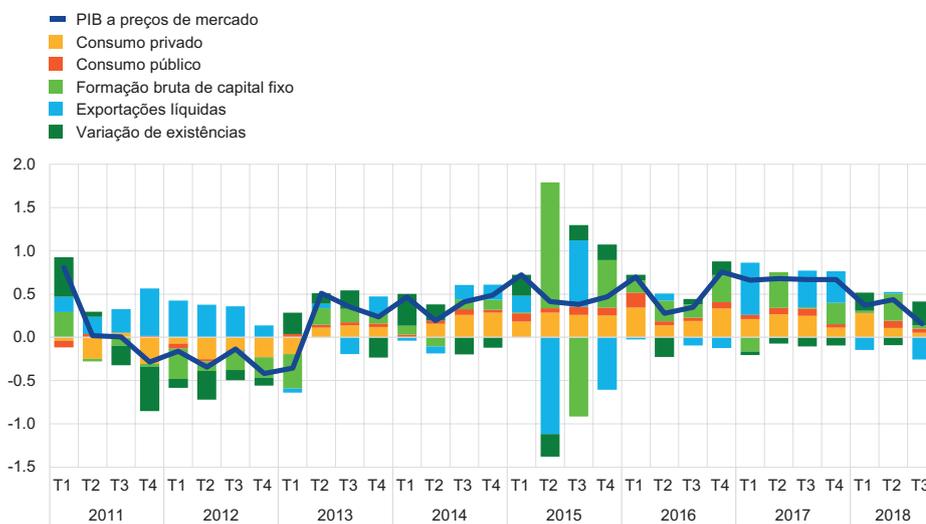
*O crescimento do PIB real da área do euro abrandou para 0.2%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2018, maioritariamente devido à evolução concreta em cada setor. Em termos prospetivos, as informações mais recentes mantêm-se globalmente consistentes com um período de expansão económica, embora com acréscimo de riscos em sentido descendente. O crescimento do PIB real da área do euro é apoiado principalmente pelo crescimento do consumo privado e do investimento. As projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento do PIB real anual de 1.7% em 2019, 1.7% em 2020 e 1.5% em 2021. Em comparação com as projeções de setembro de 2018, o crescimento do PIB real foi revisto ligeiramente em baixa para 2018 e 2019, devido sobretudo a resultados dos dados mais fracos no terceiro trimestre de 2018 e à sua menor repercussão em 2019.*

**O crescimento na área do euro foi ainda mais moderado no terceiro trimestre de 2018, maioritariamente devido à evolução concreta em cada setor, mas manteve-se globalmente resiliente, apesar de uma ligeira contração em alguns países da área do euro.** O PIB real aumentou 0.2%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre deste ano, após um crescimento de 0.4% nos dois trimestres precedentes (ver Gráfico 10). O abrandamento no terceiro trimestre aparenta ter-se devido maioritariamente a bloqueios temporários na produção de automóveis (principalmente na Alemanha). Para uma análise mais pormenorizada deste abrandamento do crescimento em 2018, ver a Caixa 3. A procura interna continuou a dar um contributo positivo para o crescimento no terceiro trimestre de 2018, embora menor do que em trimestres anteriores. A variação de existências também deu um novo contributo positivo, tendo o comércio líquido dado um contributo negativo. Do lado da produção, a atividade económica no terceiro trimestre foi uma vez mais principalmente apoiada por um crescimento robusto nos setores dos serviços e da construção, enquanto o valor acrescentado na indústria (excluindo a construção) registou uma ligeira contração.

## Gráfico 10

### PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fonte: Eurostat.

Nota: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2018.

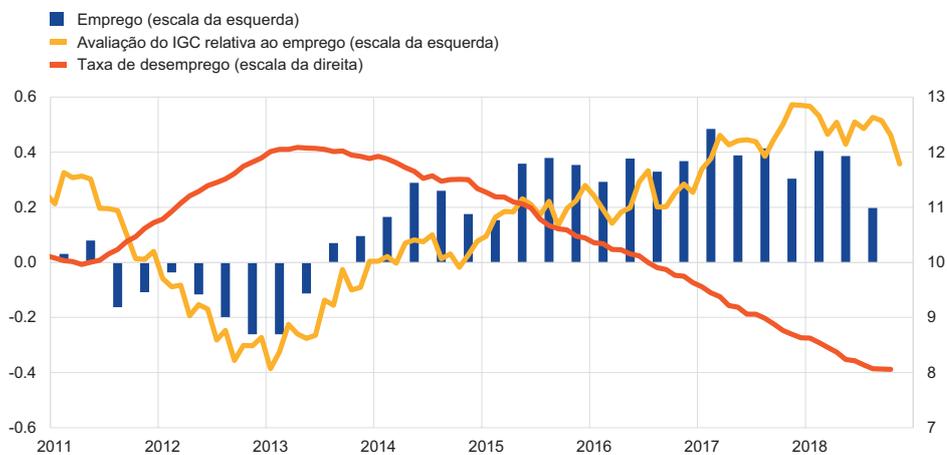
**O emprego continuou a aumentar no terceiro trimestre do ano, subindo 0.2% em termos trimestrais em cadeia (ver Gráfico 11).** O nível de emprego situa-se atualmente 2.6% acima do pico pré-crise registado no primeiro trimestre de 2008. O emprego aumentou na maioria dos países da área do euro, tendo o aumento sido também generalizado aos vários setores. Com a última subida, o crescimento acumulado do emprego na área do euro desde o nível mínimo registado no segundo trimestre de 2013 totaliza 9.6 milhões. Embora este aumento seja de magnitude similar ao observado nos cinco anos anteriores à crise, a sua composição difere, especialmente em termos de contributos por grupo etário (ver Caixa 4). O crescimento contínuo do emprego em conjunto com a queda no crescimento do PIB em 2018 traduziram-se num crescimento de produtividade mais moderado, após uma modesta recuperação em 2017.

**Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho registaram valores mais fracos recentemente, embora ainda apontem para a continuação do crescimento do emprego no quarto trimestre de 2018.** A taxa de desemprego na área do euro situava-se em 8.1% em outubro, sem alterações face ao terceiro trimestre de 2018, mantendo-se no nível mais baixo desde novembro de 2008. Os indicadores dos inquéritos registaram uma ligeira moderação face a níveis muito elevados, embora ainda apontem para a continuação do crescimento do emprego no quarto trimestre de 2018. Embora os indicadores sobre a escassez de mão de obra tenham registado uma ligeira moderação em alguns setores e países, continuam em níveis historicamente muito elevados.

**Gráfico 11**

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

Notas: O Índice de Gestores de Compras (IGC) é expresso em desvios face a 50 dividido por 10. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2018 para o emprego, a novembro de 2018 para o IGC e a outubro de 2018 para a taxa de desemprego.

**Apesar de um ligeiro enfraquecimento no curto prazo, o consumo privado continua a ser impulsionado pelo crescimento do emprego e pelo fortalecimento dos balanços das famílias.**

O consumo privado aumentou 0.1% em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2018, após um crescimento ligeiramente mais forte no segundo trimestre. O comércio a retalho registou um crescimento nulo no terceiro trimestre de 2018. Além disso, os novos registos de automóveis de passageiros diminuíram mais de 16% face ao nível registado no terceiro trimestre. No entanto, os bloqueios temporários na produção e venda de automóveis tornam os dados difíceis de interpretar. Embora os preços do petróleo bruto ainda se encontrem muito abaixo dos máximos registados em 2012, têm registado alguma volatilidade recentemente, levando a maior incerteza quanto ao poder de compra das famílias. Numa perspetiva a mais longo prazo, o aumento dos rendimentos do trabalho continua a apoiar o sólido dinamismo subjacente às despesas de consumo. Além disso, o fortalecimento dos balanços das famílias continua a ser um fator importante subjacente ao crescimento estável do consumo, especialmente uma vez que a capacidade de endividamento das famílias é um elemento determinante para o respetivo acesso ao crédito.

**A atual recuperação nos mercados da habitação deverá continuar a impulsionar o crescimento, embora a um ritmo mais lento.**

O investimento em habitação aumentou 0.6% no terceiro trimestre de 2018, refletindo a continuação da recuperação em muitos países da área do euro e no conjunto da área do euro. Os indicadores de curto prazo e resultados de inquéritos recentes apontam para um dinamismo positivo, mas em desaceleração. A produção no setor da construção no segmento edifícios aumentou 0.8% em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2018, desacelerando de 0.9% no segundo trimestre. Os indicadores de confiança na construção da Comissão Europeia, nos últimos meses, apontam para um dinamismo positivo, embora a enfraquecer, no quarto trimestre de 2018. O Índice de Gestores de Compras (IGC) para a atividade no mercado da habitação situou-se em média em 50.1 entre setembro e novembro. Segundo os inquéritos

da Comissão Europeia, os indicadores de confiança também sofreram um ligeiro declínio em novembro. Contudo, quer os indicadores do IGC quer os indicadores de confiança da Comissão Europeia permanecem claramente acima das respetivas médias de longo prazo.

**O investimento empresarial (representado pelo investimento em outros setores exceto construção) aumentou 0.4%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2018, após forte retoma no trimestre anterior (1.7%).** O abrandamento deveu-se inteiramente à pronunciada desaceleração do crescimento trimestral da componente de maquinaria e equipamento, que caiu de 2.5% no segundo trimestre de 2018 para 0.5% no terceiro trimestre. Esta evolução pode ser explicada em parte pelo fraco desempenho das exportações, dado que esta componente é muito intensiva em comércio. A evolução nos diferentes países mostrou também algumas disparidades. Embora o investimento em outros setores exceto construção tenha registado taxas de crescimento robustas em França e Espanha (1.9% e 1.5% em termos trimestrais em cadeia, respetivamente), cresceu de forma mais moderada na Alemanha e nos Países Baixos (0.6% e 0.3% em termos trimestrais em cadeia, respetivamente), e registou uma descida acentuada em Itália (-2.3% em termos trimestrais em cadeia). Apesar dos recentes desenvolvimentos, o investimento empresarial deverá continuar a ser suportado por uma procura interna resiliente, rentabilidade e condições financeiras favoráveis no período que se avizinha. Ainda assim, a incerteza quanto à política comercial e o comércio mundial em processo de enfraquecimento são fatores que apresentam novos riscos de sentido descendente.

**Após a retoma no segundo trimestre, a totalidade das exportações reais na área do euro contraiu ligeiramente no terceiro trimestre de 2018 em termos trimestrais em cadeia.** O declínio das exportações foi impulsionado pelas exportações de bens (-0.2%), ao passo que as exportações de serviços aumentaram ligeiramente (0.2%). Os dados sobre comércio de bens mostram que o enfraquecimento das exportações de bens se deveu, principalmente, aos fluxos de exportações intra-área do euro. O crescimento das exportações extra-área do euro melhorou, embora permaneça moderado, particularmente nas exportações para o Reino Unido, China e Turquia. O total das importações reais da área do euro aumentou 0.6% em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2018. Daqui resultou um contributo negativo do comércio líquido de 0,3 pontos percentuais. Em termos prospetivos, os indicadores avançados confirmam um desempenho mais fraco das exportações num futuro próximo, com os resultados dos inquéritos a apontar para uma pequena contração nas exportações e os dados concretos observados nas encomendas à indústria fora da área do euro a apontar para uma deterioração menos pronunciada.

**Globalmente os últimos indicadores económicos e os resultados de inquéritos, embora ligeiramente mais fracos do que o esperado, confirmam um crescimento na economia da área do euro contínuo e generalizado.** A produção industrial (excluindo a construção) aumentou ligeiramente em Outubro. Contudo, registaram-se resultados díspares entre os diversos setores e entre os maiores países da área do euro. O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia desceu em outubro e permaneceu estável em novembro, mas mantém-se

muito acima da sua média de longo prazo. O IGC composto do produto diminuiu em outubro e novembro, embora permanecendo em níveis que sugerem a continuação do crescimento.

**Projeta-se que o atual crescimento económico generalizado prossiga.** As medidas acomodáticas de política monetária do BCE continuam a apoiar a procura interna. Os atuais ganhos em termos de emprego e o aumento dos salários devem continuar a sustentar o consumo privado. Paralelamente, o investimento empresarial é suportado pela forte procura interna, condições de financiamento favoráveis e pela melhoria nos balanços. O investimento residencial permanece dinâmico.

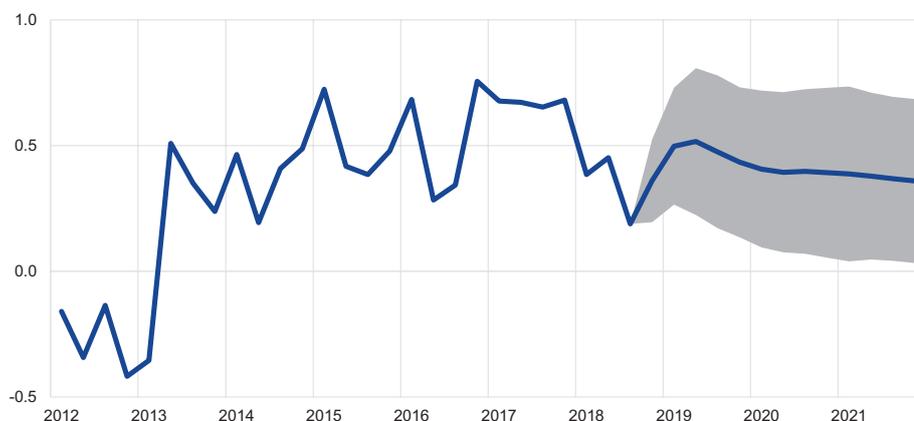
**As projeções macroeconómicas de Dezembro de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento do PIB real anual de 1.7% em 2019, 1.7% em 2020 e 1.5% em 2021 (ver Gráfico 12).**

Em comparação com as projeções de setembro de 2018, o crescimento real do PIB foi revisto ligeiramente em baixa para 2018 e 2019. Estes dados refletem sobretudo resultados dos dados mais fracos no terceiro trimestre de 2018 e a sua menor repercussão em 2019. Simultaneamente, tanto em 2019 como em 2020, embora seja expectável um atenuar da atividade económica devido a taxas ativas a longo prazo ligeiramente mais altas, preços das ações mais baixos e menor crescimento da procura externa, estes efeitos deverão ser largamente compensados pelo impacto favorável de preços do petróleo mais baixos, uma taxa de câmbio efetiva do euro mais fraca e de uma menor restritividade orçamental. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro podem ainda ser avaliados como globalmente equilibrados. Contudo, o saldo dos riscos está a deslocar-se em sentido descendente devido à persistência das incertezas geopolíticas, à ameaça do protecionismo, às vulnerabilidades nos mercados emergentes e à volatilidade nos mercados financeiros.

### 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 2018", publicado no sítio do BCE em 13 de dezembro de 2018.

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

## 4 Preços e custos

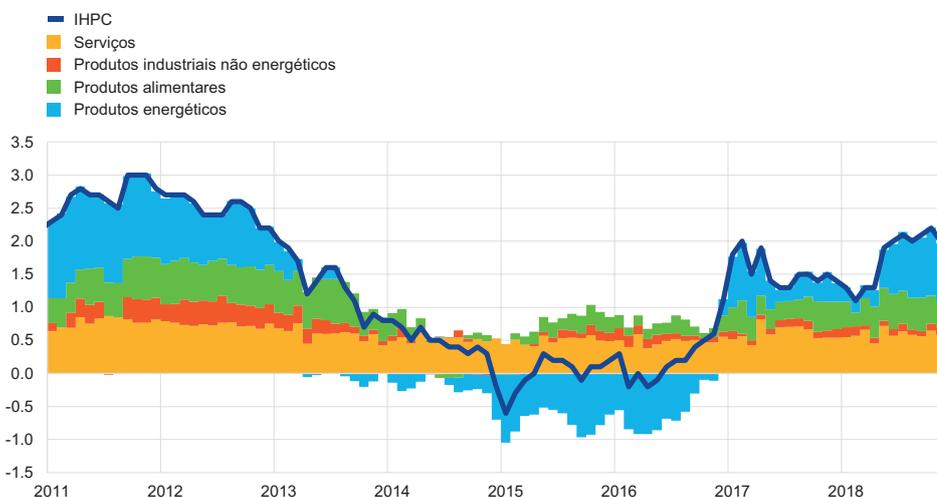
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro desceu para 2.0% em novembro de 2018, o que compara com 2.2% em outubro. Embora as medidas de inflação subjacente tenham prosseguido o movimento lateral, as pressões internas sobre os custos continuaram a intensificar-se e a expandir-se num contexto de níveis elevados de utilização da capacidade produtiva e da crescente restritividade dos mercados de trabalho. Em termos prospetivos, prevê-se que a inflação subjacente registe um crescimento gradual no médio prazo, suportada pelas medidas de política monetária do BCE, pela continuação da expansão económica e pelo maior crescimento dos salários. Esta avaliação está também globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, segundo as quais a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1.6% em 2019, 1.7% em 2020 e 1.8% em 2021, revista ligeiramente em baixa para 2019 em relação ao previsto nas projeções macroeconómicas de setembro de 2018 elaboradas por especialistas do BCE. Prevê-se que a inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos se situe em 1.4% em 2019, 1.6% em 2020 e 1.8% em 2021.

**A inflação global diminuiu em novembro.** Segundo a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro desceu para 2.0% em novembro de 2018, face a 2.2% em outubro (ver Gráfico 13). Tal refletiu taxas de inflação mais baixas para as subcomponentes principais: produtos energéticos, inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, e total dos produtos alimentares. É provável que o contributo dos preços dos produtos energéticos para a inflação global continue a diminuir de forma acentuada à medida que se desvanece o impacto dos preços do petróleo anteriormente mais elevados.

### Gráfico 13

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

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



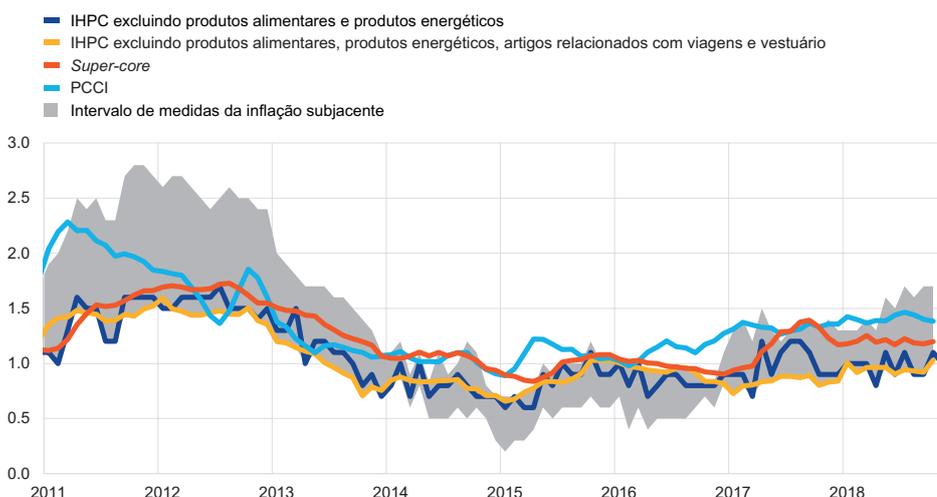
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a novembro de 2018 (estimativas provisórias).

**As medidas da inflação subjacente mantiveram o recente movimento lateral após o aumento face aos mínimos anteriormente registados.** A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares situou-se em 1.0% em novembro, o que compara com 1.1% em outubro, mantendo-se assim em torno da taxa de 1% a que chegou após o mínimo registado em meados de 2016. A diminuição de novembro refletiu uma descida da inflação medida pelos preços dos serviços de 1.5% para 1.3%, ao passo que a inflação medida pelos preços dos produtos industriais não energéticos se manteve inalterada em 0.4%. Outras medidas da inflação subjacente, incluindo a componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation* – PCCI) e o índice *super-core*<sup>1</sup>, que apenas estão disponíveis para o período até outubro, apontaram também, em regra, para uma continuação do amplo movimento lateral dos últimos meses (ver Gráfico 14). Em termos prospetivos, prevê-se que as medidas da inflação subjacente aumentem gradualmente, impulsionadas por um maior reforço da remuneração por empregado e pelos preços na produção conjuntamente com efeitos indiretos desfasados dos preços do petróleo anteriormente mais elevados.

**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 2018 (para o IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos – estimativas provisórias) e a outubro de 2018 (para todas as outras medidas). O intervalo de medidas da inflação subjacente inclui as seguintes: IHPC excluindo produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares, produtos energéticos, artigos relacionados com viagens e vestuário; média aparada a 10%; média aparada a 30%; e mediana ponderada do IHPC.

**As pressões sobre os preços dos produtos industriais não energéticos do IHPC mantiveram-se globalmente inalteradas nas fases a montante da cadeia de oferta.** Os dados recentes das fases muito a jusante da cadeia de preços mostraram sinais contraditórios: a taxa de variação homóloga dos preços do petróleo em euros caiu ligeiramente em outubro e de forma significativa em novembro. Em contrapartida, a inflação global dos preços no produtor dos produtos

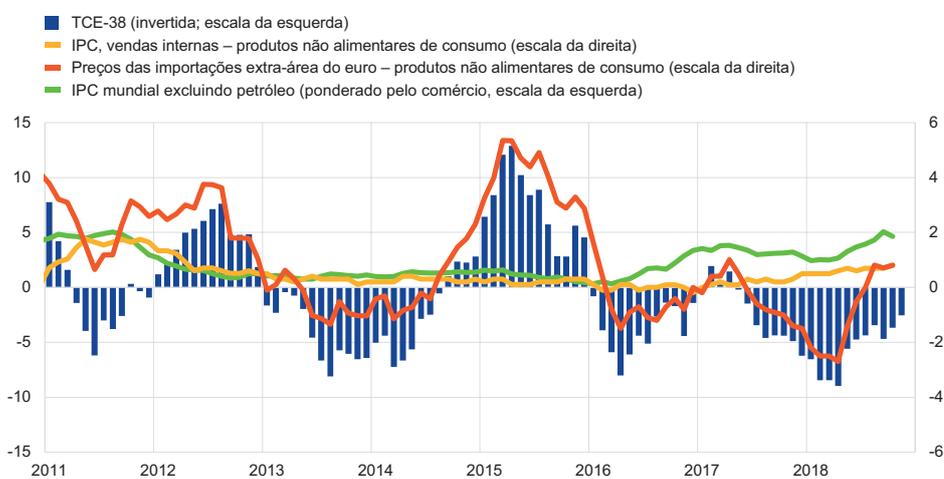
<sup>1</sup> Para mais informações sobre estas medidas de inflação subjacente, ver Caixas 2 e 3 do artigo intitulado “*Measures of underlying inflation for the euro area*”, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2018.

não energéticos foi de 4.6% em outubro, consideravelmente acima da sua média histórica de cerca de 2.5% no início do ano. Apesar de ter estabilizado nos últimos meses em cerca de 0.8%, a inflação dos preços das importações de bens de consumo não alimentares e dos bens intermédios manteve-se significativamente superior aos mínimos registados no início do ano (ver Gráfico 15). A inflação dos preços no produtor internos de bens de consumo não alimentares aumentou ligeiramente para 0.8% em outubro, o que compara com 0.7% nos três meses anteriores e superior à sua média de longo prazo de 0.6%. Em geral, as pressões sobre os preços ao longo das fases a montante da cadeia de oferta mantiveram-se praticamente inalteradas.

### Gráfico 15

#### Preços no produtor e preços das importações

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a novembro de 2018 (TCE-38) e a outubro de 2018 (restantes rubricas). "TCE-38" é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro. "IPC" mede a evolução mensal dos preços de venda à saída da fábrica.

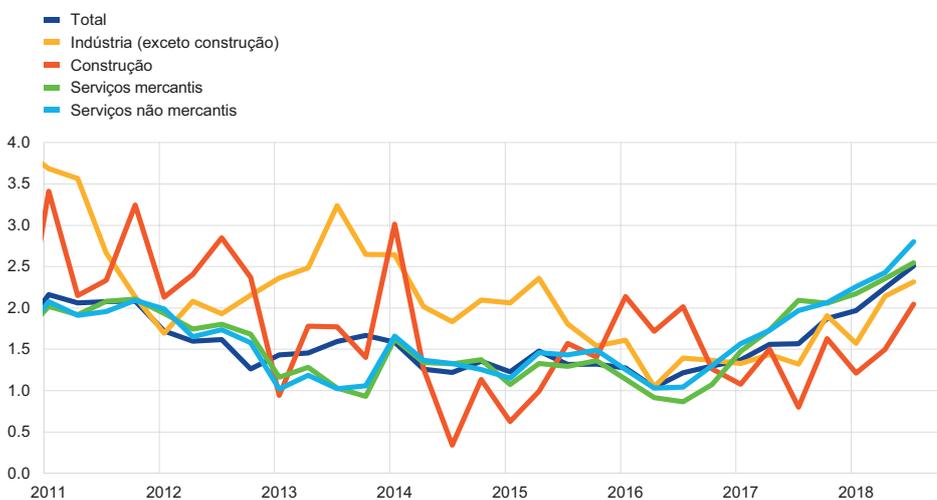
#### A recente evolução do crescimento dos salários assinala a continuação de uma trajetória ascendente e corrobora o quadro de uma intensificação gradual das pressões internas sobre os custos.

O crescimento homólogo da remuneração por empregado aumentou para 2.5% no terceiro trimestre de 2018, o que compara com 2.2% no segundo trimestre de 2018. O crescimento da remuneração por empregado situa-se agora num nível consideravelmente superior ao registado no primeiro semestre de 2016. Estes desenvolvimentos estão em linha com uma maior restritividade no mercado de trabalho. De igual forma, os fatores que pesaram no crescimento salarial, incluindo a anterior inflação baixa e os efeitos em curso das reformas do mercado de trabalho implementadas em alguns países durante a crise, continuam a desvanecer-se. Embora a fase inicial do aumento do reforço da remuneração por empregado fosse impulsionada principalmente pelo desvio salarial, o dinamismo dos últimos trimestres deve-se na sua maioria à subida do crescimento homólogo dos salários negociados (ver a caixa intitulada "Evolução recente do desvio salarial na área do euro" do presente *Boletim Económico*). Tal impulsionou a confiança nas perspetivas de crescimento dos salários em conjunto com a ampliação do crescimento salarial entre setores (ver Gráfico 16).

## Gráfico 16

### Crescimento da remuneração por empregado por setor principal

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2018. "Serviços não mercantis" abrangem atividades do governo e de instituições privadas sem fins lucrativos em áreas como a administração pública, educação e saúde (secções O a Q segundo a desagregação da NACE, Revisão 2). "Serviços mercantis" correspondem à restante diferença face ao total dos serviços (secções G a N e R a U segundo a desagregação da NACE, Revisão 2).

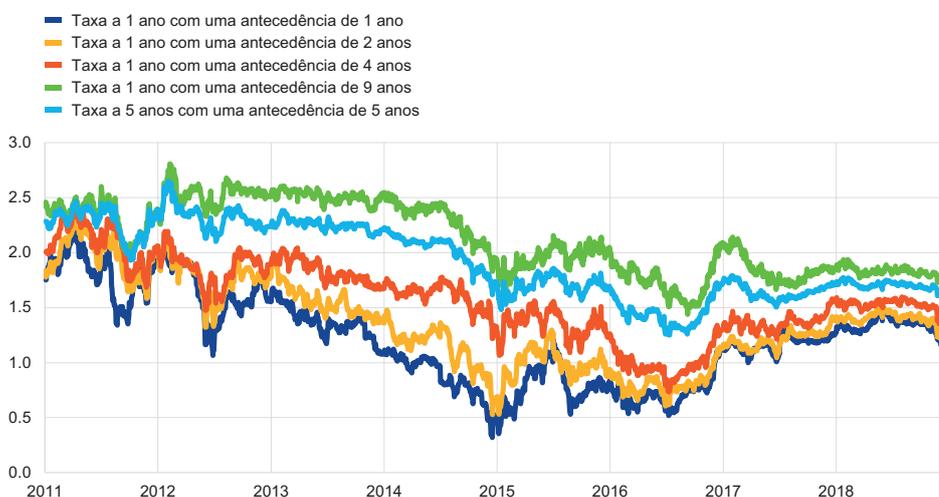
### As medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo baseadas no mercado caíram ligeiramente, enquanto as medidas com base em inquéritos permaneceram estáveis.

A taxa de *swap* indexada à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos situou-se em 1,62% em 6 de dezembro de 2018, cerca de 7 pontos base abaixo do nível observado em meados de setembro (ver Gráfico 17). O perfil a prazo das medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação continua a apontar para um período prolongado de inflação baixa, com um regresso gradual a níveis abaixo, mas próximo, de 2%. A probabilidade neutra em termos de risco de uma inflação média negativa nos próximos 5 anos, implícita nos mercados de opções da inflação é negligenciável, sugerindo que os mercados atualmente consideram que o risco de deflação é muito reduzido. De acordo com o Inquérito a Analistas Profissionais realizado pelo BCE para o quarto trimestre de 2018, as expectativas de inflação a mais longo prazo permaneceram estáveis, em 1,9%.

## Gráfico 17

### 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 12 de dezembro de 2018.

### **Segundo as projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema, a inflação subjacente aumentará gradualmente ao longo do horizonte de projeção.**

Com base nas informações disponíveis em meados de novembro, estas projeções indicam que a inflação global medida pelo IHPC se situará, em média, em 1.6% em 2019, 1.7% em 2020 e 1.8% em 2021, o que representa uma revisão em baixa de 0.1 pontos percentuais em 2019 em relação às projeções macroeconómicas de setembro de 2018 elaboradas por especialistas do BCE (ver Gráfico 18). Este padrão reflete uma descida acentuada durante o ano de 2019 da inflação medida pelo IHPC dos preços dos produtos energéticos face às atuais taxas elevadas, à medida que o impacto dos anteriores aumentos acentuados dos preços do petróleo se desvanece, ao mesmo tempo que se prevê uma subida da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares em linha com o alargamento previsto do desvio do produto positivo e a maior restritividade das condições do mercado de trabalho. Prevê-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares aumente de 1.4% em 2019 para 1.6% em 2020 e 1.8% em 2021.

## Gráfico 18

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2018", publicado no sítio do BCE em 13 de dezembro de 2018.

Notas: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2018 (dados observados) e ao quarto trimestre de 2021 (projeções). Os intervalos em torno das principais projeções têm por base as diferenças entre resultados observados e projeções anteriores elaboradas ao longo de diversos anos. A amplitude dos intervalos é igual ao dobro do valor absoluto médio dessas diferenças. O método utilizado no cálculo dos intervalos, que envolve a correção de acontecimentos excecionais, encontra-se descrito num documento sobre o novo procedimento para a construção de intervalos nas projeções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema e do BCE, publicado em dezembro de 2009 e disponível apenas em língua inglesa no sítio do BCE.

## 5 Moeda e crédito

*Em outubro de 2018, o crescimento do agregado monetário largo recuperou num contexto de mudança para fontes de criação de moeda mais autossustentáveis à medida que diminuem as compras líquidas de ativos mensais ao abrigo do programa de aquisição de ativos (asset purchase programme – APP). Os empréstimos ao setor privado continuaram a crescer e a ser o maior impulsionador do crescimento do agregado monetário largo, apesar de evidenciarem alguns sinais de abrandamento, sobretudo no que respeita aos empréstimos às sociedades não financeiras (SNF). Paralelamente, as condições de financiamento e de concessão de empréstimos dos bancos permaneceram muito favoráveis. Além disso, a emissão líquida de títulos de dívida por SNF reforçou-se consideravelmente no terceiro trimestre de 2018, beneficiando de condições ainda relativamente favoráveis nos mercados obrigacionistas.*

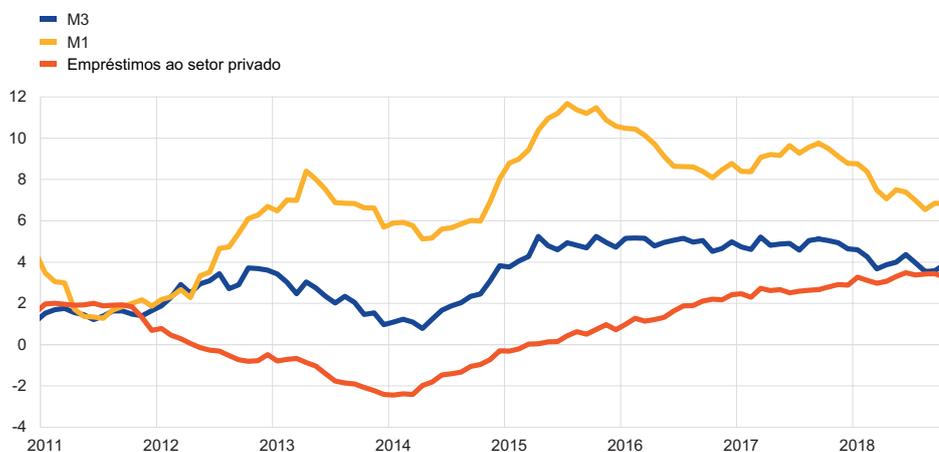
**O crescimento do agregado monetário largo recuperou em outubro, mas permaneceu abaixo do nível mantido até finais de 2017.** A taxa de crescimento homóloga do M3 aumentou para 3.9% em outubro de 2018 face a 3.5% em setembro (ver Gráfico 19). Tal reflete em parte fluxos mensais consideráveis e um efeito de base. Desde o final de 2017, o crescimento do M3 diminuiu visto que a redução das compras líquidas de ativos mensais (de €80 mil milhões para €60 mil milhões em abril de 2017, para €30 mil milhões em janeiro de 2018, e posteriormente para €15 mil milhões em outubro de 2018) indicou uma diminuição do impacto positivo do APP no crescimento do M3<sup>2</sup>. O agregado monetário estreito M1, que inclui as componentes mais líquidas do M3, continuou a dar um contributo significativo para o crescimento do agregado monetário largo, mantendo-se estável em 6.8% em outubro. O crescimento monetário continuou a ser apoiado pela expansão económica sustentada e pelos baixos custos de oportunidade de detenção dos instrumentos mais líquidos numa conjuntura de taxas de juro muito reduzidas.

<sup>2</sup> Ver, por exemplo, o artigo intitulado “[The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures](#)”, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2015.

## Gráfico 19

### M3, M1 e empréstimos ao setor privado

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



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa notionais (*notional cash pooling*). A última observação refere-se a outubro de 2018.

#### Os depósitos pelo prazo *overnight* continuaram a dar o principal contributo para o crescimento do M3. A taxa de crescimento homóloga dos depósitos pelo prazo *overnight* manteve-se em 7.3% em outubro, refletindo a expansão firme dos depósitos pelo prazo *overnight* detidos por famílias, enquanto o crescimento homólogo dos depósitos pelo prazo *overnight* detidos por NFC se moderou.

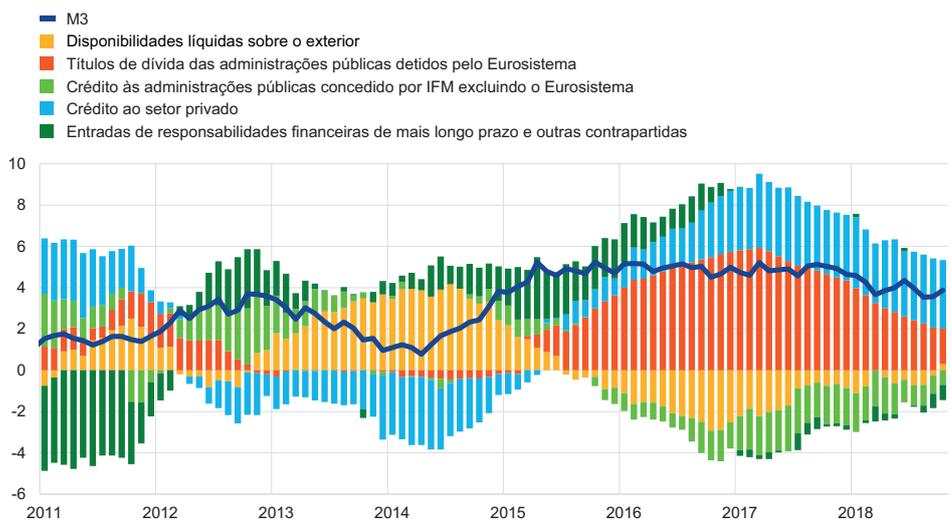
A moeda em circulação cresceu a um ritmo constante, não apontando assim para uma substituição em larga escala do numerário por depósitos numa conjuntura de taxas de juro muito baixas ou negativas. Os depósitos de curto prazo exceto depósitos pelo prazo *overnight* (isto é, M2 menos M1) continuaram a dar um contributo negativo para o crescimento do M3, embora o diferencial entre as taxas de juro dos depósitos de curto prazo e as dos depósitos pelo prazo *overnight* se tenha estabilizado desde finais de 2017. Os instrumentos negociáveis (isto é, M3 menos M2) – uma pequena componente do M3 – também tiveram um impacto negativo sobre o crescimento do M3, devido aos atuais níveis reduzidos de remuneração destes instrumentos.

#### O crédito ao setor privado é o principal fator impulsionador do crescimento do agregado monetário largo (ver Gráfico 20). Numa perspetiva das contrapartidas, o contributo positivo para o crescimento do M3 dos títulos das administrações públicas detidos pelo Eurosistema diminuiu de novo (ver as partes a vermelho das barras do Gráfico 20), no contexto da já referida redução das compras líquidas mensais ao abrigo do APP. Esta situação tem sido amplamente compensada por um aumento moderado do contributo do crédito para o setor privado desde finais de 2017 (ver as partes a azul das barras do Gráfico 20). Tal assinala uma mudança no sentido de fontes de criação de moeda mais autossustentáveis, com o crédito ao setor privado a ultrapassar as compras pelo Eurosistema de títulos de dívida das administrações públicas como a origem do maior contributo para o crescimento do M3 em outubro. Em contraste, as vendas de obrigações de dívida pública por IFM da área do euro excluindo o Eurosistema atenuaram o crescimento do M3 (ver as partes a verde-claro das barras do Gráfico 20). Por último, pela primeira vez desde

junho de 2015, o contributo das disponibilidades líquidas sobre o exterior (ver as partes a amarelo das barras do Gráfico 20), que reflete, entre outros fatores, as preferências dos investidores por ativos da área do euro, entrou em terreno positivo em outubro.

### Gráfico 20 M3 e respetivas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

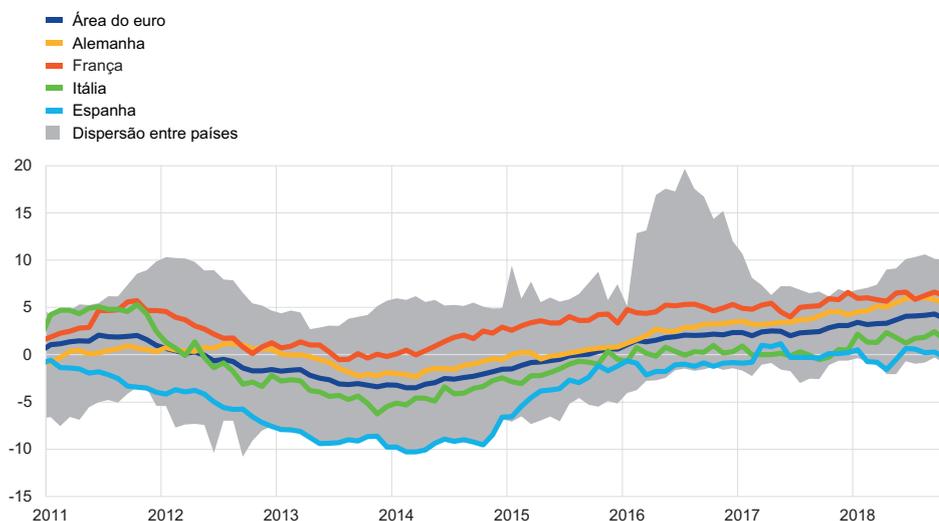
Notas: O crédito ao setor privado inclui empréstimos das IFM ao setor privado e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Inclui, assim, as detenções pelo Eurosistema de títulos de dívida no contexto do CSPP. A última observação refere-se a outubro de 2018.

**A retoma do crescimento dos empréstimos ao setor privado observada desde o início de 2014 foi interrompida em outubro.** A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de IFM ao setor privado (corrigida de vendas, titularização e fluxos de caixa nocionais – *notional cash pooling* – de empréstimos) diminuiu ligeiramente para 3.3% em outubro, o que compara com 3.4% em setembro (ver Gráfico 19). Entre setores, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos a SNF moderou-se para 3.9% em outubro, face a 4.3% em setembro. Esta moderação esteve em linha com os padrões históricos de co-movimentos desfasados com a atividade económica e permaneceu heterogénea entre países (ver Gráfico 21). A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias manteve-se inalterada, em 3.2%, em outubro num contexto de grande heterogeneidade entre países (ver Gráfico 22). O crédito ao setor privado é sustentado por condições de financiamento muito favoráveis, pelo crescimento robusto do investimento empresarial, pela melhoria nos mercados de trabalho, por mercados da habitação consolidados e pelo crescimento quer do investimento residencial quer do consumo privado. Acresce que os bancos obtiveram progressos na consolidação dos respetivos balanços, na melhoria da rentabilidade e na redução dos créditos não produtivos, embora o nível destes últimos tenha permanecido elevado em alguns países.

## Gráfico 21

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

(taxas de variação homólogas (%))



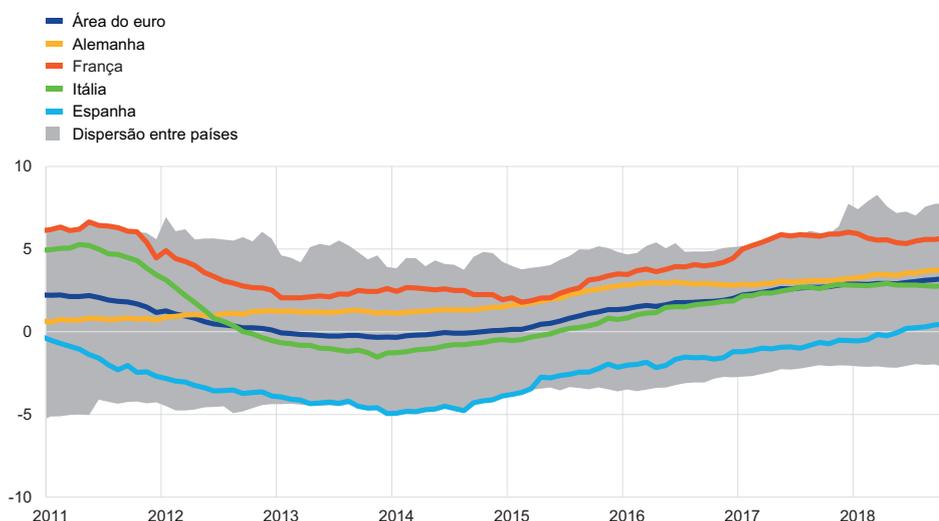
Fonte: BCE.

Notas: Dados corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*) de empréstimos. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo, com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a outubro de 2018.

## Gráfico 22

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

Notas: Dados corrigidos de vendas e titularização de empréstimos. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo, com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a outubro de 2018.

### As condições de financiamento dos bancos tornaram-se ligeiramente mais restritivas, mas permaneceram favoráveis.

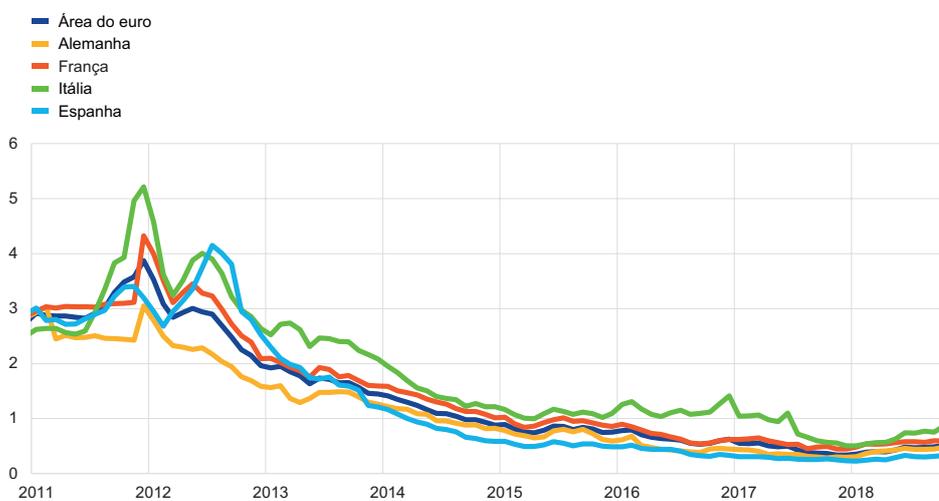
Em outubro, o custo composto do financiamento por dívida dos bancos da área do euro aumentou ligeiramente, prosseguindo o padrão observado desde o início de 2018 (ver Gráfico 23). Esta evolução refletiu uma subida das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias – as quais também se tornaram mais heterogéneas entre países – num contexto de

maior incerteza política. Paralelamente, os custos do financiamento com base em depósitos mantiveram-se globalmente inalterados. As repercussões do aumento dos custos de financiamento através da emissão de títulos de dívida para o custo compósito global do financiamento dos bancos foram bastante contidas, devido à percentagem limitada deste tipo de financiamento nas estruturas de financiamento dos bancos. Por conseguinte, no geral, as condições de financiamento dos bancos mantiveram-se favoráveis, refletindo a orientação acomodatória da política monetária do BCE e o fortalecimento dos balanços dos bancos.

### Gráfico 23

#### Custo compósito do financiamento por dívida dos bancos

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



Fontes: BCE, Markit Iboxx e cálculos do BCE.

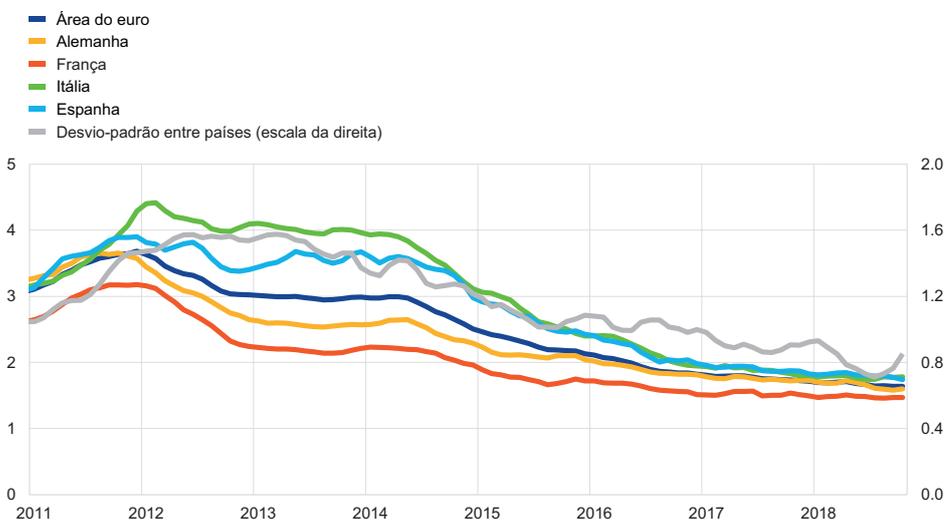
Notas: O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. A última observação refere-se a outubro de 2018.

#### As taxas ativas bancárias aplicadas às SNF e às famílias mantiveram-se próximo dos mínimos históricos.

A taxa ativa bancária compósito dos empréstimos às SNF (ver Gráfico 24) permaneceu globalmente estável em 1.64% em outubro, próximo do mínimo histórico de 1.62% registado em maio de 2018. As taxas ativas bancárias compósitas dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação (ver Gráfico 25) mantiveram-se globalmente inalteradas em 1.80%, apenas ligeiramente acima do mínimo histórico de 1.78% observado em dezembro de 2016. Em outubro de 2018, prosseguiu a redução do diferencial entre as taxas de juro aplicadas aos empréstimos de reduzido montante (até €0.25 milhões, que são um indicador dos empréstimos às pequenas empresas) e as aplicadas aos empréstimos de grande montante (superiores a €1 milhão, que são um indicador dos empréstimos às grandes empresas). Além disso, entre maio de 2014 e outubro de 2018, as taxas ativas compósitas dos empréstimos às SNF e às famílias diminuíram cerca de 130 e 110 pontos base, respetivamente. A redução das taxas ativas bancárias aplicadas aos empréstimos às SNF foi particularmente acentuada nos países da área do euro mais afetados pela crise financeira. Deste modo, no geral, desde o anúncio pelo BCE de medidas de redução de restritividade dos critérios de concessão de crédito em junho de 2014, a transmissão da política monetária foi reposta e tornou-se mais homogénea entre países e dimensões de empresas.

## Gráfico 24 Taxas ativas compósitas para as SNF

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)

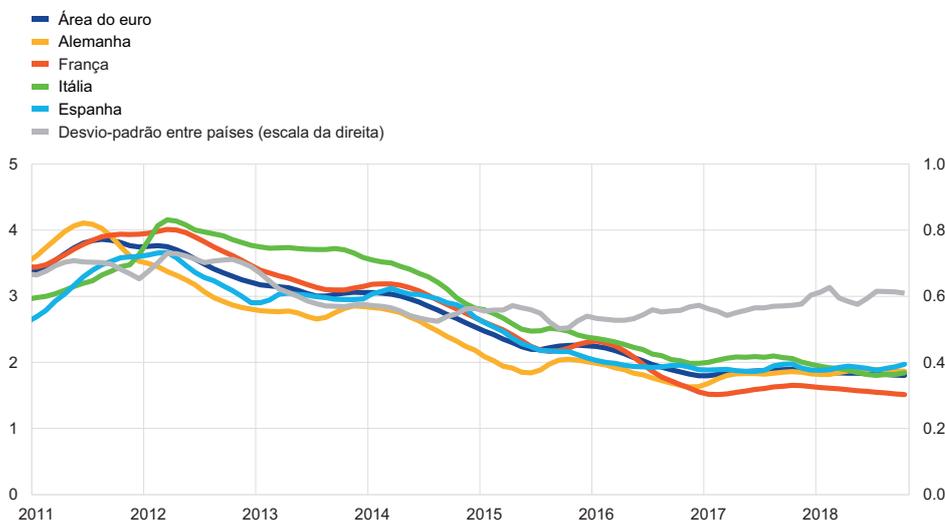


Fonte: BCE.

Notas: O indicador para o custo total do financiamento dos bancos é calculado através da agregação das taxas de curto e longo prazo, utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes de novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a outubro de 2018.

## Gráfico 25 Taxas ativas compósitas dos empréstimos para aquisição de habitação

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



Fonte: BCE.

Notas: O indicador para o custo total do financiamento dos bancos é calculado através da agregação das taxas de curto e longo prazo, utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes de novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a outubro de 2018.

**Estima-se que o fluxo anual do financiamento externo total a SNF da área do euro tenha continuado a aumentar no terceiro trimestre de 2018.** Estes desenvolvimentos, generalizados aos vários instrumentos, refletem um novo fortalecimento da dinâmica do crédito bancário, suportada, entre outros fatores, pela continuação da redução da restritividade dos critérios de concessão de crédito e pela descida do custo relativo do crédito bancário. Em termos globais, a recuperação do financiamento externo das SNF, observada desde o início de

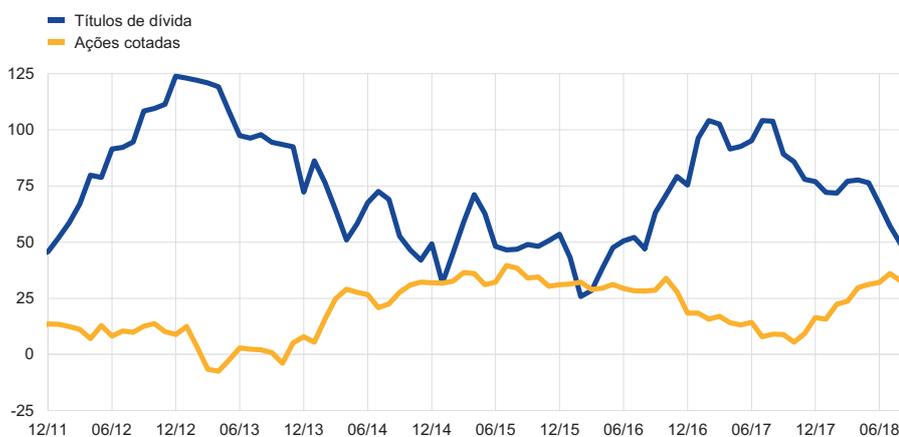
2014, tem sido apoiada pela transmissão das medidas de política monetária implementadas, pela melhoria das condições de concessão de empréstimos e por requisitos de financiamento relacionados com o maior número de fusões e aquisições. Paralelamente, o valor elevado dos lucros não distribuídos das SNF reduziu a necessidade de financiamento externo.

**No terceiro trimestre de 2018, a emissão líquida de títulos de dívida por SNF fortaleceu-se consideravelmente, beneficiando de condições nos mercados obrigacionistas que se mantiveram relativamente favoráveis.** A atividade de emissão aumentou em setembro, após permanecer praticamente inalterada nos dois primeiros meses do trimestre. Em termos de fluxos anuais (ver Gráfico 26), a emissão líquida de títulos de dívida recuperou em setembro face a um mínimo de dois anos em agosto, enquanto a emissão líquida de ações cotadas se estabilizou em torno dos níveis elevados registados em 2015-2016. Os dados de mercado sugerem que a emissão líquida de títulos de dívida se moderou em outubro e novembro de 2018. A emissão líquida de ações cotadas foi marginalmente negativa no terceiro trimestre de 2018, possivelmente devido ao aumento do custo do financiamento através de ações.

### Gráfico 26

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

(fluxos anuais em EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

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

**Para as SNF, o custo de financiamento subiu marginalmente, estabilizando em níveis próximo dos registados no início do ano.** Em outubro, o custo nominal global do financiamento externo das SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações, situou-se em 4.7%, apenas ligeiramente superior ao nível observado em setembro. Em novembro, o custo de financiamento terá permanecido praticamente constante. O atual custo de financiamento externo ultrapassa o mínimo histórico de agosto de 2016 em cerca de 48 pontos base, permanecendo consideravelmente abaixo do nível observado em meados de 2014, quando começaram a surgir as expectativas do mercado quanto à introdução do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme*).

## 6 Evolução orçamental

*Prevê-se que o défice orçamental das administrações públicas da área do euro tenha diminuído significativamente em 2018, mas que aumente ligeiramente no próximo ano. A queda de 2018 deveu-se sobretudo às condições cíclicas favoráveis e à descida dos pagamentos de juros. Espera-se que a orientação orçamental agregada da área do euro se mantenha globalmente neutra em 2018, seja menos restritiva em 2019 e em 2020, para voltar a ser neutra em 2021. Contudo, estas flutuações na orientação agregada para a área do euro ocultam diferenças significativas entre os vários países. Por exemplo, em 2018 avultadas receitas inesperadas em alguns países compensaram em termos agregados o abrandamento da restritividade orçamental pró-cíclico em países vulneráveis. Em particular, os países com elevados níveis de dívida beneficiariam, pelo contrário, de esforços de consolidação adicionais para colocar o respetivo rácio da dívida pública numa trajetória descendente firme.*

**Prevê-se que o défice orçamental das administrações públicas da área do euro tenha diminuído significativamente em 2018, mas que irá aumentar ligeiramente no próximo ano.** De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema<sup>3</sup>, o rácio do défice das administrações públicas para a área do euro deverá cair de 1.0% do PIB em 2017<sup>4</sup> para 0.6% do PIB em 2021, com um agravamento temporário em 2019. A melhoria global das perspetivas orçamentais é impulsionada principalmente por pagamentos de juros mais baixos e pela evolução cíclica favorável. Tal é parcialmente compensado por um saldo primário corrigido do ciclo mais baixo a partir de 2019 (ver Gráfico 27).

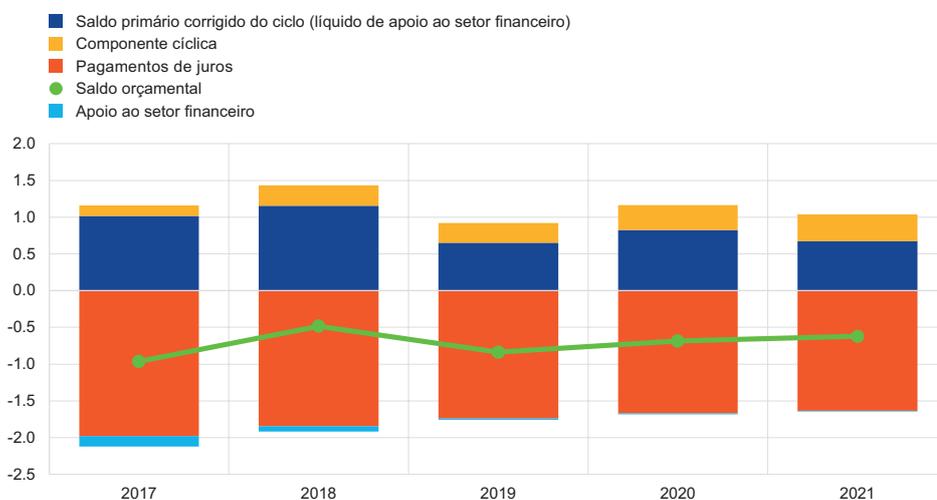
**As perspetivas para o défice das administrações públicas da área do euro para os próximos dois anos deterioraram-se face às projeções de setembro de 2018 elaboradas por especialistas do BCE.** O défice mais elevado resulta parcialmente de um agravamento significativo do saldo orçamental projetado em Itália devido à expansão orçamental incluída no projeto de plano orçamental, que violaria os compromissos assumidos ao abrigo do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Para a área do euro, esta deterioração encontra-se refletida numa despesa primária ligeiramente superior e numa componente cíclica inferior.

<sup>3</sup> Ver as “[Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2018](#)”, BCE, 2018.

<sup>4</sup> Como as projeções normalmente tomam em consideração as revisões de dados mais recentes, podem existir discrepâncias relativamente aos dados mais recentes do Eurostat validados.

## Gráfico 27 Saldo orçamental e respetivas componentes

(percentagem do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema.  
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado da área do euro.

**Espera-se que a orientação orçamental agregada da área do euro se mantenha globalmente neutra em 2018, seja menos restritiva em 2019 e, em seguida, volte gradualmente a ser neutra em 2021<sup>5</sup>.** Este perfil é afetado por medidas discricionárias que se preveem expansionistas tanto em 2018 como nos dois anos seguintes. No entanto, em 2018 prevê-se que as avultadas receitas inesperadas, devido a uma dinâmica cobrança de impostos diretos em alguns países, compensem amplamente este efeito.

**Segundo as projeções, deverá continuar a descida do rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro.** De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema, espera-se que o rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro diminua de 86.8% do PIB em 2017<sup>6</sup> para 79.0% do PIB em 2021. A redução projetada da dívida pública é apoiada quer pelo diferencial negativo entre taxa de juro e taxa de crescimento quer por excedentes primários (ver Gráfico 28). Os ajustamentos défice-dívida deverão compensar alguns destes efeitos. Ao longo do horizonte de projeção, o rácio da dívida deve cair ou estabilizar globalmente em todos os países da área do euro, mas continuará a exceder bastante o valor de referência de 60% do PIB em vários países. Em comparação com as projeções de setembro de 2018, a redução do rácio agregado da dívida em relação ao PIB da área do euro deverá ser ligeiramente mais moderada devido à trajetória de um excedente primário inferior.

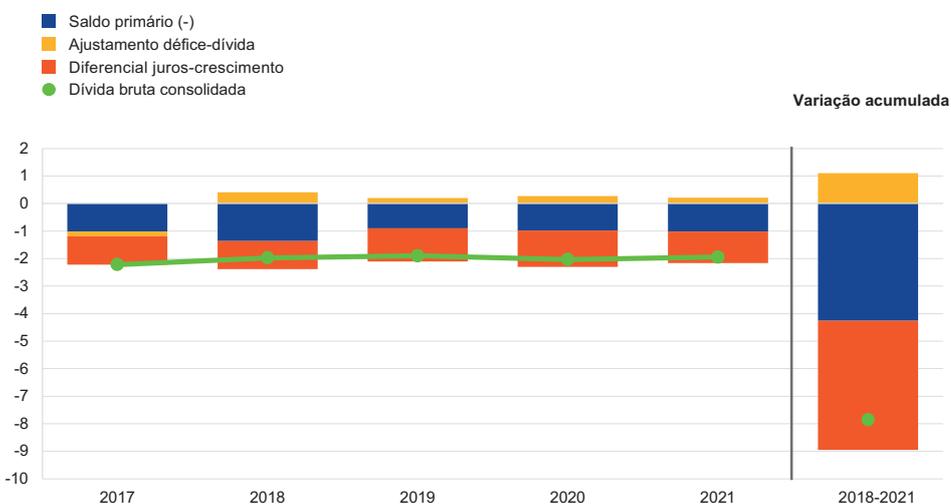
<sup>5</sup> A orientação orçamental reflete a direção e dimensão do estímulo das políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido de auxílios estatais ao setor financeiro. Para mais pormenores sobre o conceito de “orientação orçamental” da área do euro, ver o artigo intitulado “The euro area fiscal stance”, na versão inglesa do *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

<sup>6</sup> Como as projeções normalmente tomam em consideração as revisões de dados mais recentes, podem existir discrepâncias relativamente aos dados mais recentes do Eurostat validados.

## Gráfico 28

### Fatores impulsionadores da variação na dívida pública

(pontos percentuais do PIB)



Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de dezembro de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema.  
Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado da área do euro.

#### Os países devem prosseguir os seus esforços orçamentais em plena

**conformidade com o PEC.** Em particular, nos países com dívida elevada, são essenciais novos esforços de consolidação para colocar o rácio da dívida pública numa trajetória descendente firme, uma vez que os níveis de dívida elevados tornam esses países vulneráveis em caso de futura desaceleração ou de nova instabilidade no mercado financeiro. Nestas circunstâncias, é preocupante que o cumprimento do PEC seja pior nos países mais vulneráveis a choques. De facto, de acordo com as projeções da Comissão Europeia, a maior parte dos países que ainda não atingiram posições orçamentais robustas não cumpriram os compromissos assumidos ao abrigo do PEC em 2018 e estão novamente em risco de incumprimento em 2019<sup>7</sup>. É particularmente preocupante que o maior desvio aos compromissos atuais se verifique em Itália, um país com um rácio de dívida acentuadamente elevado.

<sup>7</sup> Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Uma avaliação dos projetos de planos orçamentais para 2019”, na presente edição do *Boletim Económico*.

# Caixas

## 1 Vulnerabilidades nos mercados emergentes – uma comparação com crises anteriores

Por Livia Chiçu e Dominic Quint

Num contexto de volatilidade dos mercados financeiros em algumas economias de mercado emergentes (EME) desde abril, a presente caixa analisa as principais vulnerabilidades nas EME. Mais especificamente, avalia a resiliência destas economias a choques externos em comparação com episódios de crise precedentes.

**Desde abril, muitas EME têm enfrentado episódios de volatilidade nos mercados financeiros perante expectativas de um aumento mais rápido da restringibilidade da política monetária nos Estados Unidos e de um dólar dos Estados Unidos mais forte, a par da crescente incerteza relacionada com as tensões no comércio mundial.** A Argentina e a Turquia foram os únicos países até à data a registar perturbações graves, mas, na maioria das EME, observou-se um aumento da restringibilidade das condições financeiras ao longo do ano. Dados relativos aos fluxos de fundos mostram que os investidores mundiais se começaram a afastar das EME desde abril. Ao mesmo tempo, os mercados bolsistas das EME desceram de forma pronunciada, revertendo os ganhos decorrentes da subida de 2017, e verificou-se um alargamento dos diferenciais das obrigações soberanas das EME. Existe, contudo, uma heterogeneidade significativa entre as EME e, até ao momento, os investidores parecem ter efetuado uma diferenciação entre países com base nos fundamentos dos mesmos.

**Estes desenvolvimentos suscitaram receios quanto às perspetivas para as EME e levantaram questões sobre se estes países podem estar sujeitos a uma repetição de experiências de crise precedentes, tais como a crise asiática de finais da década de 1990.** A crise asiática, desencadeada pela desvalorização do baht da Tailândia em julho de 1997, levou a uma reavaliação do risco e ao rápido contágio de outros países na Ásia. Essas economias depararam-se com interrupções súbitas das entradas de capitais e com recessões profundas, refletindo problemas generalizados ao nível da balança de pagamentos, a par de fragilidades no setor financeiro. Embora a crise asiática tenha sido imputável a diversas causas, uma característica comum de muitos dos países afetados foi a sua dependência de dívida externa de curto prazo denominada em moeda estrangeira, aliada a regimes de ligação cambial e fragilidades no setor financeiro. Historicamente, as crises nas EME tenderam a ser acompanhadas de períodos de apreciação do dólar dos Estados Unidos, que expuseram os países a desfasamentos cambiais significativos e sem cobertura entre os seus ativos

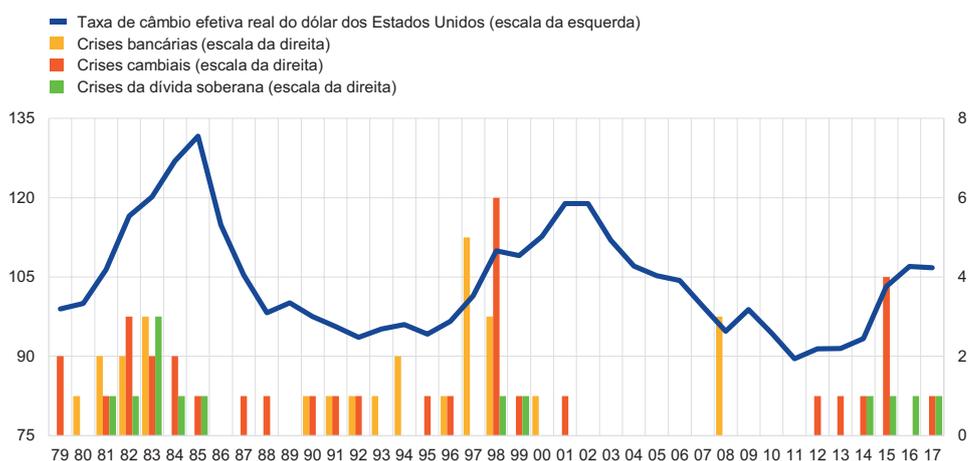
e passivos denominados em dólares dos Estados Unidos (ver Gráfico A)<sup>8</sup>. As atuais circunstâncias, com a normalização em curso da política monetária dos Estados Unidos e o fortalecimento do dólar dos Estados Unidos, agudizaram os receios de que fragilidades semelhantes possam deixar algumas EME expostas a uma repetição dos problemas com a balança de pagamentos.

**Os potenciais riscos a nível das EME são importantes para as perspetivas mundiais.** Em comparação com a situação há duas décadas, as EME desempenham, a nível agregado, um papel significativamente mais proeminente na economia mundial, representando mais de metade do PIB mundial (em paridade do poder de compra) e dos fluxos de capitais brutos. A evolução destas economias poderia, portanto, ter um impacto considerável noutros países através de múltiplos canais, incluindo canais comerciais, financeiros e da confiança.

### Gráfico A

#### O papel do dólar dos Estados Unidos nas EME

(escala da esquerda: índice, 1980=100; escala da direita: número de crises)



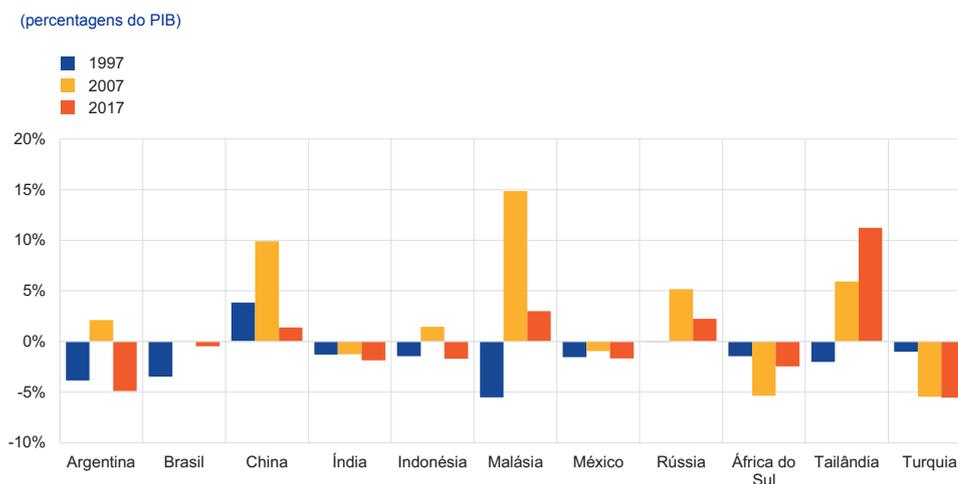
Fontes: Laeven e Valencia (2012), Standard and Poor's, Bloomberg, Haver Analytics e cálculos de especialistas do BCE.

**Comparativamente com a situação observada há vinte anos, muitas EME reduziram as suas vulnerabilidades externas e melhoraram os respetivos quadros de políticas.** Algumas EME registaram uma melhoria das posições da balança corrente e algumas apresentam até excedentes da balança corrente. Alguns países exportadores de petróleo, em particular, beneficiaram da subida dos preços do petróleo nos anos 2000. Todavia, desde a crise financeira mundial, as posições da balança corrente registaram novamente um ligeiro alargamento e ainda existem alguns países com posições deficitárias (ver Gráfico B). Os quadros

<sup>8</sup> Para uma discussão aprofundada do “pecado original”, ou seja, da incapacidade de os países contraírem empréstimos no estrangeiro na sua moeda nacional, ver Eichengreen, B., Hausmann, R. e Panizza, U., “Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption”, comunicação elaborada para a conferência do Banco Interamericano de Desenvolvimento subordinada ao tema “Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin”, Washington, D.C., novembro de 2002; e Eichengreen, B., Hausmann, R. e Panizza, U., “Currency Mismatches, Debt Intolerance and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters”, in Edwards, S. (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 2007, pp. 121-170.

de políticas também evoluíram. Uma proporção elevada de EME adotou quadros de política monetária com objetivos para a inflação, que podem ajudar a ancorar as expectativas de inflação e estabilizar os ciclos económicos. Atualmente, a maioria das EME tem também regimes cambiais mais flexíveis. Além disso, muitas EME acumularam reservas na sequência da crise asiática e continuaram a fazê-lo desde a crise financeira mundial. A métrica de adequação de reservas ponderada pelo risco estabelecida pelo FMI – que permite comparar as reservas não apenas face às métricas tradicionais como as importações e a dívida externa de curto prazo, mas também face ao agregado monetário largo M3 a fim de ter em conta o risco de fugas de capitais – sugere que muitas EME parecem estar mais bem posicionadas para lidar com choques relacionados com interrupções súbitas de capitais ou fugas de capitais súbitas (ver Gráfico C)<sup>9</sup>. No entanto, alguns países ainda têm reservas abaixo dos requisitos mínimos de adequação de reservas sugeridos.

### Gráfico B Saldo da balança corrente



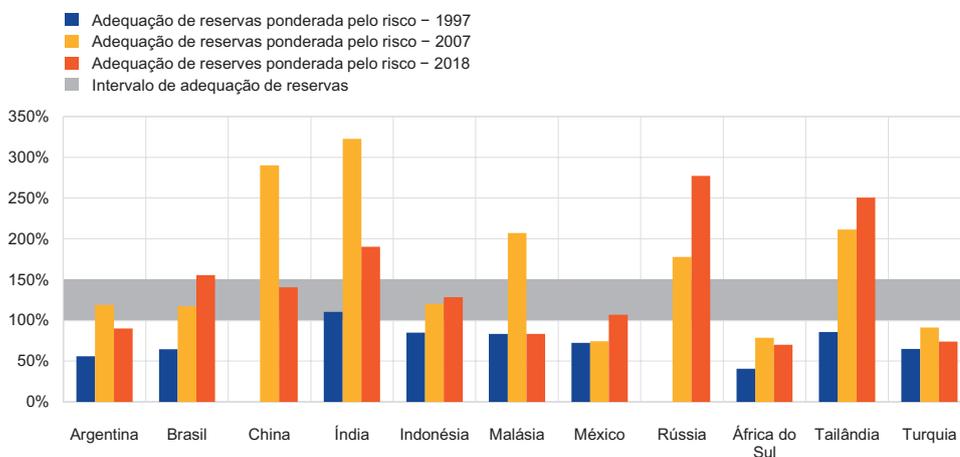
Fontes: FMI e cálculos de especialistas do BCE.  
Nota: As últimas observações referem-se a 2017.

<sup>9</sup> Não devemos, porém, ignorar os custos da acumulação de reservas. Tradicionalmente, estes custos estão relacionados com os custos de esterilização (ou de oportunidade) da detenção de reservas e com o custo que o aumento dos desequilíbrios mundiais representa para a economia mundial, não obstante a evidência empírica de que a acumulação de reservas pode também ser inflacionista devido ao risco moral e aos efeitos de incentivo. Consultar Chițu, L., “Reserve accumulation, inflation and moral hazard: Evidence from a natural experiment”, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1880, BCE, fevereiro de 2016.

## Gráfico C

### Adequação de reservas

(percentagens)



Fontes: FMI e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: A adequação de reservas é calculada com base na metodologia ponderada pelo risco estabelecida pelo FMI, ou seja, como uma função das exportações (para captar potenciais perdas de reservas devido a uma queda da procura externa ou a um choque dos termos de troca), da dívida de curto e longo prazo (como medida dos pagamentos de juros e do risco de refinanciamento) e do agregado monetário largo M3 (como medida da margem para fugas de capitais). A medida tem em conta o regime cambial e a abertura da balança de capital. Uma métrica entre 100% e 150% indica que as reservas são adequadas. Em virtude de não estarem disponíveis dados sobre a dívida de curto prazo com base na maturidade residual, os dados apresentados para 1997 referentes ao Brasil, à Indonésia, ao México, à Turquia e à Malásia são, na verdade, relativos a 2001, 2001, 2001, 1999 e 2001, respetivamente.

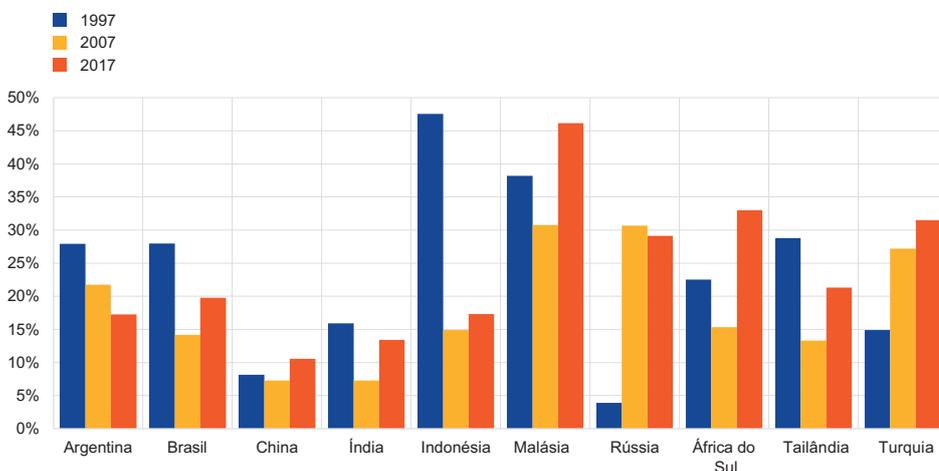
**Todavia, embora a maioria das EME tenha reduzido a sua dependência de financiamento em moeda estrangeira comparativamente com finais da década de 1990, os passivos denominados em dólares dos Estados Unidos nas EME aumentaram desde a Grande Recessão.** O *stock* de dívida denominada em dólares dos Estados Unidos nas EME aumentou nos últimos dez anos, dado que as empresas aproveitaram as condições financeiras favoráveis a nível mundial (ver Gráfico D)<sup>10</sup>. Como estas posições não estão cobertas, tal representa uma preocupação em termos de estabilidade financeira, caso se verifique um novo fortalecimento do dólar dos Estados Unidos. Com efeito, existe evidência dos mercados financeiros de que, mais recentemente, o crescimento dos passivos denominados em dólares dos Estados Unidos parece também estar associado à maior sensibilidade das condições financeiras nas EME à evolução financeira nos Estados Unidos. Em finais da década de 1990, as condições financeiras mais restritivas nos Estados Unidos tenderam a ser fortemente transmitidas às EME, ao passo que esta sensibilidade diminuiu na sequência da crise asiática, tendo aumentado de novo nos últimos anos (ver Gráfico E).

<sup>10</sup> Ver Bénétrix, A.S., Lane, P.R. e Shambaugh, J.C., “[International Currency Exposures, Valuation Effects, and the Global Financial Crisis](#)”, *Journal of International Economics*, Volume 96, Suplemento 1, julho de 2015, pp. S98-S109.

## Gráfico D

### Responsabilidades brutas para com o exterior denominadas em dólares dos Estados Unidos

(percentagens do PIB)

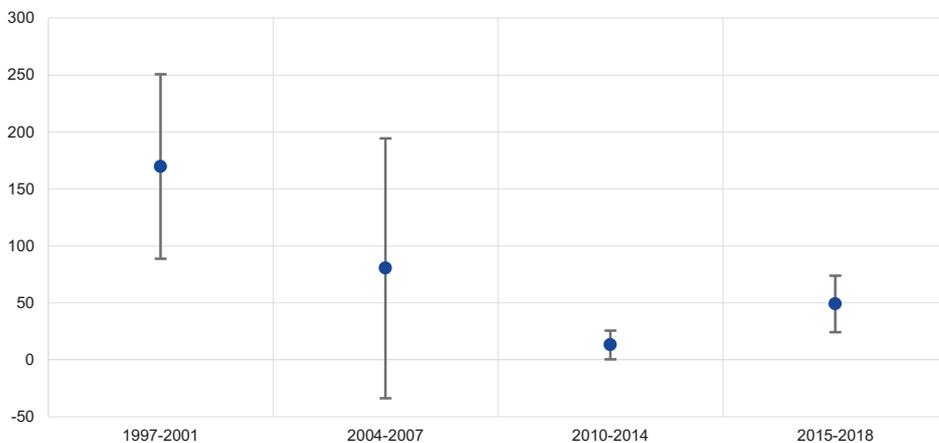


Fontes: Bénétrix, Lane e Shambaugh (2015) e cálculos de especialistas do BCE.

## Gráfico E

### Resposta dos diferenciais das obrigações soberanas das EME à maior restritividade financeira nos Estados Unidos

(em pontos base)



Fontes: Bloomberg, Haver Analytics e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: A resposta, dada em pontos base após 22 dias úteis com um intervalo de confiança de 95%, é baseada nas projeções locais, utilizando uma regressão em painel de efeitos fixos para os diferenciais das obrigações soberanas mundiais incluídos no índice das obrigações dos mercados emergentes da JP Morgan (*JP Morgan Emerging Markets Bond Index – EMBI*). A variável explicativa é o índice das condições financeiras nos Estados Unidos da Bloomberg (*Bloomberg US Financial Conditions Index*). Os países incluídos no painel são: África do Sul, Argentina, Brasil, China, Filipinas, Malásia, México, Rússia e Turquia. A última observação refere-se a 31 de agosto de 2018.

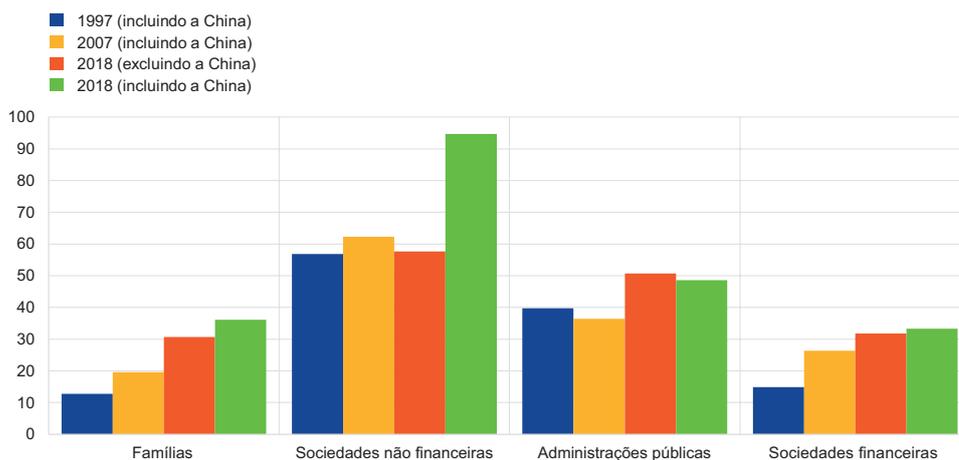
**Ao mesmo tempo, verificou-se, aparentemente, uma deterioração dos desequilíbrios internos em algumas EME, conforme demonstra o aumento da emissão de dívida em moeda local e a diminuição da margem para políticas.**

Embora as vulnerabilidades externas possam ter diminuído, outras fragilidades poderão ter aumentado, como ilustra, por exemplo, a maior emissão de dívida em moeda local, o aumento da alavancagem no setor privado e a deterioração das posições orçamentais. Os rácios da dívida em relação ao PIB aumentaram de forma

significativa face aos níveis registados há vinte anos. Em particular, a dívida aumentou rapidamente no seguimento da Recessão Mundial como consequência de condições financeiras favoráveis a nível mundial. O aumento ocorreu maioritariamente no setor empresarial chinês. O rácio do crédito em relação ao PIB na China subiu para níveis que podem suscitar potenciais receios em termos de estabilidade financeira<sup>11</sup>. Além do setor empresarial, a alavancagem das famílias nas EME aumentou, tendo triplicado em comparação com meados da década de 1990 (ver Gráfico F)<sup>12</sup>. Acresce que existe menos margem de manobra a nível orçamental e de política monetária, visto que os países tiveram de intervir com estímulos orçamentais e de política monetária durante a Grande Recessão. A margem de manobra orçamental nos países exportadores de matérias-primas deteriorou-se significativamente após a queda dos preços das matérias-primas em 2014. A margem de manobra em termos de políticas pode ser ainda mais restrita em EME com um volume elevado e não coberto de dívida denominada em moeda estrangeira<sup>13</sup>.

### Gráfico F Endividamento das EME por setor

(percentagens do PIB)



Fontes: Institute of International Finance e cálculos do BCE.

Notas: Os valores referem-se ao primeiro trimestre do ano em questão. O conjunto de dados relativos às EME engloba 30 países (EM30), incluindo África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coreia do Sul, Egito, Emirados Árabes Unidos, Filipinas, Gana, Hong Kong, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Líbano, Malásia, México, Nigéria, Paquistão, Polónia, Quênia, República Checa, Rússia, Singapura, Tailândia, Turquia e Ucrânia.

<sup>11</sup> Ver, por exemplo, Aldasoro, I., Borio, C. e Drehmann, M., “[Early warning indicators of banking crises: expanding the family](#)”, *BIS Quarterly Review*, março de 2018; e Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. e Lodge, D. (eds.), “[The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area](#)”, *Série de Documentos de Trabalho Ocasionais*, n.º 206, BCE, janeiro de 2018.

<sup>12</sup> Em alguns países, este aumento pode alegadamente refletir, em parte, um sistema financeiro em desenvolvimento. Embora o rácio possa não ser considerado problemático em muitas economias avançadas, as EME tendem a apresentar menor tolerância à dívida. Consultar, por exemplo, “[Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies](#)”, *BIS Papers*, n.º 67, outubro de 2012; e Reinhart, C., Rogoff, K. e Savastano, M., “[Debt Intolerance](#)”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, 2003, pp. 1-74.

<sup>13</sup> Para mais pormenores e evidência empírica, incluindo no que respeita à “visão de Fischer” sobre a condução ótima da política monetária em países dolarizados em tempos de crise, ver, por exemplo, Chitu, L., “[Was Unofficial Dollarisation/Euroisation an Amplifier of the ‘Great Recession’ of 2007-2009 in Emerging Economies?](#)”, *Comparative Economic Studies*, Vol. 55, n.º 2, junho de 2013, pp. 233-265.

**A fim de avaliar se as EME são presentemente menos propensas a enfrentar uma crise grave, calculamos a probabilidade de ocorrência de uma crise em 2018 e comparamo-la com a probabilidade de ocorrência de uma crise em 1997.** A probabilidade de crise capta a vulnerabilidade global de um país, sintetizando os fundamentos das EME numa única dimensão que abarca as vulnerabilidades macrofinanceiras mais relevantes, ou seja, as que ajudam a prever crises sistêmicas graves em EME e que estão relacionadas com riscos tradicionais associados à balança de pagamentos, bem como desequilíbrios financeiros internos. Mais especificamente, o modelo de alerta precoce parcimonioso utiliza os melhores elementos de previsão de crises encontrados na literatura sobre modelos de alerta precoce, designadamente valores desfasados de crescimento do PIB, inflação, balança corrente em relação ao PIB, crédito privado em relação ao PIB e reservas em relação à dívida de curto prazo. As probabilidades de crise com uma antecedência de um ano são estimadas com um modelo *logit* binário, em que a variável dependente é uma crise muito grave (uma crise cambial, uma crise bancária sistémica ou uma crise da dívida soberana), tal como definido em Laeven e Valencia (2012)<sup>14</sup>. Dito isto, os modelos de alerta precoce têm limitações. A precisão do modelo depende dos potenciais efeitos de repercussão de alterações ao nível de políticas e de expectativas. Além disso, os modelos de alerta precoce só incorporam indicadores que previram bem crises precedentes e não incluem novos indicadores que poderiam ser úteis na previsão de futuras crises. Um novo indicador seria a alavancagem do setor empresarial nas EME.

**De um modo geral, o modelo sugere que, não obstante a heterogeneidade entre países, os fundamentos das EME melhoraram globalmente em comparação com meados da década de 1990.** É importante notar que as EME com fundamentos mais sólidos representam uma percentagem elevada da economia mundial. A evidência empírica sugere que os fundamentos da maioria das EME melhoraram, em certa medida, face a 1997, em particular em países que têm uma importância crescente na economia mundial (ver Gráfico G). Globalmente, os fundamentos das EME asiáticas foram os que apresentaram melhorias mais significativas, o que sugere que foram retiradas lições na sequência da crise de 1997<sup>15</sup>. Contudo, o modelo identifica a Argentina e a Turquia, que enfrentaram recentemente perturbações nos mercados financeiros, como sendo mais vulneráveis do que em 1997. Além disso, o exemplo da China realça a necessidade de avaliar os resultados do modelo com precaução. A probabilidade de crise prevista pelo modelo para 2018 é relativamente baixa, porque a China tem um excedente da balança corrente moderado, inflação baixa,

<sup>14</sup> O modelo utiliza uma amostra temporal relativamente longa de quase meio século, uma definição sólida de crise na literatura como a variável dependente (ver Laeven, L. e Valencia, F., “[Systemic Banking Crises Database: An Update](#)”, *IMF Working Papers*, n.º 12/163, junho de 2012) e uma amostra de países abrangente, composta por 50 países com importância sistémica. A probabilidade de crise para 2018 é baseada em dados de 2017. Para evitar o desvio sistemático pós-crise, são excluídos os anos da crise. O limiar ótimo que divide as probabilidades estimadas obtidas a partir do modelo *logit* em observações relativas à crise e observações não relativas à crise é determinado com base no índice de Youden. Com uma área abaixo da curva ROC de 0.8163 com um erro-padrão de apenas 0.048, pode considerar-se que o modelo tem poder de previsão.

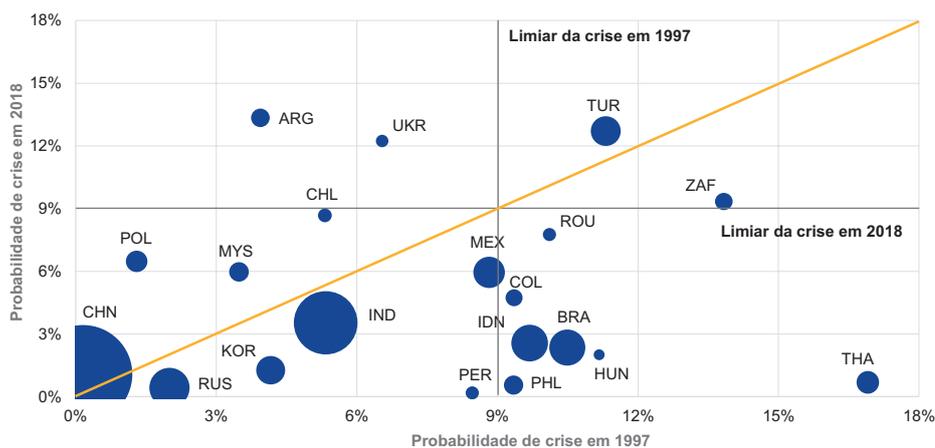
<sup>15</sup> O modelo de alerta precoce não sinaliza uma crise na Coreia do Sul e na Malásia em 1997, o que tende a sustentar a hipótese de um contágio não racional/não assente nos fundamentos desses países na altura.

forte crescimento, uma elevada cobertura de reservas cambiais e níveis de dívida externa reduzidos. Ao mesmo tempo, a China assistiu a uma rápida subida da alavancagem durante a última década, um fator que o modelo pode não refletir suficientemente<sup>16</sup>.

### Gráfico G

#### Probabilidades de crise nas EME, 2018 face a 1997

(percentagens)



Fonte: Estimativas de especialistas do BCE.

Notas: A probabilidade de ocorrência de uma crise (crise cambial, crise da dívida soberana ou crise bancária sistémica) em 2018 ou 1997 é estimada com um modelo *logit* binário, em que a variável dependente da crise é definida segundo Laeven e Valencia (2012). Na ausência de dados históricos para estimar probabilidades de crise em 1997 para a China e a Coreia do Sul, o gráfico apresenta probabilidades de crise em 1998 e 1999, respetivamente. Nos casos da Rússia, Brasil e Turquia, as probabilidades de crise anteriores reportam-se a 1998 e 2001, respetivamente, o que corresponde aos anos em que esses países foram afetados por crises. O limiar ótimo para emitir um sinal de crise é determinado com base no índice de Youden. A dimensão das bolhas dos países reflete a percentagem dos mesmos no PIB mundial em termos de paridade do poder de compra em 2017.

**Em geral, ainda que a maioria das EME pareça ter globalmente fundamentos mais sólidos e estar hoje em melhor posição para resistir a choques do que há vinte anos, os riscos permanecem.** Embora atualmente se observe uma melhoria das posições externas das EME, os riscos internos parecem ter vindo a aumentar, em especial na sequência da Recessão Mundial. Algumas EME ainda se defrontam com problemas tradicionais associados à balança de pagamentos, ao passo que outras podem enfrentar instabilidade financeira decorrente de um setor financeiro nacional sobrealavancado e da diminuição da margem para políticas.

<sup>16</sup> As fragilidades da China são acrescidas, porque o rápido crescimento do crédito foi acompanhado de um aumento da complexidade e da alavancagem no sistema financeiro. Para mais pormenores, consultar Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. e Lodge, D. (eds.), *op. cit.*

## 2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 1 de agosto a 30 de outubro de 2018

Por M<sup>a</sup> Carmen Castillo Lozoya e Elvira Fioretto

**A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante o quinto e sexto períodos de manutenção de reservas de 2018, que decorreram de 1 de agosto a 18 de setembro de 2018 e de 19 de setembro a 30 de outubro de 2018, respetivamente.** Durante este período, as taxas de juro das operações principais de refinanciamento (OPR), da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito permaneceram inalteradas, respetivamente em 0.00%, 0.25% e -0.40%. Em paralelo, o Eurosistema continuou a comprar títulos de dívida do setor público, obrigações com ativos subjacentes, instrumentos de dívida titularizados e títulos emitidos pelo setor empresarial como parte do seu programa de compra de ativos, com um montante-alvo de aquisições de, em média, €30 mil milhões por mês, até ao final de setembro, e de €15 mil milhões, a partir de outubro.

### Necessidades de liquidez

**No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos líquidos e reservas mínimas, situaram-se em €1459.8 mil milhões, o que representa um aumento de €32.3 mil milhões, face ao período analisado anterior (ou seja, o terceiro e quarto períodos de manutenção de 2018).** As necessidades de liquidez mais elevadas deveram-se maioritariamente a um aumento dos fatores autónomos líquidos, que subiram, em média, €29.8 mil milhões, situando-se em €1333.1 mil milhões durante o período em análise, enquanto as reservas mínimas obrigatórias aumentaram, em média, €2.5 mil milhões, passando para €126.7 mil milhões.

**O crescimento dos fatores autónomos líquidos deveu-se sobretudo a um aumento dos fatores de absorção de liquidez, parcialmente compensado por um aumento dos fatores de cedência de liquidez.** Entre os fatores de absorção de liquidez, as variações mais significativas devem-se aos depósitos das administrações públicas e às notas em circulação, que subiram, em média, respetivamente, €20 mil milhões, passando para €259.4 mil milhões, e €16.6 mil milhões, situando-se em €1193.1 mil milhões. Estes aumentos foram, em parte, compensados por aumentos dos fatores de cedência de liquidez, nomeadamente os ativos líquidos denominados em euros, que subiram, em média, €8.9 mil milhões para se situar em €200.1 mil milhões. As responsabilidades do Eurosistema para com não residentes na área do euro expressas em euros diminuíram, em média, €9.5 mil milhões, refletindo um padrão sazonal menos pronunciado do que no

período analisado anterior<sup>17</sup>, dando, assim, um contributo positivo para os ativos líquidos médios (de cedência de liquidez) denominados em euros.

**A volatilidade diária dos fatores autónomos permaneceu, em geral, inalterada em relação ao período analisado anterior.** As flutuações diárias dos fatores autónomos resultaram principalmente dos depósitos das administrações públicas e dos ativos líquidos denominados em euros, tendo a maior volatilidade sido observada perto do final do trimestre terminado em setembro de 2018 e em outras datas de fim de mês durante o período em análise.

## Quadro A

### Situação de liquidez do Eurosistema

#### Passivo – necessidades de liquidez (médias; EUR mil milhões)

	Período em análise atual: 1 de agosto de 2018 a 30 de outubro de 2018						Período analisado anterior: 3 de maio de 2018 a 31 de julho de 2018	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 1 de agosto a 18 de setembro		Sexto período de manutenção: 19 de setembro a 30 de outubro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
<b>Fatores de liquidez autónomos</b>	<b>2 164.8</b>	<b>(+40.9)</b>	<b>2 150.1</b>	<b>(-17.2)</b>	<b>2 181.9</b>	<b>(+31.7)</b>	<b>2 123.9</b>	<b>(+43.8)</b>
Notas em circulação	1 193.1	(+16.6)	1 192.2	(+8.6)	1 194.3	(+2.1)	1 176.5	(+22.5)
Depósitos das administrações públicas	259.4	(+20.0)	239.1	(-24.7)	283.1	(+44.1)	239.4	(+11.9)
Outros fatores autónomos	712.2	(+4.3)	718.9	(-1.1)	704.4	(-14.5)	708.0	(+9.4)
<b>Depósitos à ordem</b>	<b>1 358.0</b>	<b>(+26.2)</b>	<b>1 348.7</b>	<b>(+42.0)</b>	<b>1 369.0</b>	<b>(+20.3)</b>	<b>1 331.9</b>	<b>(+27.3)</b>
<b>Instrumentos de política monetária</b>	<b>779.7</b>	<b>(-0.4)</b>	<b>797.9</b>	<b>(+21.4)</b>	<b>758.5</b>	<b>(-39.4)</b>	<b>780.1</b>	<b>(-20.4)</b>
Reservas mínimas obrigatórias <sup>1</sup>	126.7	(+2.5)	126.7	(+2.0)	126.7	(-0.0)	124.2	(+0.0)
Facilidade permanente de depósito	653.0	(-2.9)	671.2	(+19.4)	631.8	(-39.4)	655.9	(-20.4)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)

<sup>17</sup> As responsabilidades do Eurosistema para com não residentes na área do euro expressas em euros consistem sobretudo em depósitos denominados em euros em contas de bancos centrais de países não pertencentes à área do euro junto do Eurosistema. O final dos trimestres e, em menor medida, dos meses é tipicamente afetado por aumentos destes depósitos, uma vez que os bancos comerciais demonstram maior relutância em aceitar numerário, no mercado com ou sem garantia, antes das datas de reporte do balanço. Em 30 de setembro de 2018, as responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros aumentaram para €301.7 mil milhões, o que compara com uma média de €264.7 mil milhões durante o sexto período de manutenção. Tal implicou um efeito menos pronunciado que o observado em 30 de junho de 2018, quando estas responsabilidades aumentaram para €348 mil milhões, face a uma média de €281.4 mil milhões no quarto período de manutenção.

**Ativo – cedência de liquidez (médias; EUR mil milhões)**

	Período em análise atual: 1 de agosto de 2018 a 30 de outubro de 2018						Período analisado anterior: 3 de maio de 2018 a 31 de julho de 2018	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 1 de agosto a 18 de setembro		Sexto período de manutenção: 19 de setembro a 30 de outubro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
<b>Fatores de liquidez autónomos</b>	<b>831.9</b>	<b>(+10.9)</b>	<b>837.4</b>	<b>(+15.9)</b>	<b>825.5</b>	<b>(-11.9)</b>	<b>821.0</b>	<b>(-20.6)</b>
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	631.8	(+1.9)	637.5	(+2.4)	625.2	(-12.3)	629.8	(+1.0)
Ativos líquidos denominados em euros	200.1	(+8.9)	199.9	(+13.6)	200.3	(+0.4)	191.2	(-21.6)
<b>Instrumentos de política monetária</b>	<b>3 344.1</b>	<b>(+53.0)</b>	<b>3 332.7</b>	<b>(+27.9)</b>	<b>3 357.6</b>	<b>(+24.9)</b>	<b>3 291.1</b>	<b>(+71.3)</b>
Operações de mercado aberto	3 344.0	(+53.0)	3 332.6	(+27.9)	3 357.5	(+24.9)	3 291.0	(+71.3)
Operações de leilão	739.1	(-14.0)	742.9	(-3.3)	734.7	(-8.2)	753.1	(-8.7)
OPR	4.8	(+2.9)	3.0	(+1.0)	6.9	(+3.9)	1.9	(+0.2)
ORPA com prazo de 3 meses	4.6	(-2.8)	5.4	(-1.9)	3.7	(-1.7)	7.4	(-0.3)
Operações das ORPA direcionadas I	5.5	(-5.6)	8.9	(-0.6)	1.5	(-7.4)	11.1	(-1.9)
Operações das ORPA direcionadas II	724.2	(-8.5)	725.6	(-1.8)	722.6	(-3.0)	732.7	(-6.6)
Carteiras definitivas	2 604.9	(+67.0)	2 589.7	(+31.2)	2 622.8	(+33.1)	2 537.9	(+79.9)
Primeiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	4.5	(-0.2)	4.5	(-0.0)	4.5	(-0.0)	4.7	(-1.1)
Segundo programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	4.0	(-0.2)	4.0	(-0.1)	4.0	(-0.0)	4.2	(-0.3)
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	258.4	(+3.8)	257.2	(+1.8)	259.9	(+2.7)	254.6	(+5.7)
Programa dos mercados de títulos de dívida	74.2	(-9.3)	74.3	(-8.0)	74.0	(-0.3)	83.5	(-1.5)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	27.3	(-0.2)	27.5	(-0.1)	27.1	(-0.4)	27.5	(+1.7)
Programa de compra de ativos do setor público	2 067.8	(+63.6)	2 055.7	(+34.3)	2 081.9	(+26.2)	2 004.2	(+61.9)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	168.7	(+9.5)	166.4	(+3.3)	171.4	(+5.0)	159.3	(+13.5)
<b>Facilidade permanente de cedência de liquidez</b>	<b>0.1</b>	<b>(-0.0)</b>	<b>0.1</b>	<b>(+0.0)</b>	<b>0.1</b>	<b>(-0.0)</b>	<b>0.1</b>	<b>(+0.0)</b>

**Outras informações com base na liquidez (médias; EUR mil milhões)**

	Período em análise atual: 1 de agosto de 2018 a 30 de outubro de 2018						Período analisado anterior: 3 de maio de 2018 a 31 de julho de 2018	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 1 de agosto a 18 de setembro		Sexto período de manutenção: 19 de setembro a 30 de outubro		Terceiro e quarto períodos de manutenção	
<b>Necessidades de liquidez em termos agregados</b>	<b>1 459.8</b>	<b>(+32.3)</b>	<b>1 439.5</b>	<b>(-31.4)</b>	<b>1 483.4</b>	<b>(+43.9)</b>	<b>1 427.5</b>	<b>(+64.5)</b>
<b>Fatores autónomos<sup>2</sup></b>	<b>1 333.1</b>	<b>(+29.8)</b>	<b>1 312.8</b>	<b>(-33.5)</b>	<b>1 356.7</b>	<b>(+43.9)</b>	<b>1 303.3</b>	<b>(+64.4)</b>
<b>Liquidez excedentária</b>	<b>1 884.3</b>	<b>(+20.8)</b>	<b>1 893.1</b>	<b>(+59.4)</b>	<b>1 874.0</b>	<b>(-19.0)</b>	<b>1 863.5</b>	<b>(+6.8)</b>

### Evolução das taxas de juro (médias; percentagens)

	Período em análise atual: 1 de agosto de 2018 a 30 de outubro de 2018				Período analisado anterior: 3 de maio de 2018 a 31 de julho de 2018	
	Quinto e sexto períodos de manutenção		Quinto período de manutenção: 1 de agosto a 18 de setembro	Sexto período de manutenção: 19 de setembro a 30 de outubro	Terceiro e quarto períodos de manutenção	
<b>OPR</b>	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)
<b>Facilidade permanente de cedência de liquidez</b>	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)
<b>Facilidade permanente de depósito</b>	-0.40	(+0.00)	-0.40	(+0.00)	-0.40	(+0.00)
<b>EONIA</b>	-0.363	(+0.00)	-0.359	(+0.00)	-0.366	(-0.01)

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de €0.1 mil milhões mais próximo. Os valores entre parêntesis denotam as variações face à análise ou ao período de manutenção anteriores.

1) A rubrica por memória "reservas mínimas obrigatórias" não é apresentada no balanço do Eurosistema, pelo que não deve ser incluída no cálculo do passivo total.

2) O valor global dos fatores autónomos inclui também "elementos em fase de liquidação".

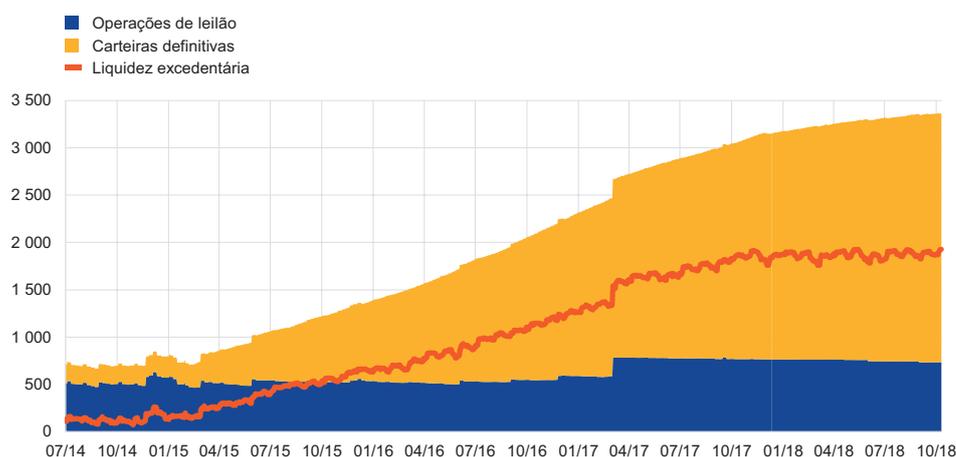
## Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

**O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – incluindo operações de leilão e aquisições no âmbito do programa de compra de ativos – aumentou €53 mil milhões, situando-se em €3344.1 mil milhões (ver Gráfico A).** Este aumento deveu-se inteiramente às aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos, tendo a procura de operações de leilão registado uma ligeira diminuição.

### Gráfico A

#### Evolução das operações de mercado aberto e da liquidez excedentária

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

**O montante médio de liquidez cedida através das operações de leilão diminuiu ligeiramente durante o período em análise, tendo descido €14 mil milhões, situando-se em €739.1 mil milhões.** Esta diminuição deveu-se na sua integralidade ao saldo médio mais baixo das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas), que diminuiu €14.1 mil milhões. A descida do saldo dos fundos cedidos através das ORPA direcionadas ficou a dever-se, em

grande parte, ao vencimento de operações realizadas no contexto das ORPA direcionadas I e aos reembolsos voluntários das primeiras e segundas operações no âmbito das ORPA direcionadas II, efetuados em setembro de 2018 e que ascenderam a um total de €12.6 mil milhões. A liquidez média cedida através das OPR aumentou €2.9 mil milhões, situando-se em €4.8 mil milhões, tendo sido compensada quase na sua totalidade por uma diminuição, em média, de €2.8 mil milhões para €4.6 mil milhões da liquidez cedida através das ORPA com prazo de 3 meses.

**A liquidez cedida através das carteiras de política monetária do Eurosistema aumentou €67 mil milhões, situando-se, em média, em €2604.9 mil milhões, em resultado das aquisições líquidas em curso no âmbito do programa de compra de ativos.** A liquidez cedida através do programa de compra de ativos do setor público, do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes e do programa de compra de ativos do setor empresarial subiu, em média, €63.6 mil milhões, €3.8 mil milhões e €9.5 mil milhões, respetivamente. Contudo, o programa de compra de instrumentos de dívida titularizados registou uma descida ligeira, tendo diminuído, em média, €0.2 mil milhões, devido aos reembolsos líquidos de títulos adquiridos. Os reembolsos de obrigações detidas ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e dos dois anteriores programas de compra de obrigações com ativos subjacentes totalizaram €9.7 mil milhões.

## Liquidez excedentária

**Como consequência da evolução descrita, a liquidez excedentária média aumentou ligeiramente em comparação com o período analisado anterior, tendo subido €20.8 mil milhões e passado para €1884.3 mil milhões (ver Gráfico A).** Este aumento reflete a liquidez cedida através do programa de compra de ativos, a qual foi apenas parcialmente absorvida por fatores autónomos líquidos mais elevados, sobretudo durante o sexto período de manutenção. Na verdade, embora tenha subido €59.4 mil milhões no quinto período de manutenção, a liquidez excedentária diminuiu de novo €19 mil milhões no sexto período de manutenção. Esta inversão foi em parte impulsionada pela evolução dos fatores autónomos líquidos, que diminuíram €33.5 mil milhões e depois voltaram a subir €43.9 mil milhões, respetivamente no quinto e sexto períodos de manutenção. No que respeita à repartição das detenções de liquidez excedentária entre os depósitos à ordem e a facilidade permanente de depósito, as detenções médias em depósitos à ordem aumentaram €26.2 mil milhões, situando-se em €1358 mil milhões, ao passo que o recurso médio à facilidade permanente de depósito registou uma diminuição ligeira de €2.9 mil milhões, situando-se em €653 mil milhões.

## Evolução das taxas de juro

**As taxas *overnight* do mercado monetário com e sem garantia permaneceram próximas da taxa de juro da facilidade permanente de depósito do BCE ou ligeiramente abaixo desse nível para cabazes de ativos de garantia específicos**

**no segmento do mercado monetário com garantia.** No mercado sem garantia, o índice *overnight* médio do euro (a EONIA) situou-se, em média, em -0.363%, permanecendo inalterada face ao período analisado anterior. A EONIA oscilou entre um mínimo de -0.371%, observado em 12 de setembro e em 17 de outubro, e um máximo de -0.342% no último dia de agosto de 2018. No que toca ao mercado com garantia, o diferencial entre as taxas médias *overnight* das operações de reporte para cabazes de ativos de garantia normalizados e alargados no mercado de ativos de garantia gerais GC Pooling<sup>18</sup> diminuiu substancialmente, num contexto de volumes transacionados reduzidos. Em comparação com o período precedente, a taxa média *overnight* das operações de reporte para o cabaz de ativos de garantia normalizado aumentou 22 pontos base, passando para -0.419%, enquanto para o cabaz de ativos de garantia alargado diminuiu 10 pontos base, situando-se em 0.404%.

**A diminuição de fim de trimestre em setembro das taxas das operações de reporte para os ativos de garantia da maioria dos países da área do euro foi um pouco mais visível do que nos fins de trimestre de março e junho, mas continuou a ser relativamente moderada em comparação com os fins de trimestre de 2017.** Embora, no final de junho, as taxas *overnight* das operações de reporte no mercado GC Pooling tenham diminuído apenas 2 pontos base no caso dos ativos de garantia franceses e apenas 5 pontos base no caso dos ativos de garantia alemães, no final de setembro, diminuíram, respetivamente, 11 e 15 pontos base, passando para -0.61% e -0.65%. Por seu lado, a taxa das operações de reporte no mercado GC Pooling para os ativos de garantia italianos subiu 6 pontos base, situando-se em -0.33% no final de setembro, o que compara com um aumento de 3 pontos base no final de junho. As taxas das operações de reporte para todos os países da área do euro regressaram aos níveis anteriores, imediatamente após o final do trimestre. Em suma, a facilidade de cedência de títulos no contexto do programa do Eurosistema de compra de ativos do setor público continuou a apoiar o bom funcionamento dos mercados de operações de reporte.

---

<sup>18</sup> O mercado GC Pooling permite que os acordos de recompra sejam transacionados na plataforma Eurex contra cabazes de ativos de garantia normalizados.

## 3 Entender o abrandamento do crescimento em 2018

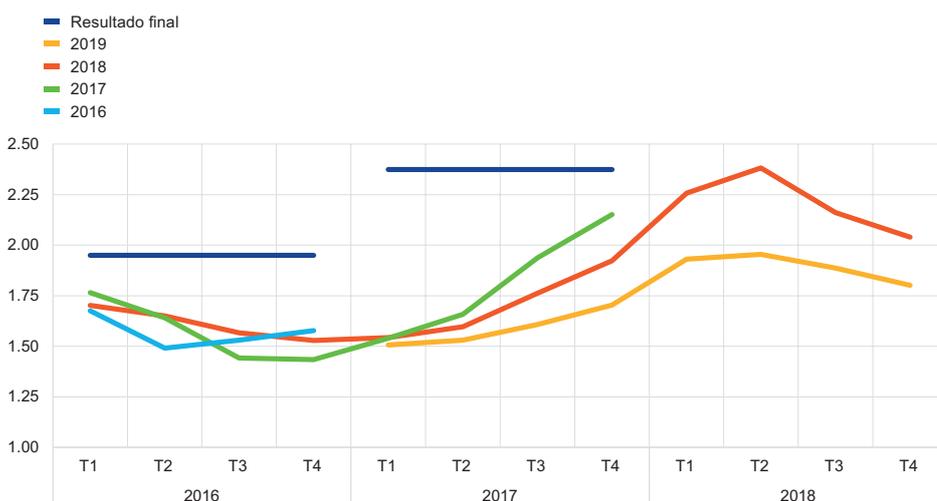
Por Maarten Dossche e Jaime Martinez-Martin

**O crescimento da atividade económica na área do euro tem abrandado de forma significativa desde o final de 2017.** De facto, o crescimento do PIB em termos trimestrais na área do euro caiu para 0.2% no terceiro trimestre de 2018, face a 0.7% no quarto trimestre de 2017. A presente caixa avalia os fatores que contribuem para este abrandamento e se deverá ser considerado surpreendente. Analisa em particular se os fatores subjacentes são temporários ou de natureza mais permanente, se a sua origem reside na área do euro ou externamente, e se o abrandamento tem sido motivado por um enfraquecimento da procura ou por uma maior restritividade das condições de oferta.

### Gráfico A

Expetativas de crescimento do PIB pelos analistas profissionais

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e BCE.

Notas: As linhas a azul-escuro representam as estimativas finais do crescimento homólogo do PIB. As restantes linhas representam as previsões de crescimento para um determinado ano em diversos momentos.

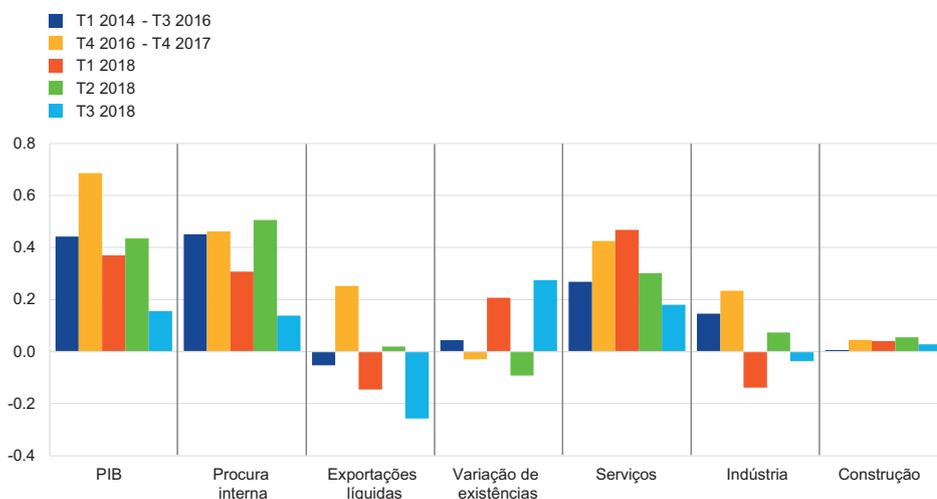
**O recente crescimento do produto tem sido dececionante quando comparado com as previsões de crescimento do final de 2017, mas não quando comparado com expetativas anteriores.**

A forte aceleração do crescimento em 2017 representou um desenvolvimento favorável, surpreendendo a maioria dos analistas profissionais (ver Gráfico A). Este fortalecimento do crescimento, que coincidiu com o pico de 5.2% do crescimento do comércio mundial, foi maioritariamente impulsionado pelas exportações líquidas. Em contrapartida, o crescimento da procura interna manteve-se em níveis comparáveis aos observados na primeira parte da expansão económica entre 2014 e 2016 (ver Gráfico B). Desde o início de 2018, as previsões de crescimento para 2018 e 2019 têm sido progressivamente revistas em baixa, mas ainda se espera que o crescimento homólogo do PIB em 2018 seja mais forte do que o previsto no início de 2017.

## Gráfico B

### Crescimento do PIB: decomposição por despesa e produção

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: Os valores para o período do primeiro trimestre de 2014 ao terceiro trimestre de 2016 e para o período do quarto trimestre de 2016 ao quarto trimestre de 2017 representam médias dos dados trimestrais relevantes.

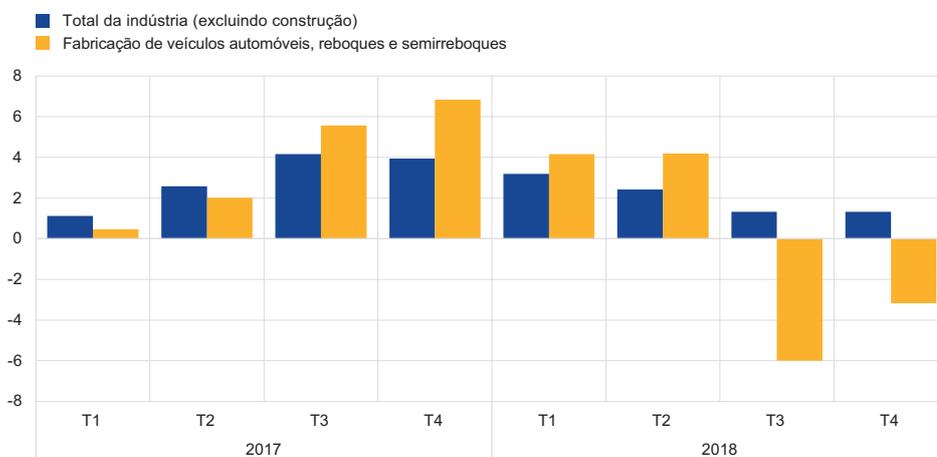
### O abrandamento em 2018 deveu-se em grande medida a fatores externos, em particular ao enfraquecimento da procura externa.

Efetivamente, de modo semelhante ao fortalecimento do crescimento em 2017, o abrandamento em 2018 tem sido motivado pelas exportações líquidas (ver Gráfico B). A dinâmica do comércio tem vindo a normalizar com o crescimento mundial a desacelerar para níveis perto do potencial. Sendo o principal produtor de bens transacionáveis, o setor industrial tem sido o mais afetado pela queda nas exportações líquidas. Paralelamente, o crescimento da procura interna manteve-se, no geral, alinhado com o contributo médio dado desde o início da expansão económica. Embora no terceiro trimestre de 2018 a perturbação temporária da produção automóvel tenha condicionado o consumo privado, a solidez da procura interna reflete o círculo virtuoso entre emprego, rendimentos do trabalho e consumo. A evidência disponível sugere que este círculo virtuoso, até ao momento, não foi interrompido pela recente perda de dinamismo no crescimento.

## Gráfico C

### Produção industrial

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: Os dados para o quarto trimestre de 2018 baseiam-se apenas nos valores mensais de outubro de 2018.

#### Vários fatores temporários também influenciaram o perfil de crescimento.

No primeiro semestre de 2018, condições meteorológicas, doenças e greves afetaram a produção em vários países<sup>19</sup>. No terceiro trimestre, houve também perturbações significativas na produção automóvel em resultado da introdução em 1 de setembro de novas normas relativas às emissões dos veículos (ver Gráfico C). A produção abrandou uma vez que os fabricantes procuraram evitar a acumulação de *stocks* de modelos não testados, o que teve um enorme peso para as economias com setores automóveis de grande dimensão (como a Alemanha). De facto, a economia alemã contraiu efetivamente no terceiro trimestre, reduzindo o crescimento trimestral da área do euro, em pelo menos, 0.1 pontos percentuais. Contudo, espera-se que este seja um efeito temporário. À medida que os atrasos nos testes desaparecem, aos poucos a produção automóvel no quarto trimestre deve regressar à normalidade, dissipando-se o efeito na produção. Efetivamente, os dados mais recentes indicam que a produção automóvel já começou a normalizar<sup>20</sup>.

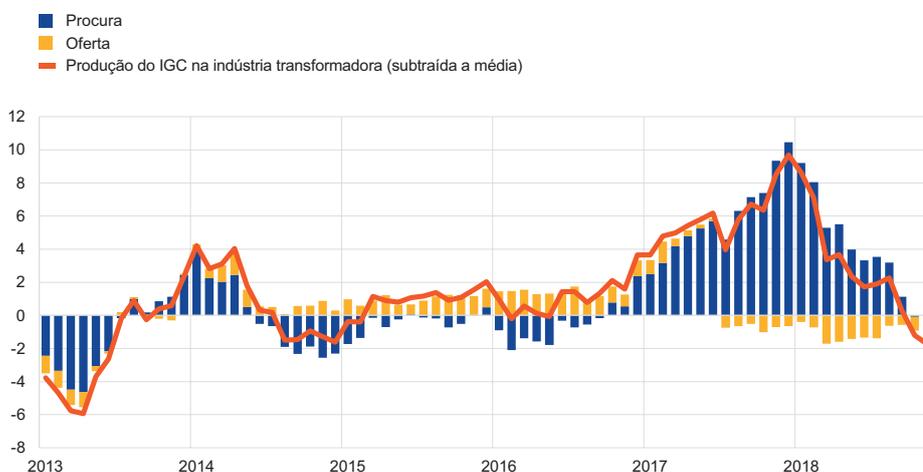
<sup>19</sup> Ver a caixa intitulada “O abrandamento recente do crescimento do produto da área do euro reflete fatores cíclicos e temporários”, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2018.

<sup>20</sup> De acordo com os dados da associação alemã da indústria automóvel até novembro de 2018.

## Gráfico D

### Desagregação da produção do IGC na indústria transformadora

(Índice de difusão; contributos)



Fontes: Markit e cálculos do BCE.

Notas: Desagregação histórica do IGC da indústria transformadora na área do euro utilizando um SVAR com restrições de sinal com produção e a utilização da capacidade produtiva do IGC da indústria transformadora. Este modelo utiliza restrições de sinal para identificar os choques sobre a oferta e a procura, sendo os últimos definidos como os choques que impulsionam a produção do IGC na indústria transformadora e a utilização da capacidade produtiva na mesma direção, ao passo que os primeiros são definidos como os choques que impulsionam a produção do IGC na indústria transformadora e a utilização da capacidade produtiva em direções opostas.

**Apesar do referido enfraquecimento da procura, os atuais níveis elevados de utilização da capacidade produtiva sugerem que as condições da oferta na indústria transformadora se mantêm restritivas.** Uma desagregação com base em modelos da produção do IGC na indústria transformadora sugere que o recente abrandamento da atividade se deve maioritariamente a um enfraquecimento da procura (ver Gráfico D)<sup>21</sup>. Ao mesmo tempo, desde meados de 2017 as condições da oferta estão cada vez mais restritivas. A utilização da capacidade produtiva caiu apenas ligeiramente à medida que o crescimento do produto abrandou. Este comportamento pode ser claramente observado no setor da indústria transformadora, em particular na Alemanha e, em menor medida, em França.

**Em suma, até ao momento o recente abrandamento do crescimento não pôs em causa os princípios básicos da atual expansão económica.** A moderação segue-se a uma procura externa inesperadamente forte em 2017 e tem sido agravada por alguns fatores temporários. De facto, um abrandamento gradual do crescimento até pode ser considerado normal à medida que a expansão evolui. Ao mesmo tempo, a incerteza quanto aos desenvolvimentos externos aumentou claramente os riscos para as perspetivas económicas da área do euro. Por conseguinte, é necessário controlar de perto as eventuais implicações para a procura interna e os princípios básicos da expansão.

<sup>21</sup> Neste contexto, as recentes perturbações temporárias na produção automóvel consideram-se também uma diminuição da procura.

## Variação da composição subjacente ao crescimento na área do euro durante a recuperação

Por Katalin Bodnár

**No terceiro trimestre de 2018, o número total de indivíduos empregados na área do euro foi 9.6 milhões mais elevado do que no segundo trimestre de 2013 (quando desceu para o seu nível mais baixo durante a crise).** O aumento do emprego no decurso da recuperação mais do que compensou a diminuição observada durante a crise. Em resultado, o emprego na área do euro encontra-se atualmente no seu nível mais alto de sempre, em 158.3 milhões<sup>22</sup>. A presente caixa descreve o crescimento líquido do emprego na área do euro no decurso da recuperação e compara-o com o registado no período desde o primeiro trimestre de 1999 até ao primeiro trimestre de 2008 (ou seja, desde a introdução do euro até ao início da crise), que também se caracterizou por um aumento contínuo do emprego no conjunto da área do euro.

**Na recente recuperação, a composição por países do crescimento do emprego foi um pouco diferente da observada no período anterior à crise.** O aumento de 9.6 milhões do número de indivíduos empregados na área do euro é similar ao verificado nos cinco anos anteriores à crise, durante os quais foi registado um aumento de 10 milhões<sup>23</sup>. A principal diferença é que a Alemanha representa agora uma percentagem significativamente maior do crescimento do emprego do que antes da crise, enquanto as parcelas relativas de outros países de grande dimensão da área do euro – em particular, a Espanha – diminuíram (ver Gráfico A). Tal reflete, em grande medida, a força relativa do crescimento económico observado nesses países nos dois períodos. A este respeito, embora a Espanha tenha sido o principal destino de imigração antes da crise, durante a recuperação, a Alemanha foi o país que apresentou o maior influxo de imigrantes. Os contributos da Lituânia, da Áustria, de Portugal e da Eslováquia para o crescimento do emprego da área do euro durante a recente recuperação também aumentaram.

<sup>22</sup> Os valores aqui apresentados baseiam-se em dados das contas nacionais. Estes permitem que a evolução do emprego na área do euro seja desagregada por país e setor. Foram utilizados dados do Inquérito às Forças de Trabalho (IFT) da UE para uma desagregação detalhada do emprego com base nas características pessoais e nos tipos de contratos. Embora a dinâmica destes dois conjuntos de estatísticas seja semelhante, os níveis de emprego resultantes e as taxas de crescimento cumulativo são ligeiramente diferentes por motivos metodológicos. No caso dos dados do IFT, por exemplo, os valores baseiam-se num conceito nacional, alguns segmentos da população não são abrangidos e os dados sobre o emprego dizem respeito a grupos etários dos 15 aos 64 ou dos 15 aos 74 anos de idade. Por seu lado, os dados das contas nacionais baseiam-se num conceito interno, compreendem uma estimativa do emprego na economia informal e os dados sobre o emprego abrangem pessoas de todas as idades. Clicar [aqui](#), para uma explicação pormenorizada. Segundo os dados do IFT, o número de indivíduos empregados aumentou 8.9 milhões entre o primeiro trimestre de 2013 (o ponto mais baixo de acordo com o conjunto de dados em causa) e o segundo trimestre de 2018 (o último ponto no tempo para o qual estão disponíveis dados para as estatísticas em questão).

<sup>23</sup> Ver “[The outlook for the euro area economy](#)”, discurso de Mario Draghi, Presidente do BCE, no congresso sobre a banca europeia, realizado em Frankfurt am Main, em 16 de novembro de 2018.

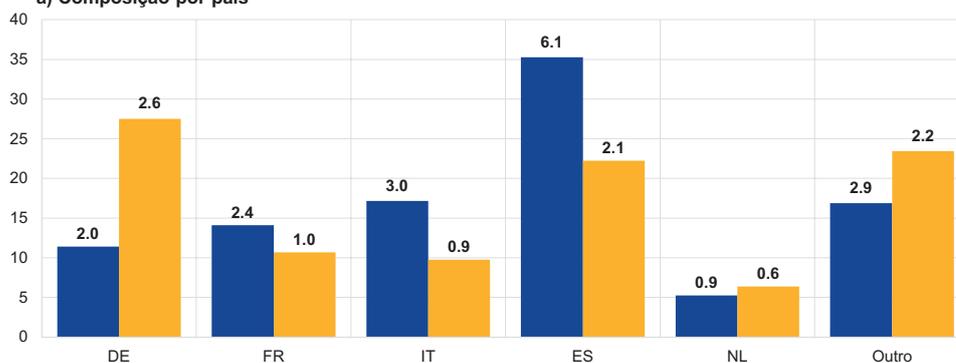
## Gráfico A

### Desagregação do crescimento cumulativo do emprego por país e setor no período anterior à crise e durante a recuperação

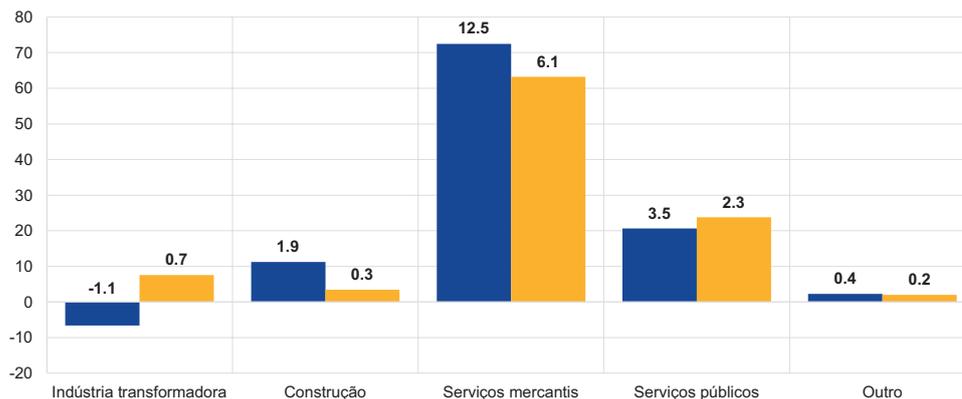
(eixo dos y: parcelas do crescimento cumulativo do emprego em percentagem; rótulos dos dados: crescimento cumulativo do emprego em milhões)

■ T1 1999 – T1 2008  
■ T2 2013 – T3 2018

#### a) Composição por país



#### b) Composição por setor



Fontes: Eurostat e contas nacionais.

**Os serviços mercantis impulsionaram o crescimento do emprego em ambos os períodos, ainda que tenham representado uma percentagem menor do crescimento do emprego total durante a recente recuperação.** Em ambos os períodos, o crescimento do emprego nos serviços mercantis foi dominado pelos serviços profissionais e administrativos e pelos setores do comércio e dos transportes. Ao mesmo tempo, o contributo da construção foi menor durante a recente recuperação do que antes da crise. Em contraste, o emprego na indústria transformadora deu um pequeno contributo positivo desde o segundo trimestre de 2013, após a diminuição registada no período anterior à crise. Por último, o setor público foi responsável por cerca de um quinto do crescimento cumulativo do emprego durante a recente recuperação, tal como foi o caso no período anterior à crise.

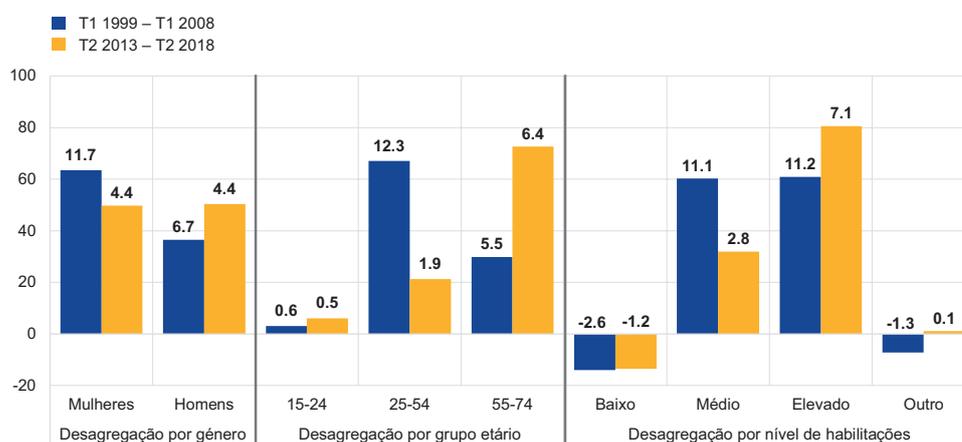
**O crescimento do emprego repartiu-se de forma bastante equitativa entre homens e mulheres durante a recente recuperação (ver Gráfico B).** Antes da crise, as mulheres registaram um crescimento do emprego muito forte, em consonância com a subida da taxa de participação da população ativa e refletindo

aumentos no nível de habilitações, reformas do mercado de trabalho e a importância crescente dos serviços na economia. Contudo, mais recentemente, a taxa de participação das mulheres tem vindo a subir de forma menos forte, em virtude de os fatores que contribuíram para os aumentos anteriores terem começado a estabilizar, o que também se reflete no contributo das mulheres para o crescimento do emprego. Simultaneamente, a taxa de emprego masculina desceu durante a crise e, apesar de estar a recuperar, ainda não regressou aos níveis pré-crise. Espelhando estas tendências, a parcela das mulheres no balanço do emprego estabilizou ultimamente em 46.3% (tendo subido face a uma percentagem de 42.6% no primeiro trimestre de 1999 e de 45.9% no segundo trimestre de 2013).

### Gráfico B

#### Desagregação do crescimento cumulativo do emprego, com base nas características pessoais, no período anterior à crise e durante a recuperação

(eixo dos y: parcelas do crescimento cumulativo do emprego em percentagem; rótulos dos dados: crescimento cumulativo do emprego em milhões)



Fontes: Eurostat e IFT.

Notas: No que respeita ao nível de habilitações, "baixo" indica um nível inferior ao ensino básico (1.º, 2.º e 3.º ciclos), "médio" um nível correspondente ao ensino secundário e ao ensino pós-secundário não superior, "elevado" um nível correspondente ao ensino superior e, "outro" corresponde aos casos de não resposta. A percentagem negativa do nível "outro" no período anterior à crise reflete, com grande probabilidade, uma melhoria da taxa de resposta neste período.

**Verificou-se uma variação na desagregação por grupo etário do crescimento cumulativo do emprego, com os trabalhadores de idade mais avançada a darem um contributo consideravelmente maior durante a recente recuperação (ver Gráfico B).** Antes da crise, a população na faixa etária de forte atividade (ou seja, pessoas com idades entre os 25 e os 54 anos) era responsável por mais de dois terços do crescimento do emprego, mas, durante a recente recuperação, apenas representaram cerca de um quinto. Em contrapartida, os indivíduos com idades entre os 55 e os 74 anos representaram três quartos do crescimento cumulativo do emprego durante a recente recuperação, tendo subido face a menos de um terço no período anterior à crise. O contributo dos jovens (ou seja, pessoas com idades entre os 15 e os 24 anos) foi limitado na recente recuperação, tal como no período pré-crise.

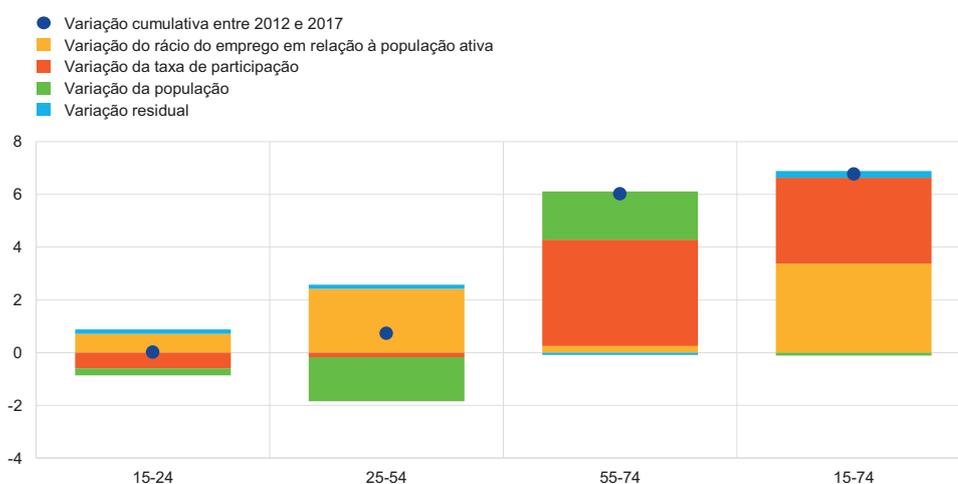
**A demografia e as reformas dos regimes de pensões são provavelmente os principais fatores explicativos subjacentes às variações da desagregação por grupo etário do crescimento do emprego.** Esta evolução reflete, em grande medida, variações na oferta de trabalho. O número de pessoas de idade mais avançada tem vindo a aumentar, com a entrada da geração dos *baby boomers* na faixa etária dos 55 a 74 anos, ao passo que o número de indivíduos com idades inferiores a 55 anos tem vindo a diminuir<sup>24</sup>. Ao mesmo tempo, a taxa de participação das pessoas de idade mais avançada também subiu consideravelmente<sup>25</sup>. Na recente recuperação, cerca de um terço do aumento do emprego das pessoas com idades entre os 55 e os 74 anos deveu-se ao seu número crescente, sendo dois terços explicados pelo aumento da sua taxa de participação (ver Gráfico C). Um motivo da subida da taxa de participação do grupo etário dos 55 aos 74 anos é o aumento do respetivo nível de habilitações, o qual está positivamente correlacionado com a taxa de participação. No entanto, tal explica apenas uma pequena percentagem do aumento geral da taxa de participação. Parece ser mais provável que o principal fator impulsionador deste aumento da participação seja o facto de a idade legal e a idade efetiva de reforma terem passado a ser mais elevadas na área do euro<sup>26</sup>.

Esta evolução reflete, em grande medida, variações na oferta de trabalho. O número de pessoas de idade mais avançada tem vindo a aumentar, com a entrada da geração dos *baby boomers* na faixa etária dos 55 a 74 anos, ao passo que o número de indivíduos com idades inferiores a 55 anos tem vindo a diminuir<sup>24</sup>. Ao mesmo tempo, a taxa de participação das pessoas de idade mais avançada também subiu consideravelmente<sup>25</sup>. Na recente recuperação, cerca de um terço do aumento do emprego das pessoas com idades entre os 55 e os 74 anos deveu-se ao seu número crescente, sendo dois terços explicados pelo aumento da sua taxa de participação (ver Gráfico C). Um motivo da subida da taxa de participação do grupo etário dos 55 aos 74 anos é o aumento do respetivo nível de habilitações, o qual está positivamente correlacionado com a taxa de participação. No entanto, tal explica apenas uma pequena percentagem do aumento geral da taxa de participação. Parece ser mais provável que o principal fator impulsionador deste aumento da participação seja o facto de a idade legal e a idade efetiva de reforma terem passado a ser mais elevadas na área do euro<sup>26</sup>.

### Gráfico C

#### Desagregação do crescimento cumulativo do emprego por grupo etário durante a recuperação

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



Fontes: Eurostat, IFT e cálculos do BCE.

Nota: Os dados baseiam-se em valores anuais.

**O crescimento do emprego na recente recuperação foi dominado por pessoas com um nível de habilitações correspondente ao ensino superior.** Com efeito, os indivíduos com ensino superior completo representaram quase 80% do

<sup>24</sup> Ver a caixa intitulada “Evolução recente da oferta de mão de obra na área do euro”, *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2017.

<sup>25</sup> A taxa de participação deste grupo etário tem seguido uma tendência ascendente ao longo do tempo, situando-se em 22.4% no primeiro trimestre de 1999, 33.6% no segundo trimestre de 2013 e 39% no segundo trimestre de 2018. Ver também o artigo intitulado “Labour supply and employment growth”, *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2018.

<sup>26</sup> Uma simples análise evolução-quota revela que a taxa de participação teria, ainda assim, aumentado consideravelmente, mesmo que a composição em termos de nível de habilitações tivesse permanecido inalterada.

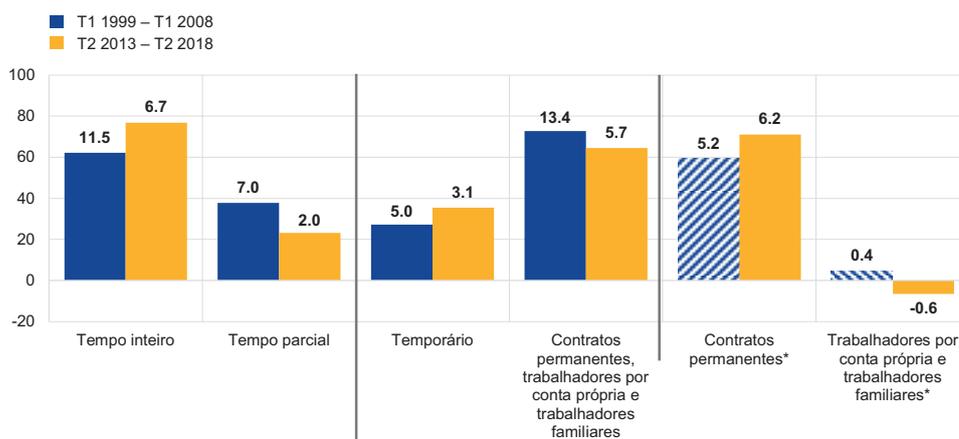
crescimento do emprego total na recente recuperação, tendo subido face a 60% antes da crise, enquanto o contributo das pessoas com um nível médio de habilitações diminuiu significativamente. O emprego de indivíduos com um nível baixo de habilitações desceu na recente recuperação, tal como se verificou no período anterior à crise. Esta evolução está também associada a variações da população, com a diminuição do número de pessoas com um nível baixo de habilitações e o aumento do número de pessoas com ensino superior.

**O crescimento do emprego na área do euro durante a recente recuperação foi impulsionado por contratos a tempo inteiro e, na maioria, permanentes, devendo-se aproximadamente 80% de todo o crescimento a um aumento do trabalho a tempo inteiro.** Não obstante, o trabalho a tempo inteiro permanece abaixo do seu nível pré-crise, tendo descido acentuadamente durante a crise. O trabalho a tempo parcial registou um aumento ao longo da crise, o qual prosseguiu durante a recuperação, mas o seu contributo para o crescimento do emprego baixou recentemente e, ao mesmo tempo, a sua parcela no emprego total estabilizou. Tal advém de uma descida do número de trabalhadores em situação de subemprego a tempo parcial (ou seja, pessoas que gostariam de trabalhar mais horas), ao passo que o contributo para o crescimento do emprego dado pelos trabalhadores não em situação de subemprego (isto é, indivíduos satisfeitos com o seu número de horas de trabalho a tempo parcial) foi semelhante ao observado durante a crise<sup>27</sup>. Simultaneamente, enquanto o crescimento do emprego ainda está concentrado em posições permanentes, o trabalho temporário representa agora uma percentagem maior do crescimento do emprego, estando o trabalho por conta própria em queda (ver Gráfico D).

### Gráfico D

#### Desagregação do crescimento cumulativo do emprego, com base nos tipos de contratos, no período anterior à crise e durante a recuperação

(eixo dos y: parcelas do crescimento cumulativo do emprego em percentagem; rótulos dos dados: crescimento cumulativo do emprego em milhões)



Fontes: Eurostat, IFT e cálculos do BCE.

Nota: Os dados foram corrigidos de mudanças de nível pelos especialistas do BCE.

\* Só passaram a estar disponíveis dados separados para contratos permanentes, trabalho por conta própria e trabalho familiar a partir de 2005.

<sup>27</sup> Ver a caixa intitulada “Evolução recente do trabalho a tempo parcial”, *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2018.

## 5 Evolução recente do desvio salarial na área do euro

Por Gerrit Koester e Justine Guillochon

**O desvio salarial mede os desvios entre a evolução dos salários efetivamente pagos e a evolução dos salários acordados coletivamente.** Trata-se de um elemento importante da análise macroeconómica da remuneração dos empregados, dado que deve estar estreitamente ligado à evolução cíclica do mercado de trabalho. Num contexto de aumento da restritividade do mercado de trabalho, os empregadores poderão ser obrigados a oferecer tabelas salariais mais elevadas do que as estabelecidas nos acordos coletivos de trabalho, com vista a promover trabalhadores para escalões mais elevados em consonância com as tabelas definidas nas convenções coletivas, ou simplesmente pagar bónus para além dos salários acordados coletivamente, como meio de premiar e reter empregados. Atendendo aos recentes decréscimos prolongados do desemprego e aos crescentes sinais de escassez de mão de obra, a presente caixa analisa o papel do desvio salarial na recente evolução da remuneração dos empregados.

**O desvio salarial agregado não é observável, sendo aqui determinado como a diferença entre as taxas de crescimento dos salários brutos e dos salários por empregado e as taxas de crescimento dos salários acordados coletivamente.**

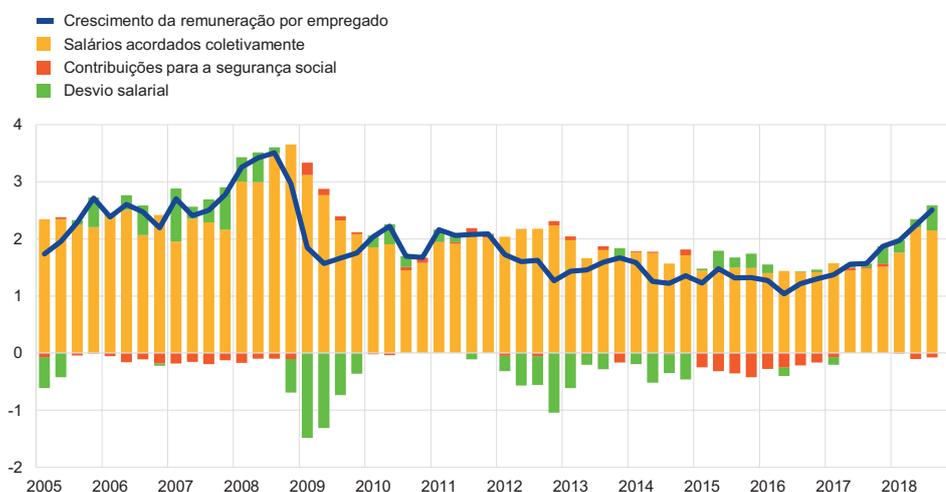
Tal implica que o crescimento global dos salários, medido em termos de remuneração por empregado, pode ser desagregado em crescimento dos salários acordados coletivamente, desvio salarial e impacto da variação das contribuições para a segurança social, sendo este último definido como a diferença entre a taxa de crescimento homóloga da remuneração por empregado e a taxa homóloga do crescimento dos salários brutos e dos salários por empregado. O desvio salarial calculado desta forma também capta inevitavelmente mudanças na estrutura de emprego de uma economia, na medida em que as empresas estão vinculadas por convenções coletivas e média de horas trabalhadas por indivíduo – portanto, mais do que apenas a influência da evolução do mercado de trabalho nos prémios salariais.

**O desvio salarial foi o principal fator impulsionador do crescimento mais elevado dos salários durante a fase inicial de fortalecimento do crescimento dos salários, mas agora também é apoiado pelos salários acordados coletivamente.** Entre o segundo trimestre de 2016 e o quarto trimestre de 2017, a variação de 0.4 pontos percentuais do desvio salarial deu o maior contributo individual para o aumento do crescimento da remuneração por emprego, que subiu de 1.0% para 1.8% (ver Gráfico A). Durante esse período, o crescimento dos salários acordados coletivamente permaneceu globalmente inalterado, tendo apenas começado a subir em 2018, quando aumentou de 1.5% no último trimestre de 2017 para 2.1% no terceiro trimestre de 2018. O recente aumento do crescimento da remuneração por empregado de 1.9% no quarto trimestre de 2017 para 2.5% no terceiro trimestre de 2018 foi, por conseguinte, também fortemente apoiado pelo crescimento dos salários acordados coletivamente.

## Gráfico A

### Desagregação do crescimento da remuneração por empregado

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



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos do BCE.

Nota: A última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2018.

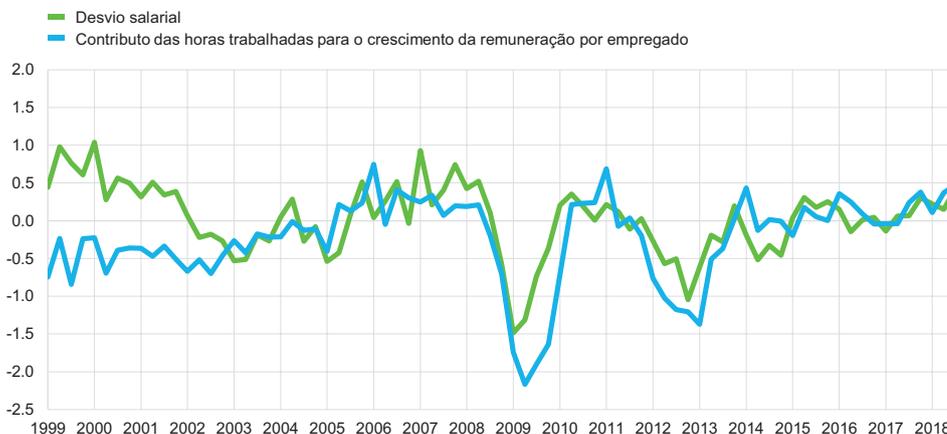
**A variação das horas trabalhadas não foi decisiva para a recente evolução do desvio salarial.** Partindo do pressuposto de que, na maioria das ocasiões, o crescimento dos salários acordados coletivamente está implicitamente relacionado com a remuneração por hora, o desvio salarial, tal como aqui calculado, pode ser afetado pela variação da média de horas trabalhadas por empregado, resultante, por exemplo, de horas extraordinárias ou da mudança de um trabalho a tempo inteiro para outro a tempo parcial, e vice-versa<sup>28</sup>. A comparação da variação do contributo das horas trabalhadas por empregado para o crescimento da remuneração por empregado com o desvio salarial revela que as reduções substanciais das horas trabalhadas por empregado em 2008 e 2009 e em 2012 e 2013 se refletiram – como seria de esperar – nos fortes contributos negativos do desvio salarial para o crescimento geral do emprego. Desde 2014, porém, a variação das horas trabalhadas por empregado esteve apenas remotamente relacionada com variações do desvio salarial nos trimestres específicos, indicando que a variação das horas trabalhadas desempenha um papel limitado na evolução do desvio salarial agregado.

<sup>28</sup> A avaliação do desvio salarial está sujeita a várias limitações. A título de exemplo, os dados para a área do euro relativos aos salários acordados coletivamente – necessários para calcular o desvio salarial – são determinados com base em dados a nível de cada país não harmonizados, o que pode também afetar a fiabilidade do desvio salarial calculado. Além disso, o desvio salarial é determinado como a diferença entre a taxa de crescimento homóloga dos ordenados e salários brutos e a taxa de crescimento homóloga dos salários acordados coletivamente, e não como o contributo destes últimos para o crescimento geral dos salários. Tal advém do facto de, ao contrário dos dados relativos à remuneração, os salários acordados coletivamente não estarem, em regra, disponíveis em níveis.

## Gráfico B

### Desvio salarial e contributo das horas trabalhadas para o crescimento da remuneração por empregado

(contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos do BCE.

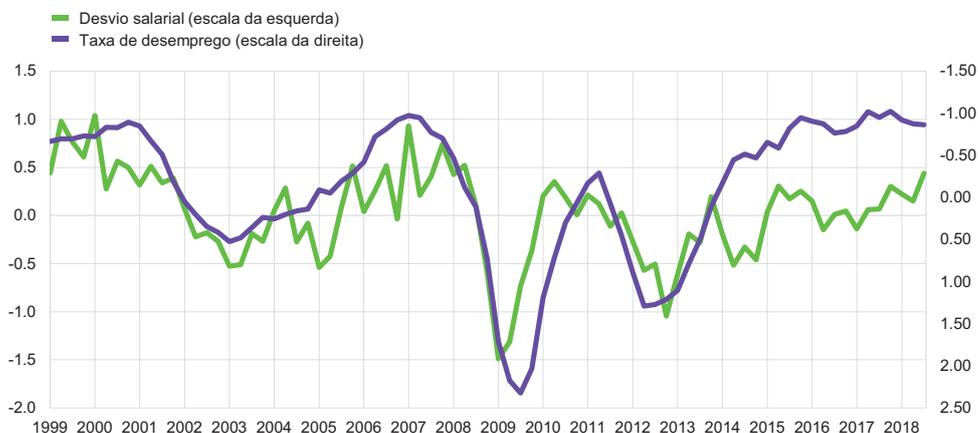
Nota: A última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2018.

**O desvio salarial tende a reagir com relativa celeridade a variações das condições cíclicas do mercado de trabalho.** Como ilustrado no Gráfico C, verifica-se apenas um pequeno desfasamento na resposta do desvio salarial a variações das condições cíclicas do mercado de trabalho, tal como medidas pela variação da taxa de desemprego. A reação direta do desvio salarial ao ciclo está em conformidade com o recurso a bónus e pagamentos especiais em períodos do ciclo económico caracterizados por uma produtividade e rentabilidade crescente. No entanto, importa destacar que as relações típicas entre o desvio salarial e a evolução cíclica do mercado de trabalho foram muito menos visíveis durante o período de crescimento salarial fraco de 2013 a 2016. Nesse período, a contenção salarial parece também ter sido aplicada a elementos salariais flexíveis como os bónus.

## Gráfico C

### Desvio salarial ao longo do ciclo

(escala da esquerda: contributos em pontos percentuais; escala da direita: pontos percentuais)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos do BCE.

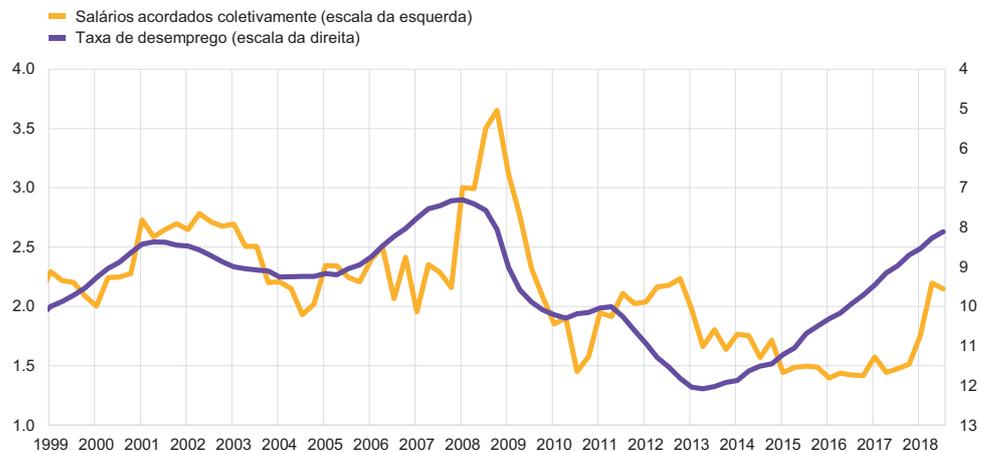
Notas: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2018. A série da taxa de desemprego reflete a variação homóloga da taxa de desemprego. A escala da direita é invertida.

**O crescimento dos salários acordados coletivamente é, em regra, mais persistente do que o desvio salarial.** Como tal, reage de forma menos direta a variações da taxa de desemprego, mas depende mais do nível da mesma (ver Gráfico D). Na verdade, em linha com a indicação generalizada fornecida pelo desemprego no que respeita à situação do mercado de trabalho e, nessa medida, em relação às negociações salariais, os salários acordados coletivamente parecem reagir apenas a variações cumulativas da taxa de desemprego numa direção e, por conseguinte, respondem à evolução cíclica do mercado de trabalho com um desfasamento mais longo. Esse desfasamento temporal e a maior persistência do crescimento dos salários acordados coletivamente estão em conformidade com os processos de negociação salarial nos principais países da área do euro, que frequentemente oferecem salários fixos por períodos superiores a um ano. Além disso, a sobreposição de calendários nas negociações salariais setoriais implica que, normalmente, nem todos os contratos são acordados no mesmo ano e que, portanto, pode demorar algum tempo até a evolução cíclica ser refletida na sua integralidade no crescimento agregado dos salários acordados coletivamente.

### Gráfico D

#### Evolução do crescimento dos salários acordados coletivamente e do nível de desemprego

(escala da esquerda: taxas de variação homólogas (%); escala da direita: percentagem)



Fontes: Eurostat, BCE e cálculos do BCE.

Notas: A última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2018. A escala da direita é invertida.

**A maior persistência do crescimento dos salários acordados coletivamente reforça a confiança em que o recente aumento do crescimento salarial será mantido.** O crescimento dos salários acordados coletivamente reflete a fixação da evolução salarial com algum tempo de antecedência e, por conseguinte, constitui uma das bases da evolução salarial efetiva. Tal contribui para uma maior confiança em termos de perspectivas de crescimento salarial do que se a subida fosse impulsionada apenas pelo desvio salarial, que reage mais rapidamente a variações do mercado de trabalho. Embora, em geral, não seja impossível que o desvio salarial passe mesmo a ser negativo, caso se materializem desenvolvimentos macroeconómicos adversos inesperados, o impacto destes teria também de ser invulgarmente elevado para contrabalançar o efeito positivo do recente crescimento mais elevado dos salários acordados coletivamente. Numa análise prospetiva, os acordos salariais recentes e a generalização do crescimento dos salários nos vários países e setores corroboram a expectativa de um novo aumento do crescimento salarial.

## Uma avaliação dos projetos de planos orçamentais para 2019

Por Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Nadine Leiner-Killinger

**Em 21 de novembro de 2018, a Comissão Europeia divulgou pareceres sobre os projetos de planos orçamentais (PPO) dos governos da área do euro para 2019, em conjunto com uma análise da situação orçamental no conjunto da área do euro.** Cada parecer inclui uma avaliação da conformidade do respetivo plano com o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Este exercício é importante, visto que afere se os países incorporaram nos seus planos as recomendações específicas por país em matéria de políticas orçamentais que lhes foram dirigidas ao abrigo do Semestre Europeu de 2018, adotadas pelo Conselho dos Assuntos Económicos e Financeiros (ECOFIN) em 13 de julho de 2018<sup>29</sup>. Estas recomendações propõem, designadamente, que os países com elevados rácios de dívida pública em relação ao PIB estabeleçam como objetivo uma redução suficientemente rápida do endividamento, o que aumentaria a respetiva resiliência numa futura conjuntura económica recessiva<sup>30</sup>.

**Os pareceres da Comissão apontam para desenvolvimentos em matéria orçamental muito heterogéneos nos vários países da área do euro.** Por um lado, com base nas suas previsões económicas do outono de 2018, a Comissão considera que dez dos projetos de planos orçamentais – um número inédito – estão conformes ao PEC<sup>31</sup>. Isto diz respeito aos planos da Alemanha, Irlanda, Grécia, Chipre, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Áustria e Finlândia (ao abrigo da vertente preventiva do PEC; ver Gráfico A). Projeta-se que estes países registem posições orçamentais robustas em 2019, como capturado pelos respetivos objetivos orçamentais de médio prazo (OMP)<sup>32</sup>. A Comissão considera igualmente que os projetos de planos orçamentais de outros três países estão “globalmente conformes” ao PEC<sup>33</sup>, a saber, os planos da Estónia, Letónia e Eslováquia. Por sua vez, os

<sup>29</sup> Para mais informações, ver as [recomendações específicas por país em matéria de políticas orçamentais ao abrigo do Semestre Europeu de 2018](#). Para conhecer o enquadramento e obter mais pormenores, ver a caixa intitulada “Recomendações específicas por país em matéria de política orçamental no âmbito do Semestre Europeu de 2018”, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, junho de 2018.

<sup>30</sup> A revisão dos projetos de planos orçamentais incluíram a Grécia, que participou no exercício pela primeira vez desde a saída do respetivo programa de ajustamento financeiro em agosto.

<sup>31</sup> Ultrapassa em quatro o número de países cujos planos foram considerados plenamente conformes no ano passado.

<sup>32</sup> A Grécia ainda não tem um OMP, mas a Comissão considera que o respetivo excedente ultrapassa um novo objetivo que ainda não foi estabelecido. De acordo com o vade-mécum da Comissão relativo ao PEC, considera-se que os países com um saldo estrutural situado dentro da margem de tolerância de 0.25% do PIB aplicada ao OMP atingiram o respetivo OMP.

<sup>33</sup> No que respeita aos países sujeitos à vertente preventiva do PEC, os projetos de planos orçamentais são “globalmente conformes” se, de acordo com a previsão da Comissão, o plano possa resultar num desvio face 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.

projetos de planos orçamentais dos países mais afastados de posições orçamentais sólidas colocam os maiores riscos de não conformidade com o PEC. De acordo com as previsões económicas da Comissão, projeta-se que os esforços estruturais destes países fiquem consideravelmente aquém dos respetivos compromissos assumidos por força do PEC (ver Gráfico B). Tal é o caso, em particular, da maior parte dos países que, segundo as projeções, registarão rácios da dívida pública elevados, superiores a 90% do PIB em 2019 (ver Gráfico A)<sup>34</sup>. Mais especificamente, considera-se que os projetos de planos orçamentais de cinco países colocam um “risco de incumprimento do PEC”<sup>35</sup>. Tal diz respeito ao plano de Espanha, atualmente ao abrigo da vertente corretiva do PEC – com um prazo de correção em 2018 imposto no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos (PDE) – e, ao abrigo da vertente preventiva, os planos da Bélgica, França, Portugal e Eslovénia. Este último país submeteu o respetivo plano num cenário de políticas inalteradas, visto que o governo tinha sido eleito muito recentemente. O Eurogrupo urge aos países em questão que “considerem atempadamente as medidas adicionais necessárias para fazer face aos riscos identificados pela Comissão e assegurar que o respetivo orçamento para 2019 está em conformidade com as disposições do PEC.”

**No caso da Itália, a Comissão Europeia emitiu pela primeira vez um parecer que identifica um incumprimento particularmente grave no PPO dos requisitos do PEC**<sup>36</sup>. Nos casos em que identifica um risco de incumprimento particularmente grave das disposições do PEC – ou seja, quando um plano prevê esforços estruturais que ficam claramente aquém dos requisitos – a Comissão

pode requerer que o Estado-Membro em causa forneça um plano orçamental atualizado. Um pedido desta natureza foi dirigido à Itália em 23 de outubro. O plano orçamental revisto submetido pelas autoridades italianas em 13 de novembro manteve os objetivos para o défice inalterados, o que levou a Comissão a confirmar a sua avaliação de incumprimento particularmente grave em 21 de novembro. Paralelamente, a Comissão avaliou os planos da Itália em matéria orçamental para 2019 como representando uma alteração material em relação aos fatores relevantes analisados pela Comissão no relatório ao abrigo do artigo 126.º, n.º 3, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, publicado em maio de 2018. Consequentemente, em 21 de novembro, a Comissão emitiu igualmente um novo relatório ao abrigo do mesmo artigo, com base em dados reportados relativamente a 2017. Nesse relatório, a Comissão concluiu que se devia considerar que o critério da dívida não tinha sido cumprido, justificando-se, assim, a abertura de um PDE com base na dívida a Itália. Na sua declaração de 3 de dezembro, o Eurogrupo, confirmou a avaliação da Comissão e recomendou que a Itália tomasse as medidas necessárias para cumprir com o PEC. Em 19 de dezembro, a Comissão enviou uma

<sup>34</sup> À exceção da Eslovénia, não se prevê que estes países reduzam em 2019 a respetiva dívida no sentido do valor de referência de 60% do PIB, em consonância com a regra da dívida do PEC.

<sup>35</sup> No que respeita aos países sujeitos à vertente preventiva do PEC, a Comissão avalia um projeto de plano orçamental como “em risco de incumprimento do PEC” se previr um desvio significativo face ao OMP ou à trajetória de ajustamento necessário no sentido do OMP em 2019, e/ou incumprimento do valor de referência para a redução da dívida, nos casos em que este valor é aplicável.

<sup>36</sup> Tal inclui casos em que se prevê que a melhoria do saldo estrutural no sentido do OMP específico de cada país ficará consideravelmente aquém dos requisitos, ou seja, em mais de 0.5 pontos percentuais do PIB. Este é o limiar para o procedimento relativo aos desvios significativos ao abrigo da vertente preventiva do PEC.

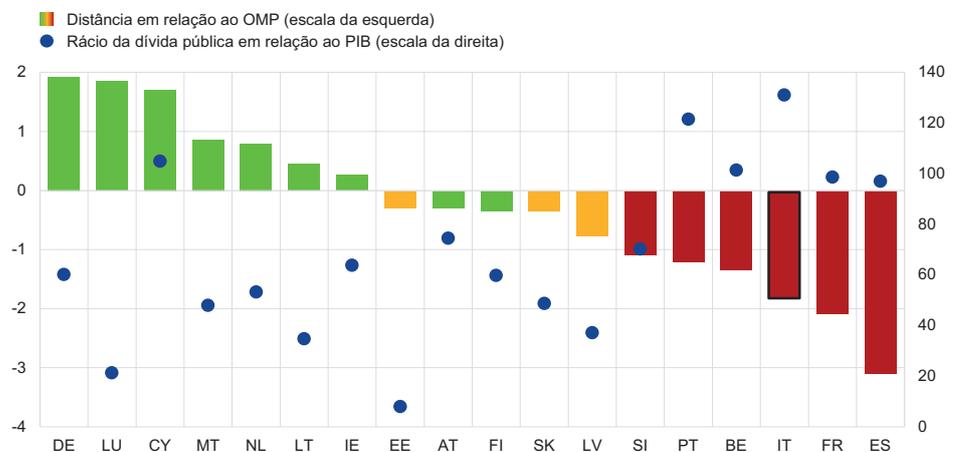
carta às autoridades italianas, tomando conhecimento das medidas orçamentais delineadas pelo governo numa carta datada de 18 de dezembro, e indicou que se tais medidas fossem adotadas pelo Parlamento italiano antes do final do ano, “tal permitiria à Comissão Europeia abster-se de recomendar a abertura de um procedimento relativo aos défices excessivos nesta fase”<sup>37</sup>.

**Os repetidos fracassos na constituição de reservas orçamentais nos países com elevada dívida pública suscitam preocupação, visto que incrementam o risco de estes países serem forçados a aumentar a restritividade das políticas orçamentais numa futura conjuntura recessiva.** Uma das principais lições retiradas da última crise é a de que posições orçamentais sólidas dão aos países a margem de manobra que poderão precisar para enfrentar choques inesperados. Por conseguinte, dada a falta de acompanhamento da sua recomendação do ano passado, o Eurogrupo “reitera que um ritmo lento de redução da dívida a partir de níveis elevados em vários Estados-Membros continua a suscitar preocupações e deve ser suprido terminantemente”. Sublinhou igualmente que as “atuais condições económicas justificam a necessidade urgente de reconstituir reservas orçamentais, particularmente em Estados-Membros que ainda não atingiram os respetivos objetivos orçamentais de médio prazo”.

### Gráfico A

#### Dívida pública e diferenças entre os saldos estruturais e os OMP em 2018

(percentagem do PIB)



Fontes: Previsões económicas do outono de 2018 da Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico ilustra o desvio dos saldos estruturais dos países em 2018 em relação aos respetivos OMP. As barras a verde (laranja) dizem respeito aos países cujo projeto de plano orçamental para 2019 foi considerado pela Comissão Europeia como (globalmente) conforme ao PEC. As barras a vermelho dizem respeito aos países cujo projeto de plano orçamental para 2019 foi considerado pela Comissão Europeia como em risco de incumprimento do PEC. A barra a vermelho com uma borda a negro, no caso de Itália, reflete o parecer da Comissão de que o plano de projeto orçamental coloca um risco particularmente grave de incumprimento do PEC. A Grécia não foi incluída neste gráfico, visto que atualmente não tem um OMP. O respetivo PPO para 2019 foi considerado pela Comissão como estando conforme ao PEC.

<sup>37</sup> Para mais pormenores, consultar o [comunicado da Comissão](#).

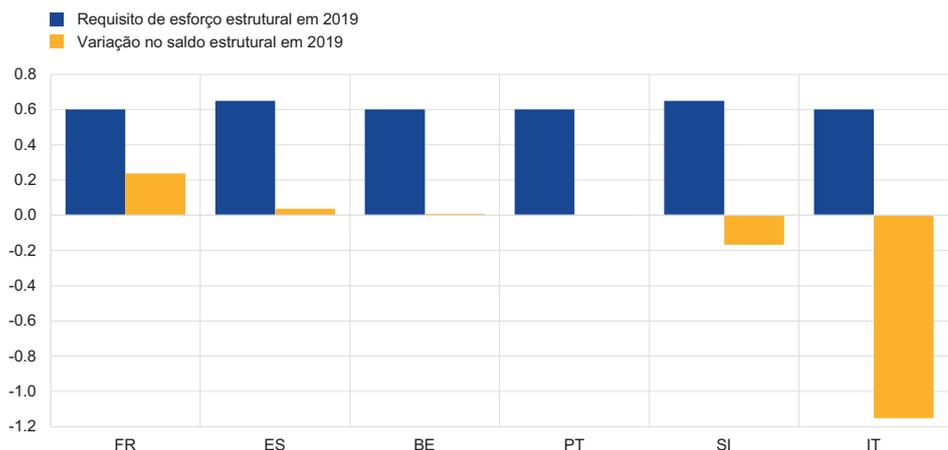
### As razões pelas quais alguns países não obtêm progressos suficientes no sentido de posições orçamentais sólidas devem ser analisadas.

Primeiro, ao abrigo da vertente corretiva do PEC, tal requer uma revisão das “estratégias nominais”. À luz destas estratégias, os países sujeitos a um PDE ficam aquém dos requisitos em matéria de esforços estruturais embora cumpram com os respetivos objetivos de déficit nominal. Consequentemente, muitos países saíram dos respetivos PDE após a crise com défices estruturais ainda elevados que os tornam vulneráveis numa conjuntura recessiva. Segundo, ao abrigo da vertente preventiva do PEC, a aplicação da flexibilidade deve ser analisada<sup>38</sup>. Segundo a posição comum sobre a flexibilidade, ratificada pelo Conselho ECOFIN no início de 2016, os requisitos de ajustamento orçamental no decurso do ciclo económico podem ser modulados de acordo com uma matriz que especifique que são necessários esforços orçamentais maiores (menores) por parte dos Estados-Membros numa conjuntura económica favorável (desfavorável) e/ou com níveis elevados (reduzidos) de dívida pública. Permite igualmente a redução dos esforços estruturais por contrapartida de reformas estruturais e investimento adicionais. Quer o relatório especial do Tribunal de Contas Europeu em 2018 relativo à vertente preventiva do PEC quer o Relatório Anual de 2018 do Conselho Orçamental Europeu sublinham que, devido aos efeitos cumulativos de diferentes formas de flexibilidade, não se pode assegurar que os Estados-Membros, em particular os altamente endividados, converjam no sentido dos respetivos OMP num período de tempo razoável. Tal poderia colocá-los numa posição precária quando surgir a próxima recessão.

### Gráfico B

#### Ajustamento nos balanços estruturais recomendados e projetados para 2019 – PPO em risco de incumprimento do PEC e riscos particularmente graves de incumprimento

(percentagem do PIB)



Fontes: Previsões económicas do outono de 2018 da Comissão Europeia e recomendações específicas por país relativas às políticas orçamentais adotadas pelo Conselho ECOFIN em 13 de julho de 2018.

<sup>38</sup> Em maio de 2018, a Comissão publicou uma revisão sobre a flexibilidade ao abrigo do PEC que havia sido introduzida em 2015. A análise – que se centra mais na conceção do que na aplicação das regras – sugere que a modulação dos esforços orçamentais de acordo com a “matriz de requisitos” não reduz o ritmo normal de ajustamento orçamental necessário e, por conseguinte, sustenta a concretização de uma posição orçamental sólida no médio prazo, sem fragilizar, assim, a redução da dívida. Porém, indica igualmente que os atuais esforços orçamentais dos Estados-Membros ficaram aquém dos esforços necessários.

**Em termos prospetivos, é fundamental um quadro orçamental da UE que funcione em pleno para que se possa avançar com o aprofundamento da União Económica e Monetária.** A futura revisão dos regulamentos nos pacotes legislativos *six-pack* e *two-pack*, que foram implementados para reforçar as regras em 2011 e 2013, respetivamente, constitui uma oportunidade de identificar e sanar lacunas no atual conjunto de regras.

# 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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (IHPC)
							Total	excluindo produtos alimentares e energéticos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	3.5	2.9	2.3	1.2	6.9	2.1	0.7	1.7	0.1	0.0	0.8	1.4	0.0
2016	3.2	1.6	1.8	0.6	6.7	1.9	1.6	1.8	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2
2017	3.7	2.2	1.7	1.9	6.9	2.4	2.3	1.8	2.1	2.7	0.5	1.6	1.5
2017 T4	0.9	0.6	0.4	0.4	1.5	0.7	2.3	1.9	2.1	3.0	0.6	1.8	1.4
2018 T1	0.9	0.5	0.1	-0.3	1.5	0.4	2.2	1.9	2.2	2.7	1.3	2.2	1.3
T2	1.0	1.0	0.4	0.7	1.7	0.4	2.5	2.0	2.7	2.4	0.7	1.8	1.7
T3	.	0.9	0.6	-0.6	1.6	0.2	2.9	2.2	2.6	.	1.1	2.3	2.1
2018 Jun.	-	-	-	-	-	-	2.8	2.0	2.9	2.4	0.7	1.9	2.0
Jul.	-	-	-	-	-	-	2.9	2.1	2.9	2.5	0.9	2.1	2.1
Ago.	-	-	-	-	-	-	2.9	2.1	2.7	2.7	1.3	2.3	2.0
Set.	-	-	-	-	-	-	2.9	2.3	2.3	2.4	1.2	2.5	2.1
Out.	-	-	-	-	-	-	.	.	2.5	2.4	1.4	2.5	2.2
Nov. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.0

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 <sup>1)</sup>		
	Índice de Gestores de Compras composto						Índice de Gestores de Compras mundial <sup>2)</sup>			Mundiais	Economias avançadas	Economias de mercado emergentes
	Mundial <sup>2)</sup>	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
2015	53.1	55.8	56.2	51.4	50.4	53.8	51.8	53.7	50.4	1.1	3.6	-0.6
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.8	52.0	50.2	1.1	1.2	1.1
2017	53.3	54.3	54.7	52.5	51.8	56.4	53.9	53.8	52.8	5.6	3.1	7.3
2017 T4	53.4	54.6	55.2	52.6	51.9	57.2	53.5	53.4	52.2	1.6	1.5	1.7
2018 T1	53.6	54.6	53.4	52.1	53.0	57.0	53.8	53.5	52.4	1.2	0.6	1.6
T2	53.9	55.9	54.3	52.3	52.5	54.7	53.2	54.2	50.3	-0.2	-0.9	0.2
T3	53.1	54.8	53.9	51.5	52.1	54.3	52.6	53.2	49.8	2.0	0.7	2.8
2018 Jun.	54.1	56.2	55.2	52.1	53.0	54.9	53.0	54.5	50.0	-0.2	-0.9	0.2
Jul.	53.6	55.7	53.5	51.8	52.3	54.3	52.7	53.9	49.9	1.2	-0.5	2.2
Ago.	53.2	54.7	54.2	52.0	52.0	54.5	53.0	53.3	49.9	1.7	0.1	2.7
Set.	52.5	53.9	54.1	50.7	52.1	54.1	52.3	52.5	49.6	2.0	0.7	2.8
Out.	53.0	54.9	52.1	52.5	50.5	53.1	51.9	53.4	50.0	.	.	.
Nov.	53.3	54.7	50.7	52.4	51.9	52.7	52.1	53.7	49.9	.	.	.

Fontes: Markit (colunas 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis e cálculos do BCE (colunas 10-12).

1) As economias mundiais e avançadas excluem a área do euro. Os dados anuais e trimestrais correspondem a percentagens em cadeia; os dados mensais correspondem a percentagens trimestrais em cadeia. Todos os dados são corrigidos de sazonalidade.

2) Excluindo a área do euro.

## 2 Evolução financeira

### 2.1 Taxas de juro do mercado monetário (percentagens por ano; médias do período)

	Área do euro <sup>1)</sup>					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
2015	-0.11	-0.07	-0.02	0.05	0.17	0.32	0.09
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 Maio	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	2.34	-0.03
Jun.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.18	2.33	-0.04
Jul.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.18	2.34	-0.04
Ago.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.32	-0.04
Set.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.35	-0.04
Out.	-0.37	-0.37	-0.32	-0.26	-0.15	2.46	-0.08
Nov.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.26	-0.15	2.65	-0.10

Fonte: BCE.

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

### 2.2 Curvas de rendimentos

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

	Taxas à vista					Diferenciais			Taxas instantâneas dos contratos a prazo			
	Área do euro <sup>1), 2)</sup>					Área do euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Área do euro <sup>1), 2)</sup>			
	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
2015	-0.45	-0.40	-0.35	0.02	0.77	1.17	1.66	1.68	-0.35	-0.22	0.82	1.98
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 Maio	-0.63	-0.72	-0.69	-0.25	0.40	1.12	0.63	0.73	-0.76	-0.52	0.57	1.34
Jun.	-0.62	-0.71	-0.68	-0.26	0.38	1.09	0.54	0.60	-0.75	-0.52	0.53	1.31
Jul.	-0.62	-0.65	-0.59	-0.16	0.46	1.11	0.54	0.60	-0.64	-0.39	0.61	1.36
Ago.	-0.63	-0.67	-0.63	-0.23	0.37	1.04	0.41	0.71	-0.68	-0.46	0.50	1.28
Set.	-0.62	-0.63	-0.55	-0.09	0.51	1.14	0.49	0.77	-0.59	-0.31	0.68	1.36
Out.	-0.75	-0.73	-0.63	-0.17	0.43	1.17	0.48	0.67	-0.66	-0.37	0.60	1.31
Nov.	-0.67	-0.70	-0.64	-0.23	0.37	1.06	0.30	0.57	-0.68	-0.45	0.50	1.28

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	Financiamentos	Industriais	Tecnologias	Serviços básicos	Telecomunicações	Cuidados de saúde	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2015	356.2	3 444.1	717.4	261.9	628.2	299.9	189.8	500.6	373.2	278.0	377.7	821.3	2 061.1	19 203.8
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 Maio	392.3	3 537.1	806.4	272.3	735.3	351.0	182.5	653.1	527.3	287.9	302.6	819.1	2 701.5	22 590.1
Jun.	383.4	3 442.8	797.5	273.1	719.5	346.7	169.0	647.2	543.6	279.9	290.9	828.1	2 754.4	22 562.9
Jul.	383.8	3 460.9	793.5	273.8	711.4	353.1	169.4	647.6	536.6	287.9	291.0	838.8	2 793.6	22 309.1
Ago.	382.5	3 436.8	785.2	273.0	711.6	357.5	167.9	653.3	529.4	282.1	288.7	834.2	2 857.8	22 494.1
Set.	376.4	3 365.2	779.9	265.1	692.5	356.4	168.0	649.7	511.7	278.1	274.6	807.2	2 901.5	23 159.3
Out.	359.0	3 244.5	733.7	253.2	657.3	349.6	160.1	607.6	483.0	269.0	277.7	783.7	2 785.5	22 690.8
Nov.	351.3	3 186.4	692.3	258.1	649.3	328.6	157.2	589.4	459.6	277.1	293.9	757.5	2 723.2	21 967.9

Fonte: BCE.

## 2 Evolução financeira

### 2.4 Taxas de juro das IFM dos empréstimos e depósitos de famílias (novas operações) <sup>1), 2)</sup> (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 <sup>3)</sup>	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 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		
2017	Nov.	0.04	0.44	0.33	0.75	6.21	16.83	4.73	5.69	6.14	2.38	1.67	1.92	1.95	1.94	2.16	1.87
	Dez.	0.04	0.44	0.34	0.73	6.09	16.86	4.47	5.39	5.80	2.31	1.68	1.86	1.92	1.87	2.15	1.83
2018	Jan.	0.04	0.44	0.36	0.69	6.16	16.92	5.02	5.83	6.28	2.30	1.67	1.87	1.91	1.90	2.14	1.84
	Fev.	0.04	0.44	0.34	0.69	6.19	16.88	4.72	5.70	6.19	2.37	1.64	1.88	1.93	1.91	2.14	1.84
	Mar.	0.04	0.45	0.35	0.67	6.14	16.89	4.71	5.57	6.05	2.34	1.63	1.84	1.95	1.91	2.14	1.84
	Abr.	0.04	0.45	0.34	0.61	6.12	16.87	4.95	5.67	6.15	2.36	1.62	1.85	1.96	1.90	2.13	1.83
	Mai	0.04	0.46	0.34	0.57	6.10	16.89	4.83	5.88	6.39	2.39	1.58	1.85	1.97	1.90	2.13	1.83
	Jun.	0.03	0.46	0.33	0.63	6.04	16.84	4.47	5.64	6.10	2.31	1.60	1.81	1.97	1.88	2.12	1.82
	Jul.	0.03	0.45	0.33	0.63	6.01	16.80	4.85	5.75	6.22	2.40	1.63	1.83	1.93	1.85	2.12	1.81
	Ago.	0.03	0.45	0.30	0.63	6.02	16.78	5.44	5.88	6.41	2.39	1.63	1.83	1.92	1.85	2.12	1.81
	Set.	0.03	0.45	0.30	0.69	6.05	16.71	5.30	5.74	6.27	2.37	1.60	1.82	1.91	1.85	2.09	1.79
	Out. <sup>(p)</sup>	0.03	0.45	0.29	0.73	5.98	16.74	5.04	5.72	6.19	2.44	1.59	1.80	1.91	1.87	2.09	1.80

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) <sup>1), 2)</sup> (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		
2017	Nov.	0.04	0.08	0.30	2.36	2.43	2.61	2.37	1.71	1.62	1.72	1.23	1.33	1.57	1.71
	Dez.	0.04	0.06	0.32	2.35	2.40	2.46	2.31	1.70	1.67	1.71	1.34	1.28	1.53	1.71
2018	Jan.	0.04	0.05	0.39	2.35	2.39	2.52	2.33	1.65	1.61	1.72	1.12	1.37	1.60	1.67
	Fev.	0.04	0.09	0.43	2.37	2.37	2.48	2.33	1.66	1.62	1.74	1.18	1.34	1.64	1.70
	Mar.	0.04	0.08	0.40	2.33	2.39	2.53	2.34	1.67	1.61	1.70	1.26	1.39	1.66	1.73
	Abr.	0.04	0.06	0.31	2.32	2.36	2.42	2.33	1.67	1.61	1.74	1.23	1.29	1.65	1.70
	Mai	0.03	0.08	0.43	2.28	2.31	2.47	2.37	1.65	1.61	1.74	1.08	1.22	1.65	1.62
	Jun.	0.04	0.07	0.74	2.29	2.27	2.44	2.31	1.64	1.56	1.70	1.21	1.33	1.70	1.68
	Jul.	0.03	0.08	0.38	2.27	2.16	2.41	2.28	1.67	1.59	1.68	1.14	1.30	1.66	1.63
	Ago.	0.03	0.08	0.60	2.25	2.21	2.42	2.35	1.66	1.63	1.74	1.10	1.27	1.69	1.64
	Set.	0.03	0.09	0.44	2.22	2.21	2.34	2.32	1.65	1.55	1.69	1.12	1.40	1.68	1.65
	Out. <sup>(p)</sup>	0.03	0.08	0.52	2.22	2.14	2.42	2.33	1.65	1.62	1.71	1.23	1.10	1.66	1.64

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 <sup>1)</sup>						
	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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Curto prazo</b>														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 Maio	1 318	539	170	.	99	445	66	387	182	42	.	44	79	41
Jun.	1 307	523	177	.	90	457	59	388	157	71	.	43	82	36
Jul.	1 310	526	175	.	96	453	60	434	191	75	.	48	79	42
Ago.	1 306	525	174	.	95	447	65	405	201	58	.	31	82	33
Set.	1 282	531	166	.	89	444	52	364	156	66	.	42	72	28
Out.	1 271	524	163	.	92	439	53	402	175	66	.	47	77	38
<b>Longo prazo</b>														
2015	15 250	3 786	3 244	.	1 102	6 481	637	215	68	45	.	14	80	9
2016	15 393	3 695	3 217	.	1 197	6 643	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15 362	3 560	3 081	.	1 258	6 821	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 Maio	15 534	3 586	3 127	.	1 273	6 927	621	202	49	53	.	17	80	3
Jun.	15 540	3 572	3 137	.	1 266	6 944	620	229	64	71	.	14	72	7
Jul.	15 555	3 570	3 133	.	1 275	6 956	621	220	54	55	.	17	87	8
Ago.	15 563	3 578	3 141	.	1 258	6 964	622	131	50	38	.	2	38	3
Set.	15 688	3 616	3 159	.	1 283	7 007	623	253	79	56	.	31	82	4
Out.	15 741	3 673	3 178	.	1 282	6 980	628	210	60	57	.	14	69	9

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	
<b>Saldo</b>											
2015	16 518.8	4 303.2	3 390.4	.	1 163.8	6 958.9	702.4	6 814.4	584.3	968.3	5 261.9
2016	16 633.9	4 213.3	3 353.0	.	1 255.9	7 108.1	703.5	7 089.5	537.6	1 080.2	5 471.6
2017	16 603.0	4 079.8	3 236.7	.	1 327.9	7 258.9	699.8	7 954.8	612.5	1 249.5	6 092.8
2018 Maio	16 852.5	4 125.8	3 296.4	.	1 371.9	7 371.5	686.8	8 028.1	531.2	1 289.8	6 207.1
Jun.	16 846.6	4 095.3	3 313.6	.	1 356.4	7 401.4	679.8	7 959.8	543.5	1 267.0	6 149.3
Jul.	16 865.3	4 096.0	3 308.3	.	1 370.9	7 409.1	681.0	8 168.6	576.1	1 293.7	6 298.8
Ago.	16 869.4	4 102.6	3 315.0	.	1 353.3	7 411.0	687.5	8 020.0	521.1	1 282.6	6 216.3
Set.	16 969.9	4 147.0	3 324.9	.	1 372.3	7 451.0	674.8	7 955.8	543.5	1 294.0	6 118.3
Out.	17 011.9	4 197.0	3 340.7	.	1 373.6	7 419.1	681.5	7 548.9	515.4	1 202.0	5 831.6
<b>Taxa de crescimento</b>											
2015	0.2	-7.0	5.5	.	4.9	1.8	0.6	1.1	4.2	1.8	0.6
2016	0.4	-3.0	-1.1	.	6.5	2.2	-0.1	0.5	1.2	0.9	0.4
2017	1.3	-0.5	-0.1	.	6.2	2.2	0.5	1.1	6.1	2.8	0.3
2018 Maio	1.1	-0.1	0.4	.	5.9	1.6	-1.9	1.4	1.6	5.4	0.5
Jun.	1.2	-0.6	1.9	.	5.2	1.8	-4.0	1.3	1.6	5.0	0.5
Jul.	1.2	-0.8	0.6	.	4.4	2.4	-2.5	1.2	0.4	4.8	0.6
Ago.	1.3	-0.2	0.9	.	3.8	2.2	-2.6	1.2	0.5	4.7	0.5
Set.	1.7	0.9	0.9	.	4.9	2.4	-3.7	1.1	0.5	3.9	0.5
Out.	1.8	0.9	1.6	.	4.5	2.4	-3.1	1.0	0.5	3.1	0.6

Fonte: BCE.

## 2 Evolução financeira

### 2.8 Taxas de câmbio efetivas <sup>1)</sup>

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

	TCE-19						TCE-38		
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPP 3	Real, deflator do PIB 4	Real, CUTIT <sup>2)</sup> 5	Real, CUTCE 6	Nominal 7	Real, IPC 8	
2015	91.7	87.6	88.6	82.9	81.6	88.4	105.7	87.0	
2016	94.4	89.5	90.9	85.0	79.8	89.3	109.7	88.9	
2017	96.6	91.4	92.0	85.9	79.7	90.0	112.0	90.0	
2017 T4	98.6	93.2	93.6	87.5	80.3	91.4	115.0	92.0	
2018 T1	99.6	94.0	94.4	88.1	81.3	91.9	117.0	93.4	
T2	98.4	93.1	93.2	87.2	80.4	91.0	117.0	93.4	
T3	99.2	93.7	93.4	-	-	-	119.2	94.8	
2018 Jun.	97.9	92.6	92.4	-	-	-	116.7	93.0	
Jul.	99.2	93.8	93.5	-	-	-	118.2	94.2	
Ago.	99.0	93.4	93.2	-	-	-	119.0	94.6	
Set.	99.5	94.0	93.6	-	-	-	120.4	95.6	
Out.	98.9	93.4	92.9	-	-	-	119.0	94.4	
Nov.	98.3	92.9	92.3	-	-	-	117.9	93.5	
				<i>Varição em percentagem face ao mês anterior</i>					
2018 Nov.	-0.6	-0.6	-0.7	-	-	-	-0.9	-1.0	
				<i>Varição em percentagem face ao ano anterior</i>					
2018 Nov.	-0.2	-0.2	-1.2	-	-	-	2.6	1.6	

Fonte: BCE.

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

2) As séries deflacionadas pelos CUTIT apenas se encontram disponíveis para o grupo de parceiros comerciais TCE-18.

### 2.9 Taxas de câmbio bilaterais

(médias do período; unidades de moeda nacional por euro)

	Renminbi da China 1	Kuna da Croácia 2	Coroa checa 3	Coroa dinamar- quesa 4	Forint da Hungria 5	Iene do Japão 6	Zlótí da Polónia 7	Libra esterlina 8	Leu da Roménia 9	Coroa sueca 10	Franco suíço 11	Dólar dos Estados Unidos 12
2015	6.973	7.614	27.279	7.459	309.996	134.314	4.184	0.726	4.4454	9.353	1.068	1.110
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
2017 T4	7.789	7.533	25.650	7.443	311.597	132.897	4.232	0.887	4.6189	9.793	1.162	1.177
2018 T1	7.815	7.438	25.402	7.447	311.027	133.166	4.179	0.883	4.6553	9.971	1.165	1.229
T2	7.602	7.398	25.599	7.448	317.199	130.045	4.262	0.876	4.6532	10.330	1.174	1.191
T3	7.915	7.417	25.718	7.455	324.107	129.606	4.303	0.892	4.6471	10.405	1.144	1.163
2018 Jun.	7.551	7.382	25.778	7.449	322.697	128.529	4.304	0.879	4.6623	10.279	1.156	1.168
Jul.	7.850	7.397	25.850	7.452	324.597	130.232	4.324	0.887	4.6504	10.308	1.162	1.169
Ago.	7.909	7.426	25.681	7.456	323.021	128.200	4.286	0.897	4.6439	10.467	1.141	1.155
Set.	7.993	7.429	25.614	7.458	324.818	130.535	4.301	0.893	4.6471	10.443	1.129	1.166
Out.	7.948	7.425	25.819	7.460	323.843	129.617	4.305	0.883	4.6658	10.384	1.141	1.148
Nov.	7.888	7.428	25.935	7.461	322.330	128.789	4.302	0.881	4.6610	10.292	1.138	1.137
					<i>Varição em percentagem face ao mês anterior</i>							
2018 Nov.	-0.8	0.0	0.4	0.0	-0.5	-0.6	-0.1	-0.2	-0.1	-0.9	-0.3	-1.0
					<i>Varição em percentagem face ao ano anterior</i>							
2018 Nov.	1.5	-1.6	1.6	0.3	3.3	-2.7	1.8	-0.8	0.6	4.5	-2.3	-3.2

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 <sup>1)</sup>			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
<b>Saldos (posição de investimento internacional)</b>												
2017 T3	24 839.7	25 633.3	-793.6	10 775.6	8 756.8	8 386.5	10 955.4	-62.2	5 065.0	5 921.1	674.8	14 129.9
T4	24 835.5	25 544.2	-708.7	10 671.6	8 769.0	8 550.7	10 950.1	-55.6	4 999.1	5 825.1	669.7	13 898.7
2018 T1	24 850.9	25 602.9	-752.0	10 593.7	8 682.3	8 529.5	10 919.5	-77.1	5 131.4	6 001.1	673.4	14 118.9
T2	25 408.4	25 943.9	-535.5	10 732.7	8 687.8	8 742.0	10 994.5	-84.8	5 328.5	6 261.6	690.0	14 295.2
<i>Saldos em percentagem do PIB</i>												
2018 T2	222.8	227.5	-4.7	94.1	76.2	76.7	96.4	-0.7	46.7	54.9	6.1	125.4
<b>Transações</b>												
2017 T4	81.9	-37.3	119.3	33.9	45.5	86.2	18.8	4.5	-44.4	-101.7	1.9	-
2018 T1	453.5	328.1	125.4	63.0	-60.4	194.7	176.7	-4.5	188.9	211.8	11.4	-
T2	98.7	14.8	83.8	-59.6	-122.8	-1.9	-42.4	40.5	113.0	180.0	6.6	-
T3	89.2	-17.2	106.4	-19.4	5.7	45.2	-55.4	21.2	41.0	32.5	1.2	-
2018 Abr.	104.8	113.2	-8.4	21.9	-21.2	8.3	-22.5	12.1	66.2	156.9	-3.6	-
Maio	133.1	103.3	29.8	-23.6	-16.4	-2.9	-53.1	15.5	141.6	172.7	2.3	-
Jun.	-139.2	-201.7	62.5	-57.9	-85.2	-7.3	33.1	12.9	-94.8	-149.6	7.9	-
Jul.	104.3	95.9	8.4	-1.0	16.9	42.9	8.5	5.7	61.1	70.5	-4.3	-
Ago.	19.8	-10.3	30.1	10.3	7.5	20.7	-53.4	7.8	-22.3	35.7	3.3	-
Set.	-34.9	-102.8	67.9	-28.7	-18.6	-18.5	-10.5	7.7	2.2	-73.6	2.3	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses</i>												
2018 Set.	723.3	288.4	434.9	17.9	-131.9	324.2	97.7	61.7	298.5	322.6	21.0	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>												
2018 Set.	6.3	2.5	3.8	0.2	-1.1	2.8	0.9	0.5	2.6	2.8	0.2	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Atividade económica

### 3.1 PIB e componentes da despesa

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

	PIB											
	Total	Procura interna							Saldo externo <sup>1)</sup>			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo			Variação de existências <sup>2)</sup>	Total	Exportações <sup>1)</sup>	Importações <sup>1)</sup>	
1	2	3	4	5	Construção - total	Máquinas - total	Produtos de propriedade intelectual		8	10	11	12
<b>Preços correntes (EUR mil milhões)</b>												
2015	10 534.2	10 060.1	5 743.1	2 172.5	2 110.8	1 014.6	640.4	449.7	33.6	474.1	4 865.1	4 391.1
2016	10 827.5	10 349.6	5 877.4	2 223.3	2 210.9	1 053.2	679.3	472.3	38.1	477.9	4 941.4	4 463.5
2017	11 205.8	10 683.0	6 058.2	2 279.5	2 302.9	1 121.6	716.3	459.2	42.4	522.8	5 293.6	4 770.8
2017 T4	2 844.2	2 703.4	1 531.0	576.1	588.3	287.3	185.4	114.2	7.9	140.8	1 361.4	1 220.6
2018 T1	2 865.1	2 725.0	1 543.6	578.1	592.1	291.4	184.2	115.0	11.2	140.0	1 356.6	1 216.6
T2	2 889.6	2 757.0	1 553.2	585.2	603.8	297.8	188.7	115.9	14.8	132.6	1 378.0	1 245.3
T3	2 905.1	2 784.5	1 561.7	587.6	610.2	300.5	191.2	117.1	24.9	120.7	1 387.6	1 266.9
<i>em percentagem do PIB</i>												
2017	100.0	95.3	54.1	20.3	20.6	10.0	6.4	4.1	0.4	4.7	-	-
<b>Volumes encadeados (preços do ano anterior)</b>												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2017 T4	0.7	0.3	0.2	0.2	1.2	0.1	2.6	1.8	-	-	2.2	1.6
2018 T1	0.4	0.5	0.5	0.0	0.1	0.6	-0.7	0.2	-	-	-0.7	-0.5
T2	0.4	0.4	0.2	0.4	1.5	1.3	2.5	0.5	-	-	1.0	1.1
T3	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	0.0	0.5	0.2	-	-	-0.1	0.5
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2015	2.1	2.4	1.8	1.3	4.9	0.4	5.6	15.6	-	-	6.5	7.6
2016	1.9	2.4	2.0	1.8	4.0	2.7	5.8	4.3	-	-	3.0	4.2
2017	2.4	1.7	1.6	1.2	2.6	3.9	5.0	-3.6	-	-	5.2	3.9
2017 T4	2.7	1.3	1.6	1.2	2.5	3.9	6.9	-6.8	-	-	6.4	3.7
2018 T1	2.4	1.9	1.7	1.0	3.5	3.4	5.5	0.4	-	-	3.8	2.7
T2	2.2	1.6	1.4	1.1	3.0	4.1	6.4	-4.7	-	-	3.8	2.7
T3	1.6	1.7	1.0	0.9	3.1	2.0	4.9	2.9	-	-	2.4	2.8
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do PIB; pontos percentuais</i>												
2017 T4	0.7	0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.4	-	-
2018 T1	0.4	0.5	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	-	-
T2	0.4	0.4	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.0	-	-
T3	0.2	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.3	-	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do PIB; pontos percentuais</i>												
2015	2.1	2.3	1.0	0.3	1.0	0.0	0.3	0.6	0.0	-0.2	-	-
2016	1.9	2.3	1.1	0.4	0.8	0.3	0.4	0.2	0.1	-0.4	-	-
2017	2.4	1.6	0.9	0.2	0.5	0.4	0.3	-0.2	0.0	0.8	-	-
2017 T4	2.7	1.3	0.8	0.2	0.5	0.4	0.4	-0.3	-0.3	1.4	-	-
2018 T1	2.4	1.8	0.9	0.2	0.7	0.3	0.3	0.0	-0.1	0.6	-	-
T2	2.2	1.5	0.8	0.2	0.6	0.4	0.4	-0.2	-0.1	0.7	-	-
T3	1.6	1.7	0.6	0.2	0.6	0.2	0.3	0.1	0.3	0.0	-	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) As exportações e as importações cobrem os bens e serviços e incluem o comércio transfronteiras intra-área do euro.

2) Incluindo aquisições líquidas de cessões de objetos de valor.

## 3 Atividade económica

### 3.2 Valor acrescentado por atividade económica

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

	Valor acrescentado bruto (preços de base)											Impostos líquidos de subsídios sobre produtos
	Total	Agricultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Construção	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração	Informação e comunicação	Atividades financeiras e de seguros	Atividades imobiliárias	Serviços profissionais, empresariais e de apoio	Administração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Preços correntes (EUR mil milhões)</b>												
2015	9 461.6	159.5	1 901.3	468.0	1 784.9	433.5	470.2	1 078.0	1 031.0	1 805.1	330.2	1 072.6
2016	9 715.8	158.6	1 962.6	486.8	1 836.0	452.7	464.1	1 098.7	1 069.3	1 849.8	337.2	1 111.7
2017	10 048.5	171.3	2 032.8	512.8	1 916.8	469.4	455.8	1 129.7	1 118.5	1 897.1	344.2	1 157.3
2017 T4	2 551.4	43.7	520.0	131.5	486.3	119.0	114.0	285.3	284.8	479.7	86.9	292.8
2018 T1	2 568.5	43.1	518.5	134.3	489.9	120.9	114.4	287.5	289.1	483.1	87.6	296.6
T2	2 589.5	42.9	521.1	137.1	494.2	122.4	114.2	289.5	292.0	488.3	87.7	300.1
T3	2 603.6	43.7	523.1	139.4	496.4	123.5	114.5	291.3	293.3	490.5	88.0	301.5
<i>em percentagem do valor acrescentado</i>												
2017	100.0	1.7	20.2	5.1	19.1	4.7	4.5	11.2	11.1	18.9	3.4	-
<b>Volumes encadeados (preços do ano anterior)</b>												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2017 T4	0.7	0.8	1.2	1.2	0.7	0.3	0.3	0.3	0.8	0.3	0.2	0.6
2018 T1	0.4	0.7	-0.7	0.8	0.8	1.7	-0.4	0.6	1.0	0.3	0.1	0.3
T2	0.4	-0.5	0.4	1.1	0.5	1.4	0.6	0.0	0.7	0.2	-0.1	0.6
T3	0.2	-0.3	-0.2	0.6	0.2	0.9	0.3	0.4	0.0	0.2	0.0	0.1
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2015	1.9	-0.2	3.6	0.8	2.2	3.6	0.0	0.7	3.0	0.8	1.2	3.5
2016	1.9	-1.4	3.4	1.5	1.7	3.9	0.6	0.3	2.5	1.3	0.9	2.7
2017	2.4	0.8	3.1	3.2	3.1	4.3	-0.6	1.1	4.0	1.1	0.9	2.4
2017 T4	2.8	2.5	3.9	4.3	3.4	3.7	0.0	1.3	4.4	1.2	1.0	2.1
2018 T1	2.5	1.8	3.1	3.8	2.9	4.8	0.0	1.5	3.4	1.4	1.2	1.6
T2	2.2	1.3	2.4	3.7	2.6	5.1	0.5	1.2	3.2	1.2	0.6	1.8
T3	1.6	0.7	0.8	3.7	2.2	4.4	0.9	1.3	2.5	1.0	0.3	1.6
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2017 T4	0.7	0.0	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
2018 T1	0.4	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-
T2	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
T3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2015	1.9	0.0	0.7	0.0	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016	1.9	0.0	0.7	0.1	0.3	0.2	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	-
2017	2.4	0.0	0.6	0.2	0.6	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
2017 T4	2.8	0.0	0.8	0.2	0.6	0.2	0.0	0.2	0.5	0.2	0.0	-
2018 T1	2.5	0.0	0.6	0.2	0.5	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	0.0	-
T2	2.2	0.0	0.5	0.2	0.5	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
T3	1.6	0.0	0.2	0.2	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

## 3 Atividade económica

### 3.3 Emprego <sup>1)</sup>

(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
<b>Pessoas empregadas</b>													
<i>em percentagem do total de pessoas empregadas</i>													
2015	100.0	85.2	14.8	3.3	14.9	6.0	24.9	2.7	2.6	1.0	13.3	24.3	7.0
2016	100.0	85.5	14.5	3.2	14.8	6.0	24.9	2.8	2.6	1.0	13.5	24.2	7.0
2017	100.0	85.8	14.2	3.2	14.7	6.0	24.9	2.8	2.5	1.0	13.7	24.2	7.0
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2015	1.0	1.3	-0.3	-1.1	0.1	0.1	1.4	1.5	-0.4	1.1	2.8	1.1	0.6
2016	1.4	1.7	-0.3	-0.4	0.8	0.4	1.7	3.0	-0.2	1.9	2.7	1.4	0.7
2017	1.6	2.0	-0.5	-0.6	1.2	1.8	1.7	3.1	-1.2	1.5	3.1	1.3	1.4
2017 T4	1.6	2.0	-0.7	-1.3	1.4	2.5	1.5	3.0	-1.6	1.7	3.4	1.3	1.1
2018 T1	1.5	1.9	-0.8	-0.9	1.6	2.1	1.5	2.6	-1.0	1.6	3.1	1.2	0.5
T2	1.5	1.8	-0.4	-0.5	1.6	2.6	1.3	2.6	-0.9	1.6	3.0	1.2	0.8
T3	1.3	1.6	-0.3	0.2	1.2	2.5	1.4	3.2	-1.2	1.0	2.5	1.1	-0.8
<b>Horas trabalhadas</b>													
<i>em percentagem do total de horas trabalhadas</i>													
2015	100.0	80.3	19.7	4.4	15.4	6.7	25.7	2.9	2.7	1.0	13.0	21.9	6.2
2016	100.0	80.6	19.4	4.3	15.3	6.7	25.8	3.0	2.6	1.0	13.2	21.9	6.2
2017	100.0	81.0	19.0	4.2	15.3	6.7	25.8	3.0	2.6	1.0	13.4	21.8	6.2
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2015	1.2	1.4	0.1	-0.4	0.5	0.6	1.1	2.7	-0.2	1.4	3.0	1.2	1.1
2016	1.5	1.9	-0.3	-0.3	0.9	0.7	1.7	2.8	0.2	2.3	2.9	1.4	0.8
2017	1.4	1.9	-0.8	-1.0	1.2	1.9	1.4	3.0	-1.7	2.1	3.0	1.1	0.8
2017 T4	1.8	2.4	-0.6	-0.7	2.0	3.6	1.5	3.1	-1.8	3.6	3.7	1.4	0.7
2018 T1	1.4	2.0	-0.9	-1.1	1.7	2.4	1.2	2.3	-1.0	3.0	3.2	1.2	0.2
T2	1.7	2.2	-0.5	0.3	1.8	2.7	1.1	3.0	-0.5	1.5	3.6	1.4	0.7
T3	1.6	2.1	-0.2	0.4	1.7	3.3	1.3	3.6	-0.9	1.3	3.1	1.2	0.2
<b>Horas trabalhadas por pessoa empregada</b>													
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2015	0.1	0.2	0.4	0.7	0.4	0.5	-0.3	1.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.5
2016	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1	0.3	0.0	-0.1	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1
2017	-0.2	-0.1	-0.3	-0.4	0.0	0.1	-0.3	-0.1	-0.5	0.6	-0.1	-0.2	-0.6
2017 T4	0.2	0.4	0.1	0.6	0.7	1.1	0.0	0.0	-0.3	1.9	0.2	0.1	-0.5
2018 T1	-0.1	0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.3	-0.3	-0.2	0.0	1.3	0.1	-0.1	-0.3
T2	0.2	0.4	-0.1	0.7	0.3	0.1	-0.2	0.4	0.4	-0.1	0.6	0.2	-0.1
T3	0.3	0.5	0.1	0.1	0.4	0.8	0.0	0.4	0.3	0.3	0.6	0.1	1.0

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

## 3 Atividade económica

### 3.4 População ativa, desemprego e ofertas de emprego

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	População ativa, milhões <sup>1)</sup>	Subemprego, % da população ativa <sup>1)</sup>	Desemprego										Taxa de oferta de emprego <sup>2)</sup>	
			Total		Desemprego de longa duração, % da população ativa <sup>1)</sup>	Por idade				Por sexo				% do total de postos
			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		
2015	160.730	4.6	17.470	10.9	5.6	14.305	9.8	3.165	22.3	9.262	10.7	8.208	11.1	1.5
2016	162.029	4.3	16.252	10.0	5.0	13.289	9.0	2.963	20.9	8.482	9.7	7.770	10.4	1.7
2017	162.659	4.1	14.763	9.1	4.4	12.095	8.1	2.668	18.8	7.637	8.7	7.126	9.5	1.9
2017 T4	163.133	3.9	14.184	8.7	4.2	11.637	7.8	2.547	17.9	7.318	8.3	6.866	9.1	2.0
2018 T1	162.591	4.0	13.932	8.5	4.2	11.429	7.7	2.503	17.6	7.190	8.2	6.742	8.9	2.1
T2	163.179	3.9	13.506	8.3	3.9	11.062	7.4	2.444	17.1	6.966	7.9	6.540	8.7	2.1
T3	.	.	13.198	8.1	.	10.752	7.2	2.446	17.0	6.819	7.8	6.378	8.5	.
2018 Maio	-	-	13.443	8.2	-	11.014	7.4	2.429	17.0	6.930	7.9	6.513	8.6	-
Jun.	-	-	13.408	8.2	-	10.970	7.4	2.438	17.1	6.912	7.9	6.496	8.6	-
Jul.	-	-	13.269	8.1	-	10.846	7.3	2.423	17.0	6.851	7.8	6.417	8.5	-
Ago.	-	-	13.164	8.1	-	10.722	7.2	2.443	17.0	6.800	7.8	6.364	8.4	-
Set.	-	-	13.160	8.1	-	10.689	7.2	2.471	17.1	6.806	7.8	6.354	8.4	-
Out.	-	-	13.172	8.1	-	10.669	7.2	2.503	17.3	6.796	7.7	6.375	8.4	-

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 (%)													
2015	2.6	2.9	1.4	7.0	2.3	0.5	-0.6	3.4	2.9	1.6	4.0	2.7	8.8
2016	1.6	1.8	1.8	1.9	1.7	0.5	3.1	0.5	1.6	1.0	2.1	1.4	7.2
2017	2.9	3.2	3.7	3.9	1.5	1.1	2.9	7.9	2.3	1.4	3.3	0.9	5.6
2017 T4	4.2	4.8	5.3	6.1	2.1	-0.3	2.9	9.5	2.0	0.8	3.0	0.1	6.3
2018 T1	3.1	3.4	3.1	4.3	2.4	0.6	2.6	6.5	1.6	1.6	1.9	0.2	5.3
T2	2.4	2.8	1.9	4.5	2.1	-1.9	2.7	3.8	1.7	1.2	2.3	0.9	3.2
T3	0.8	0.9	-0.2	2.0	1.3	-1.0	3.5	1.9	1.2	1.0	1.4	0.2	3.4
2018 Maio	2.9	3.2	2.7	4.2	3.1	-1.5	2.2	4.5	1.6	2.1	1.5	0.4	2.8
Jun.	2.5	3.1	2.0	4.9	2.1	-2.7	3.4	3.0	1.6	1.9	1.5	1.2	3.9
Jul.	0.5	0.6	0.1	1.8	-0.3	-1.2	2.2	2.1	1.0	1.0	1.0	-0.3	7.7
Ago.	1.2	1.5	-0.2	1.9	3.5	-0.7	2.2	2.4	2.2	1.8	2.7	-0.1	30.9
Set.	0.8	0.9	-0.4	2.2	0.9	-1.0	4.6	1.2	0.3	0.2	0.4	1.2	-21.2
Out.	1.2	1.5	-0.4	3.7	1.0	-3.1	.	.	1.7	2.3	1.7	1.5	-11.8
taxas de variação mensais em cadeia (%) (c.s.)													
2018 Maio	1.3	1.3	1.3	0.7	2.5	-0.1	0.4	1.8	0.3	1.4	-0.8	0.4	1.9
Jun.	-0.7	-0.7	-0.4	-2.1	-1.0	0.5	0.7	-1.8	0.4	0.4	0.1	1.1	-0.2
Jul.	-0.6	-0.7	-0.8	1.3	-1.2	0.7	0.0	-1.0	-0.6	-1.0	-0.1	-1.2	2.1
Ago.	1.2	1.2	0.5	2.0	1.9	1.7	-0.6	2.7	0.4	0.4	0.6	-0.7	21.5
Set.	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-1.0	-1.9	2.0	-0.5	-0.5	-0.2	-0.7	0.8	-37.2
Out.	0.2	0.2	0.2	1.0	-0.2	-1.7	.	.	0.3	0.6	-0.1	1.0	9.1

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
1999-2014	99.8	-5.8	80.7	-12.7	-14.5	-9.5	6.9	-	51.1	52.4	52.9	52.7
2015	103.8	-2.8	81.3	-6.2	-22.4	1.0	8.7	88.5	52.2	53.4	54.0	53.8
2016	104.2	-2.6	81.8	-7.7	-16.4	0.3	10.6	89.0	52.5	53.6	53.1	53.3
2017	110.8	5.0	83.3	-2.5	-4.0	2.1	14.1	89.9	57.4	58.5	55.6	56.4
2017 T4	114.3	8.9	84.2	-0.2	1.7	3.9	16.1	90.1	59.7	60.7	56.0	57.2
2018 T1	114.0	8.5	84.4	0.5	4.7	2.8	16.3	90.3	58.2	58.9	56.4	57.0
T2	112.5	7.0	84.2	0.0	5.8	0.3	14.5	90.4	55.6	55.1	54.5	54.7
T3	111.5	5.4	84.0	-1.8	6.7	1.5	14.8	90.4	54.3	54.0	54.4	54.3
2018 Jun.	112.3	6.9	-	-0.6	5.6	0.7	14.4	-	54.9	54.2	55.2	54.9
Jul.	112.1	5.8	84.2	-0.5	5.4	0.3	15.3	90.6	55.1	54.4	54.2	54.3
Ago.	111.6	5.6	-	-1.9	6.4	1.9	14.4	-	54.6	54.7	54.4	54.5
Set.	110.9	4.7	-	-2.9	8.3	2.4	14.7	-	53.2	52.7	54.7	54.1
Out.	109.7	3.0	83.9	-2.7	7.9	-0.8	13.3	90.1	52.0	51.3	53.7	53.1
Nov.	109.5	3.4	-	-3.9	7.9	-0.6	13.3	-	51.8	50.7	53.4	52.7

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) <sup>1)</sup>	Rácio da dívida	Rendimento disponível bruto real	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Património líquido <sup>2)</sup>	Património imobiliário	Participação nos lucros <sup>3)</sup>	Rácio de poupança (líquido)	Rácio da dívida <sup>4)</sup>	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Financiamento
	Percentagem do rendimento disponível bruto (corrigido)	Taxas de variação homólogas (%)					Percentagem do valor acrescentado líquido	Percentagem do PIB	Taxas de variação homólogas (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	12.5	93.9	1.7	2.1	1.2	3.0	1.8	33.9	6.2	138.4	5.1	7.7	2.9
2016	12.4	94.1	1.8	2.1	6.2	3.4	2.7	34.3	6.8	139.0	4.8	6.1	3.0
2017	11.9	93.9	1.3	1.9	7.0	4.3	4.6	34.8	8.4	136.7	3.5	5.3	1.8
2017 T3	11.9	93.9	1.5	1.9	7.1	4.1	3.9	34.4	7.3	136.9	4.0	3.0	2.3
T4	11.9	93.9	1.5	1.9	7.1	4.3	4.6	34.8	8.4	136.7	3.5	1.0	1.8
2018 T1	11.9	93.6	1.7	1.9	5.8	4.0	5.1	35.0	8.5	136.2	3.0	-1.3	1.4
T2	12.0	93.7	1.8	1.9	8.1	4.0	4.9	35.2	8.5	136.5	3.2	1.3	1.5

Fontes: BCE e Eurostat.

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

## 3 Atividade económica

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

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

		Balança corrente										Balança de capital <sup>1)</sup>		
		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		
2017	T4	1 001.8	905.8	96.0	583.3	494.3	218.8	187.8	170.5	160.7	29.3	63.1	12.1	10.5
2018	T1	994.7	888.8	105.8	577.4	491.6	216.9	187.4	172.3	150.9	28.1	58.9	9.0	6.4
	T2	1 019.4	925.4	94.0	583.9	505.1	218.1	189.8	190.1	166.5	27.2	63.9	8.0	6.6
	T3	997.5	936.6	60.9	583.0	526.1	219.6	191.7	166.8	150.2	28.0	68.6	7.6	5.5
2018	Abr.	337.9	302.7	35.2	192.0	165.7	72.5	63.3	64.2	52.5	9.1	21.2	2.4	2.3
	Mai	334.8	304.0	30.7	193.0	168.0	72.5	63.2	60.2	52.8	9.2	20.0	2.6	2.3
	Jun.	346.7	318.7	28.0	198.9	171.4	73.1	63.3	65.8	61.3	8.9	22.7	3.1	2.1
	Jul.	329.0	309.4	19.6	192.2	173.4	73.2	62.9	54.6	50.2	9.0	23.0	2.7	1.7
	Ago.	333.8	309.6	24.3	195.8	174.0	72.9	64.1	55.7	48.8	9.4	22.7	2.7	1.7
	Set.	334.6	317.6	17.0	195.0	178.6	73.4	64.8	56.5	51.3	9.6	22.9	2.2	2.2
<i>transações acumuladas de 12 meses</i>														
2018	Set.	4 013.3	3 656.7	356.7	2 327.5	2 017.1	873.4	756.7	699.7	628.3	112.6	254.5	36.7	29.1
<i>transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>														
2018	Sept.	34.9	31.8	3.1	20.2	17.5	7.6	6.6	6.1	5.5	1.0	2.2	0.3	0.3

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

### 3.9 Comércio externo de bens da área do euro<sup>1)</sup>, valores e volumes por grupo de produtos<sup>2)</sup>

(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 transformadora	Total			Por memória:				
			Bens intermédios	Bens de investi- mento	Bens de consumo		Bens intermédios	Bens de investi- mento	Bens de consumo	Indústria transformadora	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>														
2017	T4	6.2	8.1	562.0	268.4	116.1	166.8	471.7	502.3	286.1	81.8	125.6	363.0	58.8
2018	T1	2.0	2.3	560.7	270.3	113.7	167.7	469.5	504.5	291.5	81.6	123.6	358.1	65.1
	T2	4.3	5.8	565.6	270.9	117.2	166.5	473.3	514.8	300.7	79.4	126.6	363.3	65.6
	T3	4.6	9.6	572.2	.	.	.	475.7	529.6	.	.	.	368.9	.
2018	Abr.	8.1	8.5	187.2	88.9	39.4	55.2	156.5	169.5	98.3	26.0	42.5	119.8	21.1
	Mai	-0.9	0.7	187.6	90.3	38.2	54.7	157.3	171.0	99.2	26.7	42.0	122.1	21.4
	Jun.	6.0	8.8	190.8	91.7	39.7	56.5	159.5	174.3	103.2	26.7	42.1	121.4	23.0
	Jul.	9.3	13.8	189.2	91.6	38.6	55.2	155.9	176.8	103.4	28.5	42.1	124.0	22.7
	Ago.	5.7	8.7	193.0	93.6	38.7	56.6	161.4	176.2	103.1	28.1	42.0	122.9	23.0
	Sept.	-0.9	6.4	190.0	.	.	.	158.4	176.6	.	.	.	122.0	.
<i>Índices de volume (2000 = 100; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>														
2017	T4	4.6	4.6	126.6	125.8	125.6	130.4	127.0	115.0	115.0	114.3	115.8	119.3	105.9
2018	T1	2.2	2.5	125.8	125.5	123.2	131.4	126.1	114.5	114.8	113.8	115.2	117.7	110.2
	T2	3.0	2.5	125.6	124.2	126.4	129.3	126.2	115.1	115.3	111.4	118.0	119.0	101.6
	T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018	Mar.	-2.7	-0.8	125.8	123.4	123.8	133.5	126.2	115.0	114.6	116.2	117.1	118.5	106.3
	Abr.	8.0	7.9	125.6	123.3	127.6	129.7	125.7	115.0	115.5	109.1	119.0	118.1	104.4
	Mai	-2.0	-1.8	124.9	124.5	123.6	126.7	125.8	115.5	114.8	113.6	118.2	120.9	99.1
	Jun.	3.5	1.9	126.3	124.9	128.0	131.4	127.1	114.8	115.6	111.6	116.8	118.1	101.4
	Jul.	6.3	6.5	124.7	124.5	124.1	127.3	123.7	115.9	115.4	118.3	115.7	120.1	100.0
	Ago.	1.9	0.0	126.9	126.9	123.8	130.1	127.7	115.0	115.0	115.7	114.1	118.4	102.3

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 <sup>1)</sup>

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

	Total					Total (c.s.; variação em percentagem face ao período anterior) <sup>2)</sup>						Por memória: Preços administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total			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
		Total excl. produtos alimentares e produtos energéticos	Bens										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% do total em 2018	100.0	100.0	70.7	55.6	44.4	100.0	12.1	7.5	26.3	9.7	44.4	86.6	13.4
2015	100.0	0.0	0.8	-0.8	1.2	-	-	-	-	-	-	-0.1	1.0
2016	100.2	0.2	0.9	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.3
2017	101.8	1.5	1.0	1.7	1.4	-	-	-	-	-	-	1.6	1.0
2017 T4	102.4	1.4	0.9	1.6	1.2	0.5	0.6	1.1	0.1	2.6	0.1	1.5	1.2
2018 T1	102.3	1.3	1.0	1.2	1.3	0.5	0.7	0.1	0.1	1.9	0.5	1.2	1.9
T2	103.7	1.7	0.9	2.0	1.3	0.5	0.8	0.8	0.1	1.9	0.4	1.7	1.6
T3	103.9	2.1	1.0	2.7	1.3	0.6	0.3	0.8	0.1	2.7	0.3	2.0	2.4
2018 Jun.	104.0	2.0	0.9	2.5	1.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.9	0.0	2.0	1.6
Jul.	103.6	2.1	1.1	2.8	1.4	0.2	0.1	0.0	0.1	0.7	0.2	2.1	2.4
Ago.	103.8	2.0	0.9	2.6	1.3	0.1	0.1	0.4	0.0	0.5	0.0	2.0	2.3
Set.	104.3	2.1	0.9	2.7	1.3	0.2	0.0	0.8	0.0	1.2	0.1	2.0	2.4
Out.	104.5	2.2	1.1	2.8	1.5	0.2	0.1	-0.3	0.1	1.8	0.1	2.1	2.8
Nov. <sup>3)</sup>	104.3	2.0	1.0	.	1.3	0.0	0.1	-0.2	0.0	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 2018	19.6	12.1	7.5	36.0	26.3	9.7	10.6	6.4	7.3	3.2	15.3	8.1	
2015	1.0	0.6	1.6	-1.8	0.3	-6.8	1.2	1.1	1.3	-0.8	1.5	1.2	
2016	0.9	0.6	1.4	-1.1	0.4	-5.1	1.1	1.1	0.8	0.0	1.4	1.2	
2017	1.8	1.6	2.2	1.6	0.4	4.9	1.3	1.2	2.1	-1.5	2.1	0.7	
2017 T4	2.2	2.1	2.3	1.3	0.4	3.5	1.2	1.2	1.7	-1.7	2.0	0.4	
2018 T1	1.7	2.6	0.3	0.9	0.5	2.1	1.3	1.3	1.7	-1.0	1.8	1.2	
T2	2.6	2.7	2.3	1.7	0.3	5.5	1.2	1.2	1.3	-0.7	1.8	1.3	
T3	2.5	2.3	2.8	2.8	0.4	9.4	1.1	1.1	1.4	-0.8	1.9	1.3	
2018 Jun.	2.7	2.6	2.9	2.4	0.4	8.0	1.1	1.0	1.5	-0.8	1.7	1.3	
Jul.	2.5	2.4	2.6	2.9	0.5	9.5	1.1	1.1	1.3	-0.6	2.1	1.4	
Ago.	2.4	2.4	2.5	2.7	0.3	9.2	1.1	1.1	1.6	-0.8	1.8	1.2	
Set.	2.6	2.2	3.2	2.8	0.3	9.5	1.1	1.1	1.3	-1.2	1.9	1.3	
Out.	2.2	2.2	2.1	3.1	0.4	10.7	1.2	1.1	1.8	-1.5	2.0	1.7	
Nov. <sup>3)</sup>	2.0	2.0	1.8	.	0.4	9.1	.	.	.	.	.	.	

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 <sup>1)</sup>										Construção	Preços dos edifícios residenciais <sup>2)</sup>	Indicador experimental dos preços dos edifícios comerciais <sup>2)</sup>
	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			
2015	100.0	-2.6	-2.3	-0.5	-1.2	0.6	-0.6	-1.0	0.2	-8.6	0.3	1.7	2.3
2016	97.9	-2.1	-1.4	-0.5	-1.6	0.5	0.0	0.0	0.0	-6.9	0.5	3.4	5.0
2017	100.8	3.0	3.0	2.1	3.2	0.9	1.9	2.8	0.2	5.7	2.1	3.7	5.1
2017 T4	101.7	2.5	2.5	2.0	3.2	1.0	1.5	2.0	0.3	3.6	2.4	3.9	6.6
2018 T1	102.4	1.7	1.6	1.5	2.4	0.9	0.8	1.0	0.5	2.0	2.3	4.3	4.5
T2	103.1	2.8	2.6	1.4	2.5	1.0	0.3	0.1	0.6	6.7	2.3	4.2	2.3
T3	104.9	4.3	3.2	1.5	3.1	1.1	0.1	-0.3	0.7	12.4	.	.	.
2018 Maio	103.3	3.0	2.8	1.4	2.5	1.0	0.3	0.1	0.7	7.5	-	-	-
Jun.	103.7	3.6	3.3	1.5	3.1	1.0	0.2	-0.2	0.6	9.3	-	-	-
Jul.	104.4	4.2	3.3	1.6	3.2	1.0	0.1	-0.2	0.7	12.0	-	-	-
Ago.	104.8	4.3	3.3	1.6	3.3	1.1	0.1	-0.3	0.7	12.3	-	-	-
Set.	105.4	4.6	3.0	1.5	2.8	1.1	0.0	-0.4	0.7	12.9	-	-	-
Out.	106.2	4.9	3.2	1.5	2.6	1.2	0.2	-0.3	0.8	14.6	-	-	-

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) 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](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 <sup>1)</sup>	Importações <sup>1)</sup>		Ponderados pelas importações <sup>2)</sup>			Ponderados pela utilização <sup>2)</sup>		
			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	
2015	106.0	1.4	0.4	0.3	0.5	0.7	0.4	-1.9	47.1	-0.3	3.7	-4.5	-0.3	1.7	-2.9
2016	106.9	0.8	0.5	0.4	0.5	0.7	-1.4	-2.5	39.9	-2.0	-1.4	-2.8	-3.1	-3.7	-2.3
2017	108.0	1.1	1.5	1.4	1.4	1.5	1.9	2.9	48.1	5.8	-3.5	16.6	6.7	-1.6	17.8
2017 T4	108.5	1.3	1.5	1.4	1.6	1.6	1.2	1.8	52.2	-3.5	-11.4	4.9	-1.8	-8.7	6.8
2018 T1	108.9	1.4	1.4	1.2	1.5	1.7	0.4	0.3	54.6	-8.9	-14.6	-3.2	-7.6	-12.9	-1.4
T2	109.4	1.4	1.8	1.4	1.9	1.9	1.1	2.0	62.6	2.1	-6.0	10.3	1.9	-6.3	11.7
T3	109.8	1.4	2.2	1.8	1.9	2.2	2.3	4.0	64.8	2.0	-3.4	7.1	3.1	-2.2	8.8
2018 Jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	64.4	6.1	-4.7	17.4	5.7	-5.0	18.7
Jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	63.7	2.1	-6.3	10.5	2.4	-5.9	12.2
Ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	63.3	3.1	-0.8	6.7	4.6	0.7	8.7
Set.	-	-	-	-	-	-	-	-	67.6	0.8	-3.0	4.2	2.3	-1.0	5.7
Out.	-	-	-	-	-	-	-	-	70.1	2.6	-0.9	5.7	2.9	-0.4	6.4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	57.4	1.8	-0.8	4.1	1.7	-1.1	4.8

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
1999-2014	4.4	-	-	-3.1	33.5	57.2	56.5	-	49.8
2015	-3.1	3.1	2.3	-13.2	-0.2	48.9	53.5	49.6	50.2
2016	-1.0	2.2	4.1	-7.2	0.2	49.8	53.9	49.3	49.0
2017	8.7	5.0	6.7	2.6	12.3	64.6	56.3	55.1	50.2
2017 T4	10.9	7.1	8.2	8.2	13.8	67.9	56.9	56.3	50.8
2018 T1	12.5	6.7	8.9	10.9	17.4	68.4	57.2	57.9	51.4
T2	9.8	6.7	9.0	12.2	18.5	65.6	57.6	56.5	50.6
T3	10.6	7.3	8.9	12.5	21.0	65.2	58.4	55.5	50.0
2018 Jun.	10.1	6.8	9.0	12.5	21.1	67.6	58.6	55.7	51.1
Jul.	9.6	6.8	9.0	12.3	20.7	66.6	57.9	55.6	50.3
Ago.	10.5	7.8	9.3	13.2	19.6	65.3	58.1	55.1	50.3
Set.	11.6	7.3	8.3	12.0	22.6	63.6	59.1	55.7	49.5
Out.	9.7	8.9	8.5	12.9	24.4	65.1	58.5	54.8	49.5
Nov.	11.3	7.2	9.7	12.3	23.8	63.6	58.9	54.7	49.4

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

### 4.5 Índices de custos do trabalho

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

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componente		Para atividades económicas selecionadas		Por memória: Indicador dos salários negociados <sup>1)</sup>
			Ordenados e salários	Contribuições sociais dos empregadores	Setor empresarial	Sobretudo setor não empresarial	
	1	2	3	4	5	6	7
% do total em 2012	100.0	100.0	74.6	25.4	69.3	30.7	
2015	104.1	1.6	1.9	0.7	1.5	1.6	1.5
2016	105.5	1.4	1.4	1.1	1.3	1.6	1.4
2017	107.4	1.8	1.8	1.7	1.9	1.5	1.5
2017 T4	114.0	1.5	1.6	1.4	1.8	1.0	1.5
2018 T1	102.6	2.1	1.8	2.8	2.3	1.5	1.8
T2	113.7	2.2	1.9	2.9	2.5	1.6	2.2
T3	.	.	.	.	.	.	2.1

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](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									
			Agri- cultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Cons- trução	Comércio, trans- portes, serviços de alojamento e restau- ração	Infor- mação e comuni- cação	Atividades financi- eiras e de seguros	Atividades imobi- liárias	Serviços pro- fissionais, 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
<b>Custos unitários do trabalho</b>												
2015	104.6	0.4	0.4	-1.5	0.6	0.4	0.7	0.5	2.4	1.3	1.4	1.2
2016	105.3	0.6	1.3	-1.3	0.6	1.3	-0.7	1.4	3.8	0.6	1.4	1.5
2017	106.1	0.8	0.2	-0.4	-0.1	0.3	0.8	-0.5	4.4	2.2	1.6	1.8
2017 T4	106.5	0.8	-1.4	-0.6	-0.1	-0.1	1.6	-1.4	4.4	2.3	1.7	1.7
2018 T1	107.0	1.1	0.2	0.0	-0.4	0.6	0.6	0.8	3.3	2.4	1.7	1.6
T2	107.6	1.6	0.8	1.3	0.4	0.8	0.2	0.6	3.1	2.8	2.1	2.5
T3	108.4	2.2	1.3	2.8	0.8	1.5	1.0	0.5	3.4	3.2	2.4	2.7
<b>Remuneração por empregado</b>												
2015	108.0	1.4	1.3	2.0	1.2	1.3	2.7	0.8	2.0	1.6	1.1	1.8
2016	109.3	1.2	0.2	1.3	1.8	1.3	0.2	2.2	2.2	0.4	1.3	1.7
2017	111.1	1.6	1.6	1.5	1.2	1.6	1.9	0.0	4.0	3.1	1.5	1.3
2017 T4	112.1	1.9	2.3	1.9	1.6	1.8	2.3	0.1	4.1	3.3	1.6	1.6
2018 T1	112.6	2.0	3.0	1.6	1.2	2.0	2.8	1.8	3.2	2.7	1.9	2.2
T2	113.3	2.2	2.6	2.1	1.5	2.1	2.7	1.9	2.6	3.0	2.2	2.4
T3	114.1	2.5	1.8	2.3	2.0	2.3	2.1	2.7	3.7	3.2	2.3	3.8
<b>Produtividade do trabalho por pessoa empregada</b>												
2015	103.3	1.0	0.9	3.5	0.7	0.9	2.0	0.3	-0.4	0.2	-0.3	0.6
2016	103.9	0.6	-1.0	2.6	1.1	0.0	0.9	0.7	-1.5	-0.2	-0.1	0.3
2017	104.7	0.8	1.3	1.9	1.3	1.4	1.1	0.6	-0.4	0.8	-0.2	-0.5
2017 T4	105.3	1.1	3.8	2.5	1.7	1.9	0.7	1.6	-0.3	1.0	-0.1	-0.1
2018 T1	105.3	0.9	2.8	1.5	1.6	1.4	2.2	1.0	-0.1	0.3	0.2	0.7
T2	105.3	0.6	1.7	0.8	1.1	1.3	2.5	1.3	-0.4	0.2	0.0	-0.1
T3	105.3	0.3	0.5	-0.5	1.2	0.8	1.1	2.1	0.2	0.0	-0.1	1.1
<b>Remuneração por hora trabalhada</b>												
2015	109.7	1.2	1.4	1.6	0.7	1.3	1.5	0.7	1.4	1.1	1.2	1.5
2016	110.8	1.0	-0.4	1.2	1.7	0.9	0.2	1.8	1.9	0.0	1.3	1.5
2017	112.6	1.7	1.3	1.5	1.0	1.9	1.8	0.5	3.3	2.8	1.6	1.7
2017 T4	113.2	1.5	1.5	1.1	0.6	1.6	2.1	0.3	2.0	2.8	1.4	1.8
2018 T1	113.8	1.9	2.9	1.4	0.3	2.2	2.9	1.9	1.9	2.3	1.9	2.0
T2	114.3	1.9	1.0	1.9	0.9	2.0	2.0	1.5	2.1	2.3	1.9	1.9
T3	114.8	2.0	1.9	1.7	1.2	2.2	1.8	2.4	2.5	2.5	2.1	2.0
<b>Produtividade horária do trabalho</b>												
2015	105.2	0.9	0.2	3.1	0.2	1.1	0.9	0.2	-0.7	0.0	-0.4	0.1
2016	105.7	0.5	-1.2	2.5	0.8	0.0	1.0	0.3	-2.0	-0.4	-0.2	0.2
2017	106.8	1.0	1.7	1.9	1.2	1.7	1.2	1.1	-0.9	0.9	0.0	0.1
2017 T4	107.1	0.9	3.2	1.9	0.7	1.9	0.7	1.9	-2.1	0.7	-0.2	0.4
2018 T1	107.2	0.9	3.0	1.4	1.3	1.7	2.4	1.0	-1.4	0.2	0.3	1.0
T2	107.0	0.5	1.0	0.6	1.0	1.5	2.0	0.9	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1
T3	106.7	0.0	0.4	-0.9	0.4	0.9	0.8	1.8	0.0	-0.6	-0.2	0.1

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

## 5 Moeda e crédito

### 5.1 Agregados monetários <sup>1)</sup>

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	8	9	10	11	12	
	Circulação monetária	Depósitos overnight	Depósitos com prazo acordado até 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte							Ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Saldos</b>												
2015	1 037.3	5 574.7	6 612.0	1 445.6	2 159.4	3 605.0	10 217.0	73.7	486.7	74.7	635.1	10 852.1
2016	1 075.3	6 082.8	7 158.1	1 329.3	2 221.0	3 550.3	10 708.4	69.6	524.4	91.9	685.9	11 394.3
2017	1 111.6	6 637.2	7 748.8	1 196.9	2 260.8	3 457.7	11 206.5	74.7	510.6	75.9	661.2	11 867.8
2017 T4	1 111.6	6 637.2	7 748.8	1 196.9	2 260.8	3 457.7	11 206.5	74.7	510.6	75.9	661.2	11 867.8
2018 T1	1 116.9	6 744.0	7 860.9	1 170.3	2 259.8	3 430.1	11 291.1	71.4	509.4	65.7	646.5	11 937.5
T2	1 133.6	6 892.4	8 025.9	1 178.1	2 270.8	3 448.8	11 474.8	73.7	507.4	70.8	652.0	12 126.7
T3	1 150.5	7 010.1	8 160.6	1 126.6	2 285.0	3 411.6	11 572.2	71.4	495.4	65.0	631.9	12 204.1
2018 Maio	1 128.6	6 844.3	7 972.9	1 164.7	2 266.4	3 431.1	11 404.0	71.9	506.0	66.7	644.5	12 048.5
Jun.	1 133.6	6 892.4	8 025.9	1 178.1	2 270.8	3 448.8	11 474.8	73.7	507.4	70.8	652.0	12 126.7
Jul.	1 137.3	6 916.3	8 053.5	1 155.9	2 277.2	3 433.0	11 486.5	68.5	508.4	65.5	642.5	12 129.0
Ago.	1 143.8	6 951.5	8 095.3	1 140.1	2 281.1	3 421.2	11 516.5	71.8	501.7	69.2	642.7	12 159.2
Set.	1 150.5	7 010.1	8 160.6	1 126.6	2 285.0	3 411.6	11 572.2	71.4	495.4	65.0	631.9	12 204.1
Out. <sup>(p)</sup>	1 154.4	7 047.2	8 201.6	1 143.7	2 285.3	3 429.0	11 630.6	72.0	501.8	67.3	641.2	12 271.8
<b>Transações</b>												
2015	66.5	565.9	632.4	-132.2	12.3	-119.9	512.5	-47.2	49.6	-27.0	-24.5	488.0
2016	38.1	541.7	579.8	-107.3	16.1	-91.2	488.5	-4.3	37.5	18.1	51.4	539.9
2017	36.4	590.8	627.1	-109.3	36.2	-73.1	554.0	6.6	-13.8	-19.1	-26.3	527.7
2017 T4	7.7	119.4	127.0	-18.8	9.5	-9.3	117.8	7.6	-19.1	-8.3	-19.9	97.9
2018 T1	5.3	103.6	108.9	-25.0	7.6	-17.3	91.5	-3.1	-1.1	-9.2	-13.4	78.2
T2	16.6	137.8	154.4	4.5	10.2	14.7	169.1	-0.9	-1.6	3.3	0.8	169.9
T3	16.0	115.9	131.9	-51.7	14.2	-37.6	94.3	-2.4	-12.2	-5.4	-19.9	74.4
2018 Maio	5.7	66.0	71.7	-1.6	2.0	0.4	72.0	-5.0	-4.9	-7.2	-17.1	54.9
Jun.	4.9	47.3	52.3	13.7	3.9	17.6	69.9	1.9	1.7	3.9	7.5	77.4
Jul.	2.7	24.8	27.5	-21.2	6.4	-14.8	12.7	-5.1	0.8	-5.1	-9.4	3.2
Ago.	6.5	33.7	40.3	-16.4	3.9	-12.5	27.7	3.2	-6.7	3.4	-0.1	27.7
Set.	6.8	57.4	64.2	-14.1	3.9	-10.2	53.9	-0.5	-6.2	-3.8	-10.5	43.5
Out. <sup>(p)</sup>	3.9	33.8	37.7	12.3	3.1	15.4	53.1	0.4	6.4	1.1	7.8	60.9
<b>Taxas de crescimento</b>												
2015	6.9	11.3	10.6	-8.4	0.6	-3.2	5.3	-39.0	11.3	-25.6	-3.7	4.7
2016	3.7	9.7	8.8	-7.5	0.7	-2.5	4.8	-5.8	7.7	24.1	8.1	5.0
2017	3.4	9.7	8.8	-8.3	1.6	-2.1	5.2	9.5	-2.6	-20.9	-3.8	4.6
2017 T4	3.4	9.7	8.8	-8.3	1.6	-2.1	5.2	9.5	-2.6	-20.9	-3.8	4.6
2018 T1	2.5	8.4	7.5	-8.8	1.7	-2.2	4.4	-1.6	-4.7	-25.7	-7.0	3.7
T2	3.5	8.1	7.4	-5.6	1.7	-0.9	4.7	5.3	-1.1	-13.6	-2.0	4.4
T3	4.1	7.3	6.8	-7.5	1.8	-1.4	4.3	2.0	-6.4	-23.3	-7.7	3.6
2018 Maio	3.3	8.2	7.5	-7.5	1.7	-1.6	4.6	-3.4	-3.0	-21.2	-5.3	4.0
Jun.	3.5	8.1	7.4	-5.6	1.7	-0.9	4.7	5.3	-1.1	-13.6	-2.0	4.4
Jul.	3.6	7.6	7.0	-6.5	1.9	-1.1	4.4	-1.8	-1.3	-19.3	-3.6	4.0
Ago.	3.9	7.0	6.5	-7.6	1.8	-1.5	4.0	-2.5	-3.3	-10.6	-4.1	3.5
Set.	4.1	7.3	6.8	-7.5	1.8	-1.4	4.3	2.0	-6.4	-23.3	-7.7	3.6
Out. <sup>(p)</sup>	4.1	7.3	6.8	-6.0	1.7	-1.0	4.4	-0.6	-4.3	-12.0	-4.8	3.9

Fonte: BCE.

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

## 5 Moeda e crédito

### 5.2 Depósitos no M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famílias <sup>3)</sup>					Sociedades financeiras exceto IFM e sociedades de seguros e fundos de pensões <sup>2)</sup>	Sociedades de seguros e fundos de pensões	Outras administrações públicas <sup>4)</sup>
	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
<b>Saldos</b>													
2015	1 960.9	1 512.5	323.5	116.9	8.1	5 753.0	3 061.3	695.3	1 993.5	2.9	946.9	226.7	365.9
2016	2 093.3	1 630.4	295.1	159.6	8.2	6 055.5	3 402.3	644.9	2 006.3	2.1	970.6	199.5	383.8
2017	2 255.6	1 801.7	285.8	159.1	9.1	6 304.9	3 698.7	561.9	2 043.6	0.7	993.9	204.0	411.1
2017 T4	2 255.6	1 801.7	285.8	159.1	9.1	6 304.9	3 698.7	561.9	2 043.6	0.7	993.9	204.0	411.1
2018 T1	2 260.5	1 821.6	274.0	157.2	7.6	6 376.4	3 787.5	543.5	2 043.8	1.6	983.2	210.4	415.1
T2	2 296.8	1 855.2	277.8	156.7	7.0	6 462.3	3 870.1	535.2	2 055.9	1.1	1 010.5	219.8	425.6
T3	2 323.7	1 891.5	268.0	157.4	6.8	6 538.7	3 945.4	524.6	2 067.6	1.1	982.2	211.8	436.8
2018 Maio	2 293.2	1 858.0	271.7	156.6	6.9	6 435.0	3 844.6	537.1	2 052.0	1.3	984.9	214.6	419.6
Jun.	2 296.8	1 855.2	277.8	156.7	7.0	6 462.3	3 870.1	535.2	2 055.9	1.1	1 010.5	219.8	425.6
Jul.	2 296.6	1 860.7	272.0	156.6	7.4	6 490.0	3 894.7	532.0	2 061.5	1.8	989.9	216.0	425.2
Ago.	2 305.8	1 872.8	268.8	157.5	6.7	6 515.4	3 921.6	528.2	2 063.8	1.8	974.8	214.3	434.2
Set.	2 323.7	1 891.5	268.0	157.4	6.8	6 538.7	3 945.4	524.6	2 067.6	1.1	982.2	211.8	436.8
Out. <sup>(p)</sup>	2 316.7	1 892.0	274.7	144.0	5.9	6 587.1	3 984.0	521.6	2 080.4	1.1	992.6	208.3	443.6
<b>Transações</b>													
2015	90.3	127.8	-31.4	4.9	-11.1	196.1	304.7	-109.6	1.4	-0.4	83.4	-1.1	30.1
2016	131.8	156.6	-25.2	0.3	0.1	300.4	333.9	-46.5	13.9	-0.9	23.3	-28.4	19.1
2017	179.1	181.3	-3.1	-0.1	1.0	254.8	304.4	-81.6	33.4	-1.3	56.3	6.4	27.6
2017 T4	37.6	32.5	0.4	0.9	3.8	53.0	67.4	-20.4	7.2	-1.2	29.0	2.8	-4.7
2018 T1	7.8	22.1	-10.9	-2.0	-1.4	73.7	81.9	-18.1	9.0	0.9	-8.8	6.7	3.8
T2	28.8	29.0	1.0	-0.7	-0.7	83.6	81.7	-9.1	11.6	-0.5	20.1	9.0	10.0
T3	26.4	36.0	-10.0	0.6	-0.2	76.3	75.4	-10.7	11.6	0.0	-29.8	-8.1	11.1
2018 Maio	17.7	19.5	-1.5	0.6	-0.8	26.4	28.5	-3.8	2.0	-0.3	12.8	3.3	1.0
Jun.	2.8	-3.4	6.1	0.0	0.1	27.3	25.5	-1.5	3.6	-0.2	25.6	5.3	5.8
Jul.	0.9	6.2	-5.5	-0.1	0.4	28.1	24.8	-3.1	5.6	0.8	-20.2	-3.7	-0.3
Ago.	8.4	11.6	-3.5	0.9	-0.7	25.0	26.7	-3.9	2.3	0.0	-16.2	-1.8	9.0
Set.	17.2	18.2	-1.0	-0.1	0.1	23.2	23.9	-3.7	3.8	-0.8	6.5	-2.6	2.4
Out. <sup>(p)</sup>	3.2	1.3	4.3	-1.4	-0.9	38.3	37.2	-4.0	5.0	0.1	6.2	-3.8	5.7
<b>Taxas de crescimento</b>													
2015	4.8	9.2	-8.8	4.4	-58.0	3.5	11.1	-13.6	0.1	-12.2	9.7	-0.5	9.0
2016	6.8	10.4	-7.9	0.3	1.4	5.2	10.9	-6.7	0.7	-29.3	2.4	-12.5	5.2
2017	8.6	11.2	-1.1	-0.1	12.5	4.2	9.0	-12.7	1.7	-65.5	5.9	3.2	7.2
2017 T4	8.6	11.2	-1.1	-0.1	12.5	4.2	9.0	-12.7	1.7	-65.5	5.9	3.2	7.2
2018 T1	5.3	8.0	-7.8	-0.2	19.2	4.0	8.3	-12.5	1.7	-42.0	4.4	10.4	5.5
T2	4.8	7.1	-5.5	-1.2	7.0	4.4	8.6	-10.9	1.8	-53.9	5.8	12.8	5.8
T3	4.5	6.8	-6.8	-0.7	27.4	4.6	8.4	-10.0	1.9	-45.8	1.0	5.2	4.9
2018 Maio	5.6	8.5	-7.7	-0.9	7.7	4.2	8.5	-11.6	1.7	-48.4	3.8	10.8	4.6
Jun.	4.8	7.1	-5.5	-1.2	7.0	4.4	8.6	-10.9	1.8	-53.9	5.8	12.8	5.8
Jul.	4.5	6.8	-6.5	-1.0	20.4	4.6	8.7	-10.4	1.9	-13.6	2.0	11.6	3.8
Ago.	4.2	6.5	-7.2	-0.7	13.8	4.6	8.6	-10.4	1.9	-10.7	-1.7	8.1	4.7
Set.	4.5	6.8	-6.8	-0.7	27.4	4.6	8.4	-10.0	1.9	-45.8	1.0	5.2	4.9
Out. <sup>(p)</sup>	4.1	6.0	-4.0	-2.0	5.7	4.7	8.4	-9.6	2.0	-45.3	3.0	2.8	5.9

Fonte: BCE.

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

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

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

4) Refere-se ao setor das administrações públicas excluindo a administração central.

## 5 Moeda e crédito

### 5.3 Crédito a residentes na área do euro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	A sociedades não financeiras <sup>3)</sup>	A famílias <sup>4)</sup>	A sociedades financeiras exceto IFM e sociedades de seguros e fundos de pensões <sup>3)</sup>	A sociedades de seguros e fundos de pensões				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Saldos</b>													
2015	3 898.4	1 114.1	2 781.8	12 601.6	10 510.6	10 806.0	4 287.1	5 309.7	789.3	124.5	1 309.5	781.5	
2016	4 389.4	1 084.1	3 292.1	12 881.0	10 710.9	10 981.6	4 311.4	5 449.4	836.5	113.5	1 387.5	782.6	
2017	4 625.9	1 033.3	3 578.7	13 116.7	10 874.3	11 170.8	4 326.4	5 599.1	839.2	109.6	1 442.5	799.8	
2017 T4	4 625.9	1 033.3	3 578.7	13 116.7	10 874.3	11 170.8	4 326.4	5 599.1	839.2	109.6	1 442.5	799.8	
2018 T1	4 605.0	1 023.1	3 568.0	13 196.5	10 941.2	11 233.7	4 343.7	5 633.0	851.7	112.8	1 467.8	787.5	
T2	4 600.8	1 017.7	3 568.8	13 278.0	10 990.7	11 328.2	4 358.0	5 659.7	853.2	119.8	1 498.5	788.8	
T3	4 627.4	1 003.5	3 609.9	13 363.1	11 064.6	11 398.2	4 396.9	5 701.3	841.9	124.4	1 513.8	784.8	
2018 Maio	4 582.2	1 023.9	3 544.1	13 297.0	11 007.6	11 301.8	4 380.9	5 649.9	857.1	119.7	1 489.9	799.5	
Jun.	4 600.8	1 017.7	3 568.8	13 278.0	10 990.7	11 328.2	4 358.0	5 659.7	853.2	119.8	1 498.5	788.8	
Jul.	4 621.6	1 010.4	3 596.8	13 325.6	11 023.4	11 351.6	4 381.8	5 674.6	846.6	120.4	1 512.1	790.1	
Ago.	4 612.1	1 004.0	3 593.9	13 352.8	11 054.9	11 383.1	4 394.3	5 693.2	847.2	120.2	1 515.4	782.6	
Set.	4 627.4	1 003.5	3 609.9	13 363.1	11 064.6	11 398.2	4 396.9	5 701.3	841.9	124.4	1 513.8	784.8	
Out. <sup>(p)</sup>	4 609.1	1 000.6	3 594.5	13 393.6	11 089.9	11 422.6	4 403.4	5 715.9	849.7	120.8	1 524.5	779.2	
<b>Transações</b>													
2015	294.1	-21.2	315.0	84.9	57.9	77.4	-11.4	97.2	-22.3	-5.6	25.8	1.1	
2016	486.0	-34.4	520.3	319.4	235.7	259.6	82.5	121.1	43.2	-11.0	80.1	3.6	
2017	289.6	-43.0	332.0	361.8	273.3	315.2	83.0	173.5	20.3	-3.6	64.6	23.9	
2017 T4	87.7	-14.0	101.5	90.3	76.1	93.8	31.8	48.1	-2.0	-1.8	9.4	4.8	
2018 T1	-30.6	-9.7	-20.8	112.6	94.6	94.5	38.2	39.4	13.8	3.2	27.9	-9.8	
T2	32.3	-6.0	37.9	87.5	55.9	104.2	17.0	35.2	-3.2	6.9	31.1	0.5	
T3	50.3	-16.1	66.7	103.7	91.2	88.3	48.9	49.9	-12.1	4.5	16.7	-4.2	
2018 Maio	24.1	1.2	22.5	49.4	42.3	45.3	23.7	9.9	6.6	2.0	6.4	0.7	
Jun.	9.2	-6.2	15.5	-9.6	-8.7	35.5	-20.8	13.7	-1.8	0.2	9.2	-10.0	
Jul.	29.0	-5.8	34.8	49.9	37.6	28.4	26.0	17.0	-5.9	0.5	13.4	-1.1	
Ago.	14.6	-6.5	21.2	30.0	31.1	30.4	13.6	18.0	-0.3	-0.2	4.3	-5.4	
Set.	6.7	-3.7	10.7	23.8	22.5	29.4	9.4	14.9	-6.0	4.2	-1.0	2.3	
Out. <sup>(p)</sup>	-12.6	-3.3	-9.3	32.4	21.6	20.4	4.8	15.3	5.2	-3.7	12.1	-1.3	
<b>Taxas de crescimento</b>													
2015	8.2	-1.9	12.7	0.7	0.6	0.7	-0.3	1.9	-2.7	-4.3	2.0	0.1	
2016	12.4	-3.1	18.7	2.5	2.3	2.4	1.9	2.3	5.5	-8.9	6.1	0.5	
2017	6.6	-4.0	10.2	2.8	2.6	2.9	1.9	3.2	2.5	-3.2	4.7	3.1	
2017 T4	6.6	-4.0	10.2	2.8	2.6	2.9	1.9	3.2	2.5	-3.2	4.7	3.1	
2018 T1	3.9	-3.9	6.4	2.6	2.6	3.0	2.3	3.0	1.9	-0.4	4.0	0.0	
T2	3.9	-3.9	6.4	2.8	2.9	3.5	2.5	3.0	3.0	6.8	4.9	-1.3	
T3	3.1	-4.4	5.3	3.0	2.9	3.4	3.2	3.1	-0.4	11.6	5.9	-1.1	
2018 Maio	3.4	-3.6	5.6	3.2	3.0	3.3	2.8	3.1	3.6	8.0	4.6	2.0	
Jun.	3.9	-3.9	6.4	2.8	2.9	3.5	2.5	3.0	3.0	6.8	4.9	-1.3	
Jul.	3.8	-3.9	6.2	3.0	3.0	3.4	3.0	3.3	1.3	5.5	4.9	-1.1	
Ago.	3.3	-4.4	5.6	3.0	3.0	3.4	3.1	3.2	0.8	4.6	6.1	-1.8	
Set.	3.1	-4.4	5.3	3.0	2.9	3.4	3.2	3.1	-0.4	11.6	5.9	-1.1	
Out. <sup>(p)</sup>	2.6	-4.2	4.7	3.0	2.8	3.3	2.8	3.2	-0.5	7.3	7.2	-1.5	

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 *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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famílias <sup>3)</sup>				
	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 <sup>4)</sup>				Empréstimos corrigidos <sup>4)</sup>					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Saldos</b>										
2015	4 287.1	4 266.9	1 051.8	760.7	2 474.6	5 309.7	5 643.5	595.3	3 949.1	765.3
2016	4 311.4	4 308.9	1 012.5	796.5	2 502.4	5 449.4	5 728.6	615.9	4 082.8	750.6
2017	4 326.4	4 364.4	987.7	820.3	2 518.5	5 599.1	5 865.6	654.4	4 216.5	728.1
2017 T4	4 326.4	4 364.4	987.7	820.3	2 518.5	5 599.1	5 865.6	654.4	4 216.5	728.1
2018 T1	4 343.7	4 381.1	997.8	820.6	2 525.4	5 633.0	5 904.6	663.6	4 243.6	725.8
T2	4 358.0	4 424.9	986.0	828.0	2 544.0	5 659.7	5 940.5	670.1	4 272.9	716.7
T3	4 396.9	4 464.4	1 000.2	836.9	2 559.9	5 701.3	5 978.6	678.3	4 310.4	712.7
2018 Maio	4 380.9	4 413.0	1 007.1	824.6	2 549.3	5 649.9	5 927.8	668.9	4 259.6	721.5
Jun.	4 358.0	4 424.9	986.0	828.0	2 544.0	5 659.7	5 940.5	670.1	4 272.9	716.7
Jul.	4 381.8	4 441.9	997.6	833.2	2 551.0	5 674.6	5 954.4	673.9	4 285.4	715.3
Ago.	4 394.3	4 453.8	1 001.0	835.0	2 558.4	5 693.2	5 972.2	677.6	4 300.2	715.4
Set.	4 396.9	4 464.4	1 000.2	836.9	2 559.9	5 701.3	5 978.6	678.3	4 310.4	712.7
Out. <sup>(p)</sup>	4 403.4	4 468.8	985.0	844.0	2 574.5	5 715.9	5 996.1	681.5	4 323.5	710.8
<b>Transações</b>										
2015	-11.4	24.0	-50.5	32.0	7.0	97.2	75.3	21.2	80.1	-4.1
2016	82.5	100.2	-15.4	44.0	54.0	121.1	113.7	24.1	105.3	-8.3
2017	83.0	132.9	0.8	37.2	45.0	173.5	165.8	45.1	134.2	-5.8
2017 T4	31.8	51.8	10.8	10.8	10.2	48.1	44.5	12.3	36.8	-1.0
2018 T1	38.2	38.7	16.7	5.6	15.8	39.4	45.6	11.2	27.5	0.7
T2	17.0	48.0	-12.2	10.2	19.0	35.2	44.8	10.5	29.1	-4.5
T3	48.9	48.1	16.5	10.3	22.1	49.9	48.5	10.5	40.5	-1.1
2018 Maio	23.7	21.0	4.4	4.9	14.5	9.9	14.8	3.8	6.3	-0.2
Jun.	-20.8	13.3	-19.7	3.5	-4.5	13.7	16.2	2.6	13.9	-2.9
Jul.	26.0	18.4	12.7	6.0	7.3	17.0	16.5	4.3	13.3	-0.7
Ago.	13.6	12.4	3.5	1.9	8.2	18.0	17.3	4.1	13.9	0.0
Set.	9.4	17.2	0.3	2.4	6.7	14.9	14.8	2.1	13.3	-0.5
Out. <sup>(p)</sup>	4.8	3.0	-17.1	7.1	14.8	15.3	18.6	3.6	11.9	-0.1
<b>Taxas de crescimento</b>										
2015	-0.3	0.6	-4.5	4.4	0.3	1.9	1.4	3.7	2.1	-0.5
2016	1.9	2.4	-1.5	5.8	2.2	2.3	2.0	4.1	2.7	-1.1
2017	1.9	3.1	0.1	4.7	1.8	3.2	2.9	7.3	3.3	-0.8
2017 T4	1.9	3.1	0.1	4.7	1.8	3.2	2.9	7.3	3.3	-0.8
2018 T1	2.3	3.3	2.7	4.4	1.4	3.0	2.9	7.2	3.0	-0.4
T2	2.5	4.1	1.3	5.4	2.1	3.0	3.0	7.2	3.1	-1.1
T3	3.2	4.3	3.3	4.6	2.7	3.1	3.2	6.9	3.2	-0.8
2018 Maio	2.8	3.7	3.5	4.7	1.9	3.1	2.9	7.2	3.1	-0.5
Jun.	2.5	4.1	1.3	5.4	2.1	3.0	3.0	7.2	3.1	-1.1
Jul.	3.0	4.1	2.7	5.5	2.3	3.3	3.0	7.2	3.4	-0.8
Ago.	3.1	4.2	3.0	5.3	2.4	3.2	3.1	7.2	3.2	-0.8
Set.	3.2	4.3	3.3	4.6	2.7	3.1	3.2	6.9	3.2	-0.8
Out. <sup>(p)</sup>	2.8	3.9	0.6	4.9	2.9	3.2	3.2	7.1	3.3	-0.7

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 *notional cash pooling* prestados por IFM.

## 5 Moeda e crédito

### 5.5 Contrapartidas do M3 exceto crédito a residentes na área do euro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Acordos de revenda a contrapartes centrais <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Saldos</b>										
2015	282.8	6 999.2	2 119.1	80.0	2 255.2	2 544.9	1 352.2	281.9	205.9	135.6
2016	307.7	6 956.9	2 090.5	70.9	2 145.9	2 649.7	1 135.0	253.6	205.9	121.6
2017	343.4	6 767.3	1 968.3	59.7	2 013.0	2 726.2	935.9	299.9	143.5	92.5
2017 T4	343.4	6 767.3	1 968.3	59.7	2 013.0	2 726.2	935.9	299.9	143.5	92.5
2018 T1	340.8	6 745.7	1 952.7	59.4	2 015.0	2 718.5	906.6	315.9	135.9	86.2
T2	330.4	6 705.8	1 950.6	58.4	2 022.9	2 674.0	862.1	422.1	174.1	183.8
T3	403.4	6 693.5	1 934.7	56.9	2 048.5	2 653.4	885.5	425.1	177.3	183.0
2018 Maio	336.1	6 750.6	1 950.8	58.8	2 029.4	2 711.6	860.4	395.6	177.3	186.6
Jun.	330.4	6 705.8	1 950.6	58.4	2 022.9	2 674.0	862.1	422.1	174.1	183.8
Jul.	354.8	6 695.1	1 951.4	57.7	2 018.6	2 667.3	847.8	384.0	184.1	192.4
Ago.	391.6	6 676.5	1 942.9	57.3	2 016.2	2 660.2	851.0	411.3	181.4	189.0
Set.	403.4	6 693.5	1 934.7	56.9	2 048.5	2 653.4	885.5	425.1	177.3	183.0
Out. <sup>(p)</sup>	398.2	6 794.6	1 936.6	56.6	2 109.9	2 691.5	996.2	465.7	167.1	174.4
<b>Transações</b>										
2015	6.2	-216.1	-106.4	-13.4	-210.8	114.6	-87.2	-13.7	21.4	-4.0
2016	22.0	-122.7	-69.6	-9.1	-118.5	74.5	-274.8	-91.4	12.8	-12.0
2017	39.4	-82.2	-84.8	-8.6	-73.0	84.2	-98.2	-68.3	-60.9	-27.6
2017 T4	-11.8	-31.9	-17.5	-1.8	-14.0	1.5	-62.8	-60.9	3.2	7.9
2018 T1	-2.7	7.7	-15.2	-1.4	10.6	13.8	55.6	-54.4	-7.6	-6.3
T2	-10.4	-16.8	-5.3	-1.1	-18.0	7.6	-62.5	85.4	16.4	19.4
T3	76.4	32.6	-16.0	-1.5	21.9	28.3	39.6	-10.2	3.2	-0.8
2018 Maio	-13.4	-12.1	-6.5	-0.4	-5.4	0.2	-41.7	-2.3	30.3	34.7
Jun.	-5.7	-10.3	-0.4	-0.4	-6.6	-3.0	20.5	41.2	-3.2	-2.8
Jul.	24.3	11.6	1.4	-0.7	-0.4	11.2	0.1	-39.9	10.0	8.6
Ago.	36.7	-6.6	-9.0	-0.4	-5.8	8.6	-5.7	18.9	-2.6	-3.5
Set.	15.4	27.7	-8.4	-0.5	28.1	8.5	45.2	10.8	-4.1	-6.0
Out. <sup>(p)</sup>	-5.5	13.6	0.5	-0.3	9.9	3.5	18.0	31.3	-10.2	-8.6
<b>Taxas de crescimento</b>										
2015	2.5	-3.0	-4.8	-14.4	-8.6	4.6	-	-	11.6	-2.9
2016	7.8	-1.7	-3.3	-11.4	-5.3	2.9	-	-	6.3	-9.0
2017	12.7	-1.2	-4.1	-12.4	-3.5	3.2	-	-	-29.7	-22.7
2017 T4	12.7	-1.2	-4.1	-12.4	-3.5	3.2	-	-	-29.7	-22.7
2018 T1	12.0	-0.9	-4.1	-12.5	-1.5	2.5	-	-	-25.6	-22.2
T2	6.7	-1.1	-3.2	-10.8	-2.6	2.0	-	-	-3.6	-18.0
T3	14.5	-0.1	-2.7	-9.3	0.0	1.9	-	-	7.7	4.9
2018 Maio	6.2	-1.0	-3.6	-10.3	-2.4	2.4	-	-	-6.8	-12.4
Jun.	6.7	-1.1	-3.2	-10.8	-2.6	2.0	-	-	-3.6	-18.0
Jul.	10.3	-0.8	-2.5	-10.4	-2.7	2.3	-	-	22.7	23.3
Ago.	16.4	-0.8	-2.7	-9.9	-2.6	2.1	-	-	24.6	34.2
Set.	14.5	-0.1	-2.7	-9.3	0.0	1.9	-	-	7.7	4.9
Out. <sup>(p)</sup>	18.3	0.4	-1.7	-8.8	0.8	1.9	-	-	-9.9	-22.0

Fonte: BCE.

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

2) Inclui detenções da administração central de depósitos no setor das IFM e de títulos emitidos pelo setor das IFM.

3) Dados não corrigidos de efeitos de sazonalidade.

## 6 Evolução orçamental

### 6.1 Défice/excedente

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

	Défice(-)/excedente(+)					Por memória: Défice (-)/ excedente (+) primário
	Total	Administração central	Administração estadual	Administração local	Fundos de segurança social	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2.5	-2.1	-0.2	0.0	-0.1	0.1
2015	-2.0	-1.9	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2016	-1.6	-1.7	-0.1	0.2	0.0	0.6
2017	-1.0	-1.3	0.0	0.2	0.1	1.0
2017 T3	-1.1	.	.	.	.	1.0
T4	-1.0	.	.	.	.	1.0
2018 T1	-0.8	.	.	.	.	1.2
T2	-0.5	.	.	.	.	1.4

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

### 6.2 Receita e despesa

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

	Receita						Despesa						
	Total	Receita corrente			Receita de capital	Total	Despesa corrente				Despesa de capital		
		Impostos diretos	Impostos indiretos	Contribuições sociais líquidas			Remuneração dos empregados	Consumo intermédio	Juros	Prestações sociais			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	46.7	46.2	12.5	13.1	15.4	0.5	49.1	45.2	10.2	5.3	2.6	23.0	3.9
2015	46.2	45.7	12.5	13.0	15.2	0.5	48.3	44.4	10.0	5.2	2.3	22.7	3.9
2016	46.0	45.5	12.6	12.9	15.2	0.5	47.5	44.0	9.9	5.2	2.1	22.7	3.6
2017	46.1	45.7	12.8	12.9	15.2	0.4	47.0	43.3	9.8	5.1	2.0	22.5	3.8
2017 T3	46.1	45.7	12.7	12.9	15.3	0.4	47.1	43.4	9.9	5.1	2.0	22.5	3.7
T4	46.1	45.7	12.8	12.9	15.2	0.4	47.0	43.3	9.8	5.1	2.0	22.5	3.8
2018 T1	46.1	45.7	12.9	12.9	15.2	0.4	46.9	43.1	9.8	5.1	1.9	22.4	3.8
T2	46.1	45.7	12.9	12.9	15.2	0.4	46.6	42.9	9.8	5.1	1.9	22.3	3.7

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

### 6.3 Rácio da dívida pública em relação ao PIB

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

	Total	Instrumento financeiro			Detentor			Prazo original		Prazo residual			Moedas	
		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
2014	91.8	2.7	17.1	71.9	43.9	25.8	47.9	9.8	82.0	18.8	31.8	41.1	89.7	2.1
2015	89.9	2.8	16.2	70.9	44.1	27.3	45.7	9.1	80.8	17.5	31.2	41.2	87.8	2.1
2016	89.1	2.7	15.4	71.0	46.6	30.5	42.5	8.8	80.3	17.1	29.9	42.1	87.0	2.1
2017	86.8	2.6	14.2	70.0	47.3	31.9	39.5	8.0	78.8	15.9	28.8	42.2	85.0	1.8
2017 T3	88.2	2.8	14.6	70.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	86.8	2.6	14.2	70.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 T1	86.9	2.6	14.0	70.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	86.3	2.6	13.7	70.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup> (em percentagem do PIB; fluxos durante um período de 1 ano)

	Variação do rácio da dívida em relação ao PIB <sup>2)</sup>	Défice (+)/excedente (-) primário	Ajustamento défice-dívida								Diferencial juros-crescimento	Por memória: Necessidades de financiamento
			Total	Transações dos principais ativos financeiros					Efeitos de reavaliação e outras variações de volume	Outros		
				Total	Numerário e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida	Ações e outras participações				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0.2	-0.1	-0.2	-0.4	0.2	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.5	2.3
2015	-1.9	-0.3	-0.8	-0.5	0.2	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	-0.4	-0.8	1.2
2016	-0.8	-0.6	0.1	0.2	0.3	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.3	1.6
2017	-2.2	-1.0	-0.2	0.3	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	-1.0	0.9
2017 T3	-1.6	-1.0	0.0	0.6	0.8	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.4	-0.7	1.2
T4	-2.2	-1.0	-0.2	0.4	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.4	-1.0	0.9
2018 T1	-2.4	-1.2	-0.1	0.5	0.5	0.0	-0.1	0.1	-0.1	-0.4	-1.1	0.8
T2	-2.9	-1.4	-0.2	0.3	0.2	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.4	-1.3	0.5

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Prazo residual médio em anos <sup>3)</sup>	Taxas de rendibilidade nominais médias <sup>4)</sup>						
	Total	Capital		Juros			Saldos				Transações		
		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
2015	14.6	12.8	4.3	1.9	0.5	6.6	2.9	1.4	0.1	3.3	3.0	0.4	1.2
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
2017 T3	13.0	11.3	3.7	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.1
T4	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2018 T1	12.9	11.3	4.2	1.6	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	1.1
T2	12.8	11.2	3.6	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	0.9
2018 Maio	12.8	11.2	3.7	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	1.0
Jun.	12.8	11.2	3.6	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	0.9
Jul.	12.8	11.3	3.7	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.2	2.7	2.4	0.4	1.0
Ago.	12.8	11.2	3.8	1.6	0.4	7.2	2.3	1.1	-0.2	2.7	2.5	0.4	1.0
Set.	13.1	11.5	3.8	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.6	0.4	0.9
Out.	13.2	11.7	3.5	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.5	1.0

Fonte: BCE.

1) Registados ao valor nominal e não consolidados no setor das administrações públicas.

2) Exclui pagamentos futuros relativos a títulos de dívida que ainda não venceram e reembolsos antecipados.

3) Prazo residual no final do período.

4) Saldos em fim de período; transações como média de 12 meses.

## 6 Evolução orçamental

### 6.6 Evolução orçamental nos países da área do euro

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

	Bélgica	Alemanha	Estónia	Irlanda	Grécia	Espanha	França	Itália	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Défice (-)/excedente (+) público</b>									
2014	-3.1	0.6	0.7	-3.6	-3.6	-6.0	-3.9	-3.0	-9.0
2015	-2.5	0.8	0.1	-1.9	-5.6	-5.3	-3.6	-2.6	-1.3
2016	-2.4	0.9	-0.3	-0.5	0.5	-4.5	-3.5	-2.5	0.3
2017	-0.9	1.0	-0.4	-0.2	0.8	-3.1	-2.7	-2.4	1.8
2017 T3	-1.1	1.1	-0.7	-0.6	1.0	-3.1	-3.0	-2.5	1.5
T4	-0.9	1.0	-0.4	-0.2	0.8	-3.1	-2.7	-2.4	1.8
2018 T1	-0.9	1.3	-0.6	-0.4	1.1	-3.0	-2.7	-2.2	2.5
T2	-0.3	1.9	-0.2	-0.5	0.9	-2.7	-2.7	-1.8	3.0
<b>Dívida pública</b>									
2014	107.6	74.5	10.5	104.1	178.9	100.4	94.9	131.8	108.0
2015	106.5	70.8	9.9	76.8	175.9	99.3	95.6	131.6	108.0
2016	106.1	67.9	9.2	73.4	178.5	99.0	98.2	131.4	105.5
2017	103.4	63.9	8.7	68.4	176.1	98.1	98.5	131.2	96.1
2017 T3	107.6	64.8	8.6	72.9	177.4	98.4	99.9	133.6	101.3
T4	103.8	63.9	8.7	68.4	178.6	98.1	98.5	131.2	96.1
2018 T1	106.8	62.7	8.5	69.3	180.3	98.7	99.4	132.9	93.4
T2	106.3	61.5	8.3	69.1	179.7	98.1	99.1	133.1	104.0

	Letónia	Lituânia	Luxemburgo	Malta	Países Baixos	Áustria	Portugal	Eslovénia	Eslováquia	Finlândia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
<b>Défice (-)/excedente (+) público</b>										
2014	-1.5	-0.6	1.3	-1.7	-2.2	-2.7	-7.2	-5.5	-2.7	-3.2
2015	-1.4	-0.3	1.3	-1.0	-2.0	-1.0	-4.4	-2.8	-2.6	-2.8
2016	0.1	0.3	1.6	0.9	0.0	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2017	-0.6	0.5	1.4	3.5	1.2	-0.8	-3.0	0.1	-0.8	-0.7
2017 T3	0.1	0.9	1.9	2.9	1.0	-1.2	-2.4	-0.5	-1.5	-1.4
T4	-0.6	0.5	1.4	3.5	1.2	-0.8	-3.0	0.1	-0.8	-0.7
2018 T1	0.0	0.4	1.5	3.1	1.6	-0.7	-0.7	0.5	-0.7	-0.7
T2	0.2	0.7	1.6	3.9	1.9	0.1	-0.9	0.6	-0.6	-1.1
<b>Dívida pública</b>										
2014	40.9	40.5	22.7	63.7	67.9	84.0	130.6	80.4	53.5	60.2
2015	36.8	42.6	22.2	58.6	64.6	84.8	128.8	82.6	52.2	63.6
2016	40.3	39.9	20.7	56.3	61.9	83.0	129.2	78.7	51.8	63.0
2017	40.0	39.4	23.0	50.9	57.0	78.3	124.8	74.1	50.9	61.3
2017 T3	38.0	39.2	23.5	53.5	57.0	79.8	129.5	79.0	51.3	60.7
T4	40.0	39.4	23.0	50.9	57.0	78.3	124.8	74.1	50.9	61.3
2018 T1	35.5	36.0	22.2	50.5	55.1	77.2	125.4	75.5	50.8	60.0
T2	36.9	35.0	22.0	49.6	54.0	76.5	124.9	72.8	51.8	59.5

Fonte: Eurostat.

© Banco Central Europeu, 2018

Endereço postal 60640 Frankfurt am Main, Alemanha  
Telefone +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

A data de fecho das estatísticas incluídas nesta publicação foi 12 de dezembro de 2018.  
Para obter terminologia específica, por favor consulte o [Glossário do BCE](#).

ISSN 2363-3530 (pdf)  
N.º de catálogo da UE QB-BP-18-008-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Publirep