



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 6 / 2017



Índice

Evolução económica e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	5
2 Evolução financeira	11
3 Atividade económica	16
4 Preços e custos	22
5 Moeda e crédito	27
6 Evolução orçamental	34
Caixas	36
1 Dinâmica do investimento nas economias avançadas desde a crise financeira	36
2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 3 de maio a 25 de julho de 2017	41
3 Evolução recente da oferta de mão-de-obra na área do euro	46
4 Redução do desemprego de uma perspetiva histórica	52
5 Necessidades de reformas estruturais na área do euro: informações obtidas num inquérito a grandes empresas	56
6 O papel dos efeitos de base na trajetória projetada para a inflação medida pelo IHPC	62
7 A base monetária, o agregado monetário largo e o programa de compra de ativos	65
Estatísticas	E1

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Na sua reunião de política monetária de 7 de setembro de 2017, o Conselho do BCE considerou que, embora a expansão económica em curso forneça a confiança de que a inflação evoluirá gradualmente para níveis compatíveis com o seu objetivo em termos de inflação, ainda não se traduziu suficientemente numa dinâmica mais forte da inflação. A expansão económica, que acelerou mais do que o previsto na primeira metade de 2017, continua sólida e generalizada nos vários países e setores. Ao mesmo tempo, a recente volatilidade da taxa de câmbio representa uma fonte de incerteza que requer acompanhamento no que diz respeito às suas possíveis implicações para as perspetivas para a estabilidade de preços a médio prazo. As medidas da inflação subjacente aumentaram ligeiramente nos últimos meses, mas, no geral, mantiveram-se em níveis moderados. Por conseguinte, é ainda necessário um grau muito elevado de acomodação monetária para que as pressões inflacionistas subjacentes aumentem de forma gradual e apoiem a evolução da inflação global no médio prazo. O Conselho do BCE manteve, assim, a respetiva orientação da política monetária e decidirá no outono sobre a calibração dos instrumentos de política para além do final do ano.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 7 de setembro de 2017

A expansão económica da área do euro continua e está a tornar-se cada vez mais resiliente, com as medidas de política monetária do BCE a apoiarem a procura interna. O PIB real da área do euro cresceu 0.6% em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2017, o que compara com 0.5% no primeiro trimestre. O crescimento do PIB real é sustentado sobretudo pela procura interna. O consumo privado é apoiado pelos ganhos em termos de emprego, que estão igualmente a beneficiar de anteriores reformas do mercado de trabalho, e pelo aumento da riqueza das famílias. A recuperação do investimento continua a beneficiar de condições de financiamento muito favoráveis e de melhorias na rentabilidade das empresas. Inquéritos e indicadores de curto prazo confirmam as perspetivas de dinamismo de crescimento robusto a curto prazo.

A recuperação generalizada à escala mundial apoiará as exportações da área do euro. A atividade económica mundial deverá registar uma aceleração moderada, sustentada pela continuação do apoio da política monetária e orçamental nas economias avançadas e por uma recuperação das economias de mercado emergentes exportadoras de matérias-primas. Após ter apresentado uma melhoria assinalável na viragem do ano, o comércio mundial abrandou recentemente, embora os indicadores avançados continuem a sinalizar perspetivas positivas. Em termos

gerais, a recuperação generalizada à escala mundial irá mitigar o impacto potencial sobre as exportações de uma taxa de câmbio mais forte, que se apreciou 3.4% em termos ponderados pelo comércio desde a reunião de política monetária do Conselho do BCE em junho.

As projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE preveem que o crescimento do PIB real da área do euro se situe em 2.2% em 2017, 1.8% em 2018 e 1.7% em 2019. Em comparação com as projeções de junho de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as taxas de crescimento esperadas foram revistas em alta para 2017, tendo-se mantido globalmente inalteradas para os anos seguintes. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro mantêm-se globalmente equilibrados. Por um lado, o atual dinamismo cíclico positivo aumenta a probabilidade de uma recuperação económica mais forte do que o esperado. Por outro lado, continuam a existir riscos em sentido descendente, principalmente relacionados com fatores mundiais e desenvolvimentos nos mercados cambiais.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro em agosto de 2017 situou-se em 1.5%, face a 1.3% em julho. Isto refletiu a inflação dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares transformados mais elevada, embora em menor grau nestes últimos. Com base nos preços atuais dos futuros do petróleo, as taxas homólogas da inflação global deverão descer temporariamente perto da viragem do ano, refletindo sobretudo efeitos de base nos preços dos produtos energéticos, antes de registar nova subida.

Enquanto as medidas da inflação subjacente registaram um aumento moderado nos últimos meses, ainda não mostraram sinais convincentes de uma tendência ascendente sustentada. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e alimentares foi de 1.2% em agosto, inalterada face a julho, mas 0.4 pontos percentuais acima da média do último trimestre de 2016. As pressões sobre os custos internos, nomeadamente provenientes dos mercados de trabalho, são ainda moderadas. Espera-se que a inflação subjacente na área do euro aumente apenas gradualmente no médio prazo, apoiada pelas medidas de política monetária do BCE, pela continuação da expansão económica e pela absorção gradual correspondente da margem disponível na economia e do aumento dos salários.

As projeções macroeconómicas de setembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.5% em 2017, 1.2% em 2018 e 1.5% em 2019. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas ligeiramente em baixa, refletindo sobretudo a apreciação recente da taxa de câmbio do euro.

O défice orçamental da área do euro deverá registar uma nova descida ao longo do horizonte de projeção (2017-2019), devido à melhoria das condições cíclicas e à redução dos pagamentos de juros. De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, o

rácio do défice das administrações públicas para a área do euro deverá cair de 1.5% do PIB em 2016 para 0.9% do PIB em 2019. Contudo, os défices estruturais não estão a diminuir, apesar da dinâmica de crescimento favorável.

O crescimento monetário manteve-se robusto, apesar de alguma volatilidade mensal. A recuperação do crescimento dos empréstimos ao setor privado tem prosseguido. Ao mesmo tempo, segundo as estimativas, o fluxo anual do financiamento externo total a sociedades não financeiras abrandou ligeiramente no segundo trimestre de 2017.

A repercussão das medidas de política monetária implementadas nos últimos anos continua a apoiar significativamente as condições de concessão de empréstimos. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro mantiveram-se globalmente inalteradas desde a reunião de política monetária do Conselho do BCE em junho. Os diferenciais das obrigações das empresas face à taxa sem risco registaram apenas uma ligeira diminuição, mantendo-se abaixo dos níveis observados no início de março de 2016, altura em que o programa de compra de ativos do setor empresarial foi anunciado.

Decisões de política monetária

Tendo em consideração os resultados da análise económica e os sinais fornecidos pela análise monetária, o Conselho do BCE concluiu que a continuação de um grau muito substancial de acomodação monetária é necessária para garantir um regresso sustentado das taxas de inflação a níveis abaixo, mas próximo, de 2%. O Conselho do BCE decidiu manter inalteradas as taxas de juro diretoras do BCE e espera que estas taxas permaneçam nos níveis atuais por um período de tempo alargado, muito para além do horizonte das compras de ativos líquidos. No que respeita às medidas de política monetária não convencionais, o Conselho do BCE confirmou que pretende que as compras líquidas de ativos, ao atual ritmo mensal de €60 mil milhões, prossigam até ao final de dezembro de 2017, ou até mais tarde, se necessário, e, em qualquer caso, até que o Conselho considere que se verifica um ajustamento sustentado da trajetória de inflação, compatível com o seu objetivo. As compras líquidas são realizadas a par de reinvestimentos dos montantes dos pagamentos do capital dos títulos vencidos adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos. Além disso, o Conselho do BCE reconfirmou o seu compromisso de aumentar o programa de compra de ativos em termos de dimensão e/ou duração, caso as perspetivas se tornem menos favoráveis, ou se as condições financeiras se tornem incompatíveis com um maior progresso no sentido de um ajustamento sustentado na trajetória da inflação. Neste outono, o Conselho do BCE irá decidir relativamente à calibração dos instrumentos de política para além do final do ano, tendo em consideração a trajetória esperada da inflação e as condições financeiras necessárias para um retorno sustentado das taxas de inflação para níveis abaixo, mas próximo, de 2%.

1 Conjuntura externa

O ritmo de expansão da economia mundial continua a registar uma taxa de expansão sólida. Após uma queda temporária do dinamismo em alguns países no início do ano, os dados apontam para uma recuperação do crescimento do PIB mundial. Em termos prospetivos, a atividade económica mundial deverá acelerar de forma moderada, sustentada pela continuação do apoio das políticas monetária e orçamental nas economias avançadas e por uma recuperação nas economias emergentes exportadoras de matérias-primas. Depois de relevar uma melhoria acentuada no virar do ano, o comércio mundial registou recentemente uma moderação, mas os indicadores avançados continuam a apontar para perspetivas positivas. A inflação mundial deverá aumentar, à medida que a capacidade produtiva disponível diminua a nível mundial.

Atividade económica e comércio a nível mundial

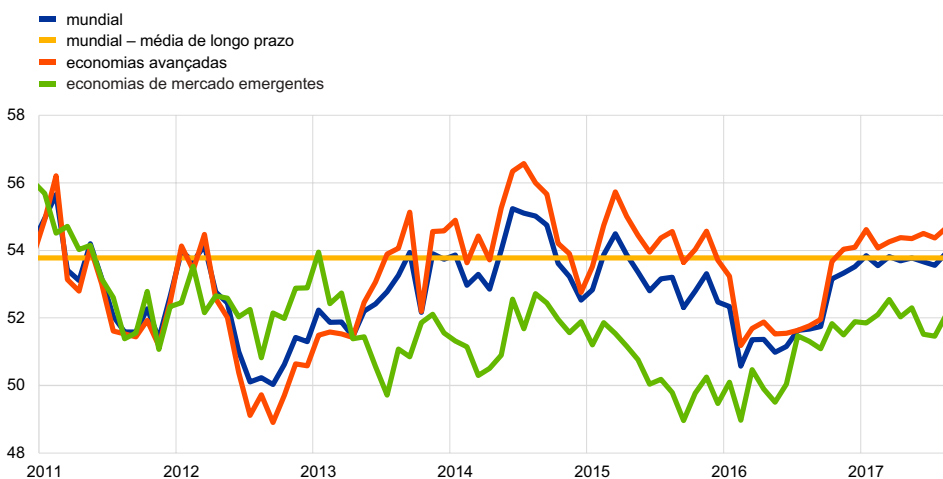
A economia mundial continuou a expandir-se a um ritmo estável. Após uma queda temporária do crescimento em algumas economias no primeiro trimestre, os dados mais recentes e os indicadores baseados em inquéritos mostram uma recuperação do crescimento mundial. No que se refere às economias avançadas, o crescimento do PIB recuperou nos Estados Unidos no segundo trimestre, tendo as despesas de consumo e as existências recuperado face aos fracos resultados anteriores, apoiadas pela maior restritividade do mercado de trabalho e pela forte confiança das famílias. No Japão, a atividade cresceu fortemente no segundo trimestre, apoiada por uma conjuntura externa e estímulo orçamental favoráveis. Pelo contrário, a atividade no Reino Unido manteve-se relativamente fraca, com os rendimentos das famílias a serem afetados pelo aumento da inflação e a queda dos salários reais. Quanto às economias dos mercados emergentes, no Brasil e na Rússia, a atividade foi apoiada por uma retoma do crescimento após profundas recessões, enquanto na Índia e na China o crescimento económico se manteve resiliente.

Indicadores de inquéritos sugerem um crescimento mundial sustentado no curto prazo. O IGC mundial composto do produto (excluindo a área do euro) subiu em agosto para um valor ligeiramente acima da média de longo prazo. O inquérito mostra o ritmo mais rápido de expansão desde o início de 2015 (ver Gráfico 1). Os indicadores do inquérito ao sentimento económico subiram também ao longo dos últimos meses.

Gráfico 1

IGC mundial compósito do produto

(Índice de difusão)



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

Notas: As últimas observações referem-se a agosto de 2017. A média de longo prazo refere-se ao período entre janeiro de 1999 e agosto de 2017.

As condições financeiras mundiais mantiveram-se, no geral, favoráveis.

Os mercados acionistas nas economias avançadas mantiveram-se praticamente inalterados ao longo das últimas semanas, num contexto de volatilidade moderada e aversão ao risco reduzida. As taxas de juro de longo prazo nos Estados Unidos e no Reino Unido moderaram-se nos últimos meses. No Japão, as taxas de rentabilidade mantiveram-se estáveis, refletindo o programa de controlo da curva de rendimentos do Banco do Japão. As condições financeiras nas economias de mercado emergentes beneficiam também de expectativas de melhores perspetivas de crescimento mundial, num contexto de fluxos de capitais resilientes. Na China, as condições financeiras atenuaram-se ligeiramente após um período em que as autoridades tornaram as condições financeiras substancialmente mais restritivas, numa tentativa para travar a alavancagem no sistema financeiro.

As políticas monetárias mantiveram-se acomodáticas nas economias avançadas, e os bancos centrais em algumas economias emergentes reduziram as taxas de juro.

Em linha com as expectativas de mercado, o Sistema de Reserva Federal aumentou as taxas de juro na sua reunião de junho. Anunciou também a sua intenção de iniciar a normalização do balanço em finais do corrente ano. Contudo, os mercados continuam a fixar preços no contexto de um aumento muito gradual da restritividade monetária nos Estados Unidos, enquanto os bancos centrais em outras economias avançadas deverão manter a sua orientação acomodática. Entre as economias de mercado emergentes, alguns países exportadores de matérias-primas reduziram as taxas diretoras, à medida que as pressões inflacionistas se atenuavam e as taxas de câmbio se consolidavam.

Em termos prospetivos, prevê-se que a atividade económica mundial acelere gradualmente.

As perspetivas entre as economias avançadas apontam para uma expansão modesta, sustentada pela continuação do apoio das políticas monetária e orçamental, à medida que a recuperação cíclica prossegue e os desvios do produto

se reduzem gradualmente. Entre as economias emergentes, as perspectivas são apoiadas por um crescimento resiliente na China e na Índia e pela recuperação de países exportadores de matérias-primas de significativos choques adversos aos seus termos de troca. Não obstante, o ritmo de expansão mundial continuará a situar-se abaixo das taxas pré-crise, o que é consistente com estimativas que sugerem que o crescimento potencial diminuiu na maior parte das economias avançadas e emergentes nos últimos anos. Entre os fatores subjacentes a este abrandamento têm estado as deficiências nos contributos de capital. A Caixa 1 aprofunda os fatores subjacentes ao investimento moderado em economias avançadas.

Nos Estados Unidos, espera-se um fortalecimento da atividade. A recente depreciação do dólar dos Estados Unidos e a recuperação do crescimento mundial deverão impulsionar o contributo das exportações líquidas para o crescimento. Os ganhos em termos de preços da habitação e das ações, em paralelo com o dinamismo da confiança dos consumidores e condições do mercado de trabalho mais restritivas deverão reforçar ainda mais as despesas de consumo. Uma vez que as empresas registam melhores lucros e uma confiança das empresas sólida, prevê-se que o investimento aumente a um ritmo estável. Contudo, as expectativas de mercado de um estímulo orçamental mais reduzido darão um menor impulso à atividade económica do que anteriormente previsto. Além disso, no curto prazo, existe ainda alguma incerteza quanto ao impacto do furacão Harvey sobre a atividade económica nas regiões afetadas.

No Reino Unido, espera-se que o crescimento do PIB real permaneça relativamente moderado no curto prazo. Embora a depreciação da libra esterlina possa apoiar as exportações, o aumento da inflação irá reduzir o rendimento real das famílias e o consumo privado. Uma maior incerteza quanto aos futuros acordos comerciais do Reino Unido está também a afetar o investimento.

No Japão, as políticas acomodáticas continuam a apoiar a expansão. No curto prazo, a política monetária acomodática e o programa de estímulo orçamental deverão apoiar a procura interna, enquanto as exportações recuperam gradualmente à medida que a procura externa melhora. Em termos prospetivos, porém, prevê-se que a atividade desacelere no sentido do seu potencial, à medida que o apoio orçamental abrande e a margem disponível da economia se reduz. Além disso, apesar da sólida criação de emprego, os aumentos salariais mantiveram-se modestos, enfraquecendo as perspectivas de consumo privado.

Na China, a atividade continuou a registar uma expansão a um ritmo robusto, apoiada por um consumo resiliente e pelo dinamismo do mercado da habitação. Embora a política orçamental continue a manter o seu apoio, a incidência das autoridades também sobre a contenção dos riscos para a estabilidade financeira deverá reforçar um reequilíbrio gradual à medida que o investimento abrande.

Os países da Europa Central e de Leste beneficiam de um forte consumo e investimento, este último apoiado por fundos estruturais da UE. Embora se preveja que a inflação aumente gradualmente, refletindo o desvanecimento dos efeitos das quedas dos preços dos produtos energéticos, espera-se que o rendimento disponível apoie o crescimento do PIB, em resultado de um novo fortalecimento do mercado de trabalho e do crescimento dos salários.

Os grandes exportadores de matérias-primas continuam a recuperação, após terem registado recessões profundas.

Na Rússia, a recuperação da atividade desde o início do ano deverá continuar, apoiada pelos preços do petróleo, um contexto externo favorável e uma política monetária acomodatória. O consumo deverá melhorar a taxas moderadas, em resposta ao crescimento dos salários reais e ao aumento da confiança dos consumidores, embora de níveis muito baixos. Os desafios orçamentais continuarão a afetar o crescimento. A atividade económica no Brasil deverá beneficiar da estabilização da confiança nas empresas, da melhoria dos termos de troca e da menor restritividade das condições financeiras. Ao mesmo tempo, as incertezas políticas recorrentes e a consolidação orçamental devem continuar a afetar as perspetivas a médio prazo.

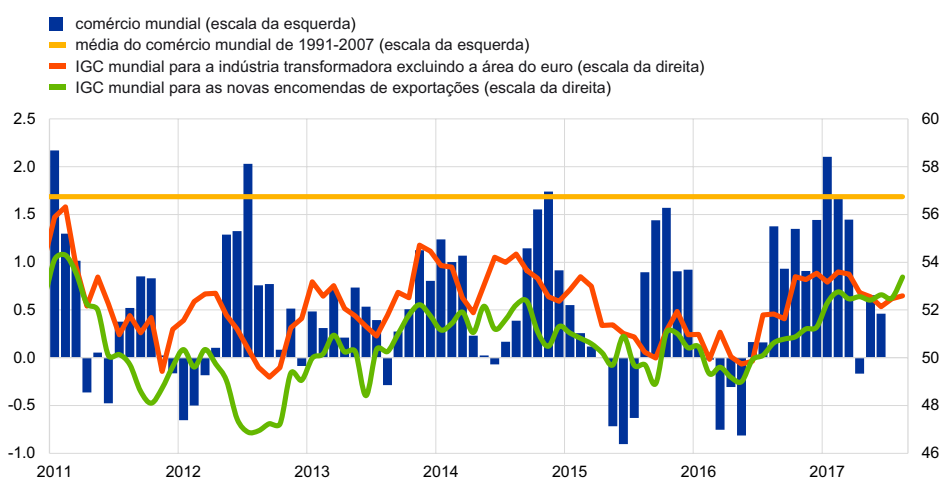
O crescimento do comércio mundial abrandou ao longo do segundo trimestre, mas os indicadores avançados continuam a apontar para perspetivas positivas.

O volume das importações mundiais de bens aumentou 0.5%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2017, o que foi inferior ao ritmo observado no trimestre anterior (ver Gráfico 2). O abrandamento do comércio de mercadorias foi principalmente impulsionado pelas economias dos mercados emergentes. Porém, os indicadores avançados sugerem perspetivas positivas para o comércio mundial no curto prazo, com um aumento do IGC mundial para novas encomendas de exportações, em agosto. Numa análise prospetiva, prevê-se que o comércio internacional registe uma expansão, globalmente de acordo com a recuperação da atividade mundial.

Gráfico 2

Comércio mundial de bens

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



Fontes: Markit, CPB e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2017 para os IGC e a junho de 2017 para o comércio.

Em termos gerais, o crescimento mundial deverá aumentar de forma gradual no período de 2017 a 2019.

De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) deve acelerar de 3.2% em 2016 para 3.7% em 2017 e 3.8% em 2018-2019. Espera-se que o crescimento da procura externa da

área do euro aumente de 1.6% em 2016 para 4.7% em 2017, passando para 3.4% em 2018 e 3.5% em 2019. Em comparação com as projeções de junho de 2017, o crescimento do PIB mundial manteve-se sem grandes alterações, tendo as revisões em baixa das perspetivas nos Estados Unidos refletido expectativas de menores estímulos orçamentais, o que é compensado por melhores perspetivas em algumas economias emergentes. O crescimento da procura externa na área do euro foi revisto em alta para 2017, refletindo dados de importações mais fortes no primeiro trimestre.

A incerteza em torno das projeções de referência para a atividade mundial continua alta, com o equilíbrio de riscos enviesado no sentido descendente.

No lado ascendente, existe a possibilidade de que a melhoria do sentimento – como evidenciado pelos inquéritos e mercados financeiros – resulte numa retoma mais rápida da atividade e do comércio no curto prazo. Os principais riscos no sentido descendente incluem um aumento do protecionismo comercial; um aumento desordenado da restritividade das condições financeiras mundiais, que poderia, em particular, afetar economias dos mercados emergentes vulneráveis; possíveis perturbações associadas ao processo de reforma e liberalização da China; e o potencial para criar volatilidade, resultante de incertezas políticas e geopolíticas, incluindo as relacionadas com as negociações sobre as futuras relações entre o Reino Unido e a União Europeia. Por último, existe considerável incerteza quanto às perspetivas para a política orçamental nos Estados Unidos.

Evolução dos preços a nível mundial

A inflação mundial de preços no consumidor mantém-se relativamente

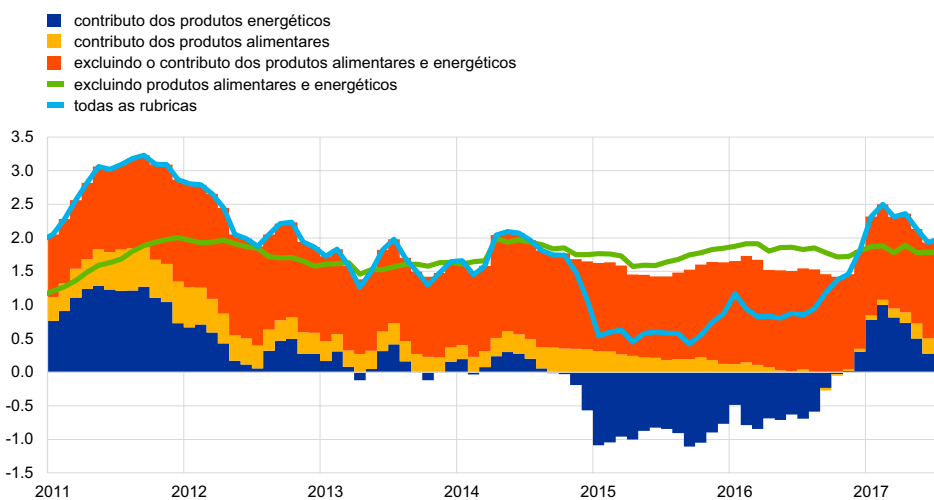
moderada. Depois de diminuir ao longo da primeira parte do corrente ano, à medida que se atenuava o contributo dos preços da energia, a inflação de preços no consumidor na área da OCDE aumentou ligeiramente para 2.0% (ver Gráfico 3). Excluindo os produtos alimentares e os produtos energéticos, a inflação homóloga nos países da OCDE permaneceu estável em 1.8% em julho.

Os preços do petróleo aumentaram nas últimas semanas. Depois de se reduzirem ao longo das primeiras semanas do verão, os preços do petróleo bruto Brent recuperaram entretanto para cerca de USD 52 por barril. Este aumento refletiu expectativas de um reequilíbrio moderadamente mais rápido do mercado do petróleo. As existências de petróleo bruto dos Estados Unidos caíram mais do que o esperado pelo mercado, enquanto a procura de petróleo foi ligeiramente mais forte no segundo trimestre de 2017. Ao mesmo tempo, as restrições ao nível da oferta impulsionaram os preços no contexto de um abrandamento da taxa de crescimento do número de plataformas petrolíferas nos Estados Unidos e de expectativas de que a Arábia Saudita possa reduzir as exportações de petróleo bruto. Até à data, os preços ou cotações de futuros do petróleo bruto Brent não foram afetados pela tempestade tropical Harvey, que atingiu o Golfo do México nos Estados Unidos.

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

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



Fonte: OCDE.

Nota: A última observação refere-se a julho de 2017.

Numa análise prospetiva, após uma ligeira moderação no curto prazo, a inflação mundial deverá aumentar lentamente. A curva de futuros do petróleo indica um modesto aumento dos preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção, com os preços dos produtos energéticos a dar um pequeno contributo positivo para a inflação. Ao mesmo tempo, a lenta diminuição da capacidade produtiva disponível a nível mundial deverá apoiar a inflação subjacente.

2 Evolução financeira

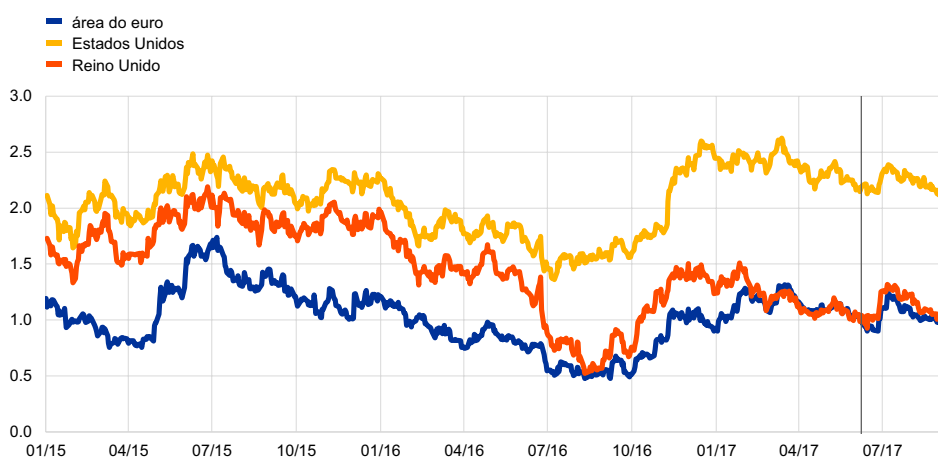
As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro mantiveram-se globalmente inalteradas desde a reunião de política monetária do Conselho do BCE em 8 de junho. Os diferenciais das obrigações das empresas face à taxa isenta de risco diminuíram ligeiramente e permanecem abaixo dos níveis observados no início de março de 2016, quando foi anunciado o programa de compra de ativos do setor empresarial. Os preços das ações das sociedades não financeiras da área do euro caíram, devido sobretudo a um aumento dos riscos geopolíticos observados, mas continuam a ser sustentados por fortes expectativas de lucros. Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação substancial.

As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo da área do euro mantiveram-se globalmente inalteradas, no geral, desde o início de junho. Ao longo do período em análise, entre 8 de junho e 6 de setembro de 2017, a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* da área do euro a 10 anos aumentou 3 pontos base, para 0.58%, enquanto a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro a 10 anos ponderada pelo PIB aumentou 1 ponto base, para 0.99% (ver Gráfico 4). Nos Estados Unidos, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo desceram 8 pontos base, para 2.11%. A evolução das taxas de juro de longo prazo da área do euro desde o início de junho foi, no geral, modesta, ocultando um episódio específico de volatilidade quando os participantes no mercado, de forma algo abrupta, reviram as suas expectativas quanto à futura trajetória da política monetária e, conseqüentemente, as taxas de rendibilidade aumentaram. Porém, este aumento inverteu-se no final do período em análise, em parte devido a tensões geopolíticas e notícias macroeconómicas menos positivas dentro e fora da área do euro.

Gráfico 4

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos na área do euro, Estados Unidos e Reino Unido

(percentagens por ano)



Fontes: Bloomberg e BCE.

Notas: Para a área do euro, é apresentada a média ponderada pelo PIB das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos. A linha vertical a cinzenta denota o início do período em análise em 8 de junho de 2017. A última observação refere-se a 6 de setembro de 2017.

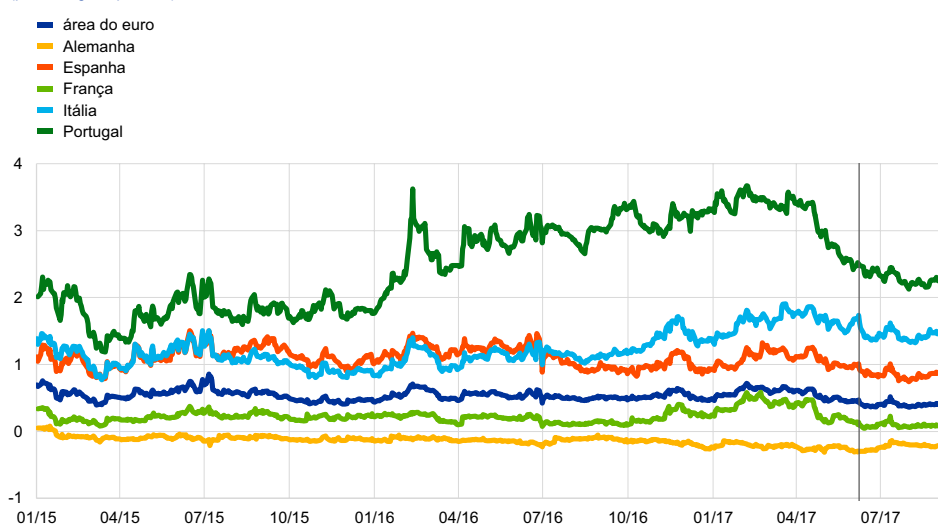
Os diferenciais das obrigações soberanas face às taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* isentas de risco diminuíram em vários países num contexto de melhoria das perspetivas macroeconómicas da área do euro.

As descidas oscilaram entre 1 ponto base em França, 19 pontos base em Itália e 20 pontos base em Portugal (ver Gráfico 5), tendo sido inicialmente precipitadas na sequência dos resultados das eleições presidenciais em França em abril. Posteriormente, refletiram sobretudo uma melhoria da conjuntura macroeconómica na área do euro.

Gráfico 5

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

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas. Para a área do euro, é indicada a média ponderada pelo PIB das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 8 de junho de 2017. A observação mais recente refere-se a 6 de setembro de 2017.

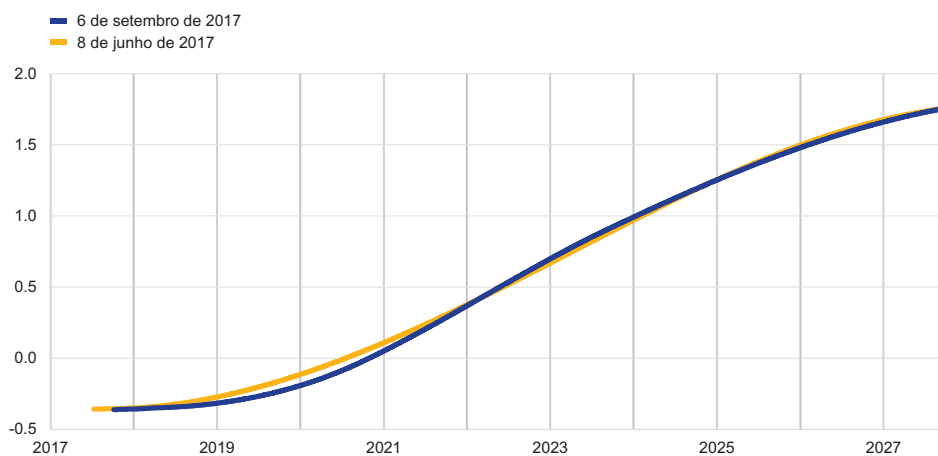
A curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) deslocou-se em sentido ligeiramente descendente para os prazos curtos, mas mantém-se virtualmente inalterada para os prazos longos (ver Gráfico 6). A inclinação ascendente gradual da curva implica que os participantes no mercado continuam a prever um período prolongado de taxas EONIA negativas até meados de 2020.

A EONIA oscilou em torno de -36 pontos base durante o período em análise. A liquidez excedentária aumentou cerca de €100 mil milhões, para aproximadamente €1770 mil milhões. Este aumento ficou a dever-se às atuais compras ao abrigo do programa de compra de ativos. As condições de liquidez são discutidas mais em pormenor na Caixa 2.

Gráfico 6

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

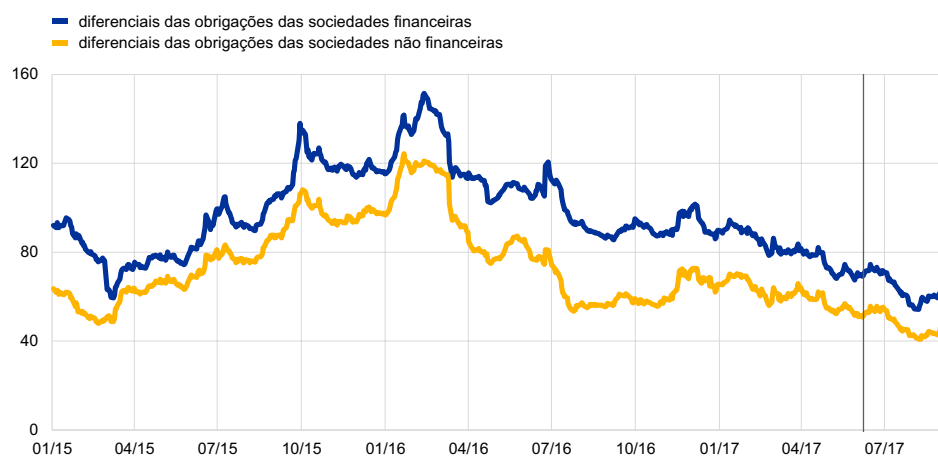
Os diferenciais das obrigações emitidas por sociedades não financeiras (SNF) diminuíram ligeiramente durante o período em análise (ver Gráfico 7).

Em 6 de setembro, os diferenciais das obrigações das SNF com categoria de investimento (para a curva correspondente das taxas de rendibilidade médias da área do euro com notação AAA) situaram-se, em média, 5 pontos base abaixo do nível observado no início de junho e cerca de 70 pontos base abaixo dos seus níveis de março de 2016, antes do anúncio e posterior lançamento do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP). Os diferenciais face às SNF sem categoria de investimento e à dívida do setor financeiro também diminuíram durante o período em análise, em 39 e 6 pontos base, respetivamente. O nível reduzido e a nova compressão dos diferenciais das obrigações de empresas estão em linha com a consolidação da recuperação económica.

Gráfico 7

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



Fontes: Índices iBoxx e cálculos do BCE.

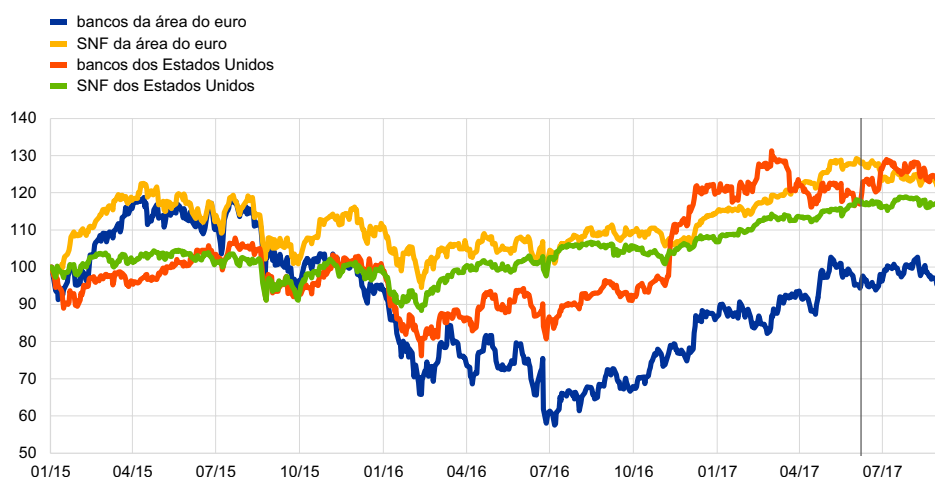
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 8 de junho de 2017. A última observação refere-se a 6 de setembro de 2017.

Os preços das ações na área do euro desceram desde o início de junho (ver Gráfico 8). Os preços das ações das SNF da área do euro terminaram o período em análise num nível cerca de 3% abaixo do inicial, enquanto os preços das ações caíram aproximadamente 2.5% para as sociedades financeiras. Tais quedas refletiram sobretudo um aumento dos riscos geopolíticos observados. No entanto, os preços das ações dos bancos permanecem cerca de 65% acima dos níveis globalmente reduzidos registados no seguimento do referendo no Reino Unido sobre a permanência na UE realizado em junho de 2016 (os preços das ações de SNF são apenas 25% mais elevados). Em contraste com as descidas dos preços das ações das SNF na área do euro, os preços das ações das SNF nos Estados Unidos terminaram o período em análise 1.5% acima do valor inicial. Uma razão possível para o subdesempenho das ações das SNF na área do euro será o facto de a apreciação da taxa de câmbio do euro ter enfraquecido as expectativas de mercado quanto aos lucros de curto prazo das empresas muito dependentes das exportações. No entanto, as expectativas de lucros a mais longo prazo mantiveram-se robustas e continuaram a sustentar os preços das ações de SNF. As expectativas de mercado quanto à volatilidade dos preços das ações na área do euro aumentaram em resposta a um ressurgimento das tensões geopolíticas em meados de agosto, mas subsequentemente regressaram aos níveis reduzidos prevalecentes ao longo de 2017. Nos Estados Unidos, as expectativas quanto à volatilidade dos preços das ações também diminuíram, no geral.

Gráfico 8

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

(índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 8 de junho de 2017. A última observação refere-se a 6 de setembro de 2017.

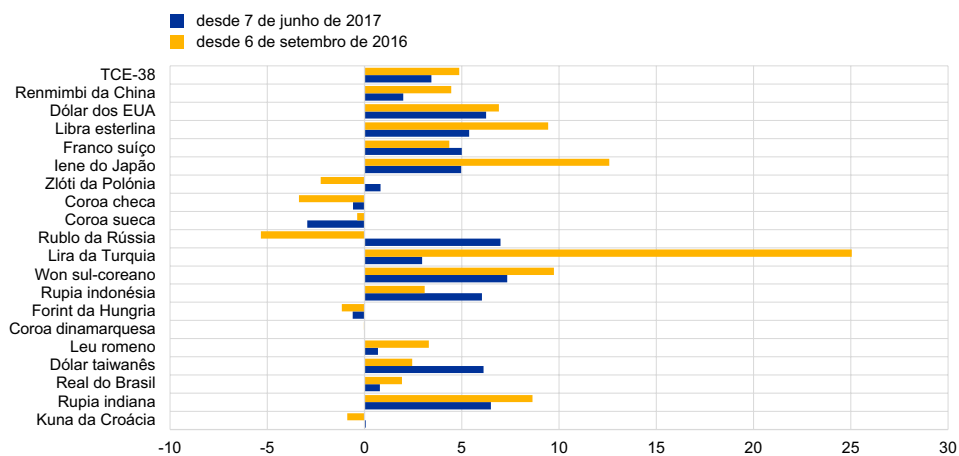
Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação de 3.7% em termos ponderados pelo comércio desde o início de junho (ver Gráfico 9). O euro apreciou-se face à maioria das outras moedas mais importantes, num contexto de melhoria das perspetivas macroeconómicas da área do euro. Em termos bilaterais, desde 8 de junho, o euro fortaleceu-se 6.3% face ao dólar dos Estados Unidos, 5.0% face ao iene do Japão, 5.4% face à libra esterlina e 5.0% face ao

franco suíço. O euro também se apreciou face às moedas da maioria dos países emergentes, incluindo o renminbi da China (2.0%), bem como face às moedas de outras economias na Ásia, tendo registado uma ligeira depreciação face às moedas de alguns Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. A apreciação do euro face ao dólar dos Estados Unidos foi impulsionada por três forças, dotadas de peso quase equiparável: a melhoria das perspetivas de crescimento da área do euro, um aumento da restritividade da orientação de política monetária face aos Estados Unidos, e uma componente exógena que possivelmente refletiu a melhoria do sentimento de mercado quanto à taxa de câmbio do euro em relação ao dólar dos Estados Unidos.

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas seleccionadas

(percentagens)



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 prevalecentes em 6 de setembro de 2017.

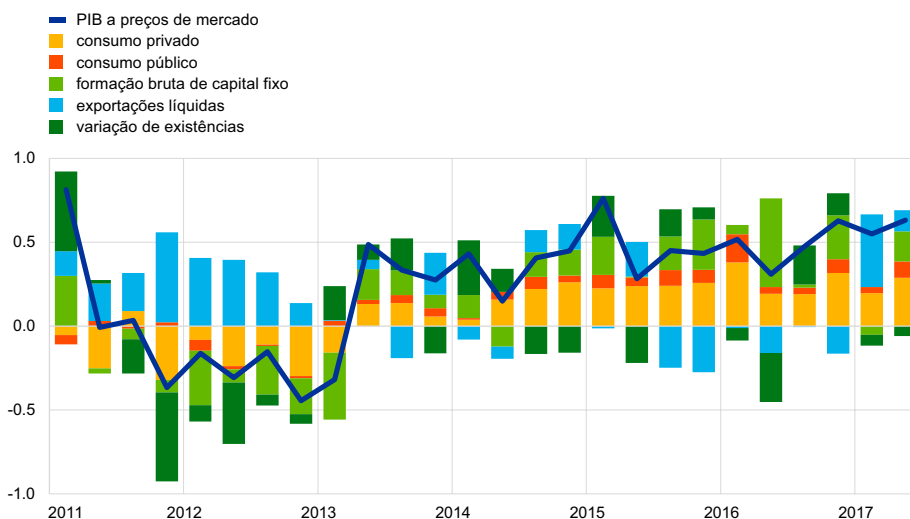
3 Atividade económica

A expansão económica prossegue na área do euro, tornando-se cada vez mais resiliente. O crescimento do PIB real está a ser apoiado sobretudo pela procura interna. Os inquéritos e os indicadores de curto prazo confirmam as perspetivas de um dinamismo robusto do crescimento no curto prazo. Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE foram revistas em alta para 2017, tendo-se mantido globalmente inalteradas para os anos seguintes. Prevê-se que o PIB real da área do euro cresça 2.2% em 2017, 1.8% em 2018 e 1.7% em 2019.

A expansão económica na área do euro ganhou dinamismo e está a ser suportada sobretudo pela procura interna. O PIB real aumentou 0.6%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2017, após um crescimento de 0.5% no trimestre anterior (ver Gráfico 10). A procura interna continuou a ser o motor do crescimento, em conjunto com um menor contributo das exportações líquidas, enquanto a variação de existências deu um ligeiro contributo negativo. No lado da produção, a atividade económica foi generalizada, com um crescimento do valor acrescentado positivo na indústria (excluindo a construção), bem como nos setores da construção e dos serviços.

Gráfico 10
PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fonte: Eurostat.

Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2017.

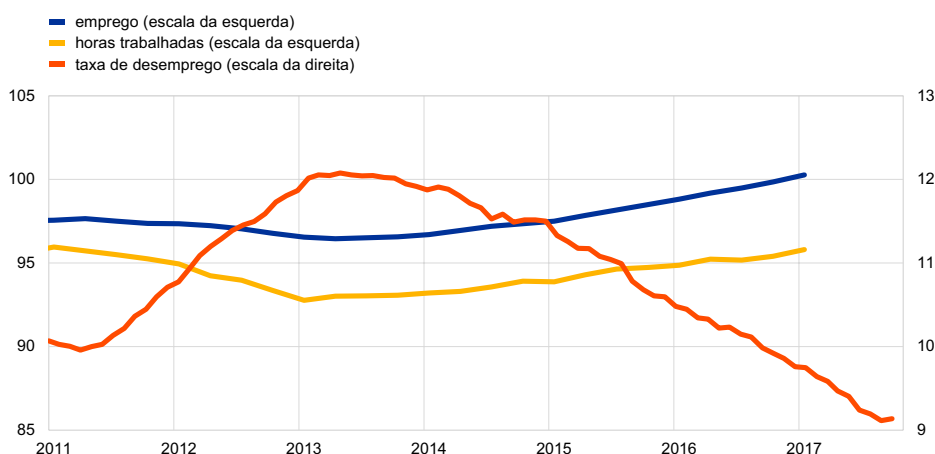
Os mercados de trabalho da área do euro continuam a apresentar uma dinâmica favorável. O crescimento do emprego na área do euro prosseguiu no primeiro trimestre de 2017 (0.4% em termos trimestrais em cadeia), tendo, por conseguinte, ultrapassado pela primeira vez o pico pré-crise observado em 2008 (ver Gráfico 11). O total de horas trabalhadas também continuou a registar uma

recuperação, embora a média de horas trabalhadas por indivíduo empregado tenha permanecido globalmente estável, apesar de tanto os trabalhadores a tempo inteiro como os trabalhadores a tempo parcial terem trabalhado mais horas, em média, à medida que os referidos aumentos foram compensados pela alteração na composição do emprego no sentido de uma maior percentagem de trabalhadores a tempo parcial¹. O desemprego na área do euro registou uma diminuição considerável, após ter atingido um valor máximo de 12.1% no segundo trimestre de 2013. Em julho de 2017, a taxa de desemprego situou-se em 9.1%, o nível mais baixo desde fevereiro de 2009. Os dados de inquéritos disponíveis até agosto de 2017 apontam para novas melhorias nas condições dos mercados de trabalho, registando-se um número acrescido de casos de escassez de mão-de-obra nas grandes economias da área do euro.

A rápida descida do desemprego na área do euro é particularmente encorajadora, no contexto de um aumento da oferta de trabalho. O aumento da oferta de trabalho, observado durante a crise e que continuou durante a recuperação, deve-se sobretudo ao aumento das taxas de participação no mercado de trabalho dos trabalhadores de idade mais avançada e das mulheres (ver Caixa 3, intitulada “Evolução recente da oferta de mão-de-obra na área do euro”, na presente edição do Boletim Económico). Contudo, as medidas mais amplas de desemprego sugerem que a folga permanece elevada em muitos mercados de trabalho da área do euro. Um inquérito a grandes empresas da área do euro (ver Caixa 5, intitulada “Necessidades de reformas estruturais na área do euro: informações obtidas num inquérito a grandes empresas”, na presente edição do Boletim Económico) sugere que novas reformas estruturais nos mercados de trabalho da área do euro melhorariam o respetivo funcionamento e fortaleceriam as perspetivas de crescimento mais abrangente.

Gráfico 11
Evolução do mercado do trabalho na área do euro

(escala da esquerda: índice: T1 2008 = 100; escala da direita: pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2017 para o emprego e as horas trabalhadas e a julho de 2017 para a taxa de desemprego.

¹ Ver a caixa intitulada “Fatores subjacentes à evolução das horas trabalhadas por indivíduo empregado desde 2008”, *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2016.

As melhorias nos mercados de trabalho continuam a apoiar o crescimento do rendimento e as despesas de consumo.

O crescimento do consumo privado permaneceu estável, em 0.5%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2017, face a 0.4% no trimestre anterior. O crescimento robusto dos rendimentos do trabalho, o principal fator impulsionador do rendimento disponível das famílias, em conjunto com uma ligeira queda do rácio de poupança, continuou a beneficiar a despesa das famílias. As medidas de política monetária do BCE, que melhoraram as condições de financiamento, também continuaram a apoiar a despesa das famílias. A confiança dos consumidores, que aumentou novamente em agosto de 2017, permanece muito elevada e bem acima da sua média de longo prazo, sinalizando uma forte dinâmica subjacente das despesas de consumo no curto prazo.

A evolução dos mercados da habitação na área do euro continua a apoiar o dinamismo do crescimento.

O investimento em habitação aumentou 1.3% no segundo trimestre de 2017, o que reflete a continuação da recuperação na área do euro e em muitos países da área do euro. Esta retoma, embora partindo de níveis muito baixos em alguns países, foi sustentada pelo forte crescimento do rendimento disponível das famílias, por melhorias das condições nos mercados de trabalho, por condições favoráveis de financiamento e pela maior preferência por investimento em habitação, no contexto de taxas de rendibilidade baixas dos ativos remunerados. Além disso, a confiança das empresas registou uma subida muito forte no setor da construção. Acresce que um número crescente de licenças de construção emitidas, a maior procura de empréstimos para aquisição de habitação e a melhoria das condições de crédito bancário devem continuar a suportar a tendência generalizada no sentido ascendente do investimento em habitação na área do euro.

O investimento empresarial recuperou no segundo trimestre de 2017.

O aumento (1.0% em termos trimestrais em cadeia) foi impulsionado pelo investimento em produtos de propriedade intelectual, e máquinas, equipamentos e sistemas de armamento exceto equipamento de transporte. Além disso, dados como a produção industrial no setor dos bens de investimento – que registou um crescimento de 0.7%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2017 – sugerem uma retoma do investimento empresarial na área do euro.

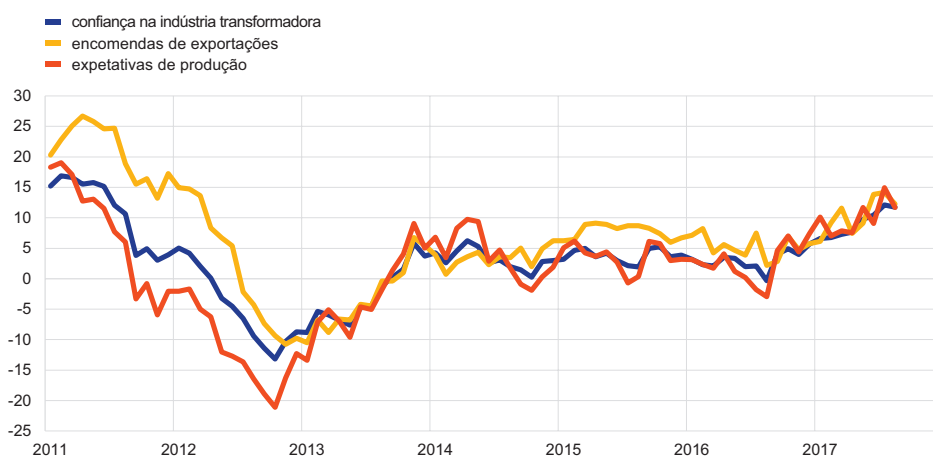
Espera-se que o investimento empresarial continue a recuperar. Existe um conjunto de fatores favoráveis às perspetivas de investimento. A confiança das empresas, as expetativas de produção e as encomendas de exportações no setor dos bens de investimento permanecem elevadas, apesar de uma ligeira descida em agosto (ver Gráfico 12). A utilização da capacidade produtiva continuou a aumentar acima da respetiva média pré-crise, as condições de financiamento permanecem muito favoráveis, os resultados transitados das empresas destinados a possíveis despesas de investimento permanecem elevados e existe a necessidade de modernizar o *stock* de capital após vários anos de investimento moderado. Porém, espera-se que alguns fatores continuem a pesar sobre as perspetivas para o investimento empresarial. Estes fatores incluem expetativas de um potencial de crescimento mais fraco no longo prazo em comparação com o passado, a rigidez nos mercados do produto e o ritmo lento das alterações na

conjuntura regulamentar. A baixa rentabilidade dos bancos e o nível ainda elevado dos créditos não produtivos nos balanços dos bancos em vários países também deverão continuar a afetar a capacidade de intermediação dos bancos e, por sua vez, o financiamento do investimento empresarial no curto prazo.

Gráfico 12

Evolução do setor dos bens de investimento na área do euro

(índice, desvio da média de longo prazo)



Fonte: Comissão Europeia.

Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2017.

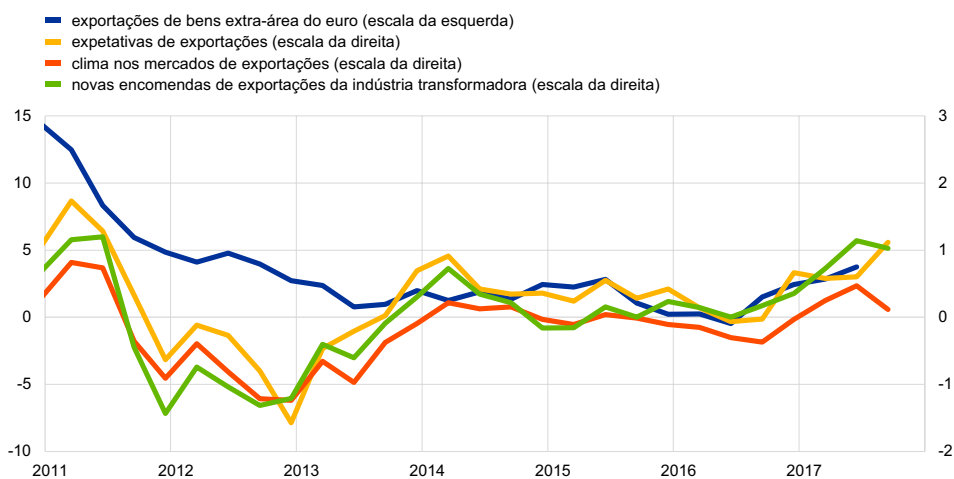
O comércio da área do euro continuou a registar uma recuperação. As

exportações de bens e serviços da área do euro aumentaram 1.1%, em termos trimestrais em cadeia, no segundo trimestre de 2017 e o dinamismo do comércio de bens extra-área do euro tem registado melhorias contínuas desde o verão de 2016. De acordo com os dados mensais sobre o comércio, as exportações de bens extra-área do euro no primeiro semestre de 2017 foram principalmente impulsionadas por exportações para a China, o resto da Ásia e para Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. Estes são bons indicadores para as perspetivas globais de crescimento, visto que a procura externa da área do euro se tem tornado cada vez mais generalizada. Indicadores de curto prazo, como os inquéritos e as novas encomendas de exportações com efeitos no segundo semestre de 2017 apontam para a continuação do dinamismo das exportações, apesar do recente fortalecimento da taxa de câmbio efetiva do euro (ver Gráfico 13). Numa análise mais prospetiva, a retoma mundial generalizada apoiará as exportações da área do euro. Porém, os riscos para o comércio permanecem elevados, estando sobretudo relacionados com tensões geopolíticas com o potencial de prejudicar o crescimento mundial.

Gráfico 13

Exportações de bens extra-área do euro

(escala da esquerda: taxas de variação homólogas (%) com base em médias móveis de 3 meses; escala da direita: índice)



Fontes: Eurostat, Markit e Comissão Europeia.

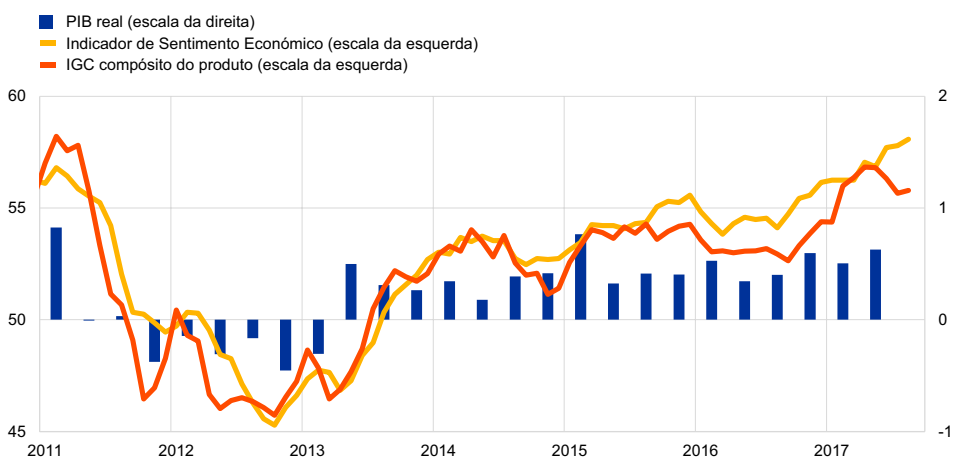
Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2017 para os inquéritos e ao segundo trimestre de 2017 para as exportações.

Em termos gerais, dados recentemente divulgados apontam para um dinamismo robusto do crescimento no terceiro trimestre de 2017. O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia e o Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto continuaram em níveis elevados em agosto, permanecendo consideravelmente acima dos níveis médios (ver Gráfico 14). Em termos globais, sinalizam, por conseguinte, um crescimento robusto no terceiro trimestre de 2017.

Gráfico 14

PIB real da área do euro, IGC compósito do produto e Indicador de Sentimento Económico

(variações trimestrais em cadeia (%), saldos percentuais normalizados e índices de difusão)



Fontes: Markit, Comissão Europeia e Eurostat.

Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2017 para o PIB real e a agosto de 2017 para o Indicador de Sentimento Económico e o IGC, respetivamente.

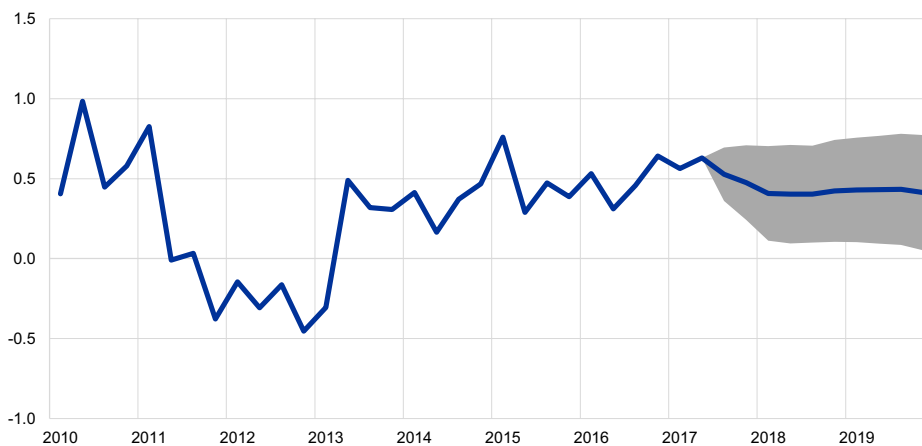
Prevê-se que a atual expansão económica na área do euro prossiga, sustentada pelas medidas de política monetária do BCE, que estão a ser transmitidas à economia real. Condições de financiamento muito benignas, taxas de juro baixas e melhorias nos mercados de trabalho continuam a promover o consumo privado e a retoma do investimento, num contexto de aumento dos lucros e redução das necessidades de desalavancagem. Fatores favoráveis externos também sustentarão o crescimento, registando-se um fortalecimento da atividade económica a nível mundial e uma correspondente melhoria da procura externa da área do euro.

As projeções macroeconómicas para a área do euro de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE preveem um aumento do PIB real anual de 2.2% em 2017, 1.8% em 2018 e 1.7% em 2019 (ver Gráfico 15). Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB real foram revistas em alta para 2017, permanecendo globalmente inalteradas para os anos seguintes. A revisão em alta para 2017 está sobretudo relacionada com o forte dinamismo do crescimento do PIB recentemente observado.

Gráfico 15

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2017", publicado no sítio do BCE em 7 de setembro de 2017.

Notas: Os intervalos apresentados em torno das projeções centrais têm por base as diferenças entre os resultados observados e projeções anteriores realizadas ao longo de vários anos. A largura dos intervalos é o dobro do valor absoluto médio destas diferenças. O método utilizado para calcular os intervalos, que envolve uma correção de eventos excecionais, está documentado na publicação intitulada *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, dezembro de 2009, disponível no sítio do BCE.

4 Preços e custos

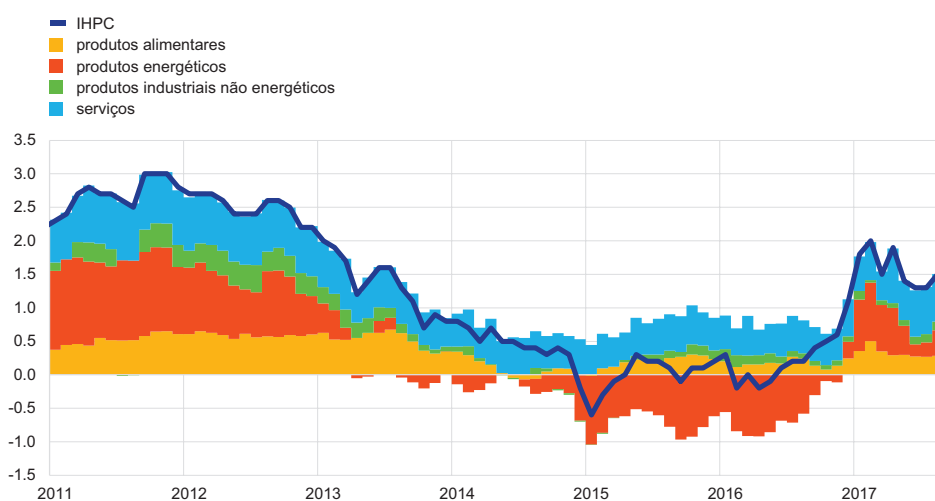
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro em agosto de 2017 situou-se em 1.5%, face a 1.3% em julho. Em termos prospetivos, com base nos preços atuais dos futuros do petróleo, as taxas homólogas de inflação global deverão descer temporariamente até ao final do ano, refletindo sobretudo efeitos de base nos preços dos produtos energéticos. Ao mesmo tempo, as medidas da inflação subjacente recuperaram moderadamente nos últimos meses, mais ainda não apresentam sinais convincentes de uma tendência ascendente sustentada. As projeções macroeconómicas de setembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.5% em 2017, 1.2% em 2018 e 1.5% em 2019.

A inflação global aumentou em agosto. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação global medida pelo IHPC aumentou para 1.5% em agosto, após se ter situado em 1.3% em junho e julho (ver Gráfico 16). Tal refletiu preços mais elevados dos produtos energéticos e, em menor grau, inflação mais alta nos produtos alimentares transformados. O aumento da inflação dos produtos energéticos foi antecipado, uma vez que reflete o impacto de um efeito de base em sentido ascendente e de pressão no mesmo sentido resultante dos aumentos mais recentes dos preços do petróleo.

Gráfico 16

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 agosto de 2017 (estimativas provisórias).

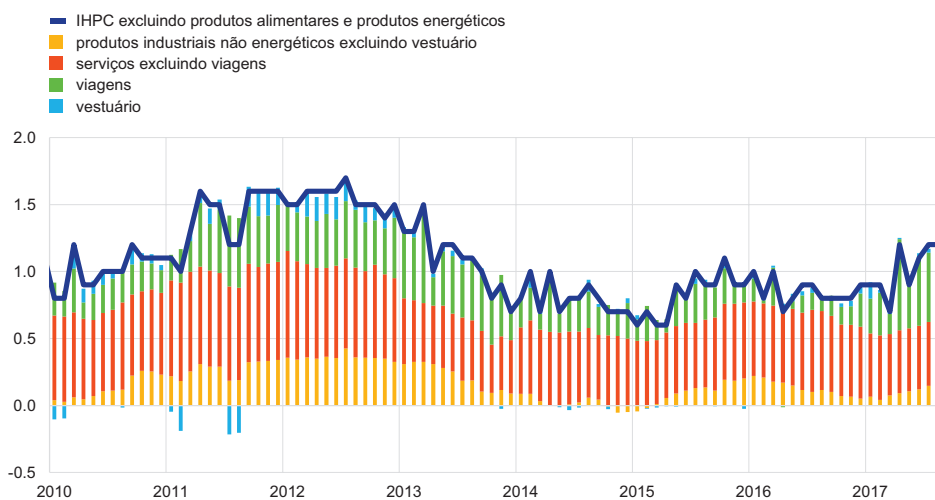
As medidas da inflação subjacente têm registado níveis ligeiramente mais elevados desde o final de 2016. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos situou-se em 1.2% em agosto, mantendo-se inalterada face a julho,

mas situando-se 0.4 pontos percentuais acima da média do último trimestre de 2016 (ver Gráfico 17). Contudo, durante o mesmo período, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos e as componentes mais voláteis relacionadas com viagens e vestuário e calçado aumentaram apenas de forma comparativamente moderada.

Gráfico 17

Desagregação do IHPC excluindo produtos energéticos e alimentares

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

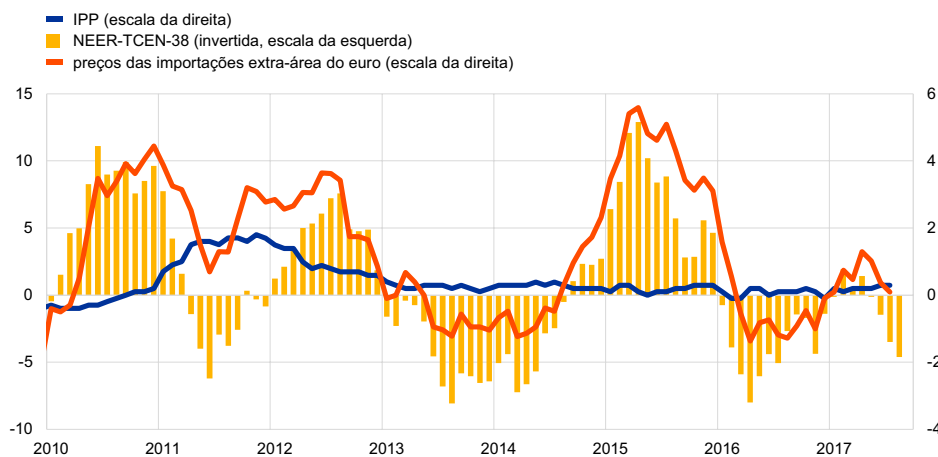
Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2017 (estimativa provisória) para o IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos e julho de 2017 para todas as outras variáveis.

A recente apreciação do euro implica alguma moderação das pressões sobre os preços nas fases iniciais da cadeia de produção e de preços. A apreciação da taxa de câmbio efetiva nominal (TCEN) do euro nos últimos meses começou a exercer pressão descendente sobre os preços das importações. A variação anual nos preços das importações de bens de consumo não alimentares reduziu-se de 1.3% em abril para 0.1% em julho (ver Gráfico 18). Esta pressão descendente irá mitigar a pressão ascendente resultante da forte recuperação da inflação mundial dos preços no produtor dos produtos não energéticos iniciada em meados de 2016. Apesar da acumulação de fortes pressões externas, que podem agora ceder ligeiramente, os preços no produtor internos dos bens de consumo não alimentares mantiveram-se globalmente estáveis, apenas com um ligeiro movimento ascendente de 0.2% em maio para 0.3% em junho e julho. A transmissão da recente apreciação do euro à acumulação de pressões a nível interno está rodeada de um elevado grau de incerteza, dependendo igualmente de um ajustamento potencial das margens de lucro.

Gráfico 18

Evolução da taxa de câmbio e preços das importações e no produtor de bens de consumo não alimentares

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a agosto de 2017 para a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face a 38 dos seus principais parceiros comerciais (TCEN-38) e a julho de 2017 para os preços no produtor e preços das importações.

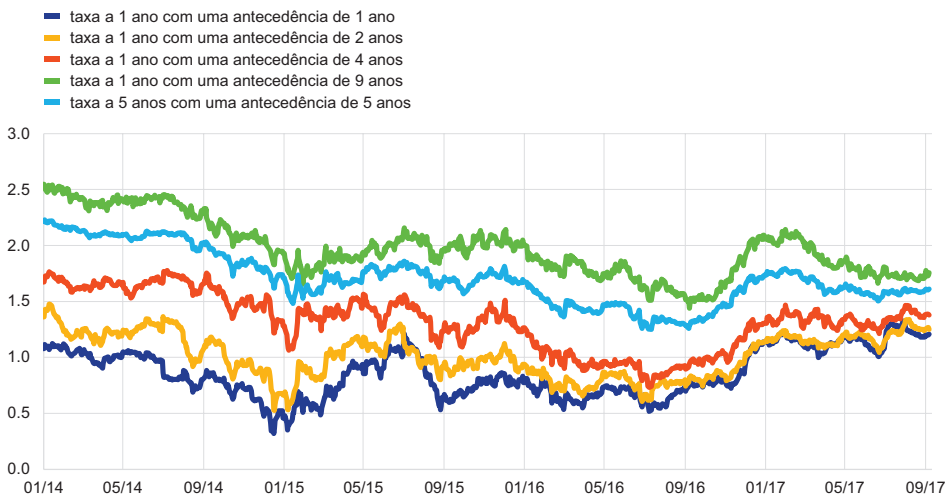
O crescimento salarial permanece moderado. A variação anual nos salários negociados por empregado situou-se em 1.4% no segundo trimestre de 2017, reduzindo-se de 1.6%, mas manteve-se inalterada se forem excluídos pagamentos pontuais voláteis. A remuneração por empregado também se manteve baixa até ao primeiro trimestre de 2017, mas divergiu da remuneração por hora, devido à redução do número médio de horas trabalhadas por empregado. De um modo geral, os fatores que podem estar a refrear o crescimento dos salários incluem uma margem disponível no mercado de trabalho ainda significativa, baixa inflação, fraco crescimento da produtividade e impacto contínuo das reformas no mercado de trabalho implementadas em alguns países durante a crise.

Quer as medidas baseadas em mercado quer as medidas baseadas em inquéritos das expectativas de inflação a longo prazo mantiveram-se globalmente estáveis. A taxa de inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos situava-se em 1.6% em 6 de setembro de 2017, ligeiramente acima do nível observado no início de junho (ver Gráfico 19). As medidas baseadas em inquéritos das expectativas de inflação a mais longo prazo para a área do euro, tal como apresentadas no Inquérito a Analistas Profissionais realizado pelo BCE para o terceiro trimestre de 2017, mantiveram-se inalteradas em 1.8%.

Gráfico 19

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 6 de setembro de 2017.

A prazo, o aumento da inflação medida pelo IHPC na área do euro deverá ser ligeiramente inferior ao anteriormente esperado.

Com base na informação disponível em meados de agosto, as projeções macroeconómicas de setembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE preveem que a taxa de inflação medida pelo IHPC se situe em 1.5% em 2017, 1.2% em 2018 e 1.5% em 2019 (ver Gráfico 20)². Em comparação com as projeções macroeconómicas de junho de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas ligeiramente em baixa, refletindo sobretudo a recente apreciação da taxa de câmbio do euro. Os efeitos de base implicam uma redução significativa do contributo da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC para a inflação global entre o último trimestre de 2017 e o primeiro trimestre de 2018 (ver também a caixa intitulada “O papel dos efeitos de base na trajetória projetada para a inflação medida pelo IHPC” na presente edição do Boletim Económico). O pressuposto aumento, ainda que modesto, dos preços do petróleo até ao fim do horizonte de projeção, refletido na curva dos futuros do preço do petróleo, implica alguma recuperação na inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC em 2019.

A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos deverá apresentar um aumento gradual no médio prazo.

A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos deverá situar-se em 1.1% em 2017, 1.3% em 2018 e 1.5% em 2019. Embora a apreciação da taxa de câmbio do euro vá exercer pressões descendentes sobre a inflação subjacente ao longo do horizonte de projeção, tal será parcialmente compensado por perspetivas melhores para a procura interna da área do euro. A nível dos custos internos, um fator importante responsável pela recuperação

² Ver o artigo intitulado “Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE - setembro de 2017”, publicado no sítio do BCE em 7 de setembro de 2017.

gradual da inflação subjacente é a redução prevista na margem disponível no mercado de trabalho e a escassez crescente da oferta de trabalho em algumas partes da área do euro, que deverão levar a uma recuperação no crescimento dos salários. Além disso, o recente aumento significativo da inflação global pode também refletir-se ao longo do tempo em aumentos mais elevados dos salários nominais em países da área do euro onde os processos de formação dos salários incluem indexação retrospectiva ou elementos de expectativa.

Gráfico 20

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2017", publicado no sítio do BCE em 7 de setembro de 2017.

5 Moeda e crédito

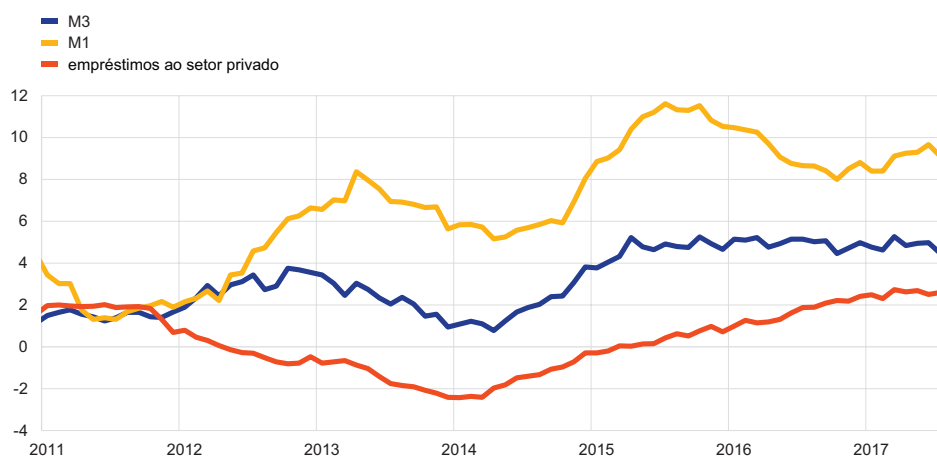
No segundo trimestre de 2017, o crescimento do agregado monetário expandiu-se ao ritmo robusto já observado, no geral, desde meados de 2015, tendo registado uma moderação em julho. A retoma do crescimento dos empréstimos ao setor privado continuou a avançar e estima-se que o fluxo anual do financiamento externo total a sociedades não financeiras se tenha reduzido ligeiramente no segundo trimestre de 2017.

O crescimento do agregado monetário largo foi robusto, situando-se em 5% no segundo trimestre de 2017, em linha com a expansão observada desde meados de 2015, acabando por se moderar em julho. A taxa de crescimento anual do M3 diminuiu para 4.5% em julho de 2017, provavelmente devido a fatores temporários (ver Gráfico 21). Os baixos custos de oportunidade de detenção dos instrumentos mais líquidos numa conjuntura de taxas de juro muito baixas, bem como o impacto das medidas de política monetária do BCE, continuaram a apoiar o crescimento da moeda. Porém, o contributo das componentes mais líquidas para o crescimento anual do M3 diminuiu, com a taxa de crescimento anual do M1 a descer para 9.1% em julho (o que compara com 9.3% no segundo trimestre de 2017 e 9.7% em junho).

Gráfico 21

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 *notional cash pooling*. A última observação refere-se a julho de 2017.

Os depósitos pelo prazo *overnight* continuaram a ser o principal fator impulsionador do crescimento do M3. Mais especificamente, a taxa de crescimento anual dos depósitos pelo prazo *overnight* detidos pelas famílias e pelas sociedades não financeiras (SNF) manteve-se forte no segundo trimestre de 2017, mas abrandou em julho de 2017, provavelmente devido a fatores temporários. A taxa de crescimento anual da moeda em circulação também se reduziu em julho, não indicando uma tendência por parte do setor detentor de moeda de substituir os

depósitos por numerário num contexto de taxas de juro muito baixas ou negativas. Os depósitos de curto prazo exceto depósitos *overnight* (isto é, M2 menos M1) continuaram a ter um impacto negativo sobre o M3 no segundo trimestre e em julho. A taxa de variação anual dos instrumentos negociáveis (isto é, M3 menos M2) – uma pequena componente do M3 – tornou-se consideravelmente negativa em julho, contribuindo para a moderação do crescimento do M3 observada no período. Esta evolução seguiu-se a um contributo positivo no segundo trimestre de 2017 e ficou a dever-se sobretudo a uma nova descida da emissão por instituições financeiras monetárias (IFM) de títulos de dívida de curto prazo. Em contraste, a taxa de crescimento anual das ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário permaneceu positiva.

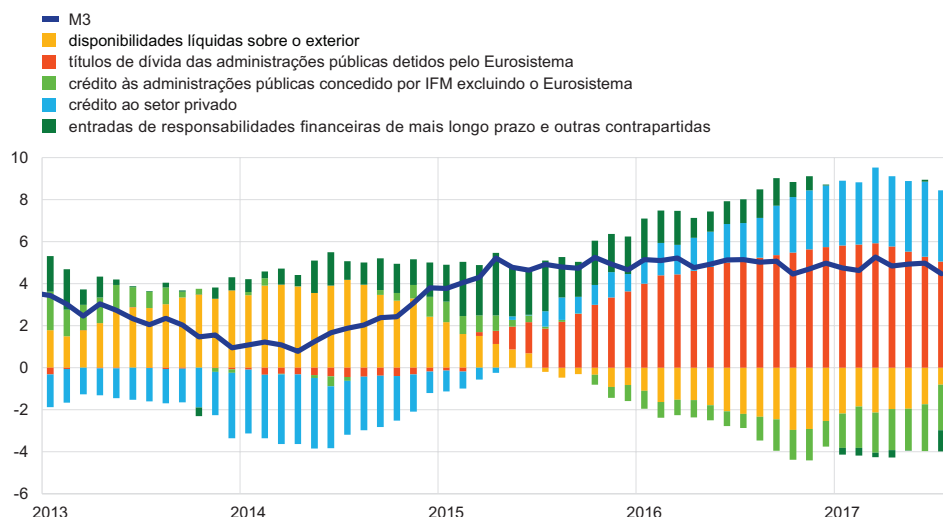
As fontes internas de criação de moeda continuaram a ser o principal fator impulsionador do crescimento do agregado monetário largo (ver Gráfico 22).

Numa perspetiva de contrapartidas, as compras de títulos de dívida das administrações públicas por parte do Eurosistema (ver a parte a vermelho no Gráfico 22), principalmente no contexto do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) por parte do BCE, deram um contributo positivo para o crescimento do M3³. A atual retoma do crédito ao setor privado (ver a parte a azul no Gráfico 22) continuou a sustentar o crescimento do M3, o que inclui os empréstimos de IFM ao setor privado e as detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Consequentemente, abrange igualmente as compras de títulos de dívida pelo Eurosistema ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP). As responsabilidades financeiras de mais longo prazo e outras contrapartidas, em conjunto, tiveram um efeito ligeiramente negativo no crescimento do M3 em resultado das outras contrapartidas (principalmente, acordos de recompra) (ver a parte a verde-escuro no Gráfico 22). No entanto, a contração persistente das responsabilidades financeiras de mais longo prazo das IFM (excluindo capital e reservas) ajudou a aumentar o crescimento do M3. A taxa de variação anual destas responsabilidades foi negativa desde o segundo trimestre de 2012, em parte devido ao impacto das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas do BCE (ORPA direcionadas II), que podem estar a atuar como substituto do financiamento a mais longo prazo baseado no mercado. Por último, as vendas de obrigações de dívida pública de IFM da área do euro excluindo o Eurosistema contribuíram para o crescimento anual negativo do crédito à administração pública por IFM excluindo o Eurosistema, atenuando assim o crescimento do M3 (ver a parte a verde-claro no Gráfico 22).

³ Ver também a caixa intitulada “A base monetária, o agregado monetário largo e o programa de compra de ativos” na presente edição do *Boletim Económico*, que descreve a evolução da base monetária nos últimos anos e o impacto das medidas não convencionais do BCE nesta evolução.

Gráfico 22 M3 e suas 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 de 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 programa de compra de ativos do setor empresarial. A última observação refere-se a julho de 2017.

As disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM exerceram ainda pressão descendente sobre o crescimento anual do M3.

Enquanto o fluxo anual das disponibilidades líquidas sobre o exterior permaneceu negativo no segundo trimestre de 2017 e em julho, registou-se uma entrada mensal em julho de 2017, o que ajudou a reduzir a pressão descendente associada sobre o crescimento do M3 (ver a parte a amarelo no Gráfico 22). O fluxo anual continuou a refletir as saídas de capital da área do euro, explicadas em parte por vendas relacionadas de obrigações de dívida pública da área do euro por parte de não residentes relacionadas com o programa de compra de ativos do setor público. Os desenvolvimentos recentes não sugerem compras avultadas relacionadas com o programa por parte de não residentes.

Prosseguiu a retoma do crescimento dos empréstimos observada desde o início de 2014.

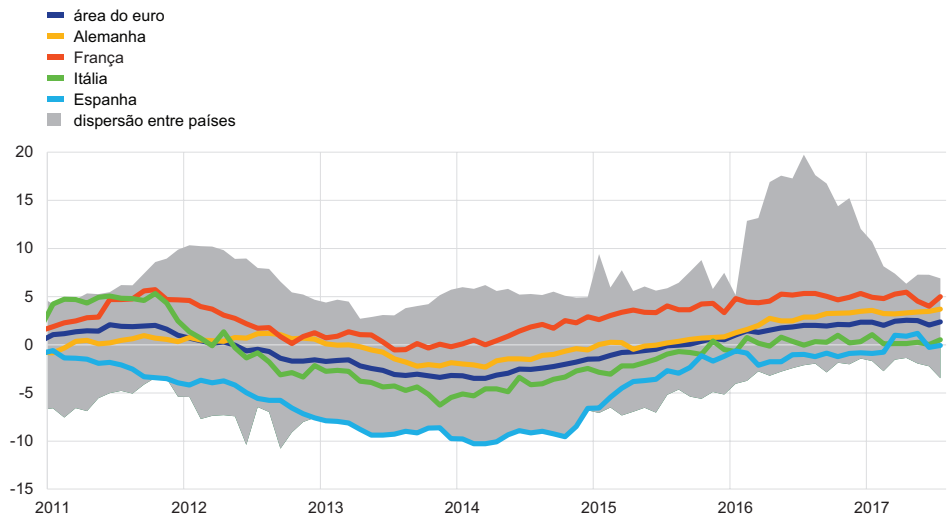
A taxa de crescimento anual dos empréstimos das IFM ao setor privado (corrigida de vendas, titularização e *notional cash pooling*) manteve-se globalmente estável no segundo trimestre de 2017 e em julho (ver Gráfico 21). Entre setores, o crescimento anual dos empréstimos a SNF aumentou para 2.4% em ambos os períodos, após uma descida temporária em junho devido a efeitos especiais em alguns países (ver Gráfico 23). O crescimento dos empréstimos a SNF recuperou significativamente face a um mínimo registado no primeiro trimestre de 2014. Esta evolução é amplamente partilhada pelos maiores países, embora as taxas de crescimento dos empréstimos ainda sejam negativas em algumas jurisdições. A taxa de crescimento anual dos empréstimos às famílias também aumentou no segundo trimestre de 2017, situando-se em 2.6% em julho (ver Gráfico 24). A descida substancial das taxas ativas bancárias registada em toda a área do euro desde o verão de 2014 (especialmente devido às medidas de política monetária não convencionais do BCE) e as melhorias generalizadas na oferta e na procura de empréstimos bancários sustentaram estas tendências. Acresce que os

bancos alcançaram progressos na consolidação dos respetivos balanços, embora o nível de créditos não produtivos permaneça elevado em alguns países e possa restringir a concessão de crédito bancário.

Gráfico 23

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

(taxas de variação homólogas (%))



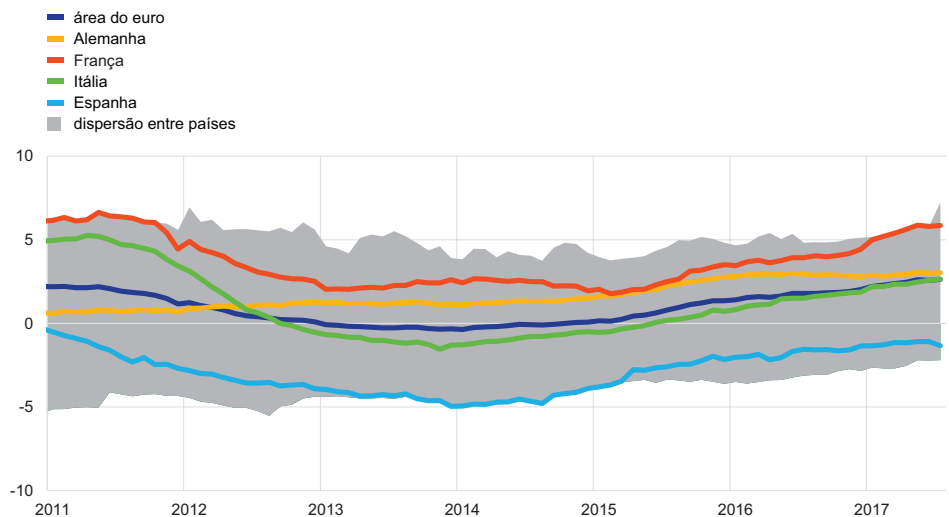
Fonte: BCE.

Notas: Dados corrigidos de vendas, titularização e *notional cash pooling*. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a julho de 2017.

Gráfico 24

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

Notas: Dados corrigidos de vendas, titularização e *notional cash pooling*. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a julho de 2017.

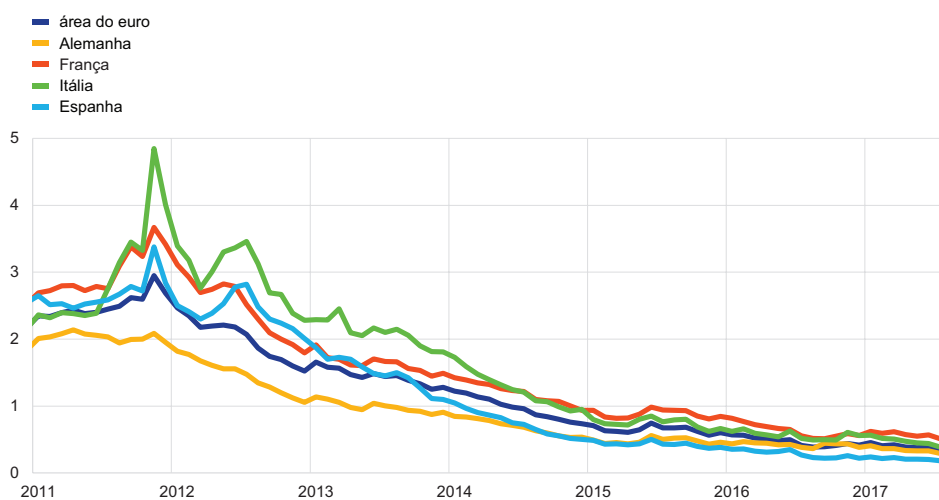
As condições de financiamento dos bancos mantiveram-se favoráveis. O custo composto do financiamento por dívida dos bancos diminuiu para um novo mínimo histórico em julho, depois de se ter estabilizado globalmente no segundo trimestre

de 2017 (ver Gráfico 25). Esta tendência ficou a dever-se sobretudo à evolução do custo dos depósitos, o qual diminuiu ligeiramente para um novo mínimo histórico em julho, depois de seguir uma trajetória globalmente estável no segundo trimestre de 2017. Além disso, as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias, no geral, mantiveram-se estáveis no segundo trimestre, não obstante um aumento temporário em junho, tendo diminuído em julho. A orientação acomodatória da política monetária do BCE, o reembolso líquido de responsabilidades financeiras a mais longo prazo de IFM, o reforço dos balanços dos bancos e a redução da fragmentação nos mercados financeiros contribuíram para estas condições favoráveis.

Gráfico 25

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, *Merrill Lynch Global Index* 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 julho de 2017.

As taxas ativas bancárias dos empréstimos às SNF e às famílias

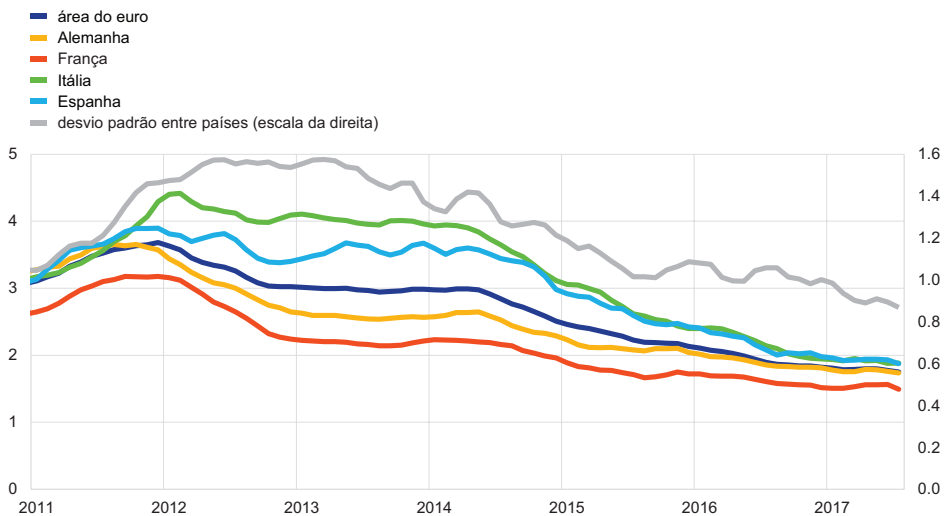
permaneceram nos mínimos históricos, ou em níveis próximos, no segundo trimestre de 2017 e em julho (ver Gráficos 26 e 27).

As taxas ativas bancárias compósitas dos empréstimos às SNF e às famílias diminuíram entre o início de 2014 e o final de 2016, mas apresentaram uma evolução distinta desde então, com a taxa ativa bancária compósita dos empréstimos para aquisição de habitação a aumentar ligeiramente até julho de 2017 e a taxa ativa bancária compósita dos empréstimos às SNF a descer novamente, atingindo um novo mínimo histórico em julho. No geral, as taxas ativas bancárias compósitas dos empréstimos às SNF e às famílias desceram mais significativamente do que as taxas de referência do mercado desde o anúncio pelo BCE de medidas de redução da restritividade do crédito em junho de 2014, assinalando assim uma melhoria na transmissão das medidas de política monetária às taxas ativas bancárias. A descida, mencionada anteriormente, dos custos compósitos do financiamento dos bancos sustentou a diminuição das taxas ativas compósitas. Entre maio de 2014 e julho de 2017, as taxas ativas compósitas dos empréstimos às SNF e às famílias caíram 119 e 103 pontos base, respetivamente. A redução das taxas ativas bancárias dos empréstimos às SNF foi particularmente forte em países vulneráveis da área do euro, apoiando

uma transmissão mais homogénea da política monetária a tais taxas entre países. No mesmo período, o diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos de muito pequena dimensão (isto é, até €0.25 milhões) e as taxas de juro dos empréstimos de grande dimensão (isto é, acima de €1 milhão) na área do euro reduziu-se consideravelmente e aproximou-se do respetivo mínimo histórico em julho de 2017. Tal indica que as pequenas e médias empresas têm vindo, no geral, a beneficiar mais da diminuição das taxas ativas bancárias do que as grandes empresas.

Gráfico 26
Taxas ativas compósitas para as SNF

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)

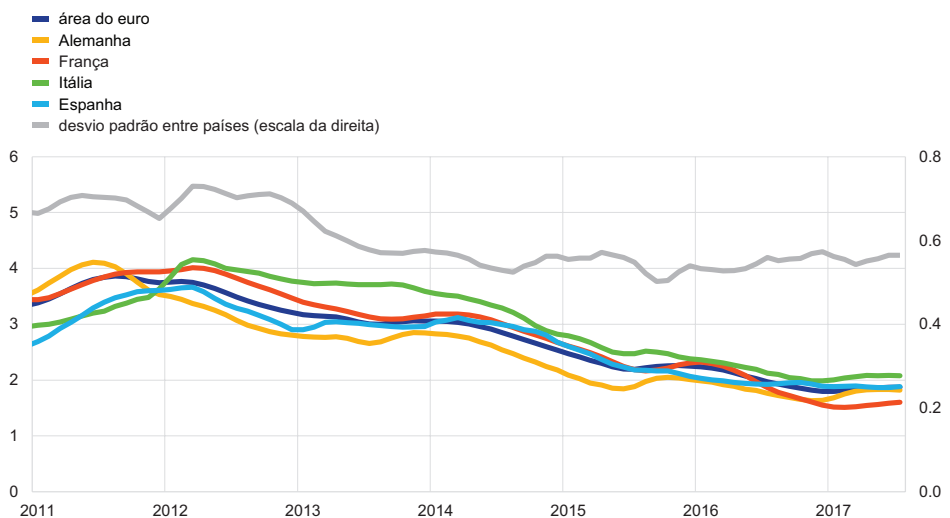


Fonte: BCE.

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 das novas operações. O desvio padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a julho de 2017.

Gráfico 27
Taxas ativas compósitas 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 das novas operações. O desvio padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a julho de 2017.

Estima-se que o fluxo anual do financiamento externo total a SNF da área do euro se tenha moderado ligeiramente no segundo trimestre de 2017.

Esta moderação reflete o enfraquecimento da dinâmica dos empréstimos bancários e da emissão de títulos de dívida, devido em parte a fatores especiais e temporários no caso dos empréstimos bancários. No geral, a recuperação do financiamento externo das SNF observada desde o início de 2014 foi sustentada pelo fortalecimento da atividade económica, por novas descidas dos custos do financiamento por dívida, pela menor restritividade dos critérios de concessão de empréstimos e pelo número mais elevado de fusões e aquisições. Ao mesmo tempo, o valor máximo das detenções de moeda registado pelas SNF reduziu a necessidade de financiamento externo.

A emissão bruta de títulos de dívida por SNF mostrou-se modesta em julho e agosto de 2017, depois de um aumento em junho.

Os dados mais recentes divulgados pelo BCE indicam que a atividade de emissão foi robusta em junho, após moderações em abril e maio. Dito isto, a atividade de emissão foi negativa numa base líquida devido a reembolsos significativos de títulos de curto prazo. Além disso, é de notar que os dados de mercado que apontam para uma reduzida atividade de emissão em julho e agosto refletem amplamente fatores sazonais. Por volta desta altura, a emissão líquida de ações cotadas por SNF mostrou-se mais dinâmica do que nos primeiros meses de 2017, quando foi mitigada pela considerável recompra de ações.

O custo de financiamento das SNF permanece favorável. Estima-se que o custo nominal global do financiamento externo por parte de SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e participações no capital social, diminuiu ligeiramente para 4.4% em agosto de 2017, após um pequeno aumento em junho e julho. Esta evolução reflete, em larga medida, a evolução do custo das ações. O custo de financiamento situa-se agora 40 pontos base acima do respetivo mínimo histórico de julho de 2016, mas mantém-se consideravelmente abaixo do nível observado no verão de 2014 (antes de os mercados terem começado a tomar em consideração as expectativas quanto ao programa de compra de ativos). O custo da dívida, expresso como a média ponderada do custo dos empréstimos bancários e do custo da dívida com base no mercado, flutua ainda em torno do seu mínimo histórico.

6 Evolução orçamental

O défice orçamental da área do euro deverá registar uma nova descida ao longo do horizonte de projeção (2017-2019), devido à melhoria das condições cíclicas e à redução dos pagamentos de juros. Espera-se que a orientação orçamental agregada da área do euro seja ligeiramente expansionista em 2017 e globalmente neutra no período 2018-2019. Embora se preveja que o rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro continue a diminuir, este é ainda elevado. Em particular, os países com elevados níveis de dívida beneficiariam de esforços de consolidação adicionais de modo a colocar o respetivo rácio da dívida pública numa trajetória descendente firme.

Prevê-se que o défice orçamental das administrações públicas da área do euro registre uma diminuição gradual ao longo do horizonte de projeção. De acordo com as projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE⁴, o rácio do défice das administrações públicas para a área do euro deverá cair de 1.5% do PIB em 2016 para 0.9% do PIB em 2019 (ver o quadro). A melhoria das perspetivas orçamentais, ligeiramente mais favoráveis em comparação com as projeções de junho de 2017, é apoiada sobretudo por condições cíclicas favoráveis e menores pagamentos de juros.

Quadro

Evolução orçamental na área do euro

(percentagem do PIB)

	2016	2017	2018	2019
a. Receita total	46.2	46.0	45.9	45.8
b. Despesa total	47.7	47.3	46.9	46.6
da qual:				
c. Despesa com juros	2.2	2.0	1.9	1.8
d. Despesa primária (b-c)	45.5	45.3	45.0	44.8
Saldo orçamental (a-b)	-1.5	-1.3	-1.0	-0.9
Saldo orçamental primário (a-d)	0.7	0.7	0.9	0.9
Saldo orçamental corrigido do ciclo	-1.5	-1.4	-1.3	-1.2
Saldo primário estrutural	0.7	0.6	0.6	0.6
Dívida bruta	89.1	87.5	86.0	84.2
Por memória: PIB real (variações em percentagem)	1.8	2.2	1.8	1.7

Fontes: Eurostat, BCE e projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE.

Notas: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado da área do euro. Os valores podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos. Qualquer discrepância relativamente aos dados do Eurostat validados mais recentes deve-se a recentes revisões de dados geralmente tomadas em consideração nas projeções.

Projeta-se que a orientação orçamental da área do euro seja ligeiramente expansionista em 2017 e globalmente neutra no período de 2018-2019⁵. As

⁴ Ver as [projeções macroeconómicas de setembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE](#).

⁵ A orientação orçamental reflecte a direção e dimensão do estímulo das políticas orçamentais à economia, para além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida como uma variação do saldo primário estrutural, ou seja, o rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido de medidas temporárias, como o apoio governamental ao setor financeiro. Para mais pormenores sobre o conceito de orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado ["The euro area fiscal stance"](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016 (apenas disponível na versão inglesa).

perspetivas para 2017 devem-se a uma recuperação do investimento público e a um pagamento pontual na Alemanha a produtores de energia nuclear⁶. Em 2018-2019, a orientação orçamental neutra prevista refletirá efeitos compensatórios na despesa e na receita das administrações públicas. Ao mesmo tempo, a orientação orçamental globalmente neutra indica que os países estão a fazer uso pleno do dinamismo de crescimento económico favorável para constituir reservas orçamentais.

Espera-se que os elevados níveis de dívida pública da área do euro continuem a cair. Prevê-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro, que registou um pico em 2014, diminua de 89.1% do PIB em 2016 para 84.2% do PIB no final de 2019. Esta diminuição é apoiada sobretudo por uma subida do excedente primário e um diferencial favorável entre crescimento e taxas de juro, este último refletindo as perspetivas macroeconómicas relativamente estáveis. Os ajustamentos défice-dívida deverão ter um impacto negativo diminuto a partir de 2018. Enquanto as perspetivas quase não registaram alterações face às do exercício de junho, espera-se que o nível da dívida em 2017 seja ligeiramente menor, refletindo em particular um diferencial mais favorável entre crescimento e taxas de juro. As perspetivas para a dívida, quando consideradas na perspetiva dos países, deverão melhorar na maioria dos países da área do euro, enquanto em alguns países se espera que o rácio da dívida pública aumente ao longo do horizonte de projeção. Em particular, os países com elevados níveis de dívida beneficiariam de esforços de consolidação adicionais para colocar o respetivo rácio da dívida pública numa trajetória descendente firme. Isto ajudaria a reduzir a sua vulnerabilidade em caso de instabilidade renovada do mercado financeiro ou de uma retoma das taxas de juro.

Todos os países da área do euro beneficiariam de uma intensificação dos esforços no sentido de finanças públicas com uma composição mais favorável ao crescimento. A mudança da despesa para as categorias mais conducentes ao crescimento, tais como a educação e as infraestruturas, ou da carga fiscal para impostos menos causadores de distorção, como os impostos sobre o consumo ou os impostos prediais, podem exercer efeitos positivos sobre o crescimento do produto e, assim, contribuir para a constituição de reservas orçamentais⁷.

A prazo, será importante que os projetos de planos orçamentais a entregar até meados de outubro estejam em total conformidade com os requisitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento. O processo em torno dos projetos de planos orçamentais, se executado de forma plena e consistente, constitui uma ferramenta importante e eficaz de alerta precoce e de correção. Após a apresentação dos projetos de planos orçamentais pelos países da área do euro, a Comissão avaliará se cumprem na íntegra os requisitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Em caso de incumprimento, a Comissão devolverá os projetos de planos orçamentais aos países em questão.

⁶ O pagamento pontual à Alemanha ascendeu a 0.2% do PIB alemão.

⁷ Ver o artigo intitulado "The composition of public finances in the euro area", *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2017 (apenas disponível na versão inglesa).

Caixas

1 Dinâmica do investimento nas economias avançadas desde a crise financeira

A presente caixa visa analisar, numa perspetiva entre países, os choques que afetam o investimento nas economias avançadas desde a crise financeira.

Afirma-se frequentemente que um dos principais fatores que travaram a recuperação económica mundial no atual ciclo económico foi o ritmo moderado da atividade de investimento, em particular nas economias avançadas. Tal foi imputado ao funcionamento inadequado dos mercados financeiros, a restrições orçamentais no setor público, a uma incerteza acrescida em termos de políticas e a perspetivas económicas fracas. Ao mesmo tempo, a ausência de dinamismo no setor empresarial afigura-se mais acentuada do que em recuperações anteriores, o que, aliado a uma descida mais pronunciada das despesas de investimento na sequência da Grande Recessão, provocou défices de investimento significativos – isto é, desvios persistentemente negativos face às médias de longo prazo.

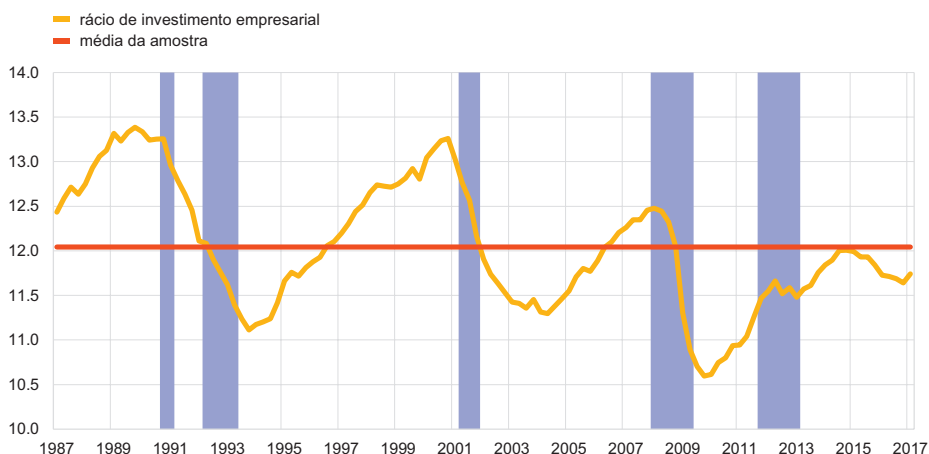
O padrão habitual do investimento empresarial, que consiste em atingir um mínimo imediatamente após uma recessão e regressar com relativa rapidez aos níveis registados antes da recessão, não se concretizou na mesma medida após a Grande Recessão⁸. Este padrão foi visível em ciclos económicos nos anos noventa e no início da década de 2000, mas não se verificou no presente ciclo: a retoma inicial do investimento registada após o mínimo atingido no primeiro trimestre de 2009 foi interrompida por uma segunda recessão na área do euro no contexto da crise da dívida soberana. Esta pausa na recuperação pode ser observada no Gráfico A, que apresenta o rácio do investimento em relação ao PIB nas economias avançadas. Este rácio começou a diminuir de um nível relativamente baixo (12.5%) em comparação com ciclos anteriores e desceu para perto de 10.5% em 2009. Neste nível, o investimento empresarial iniciou uma recuperação sustentada e rápida, que foi interrompida pela crise da dívida soberana na área do euro. O rácio de investimento registou então uma nova diminuição entre o segundo semestre de 2015 e o final de 2016. Tal deveu-se sobretudo ao facto de os países produtores de matérias-primas – como o Canadá, a Austrália e, em menor grau, os Estados Unidos – terem reduzido o seu investimento, em parte devido à queda acentuada dos preços das matérias-primas (principalmente do petróleo) para níveis muito baixos. Só muito recentemente, no início de 2017, é que se assistiu a uma retoma do investimento. Contudo, de um modo geral, no primeiro trimestre de 2017, o rácio do investimento empresarial em relação ao PIB nas economias avançadas ainda se situava abaixo da sua média de longo prazo.

⁸ O conceito de investimento aqui adotado é o de investimento empresarial (privado não residencial) e inclui investimento do setor privado em estruturas, equipamento (informação, equipamento industrial e transportes) e direitos de propriedade intelectual. O conceito pode variar ligeiramente nos vários países.

Gráfico A

Rácio do investimento em relação ao PIB nas economias avançadas

(percentagem; dados trimestrais)



Fonte: Cálculos dos especialistas do BCE com base em dados da Haver Analytics.

Notas: A amostra de economias avançadas inclui os seguintes países: Austrália, Canadá, Estados Unidos, Japão, Nova Zelândia, países da área do euro, Reino Unido, Suécia e Suíça. O agregado é uma média ponderada de rácios de investimento empresarial nos vários países, utilizando ponderações do PIB com base na paridade do poder de compra variáveis no tempo. As áreas sombreadas dizem respeito a um indicador combinado para os períodos de recessão na área do euro (Centre for Economic Policy Research) e nos Estados Unidos (National Bureau for Economic Research). A última observação refere-se ao primeiro trimestre de 2017.

Em regra, quatro fatores têm sido considerados como potenciais impulsionadores do investimento a nível macroeconómico: as expectativas de procura, as condições financeiras, a incerteza e os choques sobre a oferta⁹.

Desde a crise financeira, estes fatores têm sido centrais para o debate sobre o investimento, tanto de uma perspetiva teórica como empírica. A restritividade das condições financeiras e os choques negativos sobre a procura são considerados prejudiciais para o investimento empresarial¹⁰. Em particular, o enfraquecimento das perspetivas económicas a nível mundial deverá conduzir a uma diminuição do retorno sobre o investimento, atenuando, assim, a formação de novo capital e atrasando a substituição de capital envelhecido. Os choques de incerteza podem também ter efeitos persistentemente negativos no investimento empresarial¹¹. Por último, os choques negativos inesperados sobre a oferta, nomeadamente a queda da produtividade do trabalho nos vários países, podem diminuir as expectativas de lucros futuros e levar a uma redução da atividade de investimento.

Os padrões de investimento na sequência dos vários choques considerados são confirmados empiricamente por funções de resposta a impulso.

Com base no modelo utilizado, as principais conclusões são as seguintes: os choques de incerteza têm um efeito negativo persistentemente em forma de bossa sobre o rácio

⁹ É utilizado um modelo de vetores autorregressivos bayesiano para dados de painel, que permite heterogeneidade entre países, e estimado para o Canadá, os Estados Unidos, o Japão e o Reino Unido. As variáveis incluem a incerteza, medida pela dispersão das expectativas de crescimento entre os analistas profissionais; as condições financeiras, os índices das condições financeiras baseados nas taxas de juro de curto e de longo prazo, e os preços das ações; o crescimento esperado; e a evolução de preços. A identificação de choques estruturais é alcançada através de restrições zero, de sinal e de magnitude.

¹⁰ Uma vez que a incerteza e as variáveis financeiras têm uma elevada correlação, são utilizadas restrições de magnitude relativa para identificar choques significativos em termos estruturais.

¹¹ Para uma análise mais aprofundada dos efeitos ao nível do investimento empresarial nos Estados Unidos, ver Bloom, N., "The impact of uncertainty shocks", *Econometrica*, Vol. 77, 2009.

do investimento empresarial em relação ao PIB¹²; a deterioração da procura esperada e as crescentes restrições financeiras reduzem as despesas de investimento; e a maior produtividade aumenta continuamente o investimento empresarial. Nos vários países, os fatores do lado da procura têm sido o elemento impulsionador mais importante do investimento, representando mais de metade da variância nos Estados Unidos, no Reino Unido e no Japão, ao passo que, no Canadá, representaram apenas cerca de 40% (após 16 trimestres). Os fatores do lado da oferta (nos Estados Unidos e no Reino Unido), a incerteza (no Canadá) e os fatores financeiros (no Japão) são o segundo elemento determinante mais relevante.

Durante a Grande Recessão, os fatores adversos do lado da procura foram claramente o principal impulsionador da contração do investimento empresarial na amostra de países analisados. Todavia, no período posterior à crise, a evolução nos vários países tem sido mais heterogénea (ver Gráfico B)¹³.

Em 2012, os rácios de investimento nos Estados Unidos tinham regressado à sua tendência, passando subsequentemente a oscilar em torno desse nível. O modelo indica que a redução da procura negativa, a diminuição da incerteza e as condições financeiras favoráveis contribuíram para a recuperação. Em 2015, porém, o investimento registou um novo enfraquecimento, devido, em parte, à descida dos preços do petróleo e ao seu forte impacto no investimento no setor do óleo de xisto nos Estados Unidos. No Japão, a retoma foi impulsionada principalmente pelas condições financeiras mais positivas, associadas à menor restritividade monetária, e pelas expectativas menos negativas em relação à procura. Por outro lado, no Canadá, o rácio de investimento recuperou rapidamente após a Grande Recessão e situou-se acima dos níveis tendenciais até ao segundo semestre de 2014. O modelo sugere que o investimento empresarial foi impulsionado pelas perspetivas positivas do lado da procura, pela incerteza reduzida e pelas condições financeiras acomodáticas, apoiadas pela forte evolução dos preços das matérias-primas. A queda dos preços das matérias-primas em 2015 levou a uma descida pronunciada do investimento empresarial, que foi posteriormente acentuada pelo aumento da incerteza e pela maior restritividade das condições financeiras. Em contraste, o rácio de investimento no Reino Unido permaneceu, em grande medida, abaixo dos níveis de longo prazo. O modelo sugere que tanto a procura negativa como os choques sobre a oferta mais do que compensaram as condições financeiras ligeiramente favoráveis e o apoio proporcionado por um contexto de baixa incerteza. Mais recentemente, no segundo semestre de 2016, a incerteza acrescida na sequência do resultado do referendo no Reino Unido sobre a permanência na União Europeia provocou uma descida do rácio de investimento. No início de 2017, os rácios de investimento situavam-se em torno dos níveis tendenciais nos Estados Unidos e no Reino Unido e acima dos mesmos no Japão, ao passo que no Canadá o défice de investimento era negativo.

Alargar a análise à área do euro confirma o papel dos fatores do lado da procura como principal impulsionador da contração do investimento empresarial na sequência da crise financeira. No entanto, em contraste com

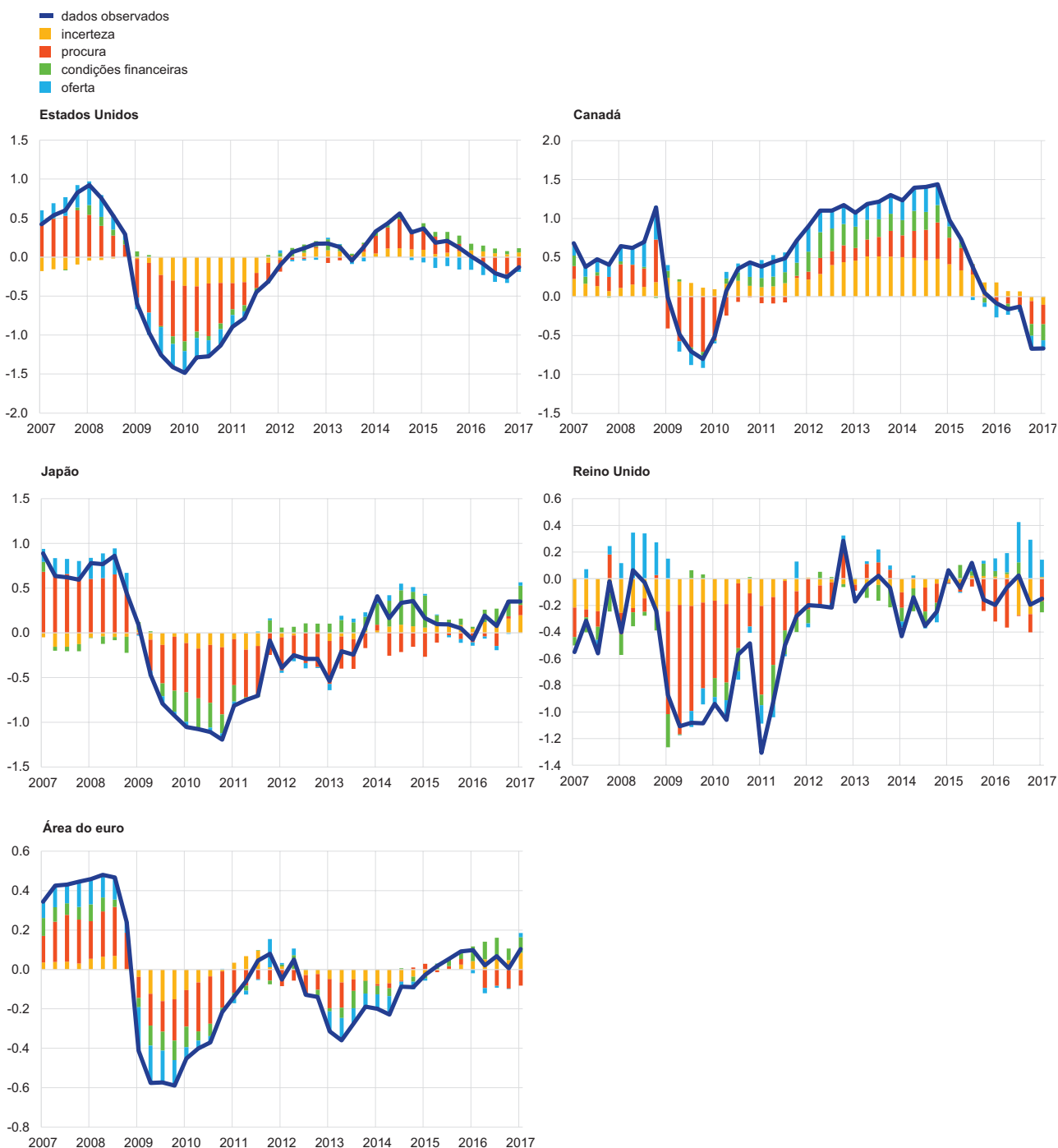
¹² O resultado empírico está em consonância com as estimativas disponíveis para cada país e com a teoria económica.

¹³ Os resultados são robustos relativamente a diferentes medidas de incerteza (incerteza em termos de políticas económicas), a fatores do lado da procura e financeiros (incluindo medidas de inquéritos e indicadores de atividade) e a medidas de preços (preços no produtor).

Gráfico B

Decomposição histórica do rácio do investimento em relação ao PIB

(percentagem e contributos; desvio em relação à tendência; dados trimestrais)



Fonte: Cálculos dos especialistas do BCE.

Nota: A última observação refere-se ao primeiro trimestre de 2017.

outras economias avançadas, a recuperação do rácio de investimento cessou com a intensificação da crise da dívida soberana. Tal conduziu a novos choques negativos e persistentes sobre a procura, bem como a uma incerteza económica

negativa e a choques financeiros até ao início de 2015. No princípio de 2017, o rácio de investimento na área do euro situava-se ligeiramente acima dos níveis tendenciais, tendo sido impulsionado pelas condições financeiras favoráveis e pela incerteza moderada.

Numa análise prospetiva, a melhoria global da confiança empresarial registada nos últimos meses, aliada a perspetivas mais positivas a nível mundial, deverá apoiar a recuperação do investimento empresarial nas economias avançadas. Além disso, os indicadores que medem a incerteza, tais como a dispersão das expectativas de crescimento entre os analistas profissionais, têm vindo a diminuir desde o início de 2017. Adicionalmente, a estabilização dos preços das matérias-primas deverá conduzir a uma retoma do investimento por parte dos países produtores de matérias-primas.

2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 3 de maio a 25 de julho de 2017

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante o terceiro e quarto períodos de manutenção de reservas de 2017, que decorreram, respetivamente, de 3 de maio a 13 de junho de 2017 e de 14 de junho a 25 de julho de 2017. 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 em 0.00%, 0.25% e -0.40%, respetivamente.

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 alargado, com um montante-alvo de aquisições de, em média, €60 mil milhões por mês.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos e reservas mínimas, situavam-se em €1168.7 mil milhões, o que representa um aumento de €82.5 mil milhões, em comparação com o período em análise anterior (ou seja, o primeiro e segundo períodos de manutenção de 2017). As necessidades de liquidez mais elevadas devem-se quase exclusivamente a um aumento dos fatores autónomos líquidos médios, os quais subiram €80.6 mil milhões, situando-se num valor máximo histórico de €1046.3 mil milhões durante o período em análise, ao passo que as reservas mínimas obrigatórias registaram apenas uma ligeira subida, de €2 mil milhões, para €122.5 mil milhões.

O crescimento dos fatores autónomos agregados resultou sobretudo do aumento dos fatores de absorção de liquidez. O principal contributo veio dos depósitos das administrações públicas, os quais cresceram €25.6 mil milhões, situando-se em €196.7 mil milhões, em média, no período em análise. Outros fatores autónomos também aumentaram, subindo €22.5 mil milhões, situando-se, em média, em €720.5 mil milhões. A procura de notas aumentou, em média, €16.6 mil milhões, situando-se em €1131.2 mil milhões, refletindo, em larga medida, a procura sazonal adicional durante o período do verão.

Além disso, os fatores autónomos de cedência de liquidez diminuíram ao longo do período em análise, em resultado da queda contínua dos ativos líquidos denominados em euros e de uma ligeira descida das disponibilidades líquidas sobre o exterior. Os ativos líquidos médios denominados em euros caíram €15.4 mil milhões, para €332.4 mil milhões, em relação ao anterior período em análise, em resultado, em larga medida, de uma descida dos ativos financeiros detidos pelo Eurosistema não relacionados com fins de política monetária. Além

Quadro

Situação de liquidez no Eurosistema

	3 de maio de 2017 a 25 de julho de 2017		25 de janeiro de 2017 a 2 de maio de 2017		Quarto período de manutenção		Terceiro período de manutenção	
Passivo – necessidades de liquidez (médias; EUR mil milhões)								
Fatores de liquidez autónomos	2 048.3	(+64.6)	1 983.7	2 071.6	(+46.6)	2 025.0	(+10.2)	
Notas em circulação	1 131.2	(+16.6)	1 114.6	1 136.3	(+10.3)	1 126.0	(+7.7)	
Depósitos das administrações públicas	196.7	(+25.6)	171.1	229.8	(+66.2)	163.6	(-18.3)	
Outros fatores autónomos	720.5	(+22.5)	698.0	705.5	(-29.9)	735.4	(+20.8)	
Depósitos à ordem	1 174.0	(+153.0)	1 021.0	1 169.2	(-9.5)	1 178.7	(+97.6)	
Instrumentos de política monetária	717.0	(+81.9)	635.1	717.9	(+1.9)	716.0	(+45.4)	
Reservas mínimas obrigatórias	122.5	(+2.0)	120.5	122.6	(+0.3)	122.3	(+1.7)	
Facilidade permanente de depósito	594.5	(+79.9)	514.6	595.3	(+1.6)	593.7	(+43.8)	
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0.0	(+0.0)	0.0	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	
Ativo – cedência de liquidez (médias; EUR mil milhões)								
Fatores de liquidez autónomos	1 002.4	(-15.9)	1 018.3	983.3	(-38.2)	1 021.5	(+6.7)	
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	670.0	(-0.5)	670.5	656.9	(-26.2)	683.1	(+4.5)	
Ativos líquidos denominados em euros	332.4	(-15.4)	347.8	326.4	(-11.9)	338.4	(+2.2)	
Instrumentos de política monetária	2 814.7	(+313.4)	2 501.3	2 853.1	(+76.8)	2 776.3	(+144.8)	
Operações de mercado aberto	2 814.5	(+313.5)	2 501.0	2 852.9	(+76.8)	2 776.1	(+144.9)	
Operações de leilão	779.0	(+124.4)	654.6	776.8	(-4.3)	781.1	(+55.2)	
OPR	11.5	(-12.2)	23.8	9.4	(-4.3)	13.7	(-4.8)	
ORPA com prazo de 3 meses	6.1	(-2.1)	8.2	6.7	(+1.2)	5.5	(-1.9)	
Operações das ORPA direcionadas I	21.1	(-11.4)	32.5	20.5	(-1.2)	21.7	(-4.8)	
Operações das ORPA direcionadas II	740.2	(+150.1)	590.1	740.2	(+0.0)	740.2	(+66.7)	
Carteiras definitivas	2 035.5	(+189.1)	1 846.4	2 076.1	(+81.1)	1 995.0	(+89.7)	
Primeiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	8.0	(-2.3)	10.3	7.7	(-0.6)	8.3	(-1.3)	
Segundo programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	5.5	(-0.9)	6.4	5.3	(-0.4)	5.7	(-0.3)	
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	221.3	(+8.1)	213.3	223.3	(+3.9)	219.4	(+4.1)	
Programa dos mercados de títulos de dívida	98.3	(-1.2)	99.5	98.2	(-0.2)	98.4	(-0.8)	
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	24.0	(+0.2)	23.8	24.2	(+0.5)	23.7	(-0.4)	
Programa de compra de ativos do setor público	1 585.6	(+163.6)	1 422.0	1 619.7	(+68.1)	1 551.5	(+78.0)	
Programa de compra de ativos do setor empresarial	92.8	(+21.7)	71.1	97.7	(+9.8)	87.9	(+10.4)	
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0.2	(-0.1)	0.3	0.2	(+0.0)	0.2	(-0.1)	
Outras informações com base na liquidez (médias; EUR mil milhões)								
Necessidades de liquidez em termos agregados	1 168.7	(+82.5)	1 086.2	1 211.3	(+85.0)	1 126.2	(+5.1)	
Fatores autónomos ¹	1 046.3	(+80.6)	965.7	1 088.6	(+84.7)	1 003.9	(+3.5)	
Liquidez excedentária	1 645.8	(+231.0)	1 414.8	1 641.6	(-8.3)	1 649.9	(+139.8)	
Evolução das taxas de juro (médias; percentagens)								
OPR	0.00	(+0.00)	0.00	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)	
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0.25	(+0.00)	0.25	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)	
Facilidade permanente de depósito	-0.40	(+0.00)	-0.40	-0.40	(+0.00)	-0.40	(+0.00)	
EONIA	-0.358	(-0.004)	-0.354	-0.359	(-0.002)	-0.357	(-0.002)	

Fonte: BCE.

Notas: Uma vez que todos os valores no quadro foram arredondados, em alguns casos o valor indicado como a alteração relativa ao período anterior não representa a diferença entre os valores arredondados apresentados para os dois períodos (diferindo em €0.1 mil milhões).

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

disso, as responsabilidades dos bancos centrais nacionais para com instituições oficiais estrangeiras registaram um aumento, voltando a reduzir, por conseguinte, o efeito líquido de cedência de liquidez deste fator autónomo. As disponibilidades líquidas sobre o exterior médias registaram uma ligeira diminuição, de €0.5 mil milhões, para €670 mil milhões.

A volatilidade dos fatores autónomos permaneceu elevada e globalmente inalterada face ao anterior período analisado. Esta volatilidade refletiu sobretudo flutuações nos depósitos das administrações públicas e nos ativos líquidos denominados em euros.

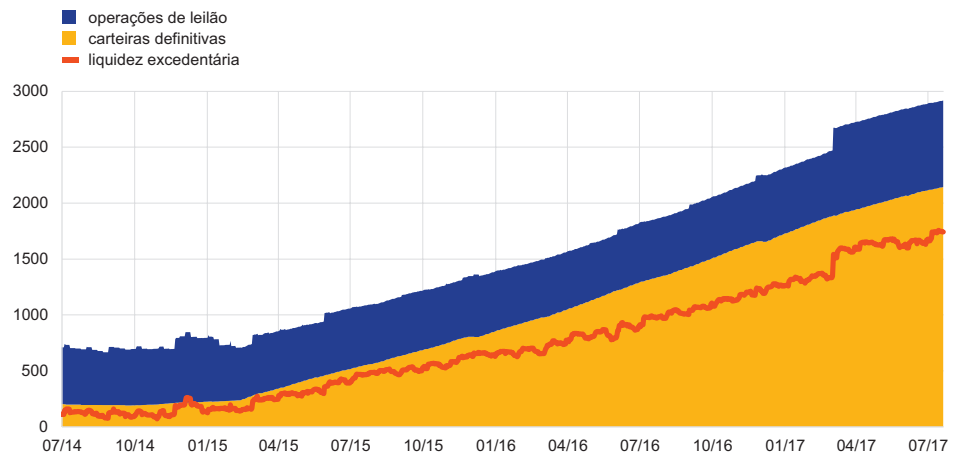
Liquidez cedida através de operações de mercado aberto

O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – tanto operações de leilão como compras a título definitivo no âmbito do programa de compra de ativos – aumentou €313.5 mil milhões, situando-se em €2814.5 mil milhões (ver Gráfico A). Este aumento deveu-se sobretudo ao programa de compra de ativos do BCE e à quarta operação da segunda série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas II), liquidada por um montante de €233.4 mil milhões, em 29 de março 2017.

Gráfico A

Evolução das operações de mercado aberto e da liquidez excedentária

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

O montante médio de liquidez cedida através de operações de leilão aumentou €124.4 mil milhões, situando-se em €779 mil milhões. Este aumento reflete, em larga medida, a liquidez cedida na quarta operação das ORPA direcionadas II, a qual, ao contrário do período analisado precedente, se reflete na totalidade nas condições de liquidez médias do atual período em análise. O saldo médio das ORPA direcionadas aumentou €138.7 mil milhões, como um efeito líquido da liquidação da quarta operação das ORPA direcionadas II e do reembolso antecipado voluntário

dos fundos disponibilizados nas operações das ORPA direcionadas I. A liquidez média cedida através das OPR e das ORPA com prazo de três meses registou uma descida de €12.2 mil milhões e €2.1 mil milhões, respetivamente.

A liquidez cedida através das carteiras de política monetária definitivas do Eurosistema aumentou €189.1 mil milhões, situando-se em €2035.5 mil milhões, em média, à medida que continuaram as compras no âmbito do programa de compra de ativos. A liquidez média cedida através do programa de compra de ativos do setor público, do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes, do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados e do programa de compra de ativos do setor empresarial aumentou, em média, €163.6 mil milhões, €8.1 mil milhões, €0.2 mil milhões e €21.7 mil milhões, respetivamente. O reembolso 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 totalizou €4.4 mil milhões.

Liquidez excedentária

Como consequência da evolução supradescrita, a liquidez excedentária média aumentou €231 mil milhões, situando-se em €1645.8 mil milhões no período em análise, face ao período anterior (ver o gráfico). Como referido, este aumento reflete, em larga medida, a liquidez cedida através do programa de compra de ativos, a um ritmo mensal de €60 mil milhões, bem como a colocação de €233.4 mil milhões na quarta operação das ORPA direcionadas II, ligeiramente compensada por um aumento das necessidades de liquidez resultantes dos fatores autónomos. Uma análise mais pormenorizada, centrada apenas no período em análise, mostra que a liquidez excedentária aumentou no terceiro período de manutenção, crescendo €139.8 mil milhões devido à liquidez cedida pela quarta operação das ORPA direcionadas II e pelas compras no âmbito do programa de compra de ativos. No entanto, o quarto período de manutenção registou uma ligeira descida da liquidez excedentária, no montante de €8.3 mil milhões, uma vez que a liquidez injetada pelas compras do programa de compra de ativos foi mais do que compensada pelo aumento do efeito de absorção de liquidez dos fatores autónomos e pela diminuição da contratação das OPR e ORPA com prazo de 3 meses, como mencionado anteriormente.

A maior liquidez excedentária correspondeu a detenções médias em depósitos à ordem mais elevadas, as quais aumentaram €153 mil milhões, situando-se em €1174 mil milhões no período em análise, ao passo que o recurso médio à facilidade permanente de depósito aumentou €79.9 mil milhões, situando-se em €594.5 mil milhões.

Evolução das taxas de juro

As taxas *overnight* do mercado monetário permaneceram próximo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito, com algumas taxas para cabazes

de ativos de garantia específicos nos segmentos garantidos a situarem-se abaixo desse nível. No mercado sem garantia, a EONIA (o índice *overnight* médio do euro) situou-se, em média, em -0.358%, tendo descido ligeiramente de uma média de -0.354% no período analisado precedente. A EONIA oscilou num intervalo relativamente estreito, com um máximo de -0.331% antes do feriado de segunda-feira de Pentecostes no início de junho de 2017 e um mínimo histórico de -0.373% no período subsequente. Além disso, no mercado com garantia, as taxas médias *overnight* das operações de reporte no mercado GC Pooling diminuíram ligeiramente, situando-se em -0.433% para o cabaz de ativos de garantia normalizados, uma descida de 0.001 pontos percentuais em relação ao período analisado anterior, e em -0.401% para o cabaz de ativos de garantia alargados, um aumento de 0.002 pontos percentuais em relação ao período analisado anterior.

A diminuição no final do trimestre das principais taxas das operações de reporte, registada em junho de 2017 foi relativamente ligeira, face à descida verificada no final de 2016 e à diminuição no final do trimestre, em março de 2017. Tal sugere que os participantes no mercado adotaram práticas de gestão de ativos de garantia mais eficientes. Acresce que esta evolução sugere igualmente efeitos positivos da aceitação de numerário como garantia no âmbito das facilidades de cedência de títulos previstas no contexto do programa de compra de ativos do setor público.

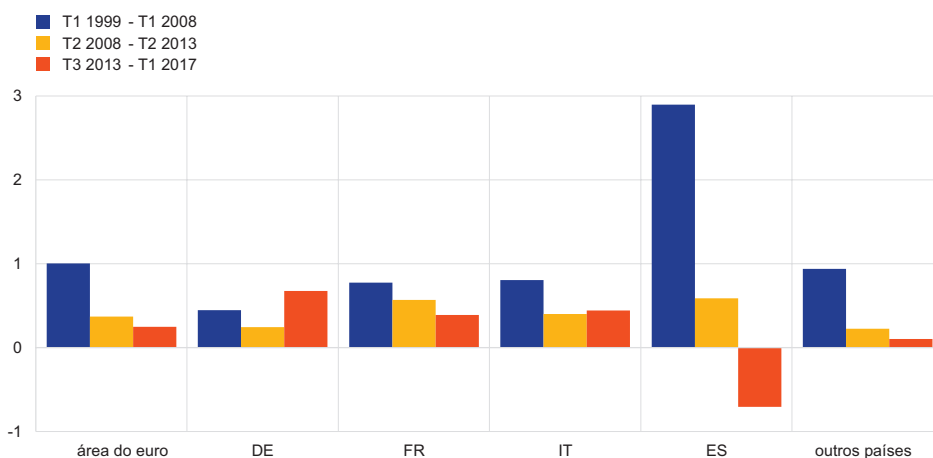
3 Evolução recente da oferta de mão-de-obra na área do euro

A evolução da oferta de trabalho é um importante fator impulsionador da recuperação económica e do crescimento a mais longo prazo. Do ponto de vista estrutural, a oferta de mão-de-obra pode dar um contributo substancial para o crescimento potencial, enquanto, de uma perspetiva cíclica, tem impacto direto no emprego e no desemprego. Acresce que não é apenas a dimensão da população ativa que deve ser levada em conta, mas também a sua composição. A oferta de mão-de-obra na área do euro tem vindo a aumentar há algum tempo, mas, embora prosseguindo no decurso da recente retoma, a sua taxa de crescimento moderou-se em comparação com os períodos pré-crise e da crise (ver Gráfico A). A presente caixa analisa os fatores subjacentes à crescente oferta de mão-de-obra no decurso da retoma económica e à moderação da sua taxa de crescimento, bem como às alterações na sua composição.

Gráfico A

Taxa de crescimento média da população ativa na área do euro e nos maiores países da área do euro

(taxas de crescimento homólogas médias; percentagens)



Fontes: Eurostat, contas nacionais e estatísticas conjunturais.

Nota: A população ativa é definida como a soma do emprego medido pelas contas nacionais e o número de desempregados.

Embora a oferta de mão-de-obra na área do euro continue a aumentar, ao longo da última década a respetiva taxa de crescimento tem vindo a moderar-se. Na sequência imediata da Grande Recessão, a taxa de crescimento média da população ativa moderou-se nos países de maior dimensão da área do euro face ao período que antecedeu a crise. Esta moderação prosseguiu no período de recuperação (entre o terceiro trimestre de 2013 e o primeiro trimestre de 2017), com a notável exceção da Alemanha, onde se verificou uma aceleração do crescimento da população ativa que já ultrapassa as taxas de expansão observadas antes da crise. O enfraquecimento da evolução da população ativa foi mais distinto em Espanha, o que pode ser explicado principalmente pelo efeito da evolução dos fluxos migratórios. Antes da crise, observava-se uma taxa líquida de imigração

considerável, a qual se inverteu depois de a Espanha registar um aumento substancial da taxa de desemprego. Tal teve um impacto muito negativo sobre a população em idade ativa e a oferta de mão-de-obra em Espanha, e também se refletiu na evolução da oferta de mão-de-obra na área do euro. Porém, no conjunto da área do euro, a imigração deu um grande contributo positivo para a população em idade ativa em países da área do euro no decurso do período de retoma, refletindo sobretudo os fluxos de trabalhadores vindos de novos Estados-Membros da UE. Por sua vez, tal deverá igualmente ter tido um impacto significativo na população ativa da área do euro, em particular na Alemanha e Itália, mas também em algumas das economias da área do euro de menor dimensão.

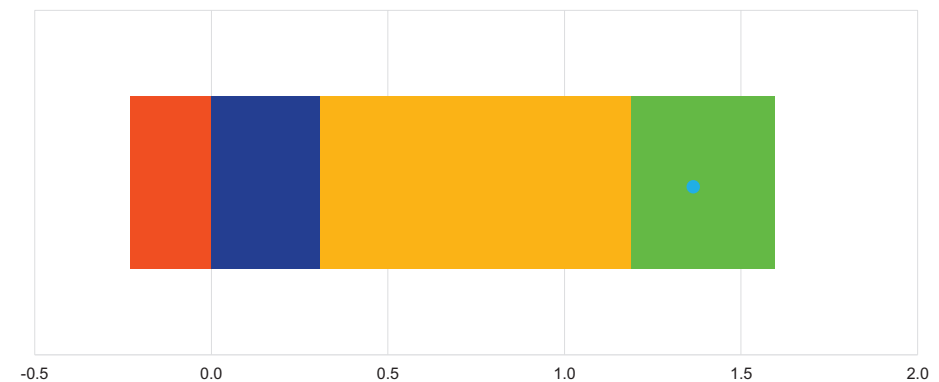
Desde o início da retoma, o aumento da taxa de participação foi um fator impulsionador muito importante do crescimento da população ativa (ver Gráfico B). A variação da população ativa pode ser desagregada em contributos das variações da população em idade ativa (15-64 anos), por um lado, e da taxa de participação, por outro. O abrandamento do crescimento da oferta de mão-de-obra face ao período que antecedeu a crise reflete uma moderação do crescimento quer da população em idade ativa quer da taxa de participação, embora o contributo de ambas as componentes tenha permanecido positivo ao longo do período de retoma. Porém, o maior contributo para o crescimento da população ativa teve origem no aumento da taxa de participação.

Gráfico B

Decomposição da variação acumulada da população ativa desde o segundo trimestre de 2013

(pontos percentuais)

- devido à variação da população em idade ativa
- devido à variação nas taxas de participação dos grupos etários
- devido à mudança da composição etária da população em idade ativa
- valor residual
- variação total



Fonte: Eurostat, Inquérito às Forças de Trabalho.

Notas: Grupo etário entre 15-64; dados não corrigidos de sazonalidade. A variação da população ativa pode ser desagregada por variação da população em idade ativa e variação da taxa de participação. Esta pode ser ainda mais desagregada por desenvolvimentos nas dimensões relativas dos grupos etários na população e variações das taxas de participação dos diferentes grupos etários. Para fins de cálculo, utilizámos grupos etários quinquenais. O valor residual inclui outras alterações na composição, por exemplo, por sexo.

A população ativa da área do euro está a envelhecer, e mais pessoas mantêm-se economicamente ativas até mais tarde. A percentagem da população ativa (15-64 anos) com idades entre 50-64 aumentou de 30% para 32% ao longo do período de retoma, no seguimento de uma tendência ascendente a mais longo

prazo¹⁴. Visto que tradicionalmente este grupo etário regista taxas de participação da população ativa relativamente reduzidas, o aumento da sua percentagem na população poderá reduzir a taxa de participação da população ativa global. No entanto, as taxas de participação aumentaram entre a população com idades entre 50-64 nos últimos quatro anos (entre o segundo trimestre de 2013 e o primeiro trimestre de 2017, a taxa de participação aumentou 0.7, 3.8 e 7.6 pontos percentuais nos grupos etários com idades entre 50-54, 55-59 e 60-64, respetivamente), impulsionadas pelo aumento da idade da reforma na maior parte dos países, bem como outros fatores, por exemplo os crescentes níveis de educação da população (discutidos mais à frente). Tal está a elevar a taxa de participação global, contrabalançando o impacto negativo que a alteração da composição etária teria (ver a barra a vermelho no Gráfico B). Além disso, a menor percentagem da população no grupo etário entre 15-24 também contribuiu para o aumento da taxa de participação global, visto que este grupo etário tipicamente apresenta uma taxa de participação reduzida. Porém, este efeito composicional positivo foi parcialmente compensado por uma descida da taxa de participação do grupo desde 2008.

Prosseguindo uma tendência de longo prazo, o aumento da população ativa no decurso do período de retoma económica foi impulsionado pela participação das mulheres. Embora a crescente percentagem dos grupos etários mais velhos seja típica de ambos os sexos, no caso das mulheres, o crescimento da taxa de participação no decurso do período de retoma foi superior e a descida da população ativa na faixa etária de forte atividade foi inferior (ver Gráfico C). O aumento da taxa de participação das mulheres e o modo como a participação das mulheres difere da participação dos homens devem-se, em grande medida, às diferenças na evolução dos níveis de educação dos homens e das mulheres. A percentagem de mulheres diplomadas do ensino superior na população em idade ativa feminina é superior à percentagem correspondente relativa aos homens¹⁵, tendo também aumentado mais acentuadamente ao longo da última década quer para a população na faixa etária de forte atividade quer nas categorias etárias mais idosas e é um importante fator impulsionador da crescente participação das mulheres na população ativa¹⁶.

Os efeitos cíclicos contribuíram para a evolução divergente das taxas de participação dos homens e das mulheres na faixa etária de forte atividade. A taxa de participação dos homens na faixa etária de forte atividade tem vindo a diminuir desde o início da crise, provavelmente impulsionada pela descida cíclica do emprego em setores e cargos tradicionalmente dominados por homens (mais

¹⁴ O aumento tendencial nas gerações mais velhas reflete o facto de os *baby boomers* do pós-guerra terem atingido estas categorias etárias e a percentagem de gerações mais jovens ter diminuído. Ver o artigo intitulado "Population structure and ageing", *Eurostat Statistics Explained*, Eurostat, junho de 2017, disponível em <http://ec.europa.eu/eurostat>.

¹⁵ Na população em idade ativa, a percentagem de diplomados do ensino superior só é mais baixa para as mulheres do que para os homens nas faixas etárias mais idosas (55-64), mas o desvio face aos homens tem vindo a reduzir-se consideravelmente ao longo da última década.

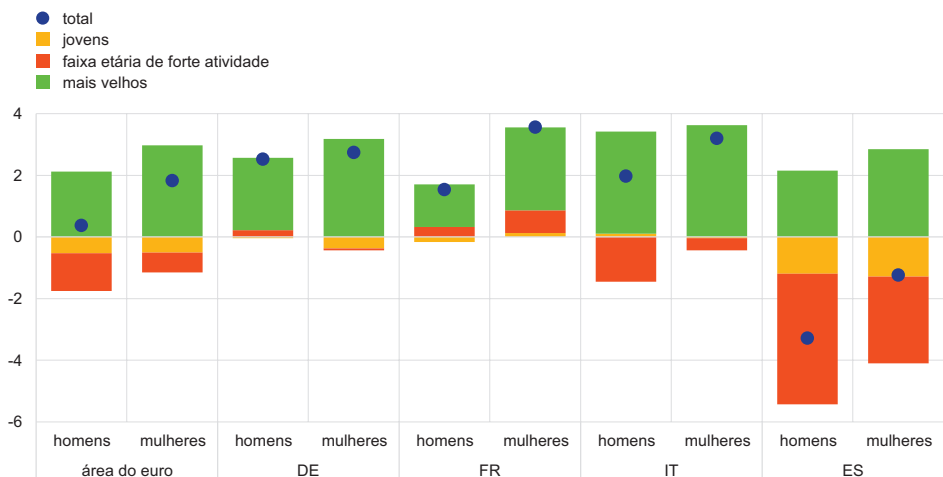
¹⁶ Ver Thévenon, O., "Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD", *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, n.º 145, OCDE, 2013, disponível em <http://www.oecd-ilibrary.org>.

especificamente, construção e trabalho físico pouco qualificado)¹⁷. A recente moderação desta taxa de decréscimo no decurso do período de retoma reflete a melhoria da situação do mercado de trabalho nestes setores dominados por homens. Ao mesmo tempo, a taxa de participação das mulheres pode ter sido afetada durante o ciclo económico pelo efeito do “trabalhador acrescentado” – a tendência de as mulheres entrarem no mercado de trabalho quando o seu cônjuge perde o seu posto de trabalho ou abandona o mercado de trabalho. O efeito do trabalhador acrescentado pode tornar-se particularmente relevante dado o forte impacto da crise sobre o rendimento (e a riqueza), sendo assim provável que tenha contribuído para o aumento da participação das mulheres durante a crise em vários países da área do euro¹⁸. Mais recentemente, a taxa de participação das mulheres na faixa etária de forte atividade aumentou a um menor ritmo ao longo do período de retoma do que anteriormente, o que poderá igualmente refletir o facto de, dado o aumento do emprego masculino, existir agora uma menor necessidade de as mulheres entrarem no mercado de trabalho apenas para manter o rendimento da família.

Gráfico C

Decomposição da variação acumulada da população ativa por sexo e faixa etária na área do euro e nos países de maior dimensão da área do euro no decurso do período de retoma económica (entre o segundo trimestre de 2013 e o primeiro trimestre de 2017)

(percentagens da população ativa no segundo trimestre de 2013)



Fonte: Inquérito às Forças de Trabalho.

Notas: Jovens: 15-24 anos; faixa etária de forte atividade: 25-54 anos; mais velhos: 55-64 anos. Dados não corrigidos de sazonalidade.

¹⁷ Ver Black, S., Furman, J., Rackstraw, E. e Rao, N., “The long-term decline in US prime-age male labour force participation”, VOX, Portal de Políticas do CEPR, Centre for Economic Policy Research, 2016, disponível em <http://voxeu.org>, que explica as razões subjacentes à descida da participação dos homens na faixa etária de forte atividade nos Estados Unidos. Podem estar presentes fatores semelhantes na área do euro. Entre os maiores países da área do euro, no decurso da crise, as taxas de participação dos homens na faixa etária de forte atividade foram as que mais diminuíram em Itália, mas também se observou uma ligeira moderação na Alemanha e França (nesta última, ainda antes da crise).

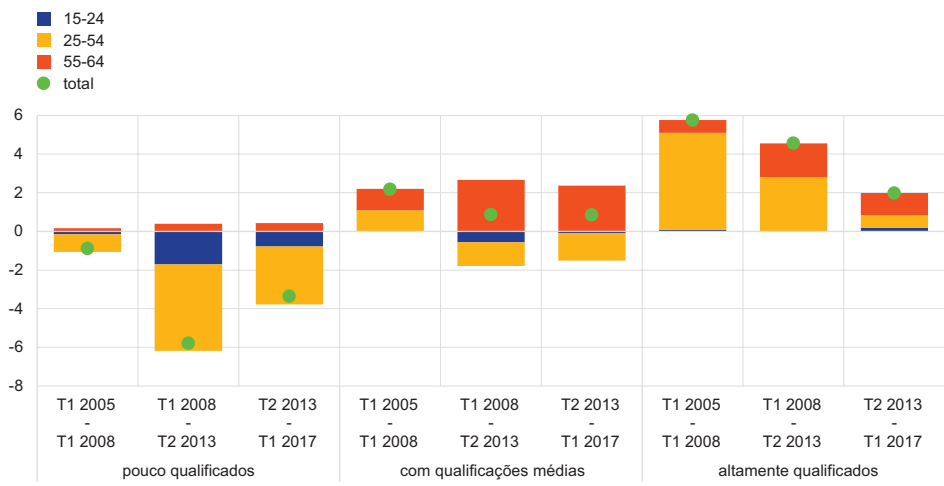
¹⁸ Para um exame do efeito do trabalhador acrescentado nos países europeus, ver Riedl, A. e Schoiswohl, F., “Is there an added worker effect? – European labor supply during the crisis”, *Focus on European Economic Integration*, n.º T4/15, Oesterreichische Nationalbank, 2015.

A composição da população ativa por qualificação também está a mudar, devido a forças estruturais. No decurso do período de retoma, o aumento da oferta de mão-de-obra tem sido dominado pelos indivíduos altamente qualificados. Verifica-se uma clara mudança a mais longo prazo no sentido de um número crescente de indivíduos altamente qualificados na população ativa, enquanto os números dos indivíduos que completaram os primeiro e segundo ciclos do ensino básico (ou menos) têm vindo a cair desde o segundo trimestre de 2013. O número de indivíduos com níveis médios de qualificação aumentou apenas moderadamente, em resultado quer da crescente oferta de mão-de-obra entre os indivíduos com níveis médios de qualificação nas categorias etárias mais idosas quer de descidas na faixa etária de forte atividade (ver Gráfico D). Todas estas alterações devem-se sobretudo à evolução da composição da população por nível de educação.

Gráfico D

Composição da variação da população ativa da área do euro antes da crise, durante a crise e no decurso do período de retoma por faixa etária e nível de educação

(milhões de indivíduos)



Fonte: Inquérito às Forças de Trabalho.

Notas: Grupo etário entre 15-64. Pouco qualificados: que completaram o ensino básico (ou menos) (níveis 0-2); qualificações médias: ensino secundário ou pós-secundário, mas não superior (níveis 3 e 4); altamente qualificados: ensino superior. Dados não corrigidos de sazonalidade.

Em termos gerais, embora o ritmo de crescimento se tenha moderado, a oferta de mão-de-obra continuou a aumentar ao longo do período de retoma, devido em grande medida aos atuais fatores estruturais. O aumento das taxas de participação das gerações mais velhas é o principal fator explicativo subjacente aos recentes aumentos, mas a crescente participação das mulheres também deu um contributo positivo. Em contraste, a alteração da composição etária da população ativa e a menor participação dos homens na faixa etária de forte atividade e dos jovens deram um contributo negativo para a oferta de mão-de-obra. Por último, o crescimento da população ativa foi impulsionado pelos indivíduos altamente qualificados, enquanto a oferta de mão-de-obra pouco qualificada diminuiu. Estes desenvolvimentos seguem-se a tendências de mais longo prazo, enquanto o ciclo económico teve um menor impacto na oferta de mão-de-obra. O maior contributo dos grupos etários mais velhos, das mulheres e dos indivíduos altamente

qualificados para a população ativa também se reflete na mudança da composição do emprego. Paralelamente, há uma margem para que as políticas melhorem a oferta de mão-de-obra, o que é igualmente indicado pela heterogeneidade das taxas de participação por toda a área do euro. Estas políticas poderiam incluir, entre outras, uma maior flexibilidade dos regimes de trabalho, sistemas fiscais que incentivem a participação de segundas fontes de rendimento, a disponibilidade de infantários de qualidade e a preços razoáveis, e políticas de formação e de requalificação em linha com as necessidades do mercado de trabalho.

A presente caixa analisa as condições macroeconómicas e estruturais que conduziram a consideráveis reduções do desemprego de uma perspetiva histórica. A amostra em análise abrange todos os países da OCDE ao longo dos últimos 35 anos. A comparação das características das experiências históricas com as da atual recuperação rica em emprego na área do euro permite extrair lições que podem ser úteis na análise da futura evolução do desemprego.

Em linha com a literatura existente, a presente caixa define um episódio de considerável redução do desemprego, a qual preenche três condições: 1) a taxa de desemprego desce pelo menos 3 pontos percentuais num período de três anos após o seu pico; 2) a descida da taxa de desemprego ao longo de um período de três anos é de pelo menos 25% da taxa de desemprego inicial; 3) após cinco anos, a taxa de desemprego permanece inferior à registada no início do episódio¹⁹.

Quando se aplicam estas três condições aos países da União Europeia (UE) e a outros países da OCDE ao longo do período entre 1980 e 2015, podem identificar-se 25 episódios de consideráveis reduções do desemprego. Em média, para estes 25 episódios, o nível de desemprego inicial era de 13.4%; após três anos, tinha descido 4.5 pontos percentuais, representando 35% da taxa de desemprego inicial; e após cinco anos a taxa de desemprego era de quase metade (ver quadro). Entre os países da área do euro, a maioria destes episódios teve início em meados da década de 1990²⁰. Na primeira metade dessa década, a taxa de desemprego atingiu níveis historicamente elevados, tendo a Europa registado um crescimento dos desempregados. O período entre a segunda metade da década de 1990 e o início da década de 2000 coincidiu com a maior intensidade das reformas nos mercados de trabalho e do produto. Este aumento do dinamismo de reforma foi induzido não só pela elevada taxa de desemprego, mas também muito provavelmente pela introdução do euro e o processo de integração na UE²¹.

Atualmente, cinco países da área do euro parecem cumprir os critérios acima referidos (ver quadro)²². Estes países são a Irlanda, Espanha, Chipre, Portugal e Eslováquia. Outros países com elevado desemprego e que registam atualmente uma redução do desemprego são a Grécia, Itália e Eslovénia. Contudo, não cumprem ainda os três critérios. A Itália e a Eslovénia não cumprem qualquer dos três critérios, enquanto a Grécia pode ser considerada um caso-limite, uma vez

¹⁹ Freund, C. e Rijkers, B. adotaram uma abordagem relacionada em *Episodes of unemployment reduction in rich, middle-income and transition economies*, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 42(4), dezembro de 2014, pp. 907-923.

²⁰ Os países da área do euro que registaram episódios de redução do desemprego com início em meados dos anos 1990 foram a Irlanda (1993-98), Países Baixos (1995-2000), Finlândia (1995-2000) e Espanha (1996-2001).

²¹ Ver, por exemplo, Dias da Silva, A; Givone, A. e Sondermann, D., *When do countries implement structural reforms?*, *Série Documentos de Trabalho*, N.º 2078, BCE, junho de 2017.

²² Dado que os atuais episódios de redução do desemprego tiveram início em 2013, as projeções de junho de 2017 da Comissão Europeia foram utilizadas para os anos de 2017 e 2018 a fim de avaliar o cumprimento do terceiro critério.

que apenas não cumpre o segundo critério, ou seja, uma descida de pelo menos 25% da taxa de desemprego inicial após um período de três anos.

Quadro

Episódios atuais de consideráveis reduções do desemprego

	Início do episódio	Taxa de desemprego inicial (percentagens)	Descida da taxa de desemprego após três anos (pontos percentuais)	Descida da taxa de desemprego após três anos (percentagens)	Descida da taxa de desemprego após cinco anos (pontos percentuais)
Média histórica	-	13.4	4.5	35	6.2
Irlanda	2012	14.7	5.3	36	8.3
<i>episódio anterior</i>	1993	15.6	3.9	25	8.1
Espanha	2013	26.1	6.5	25	10.2
<i>episódio anterior</i>	1996	19.9	6.3	32	9.3
Chipre	2014	16.1	4.4	27	5.5*
Portugal	2013	16.4	5.2	32	7.2
<i>episódio anterior</i>	1985	9.8	3.1	32	4.2
Eslováquia	2013	14.2	4.5	32	6.6
<i>episódio anterior</i>	2004	18.3	7.1	39	6.2
Por memória:					
Grécia	2013	27.5	3.9	14	-5.9
Itália	2014	12.7	1.2	9	1.4*
Eslovénia	2013	10.1	2.1	21	3.8
área do euro	2013	12.0	2.1	17	3.2

Fonte: Cálculos elaborados por especialistas do BCE com base em dados da Comissão Europeia.

Notas: * Dados até quatro anos desde o início da redução do desemprego. A média histórica refere-se à média simples dos 25 episódios identificados em 41 países da UE e da OCDE, entre 1980 e 2010.

As condições macroeconómicas e estruturais no início dos episódios de consideráveis reduções do desemprego foram significativamente diferentes das observadas quando não ocorreram essas reduções de desemprego.

O Gráfico A compara as características macroeconómicas e estruturais dos 25 episódios de considerável redução do desemprego com as registadas por um grupo de países onde não ocorreram esses episódios, embora a taxa de desemprego neste último grupo tenha sido pelo menos tão elevada como a taxa de desemprego média do primeiro grupo no início do episódio.

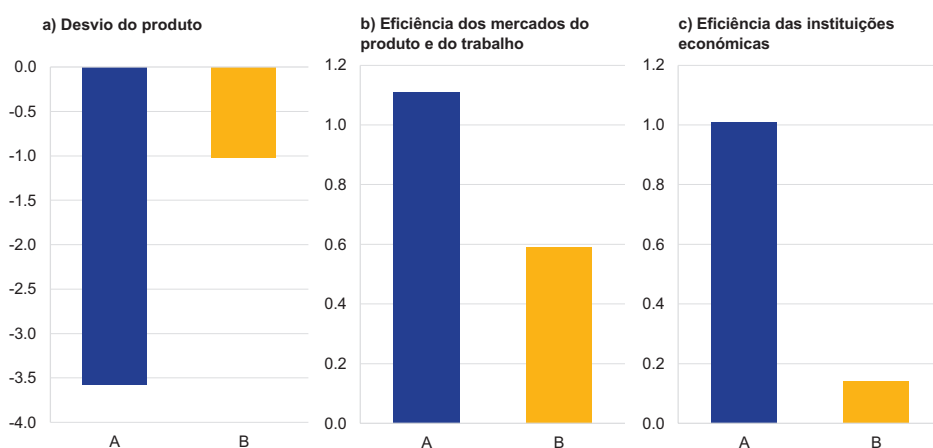
Em termos gerais, o início de um episódio de considerável redução do desemprego ocorre na presença de um grau elevado de margem disponível na economia. O Gráfico A (a) mostra que os países onde se verifica um episódio de considerável redução do desemprego têm um maior desvio negativo do produto do que os países onde a taxa de desemprego se mantém elevada.

Episódios de consideráveis reduções do desemprego ocorrem na presença de estruturas e instituições mais eficientes. Quando se compara o grupo onde se regista uma considerável redução do desemprego com o grupo no qual essa redução não se verifica, este último caracteriza-se por estruturas/instituições económicas significativamente mais fracas, quando medidas pela eficiência do mercado do produto e a eficiência global das instituições económicas

(ver Gráfico A (b) e (c)). Isto parece sugerir que os episódios bem-sucedidos de redução do desemprego surgem quando as condições estruturais, incluindo os regulamentos dos mercados do produto e do trabalho e a qualidade global das instituições, são mais sólidas.

Gráfico A

Comparação das características macroeconómicas e estruturais nos países com elevado desemprego que registaram uma considerável redução do desemprego (A) com as dos países onde não se verificaram consideráveis reduções do desemprego (B)



Fonte: Cálculos elaborados por especialistas do BCE com base em dados do Eurostat.

Notas: A refere-se a observações com uma taxa de desemprego média superior a 13%, seguida de uma considerável redução do desemprego. B refere-se a observações com uma taxa de desemprego média superior a 13%, não seguida por uma considerável redução do desemprego. O limite de 13% está relacionado com a taxa de desemprego média no início de episódios de consideráveis reduções do desemprego (ver Quadro).

A evolução das principais variáveis macroeconómicas e estruturais em torno de episódios históricos de redução do desemprego pode clarificar melhor os padrões de redução do desemprego.

O Gráfico B mostra a evolução da taxa de desemprego, o crescimento do PIB, a remuneração por empregado e a posição das reformas²³ nos países que registaram consideráveis reduções do desemprego, em comparação com a média amostral²⁴. O gráfico mostra que a remuneração real por empregado é substancialmente mais moderada antes do início de um episódio de considerável redução do desemprego e não regista praticamente qualquer crescimento até três anos após o início do episódio. O crescimento do PIB cai substancialmente nos dois anos que precedem o episódio. Após o início do

²³ A posição das reformas é calculada utilizando a variação dos indicadores da OCDE da legislação em matéria de proteção do emprego e da regulamentação das indústrias de redes, ou seja, energia, transportes e comunicações, e uma medida do grau de centralização da negociação salarial, de acordo com a compilação do Instituto Fraser. As variações nestas séries são utilizadas como uma aproximação das reformas dos mercados de trabalho e do produto, que podem ter um impacto sobre a procura e oferta de trabalho, e portanto sobre a taxa de desemprego. O enfoque é em reformas relativamente consideráveis, definidas como reformas que excedem dois desvios padrão da variação do indicador em todas as observações em cada série. O indicador de posição das reformas assume o valor 0 se não forem implementadas reformas consideráveis, 1 se for implementada uma reforma considerável, 2 se forem implementadas reformas consideráveis em duas áreas, e 3 se forem implementadas simultaneamente reformas consideráveis nos três indicadores.

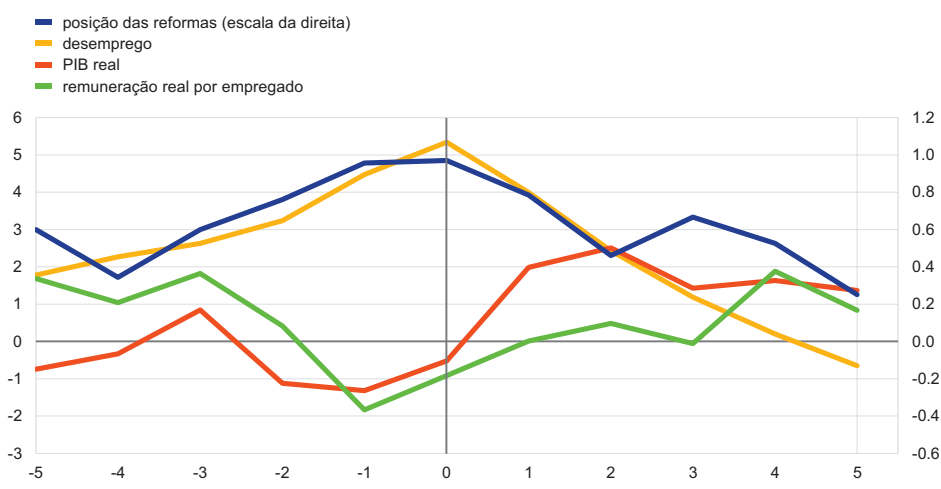
²⁴ Foi subtraída a média a todas as variáveis a fim de ter em conta choques das variáveis de controlo e tendências temporais.

episódio de considerável redução do desemprego, o PIB cresce significativamente ao longo do período de cinco anos. Além do papel desempenhado pelo ciclo económico, o aumento dos esforços de reforma está associado a uma redução subsequente da taxa de desemprego, o que se pode observar no Gráfico B, quando o número de reformas atinge o seu pico, antes do início do episódio de redução do desemprego.

Gráfico B

Evolução das variáveis macroeconómicas e posição das reformas antes e após episódios de consideráveis reduções do desemprego

(posição das reformas (índice 0-3, subtraída a média); taxa de desemprego (em percentagem da população ativa, subtraída a média); PIB real (taxa de variação homóloga (%), subtraída a média); remuneração real por empregado (taxa de variação homóloga (%), subtraída a média))



Fonte: Cálculos elaborados por especialistas do BCE, com base em dados da Comissão Europeia e da OCDE.
 Notas: "0" indica o início do episódio de redução do desemprego. Cada variável foi subtraída pela média amostral de observação, em cada ano. A taxa de desemprego é expressa em percentagem da população ativa. O crescimento do PIB e a remuneração real por trabalhador são expressos em taxas de crescimento homólogas. A posição das reformas é medida como um índice que oscila entre 0 (ausência de reformas) e 3, e que foi subtraída pela média amostral de observação em cada ano. Não se encontram disponíveis dados sobre as variáveis estruturais depois de 2013.

Em termos gerais, as análises estáticas e dinâmicas acima referidas de anteriores episódios mostram que os fatores estruturais são elementos fundamentais para uma redução do desemprego bem-sucedida. Reduções consideráveis e sustentadas do desemprego ocorreram na presença de condições cíclicas favoráveis e políticas salariais responsáveis, e após extensas reformas nos mercados do produto e do trabalho.

5 Necessidades de reformas estruturais na área do euro: informações obtidas num inquérito a grandes empresas

A presente caixa resume os resultados de um inquérito *ad hoc* do BCE às principais empresas da área do euro sobre as reformas estruturais na área do euro²⁵. A importância das reformas estruturais enquanto meio de aumentar a taxa de crescimento potencial e de reforçar a resiliência da economia da área do euro tem sido repetidamente destacada pelos decisores de política nos últimos anos²⁶. Porém, até ao momento, foram feitas apenas algumas tentativas para avaliar a opinião da comunidade empresarial sobre este tópico. O inquérito tinha três objetivos: 1) obter informações sobre o impacto das reformas implementadas recentemente na área do euro e analisá-las de uma perspetiva empresarial, 2) compreender os maiores obstáculos identificados à implementação de reformas, e 3) obter uma panorâmica geral das prioridades de reforma necessárias para continuar a melhorar a conjuntura empresarial e os mercados de trabalho da área do euro, bem como para finalizar o Mercado Único Europeu.

Foram recebidas respostas de 55 grandes empresas da área do euro, sociedades não financeiras com atividades num amplo espectro de setores.

Os inquiridos contavam-se tipicamente entre as principais empresas nos setores respetivos. Em conjunto, as 55 empresas representam aproximadamente 1% do emprego total na área do euro. Em termos de composição setorial, cerca de 30 inquiridos exerciam atividades principalmente no setor industrial mais amplo (incluindo a construção), enquanto 25 empresas eram provedores de serviços. Cerca de dois terços das empresas estavam envolvidas sobretudo na disponibilização de produtos e serviços interempresas, enquanto o restante terço de empresas correspondia principalmente a empresas orientadas para o consumidor.

A maioria das empresas indicou que as recentes reformas estruturais tiveram um impacto positivo nas suas atividades comerciais. As avaliações positivas disseram respeito essencialmente ao efeito das reformas nos mercados de trabalho. Os inquiridos referiram, em particular, o impacto das reformas de 2012 em Espanha²⁷, que melhoraram a flexibilidade do mercado de trabalho.

Mais de 60% dos inquiridos caracterizaram o ritmo de reformas no período entre 2013 e 2016 (ver Gráfico A) como sendo “lento e fragmentado”. Um pouco mais de um quarto dos inquiridos – de um amplo espectro de setores – considerou que a implementação tinha sido “lenta mas abrangente”. Algumas

²⁵ O inquérito foi enviado na primavera de 2017.

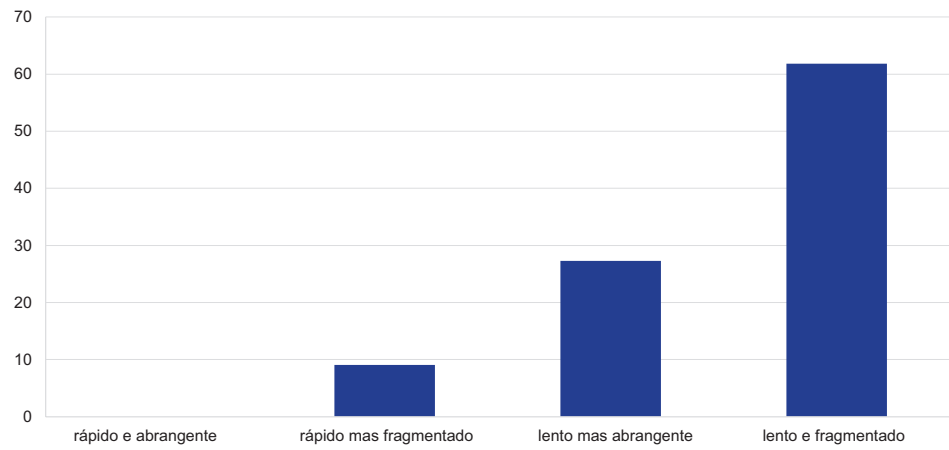
²⁶ Por exemplo, ver: Draghi, M., *Structural Reforms, Inflation and Monetary Policy*, um discurso introdutório no Fórum do BCE sobre Bancos Centrais, Sintra, 22 de maio de 2015; Praet, P., *The euro area economy, monetary policy and structural reforms*, comentários enunciados na mesa-redonda do Observatory Group, Nova Iorque, 18 de novembro de 2016.

²⁷ Para Espanha, cerca de um terço dos inquiridos avaliou que as reformas implementadas desde 2008 tiveram um impacto positivo no investimento (em particular, ao aumentar a percentagem do investimento total atribuído à investigação e ao desenvolvimento, incrementando assim o apoio à inovação). Entretanto, mais de 40% consideraram as reformas benéficas para o crescimento da produtividade, e quase 40% acharam que as reformas tinham contribuído para um maior crescimento do emprego ao reduzir os riscos (e custos) da contratação e ao ajudar a aumentar a flexibilidade salarial.

exceções dignas de nota foram empresas muito ativas em Espanha, que tenderam a ser mais positivas neste aspeto. Porém, no geral, apenas algumas empresas (que operam principalmente num setor dos serviços) consideraram que a implementação de reformas tinha sido “rápida”, enquanto nenhum dos inquiridos caracterizou as recentes reformas como sendo “rápidas e abrangentes”.

Gráfico A
Ritmo das reformas (2013-2016)

(percentagem de inquiridos)

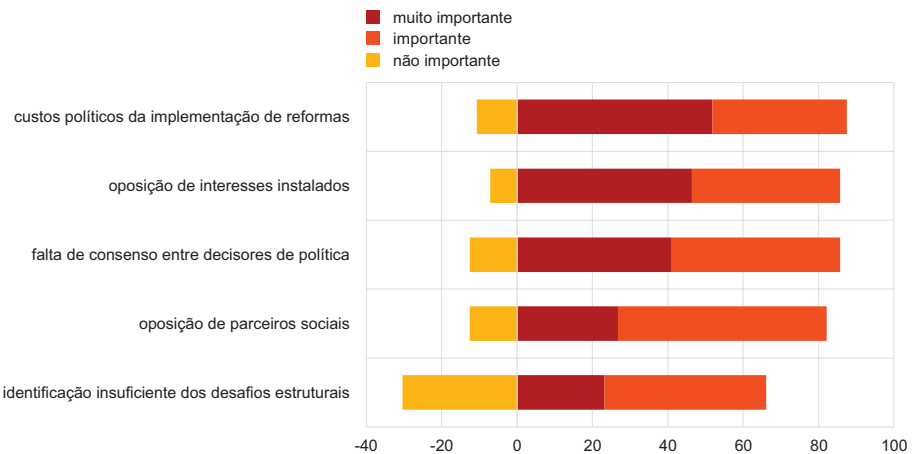


Fontes: Inquérito do BCE sobre Reformas Estruturais e cálculos de especialistas do BCE.

Nota: Com base nas respostas à questão “Como avalia o ritmo de implementação de reformas estruturais nos países da área do euro nos últimos três anos?”.

Gráfico B
Obstáculos ao dinamismo das reformas

(percentagem de inquiridos)



Fontes: Inquérito do BCE sobre Reformas Estruturais e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Com base nas respostas à questão “Na sua opinião, quais são os obstáculos mais importantes à implementação de reformas estruturais na área do euro?”. As percentagens negativas referem-se a inquiridos que classificaram elementos como “não importantes”.

Os principais obstáculos apontados a novos esforços de reforma (ver Gráfico B) foram os condicionalismos políticos e a oposição de interesses instalados.

Poucos participantes no inquérito consideraram que os esforços de reforma tinham estagnado devido à falta de clareza quanto às necessidades de reforma. Ao invés, cerca de 85% das empresas sugeriram que a implementação de reformas era travada sobretudo por considerações políticas. A oposição de “interesses instalados” e a falta de consenso entre decisores de política também estiveram entre os obstáculos aos esforços de reforma mais citados (pelo menos 40% dos inquiridos classificaram-nos como obstáculos “muito importantes”).

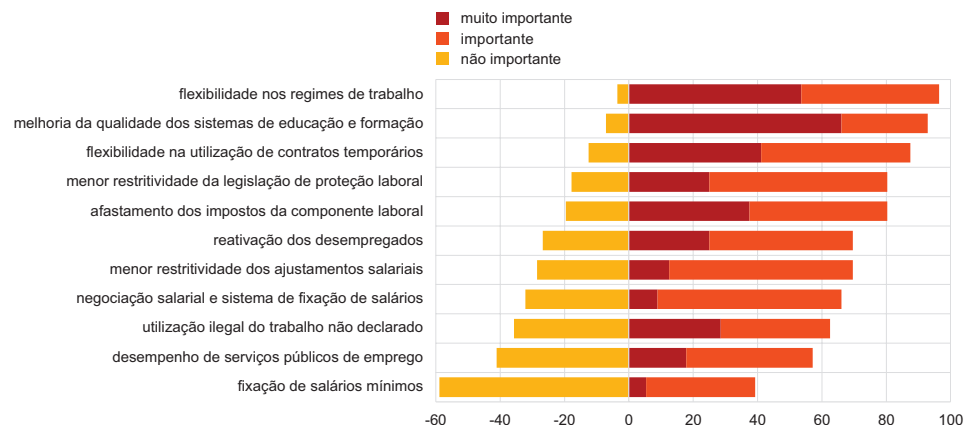
Quando inquiridas sobre as atuais necessidades de reforma, as empresas destacaram constantemente as reformas nos mercados de trabalho como sendo a área mais premente para novas medidas, embora novas reformas dirigidas aos mercados de produtos e à conjuntura empresarial mais em geral também fossem consideradas essenciais. Este resultado reflete quer as classificações constantemente mais elevadas das variáveis do mercado de trabalho, designadas “importantes” e “muito importantes” nas questões padronizadas sobre as necessidades de reformas em três áreas diferentes (finalização do Mercado Único Europeu, conjunturas empresariais nacionais e mercados de trabalho), quer as respostas a uma questão mais aberta colocada aos inquiridos para que especificassem as reformas “mais prementes” do seu ponto de vista²⁸.

No que respeita ao mercado de trabalho (ver Gráfico C), as reformas que procuravam continuar a melhorar a “flexibilidade” da mão-de-obra foram consideradas dignas de ser prioritárias, sendo que os esforços de apoio a regimes de trabalho mais flexíveis, uma utilização mais fácil dos contratos temporários e uma legislação de proteção laboral menos rigorosa constituíram

Gráfico C

Necessidades de reformas estruturais nos mercados de trabalho da área do euro

(percentagem de inquiridos; respostas organizadas de acordo com a classificação geral)



Fontes: Inquérito do BCE sobre Reformas Estruturais e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Com base nas respostas à questão “Como avalia as necessidades de reformas nos mercados de trabalho nos países da área do euro no seu setor?”. As percentagens negativas referem-se a inquiridos que classificaram elementos como “não importantes”.

²⁸ Os resultados estão em linha com os dos inquéritos do BCE às grandes empresas, como refletido em edições anteriores do *Boletim Económico*. Consultar, em particular, as caixas intituladas “O que está subjacente ao baixo investimento na área do euro? Respostas de um inquérito a grandes empresas da área do euro” (Número 8/2015) e “Padrões de produção globais de uma perspetiva europeia: informações obtidas num inquérito a grandes empresas da área do euro” (Número 6/2016).

três das quatro maiores prioridades para pelo menos 80% das empresas.

Além disso, cerca de 50% dos inquiridos sugeriram que as reformas que visavam aumentar a flexibilidade da mão-de-obra, por si só, teriam o maior impacto sobre os resultados das empresas – dada a sua importância para a recuperação da competitividade e também porque permitiriam às empresas responder melhor à crescente volatilidade da procura e às alterações dos padrões de procura.

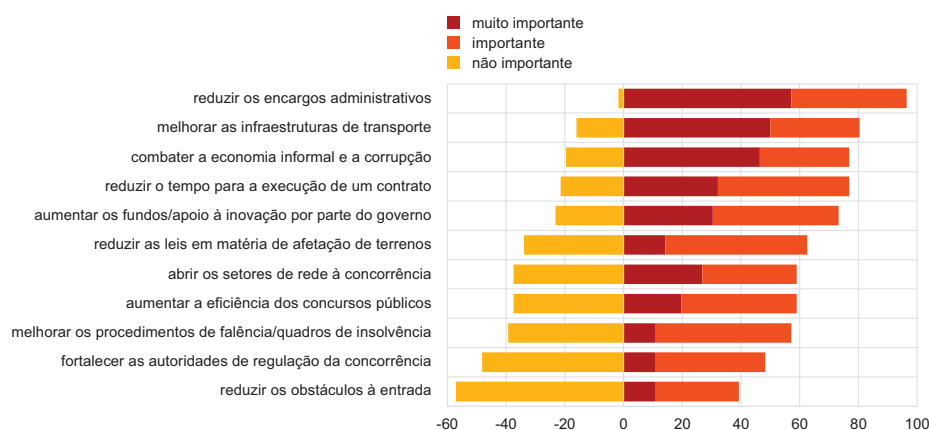
Acresce que as reformas que visam melhorar a qualidade dos sistemas de educação e formação foram destacadas por mais de 90% das empresas. Tal foi considerado particularmente relevante à luz de mudanças no sentido de aptidões fortemente assentes no conhecimento, digitalização e défices estruturais de longa data em competências de engenharia. Novos esforços para afastar os impostos e os encargos sociais da componente laboral foram igualmente indicadas como áreas importantes de reforma adicional, enquanto as novas reformas nos mecanismos de negociação salarial e nos quadros para a fixação de salários (incluindo os salários mínimos) foram destacadas com menor frequência.

No que se refere às potenciais prioridades de reforma visando a melhoria da conjuntura empresarial mais em geral (ver Gráfico D), os esforços para reduzir os encargos administrativos também foram sublinhados por mais de 90% das empresas. De facto, quase 60% indicaram que mais trabalho nesta área era “muito importante”²⁹. Os participantes no inquérito sugeriram que essas reformas deveriam ajudar a reduzir os custos administrativos dos fornecedores, concentrar os recursos em detrimento de procedimentos de conformidade e acelerar a abertura de novas lojas³⁰. As restrições de rede também foram consideradas importantes, com cerca

Gráfico D

Necessidades de reformas nas conjunturas empresariais da área do euro

(percentagem de inquiridos; respostas organizadas de acordo com a classificação geral)



Fontes: Inquérito do BCE sobre Reformas Estruturais e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Com base nas respostas à questão “Como avalia as necessidades de reformas estruturais relacionadas com a conjuntura empresarial nacional na área do euro no seu setor?”. As percentagens negativas referem-se a inquiridos que classificaram elementos como “não importantes”.

²⁹ Apenas as reformas para melhorar a qualidade dos sistemas de educação e formação tiveram uma classificação mais elevada.

³⁰ Embora correspondendo à opinião de uma minoria, um inquirido alegou que, em sua opinião, os encargos administrativos tinham aumentado desde 2008. Entretanto, outros afirmaram que a regulamentação e os requisitos de reporte desproporcionais podem ser um obstáculo à conformidade ou à supervisão por parte das autoridades de superintendência.

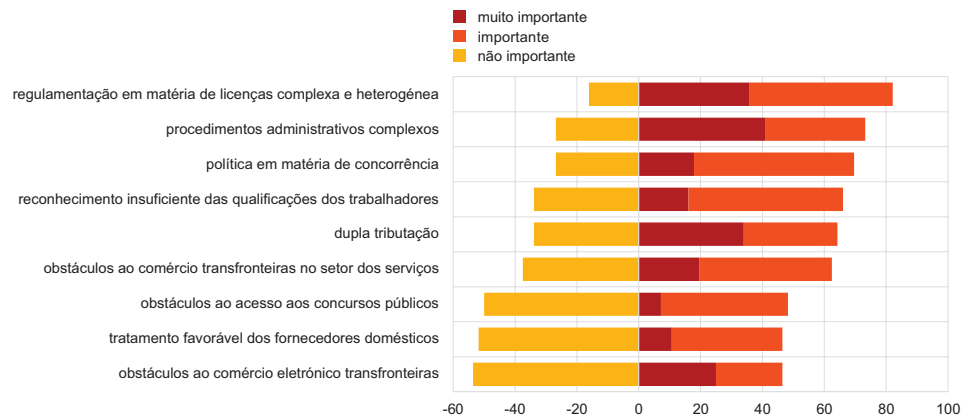
80% das empresas a sublinharem a necessidade de melhorias aprofundadas às infraestruturas de transporte³¹ e 60% a sublinharem a falta de concorrência nos setores de rede.

As necessidades de reforma relacionadas com a finalização do Mercado Único (ver Gráfico E) também foram destacadas. Cerca de 80% dos inquiridos reconheceram a necessidade de mais reformas para combater a complexidade e a heterogeneidade da regulamentação em matéria de licenças entre países da área do euro e 75% indicaram que ainda eram necessárias mais reformas para reduzir os procedimentos administrativos que obstam às atividades das empresas noutros países da área do euro. As empresas notaram que, mesmo agora, ainda era consideravelmente complexo levar a cabo atividades transfronteiras no Mercado Único.

Gráfico E

Necessidades de reformas relacionadas com a finalização do Mercado Único

(percentagem de inquiridos; respostas organizadas de acordo com a classificação geral)



Fontes: Inquérito do BCE sobre Reformas Estruturais e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: Com base nas respostas à questão "Na sua opinião, quais das seguintes necessidades de reformas relacionadas com a finalização do Mercado único Europeu criam dificuldades à execução de atividades transfronteiras na área do euro no seu setor?". As percentagens negativas referem-se a inquiridos que classificaram elementos como "não importantes".

Focou-se igualmente a falta de harmonização em matéria de políticas fiscais.

Várias empresas sugeriram a necessidade de harmonizar as políticas fiscais nos países da UE no que se refere ao imposto sobre o rendimento das sociedades, aos impostos locais e aos encargos sociais. Propôs-se igualmente uma "abordagem europeia" mais alinhada aos preços de transferência que seja aceitável para todas as autoridades fiscais europeias.

Os resultados do Inquérito do BCE sobre Reformas Estruturais de 2017 ilustram um consenso considerável quanto à necessidade de mais reformas nos mercados de trabalho nacionais, destacam algumas áreas importantes onde podem ser implementadas reformas adicionais para melhorar as conjunturas empresariais nacionais e revelam também onde as empresas ainda reconhecem a necessidade de mais esforços de apoio à harmonização na UE. Numa perspetiva de política, os resultados do inquérito, incluindo as

³¹ As empresas alegaram que as melhorias às infraestruturas de transporte ajudariam a reduzir os custos na cadeia de fornecimento, impulsionariam o investimento e o emprego e conduziriam ao aumento do volume de negócio.

conclusões sobre os principais obstáculos à implementação de reformas, parecem sublinhar a necessidade de uma maior coordenação nacional e supranacional e da supervisão dos processos de reforma. Dada a margem considerável para as reformas estruturais visando beneficiar o potencial de crescimento da economia da área do euro, parece justificar-se uma maior atenção a novas reformas.

O papel dos efeitos de base na trajetória projetada para a inflação medida pelo IHPC

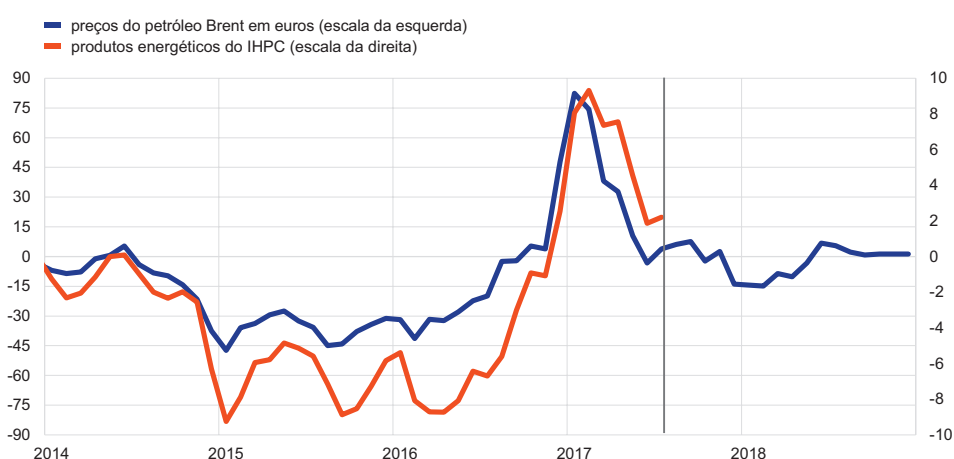
Os efeitos de base exercerão um forte impacto sobre a trajetória projetada para a inflação global medida pelo IHPC nos próximos trimestres. As projeções macroeconómicas de setembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE preveem uma trajetória em forma de V para a evolução da inflação global nos próximos trimestres, com um valor mínimo de 0.9% no primeiro trimestre de 2018³². Este perfil reflete essencialmente o impacto de efeitos de base sobre as taxas de variação homólogas dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares não transformados, as componentes mais voláteis da inflação medida pelo IHPC.

A oscilação pronunciada da taxa de variação homóloga dos preços do petróleo irá refletir-se na inflação dos produtos energéticos um ano antes, assumindo a trajetória atual dos preços dos futuros do petróleo. Os preços do petróleo aumentaram entre o início de 2016 e fevereiro de 2017, embora tenham depois diminuído até junho de 2017. Estes desenvolvimentos implicaram amplos aumentos da taxa de variação homóloga dos preços do petróleo, seguidos de amplas descidas, tendo ambos estes movimentos se refletido também na evolução da inflação dos preços dos produtos energéticos medida pelo IHPC (ver Gráfico A). A prazo, e assumindo que os preços do petróleo seguem a trajetória regular e com uma inclinação moderadamente ascendente sugerida pelos preços dos futuros do petróleo, tal implica que as taxas de variação homólogas dos preços do petróleo e da inflação dos produtos energéticos refletirão sobretudo anteriores oscilações

Gráfico A

Preços do petróleo e dos produtos energéticos

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Bloomberg e cálculos do BCE.

Nota: A linha vertical separa as taxas de variação homólogas dos preços do petróleo calculadas sobre preços à vista das calculadas sobre preços dos futuros de 14 de agosto de 2017, a data de fecho para os pressupostos das "Projeções macroeconómicas de setembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE".

³² Ver o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas de setembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE", publicado no sítio do BCE em 7 de setembro de 2017.

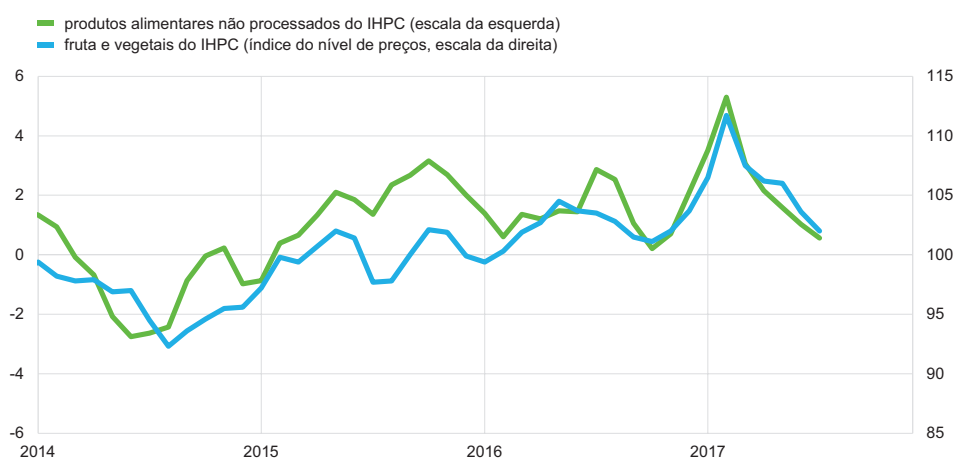
nos preços do petróleo. O padrão da taxa de crescimento homóloga dos preços do petróleo (e, por conseguinte, dos produtos energéticos) será, assim, impulsionado por efeitos de base, ou seja, variações mensais em cadeia “atípicas” no índice 12 meses antes.

A inflação dos produtos alimentares não transformados também registou um forte aumento temporário nos primeiros meses de 2017. Este aumento refletiu um impacto ascendente relacionado com as condições meteorológicas, na viragem do ano, sobre os preços da fruta e dos vegetais, que representou cerca de 40% da componente dos produtos alimentares não transformados (ver Gráfico B). Em consequência das fortes variações nestes preços, o perfil da inflação dos produtos alimentares não transformados será também afetado por efeitos de base negativos, em particular em fevereiro de 2018.

Gráfico B

Inflação dos produtos alimentares não transformados

(taxas de variação homólogas (%), índice 2015=100)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

O impacto combinado dos efeitos de base das componentes do IHPC produtos energéticos e produtos alimentares não transformados irá reduzir a inflação global no primeiro trimestre de 2018, embora a aumente no trimestre seguinte.

A quantificação dos efeitos de base está sujeita a um certo grau de incerteza, uma vez que não existe uma única forma de calcular o impacto de uma variação mensal em cadeia atípica. Em anteriores análises apresentadas no Boletim do BCE, o referido impacto foi calculado subtraindo a variação mensal em cadeia observada ao movimento típico (isto é, um efeito sazonal estimado e uma “tendência”, quantificada como a variação mensal em cadeia média desde meados da década de 90)³³.

O Gráfico C mostra o contributo estimado dos efeitos de base das componentes produtos energéticos e produtos alimentares não transformados para a variação da taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC de um mês para outro, que ocorrerá até ao final de 2017 e na primeira metade de 2018. Estima-se que os efeitos de

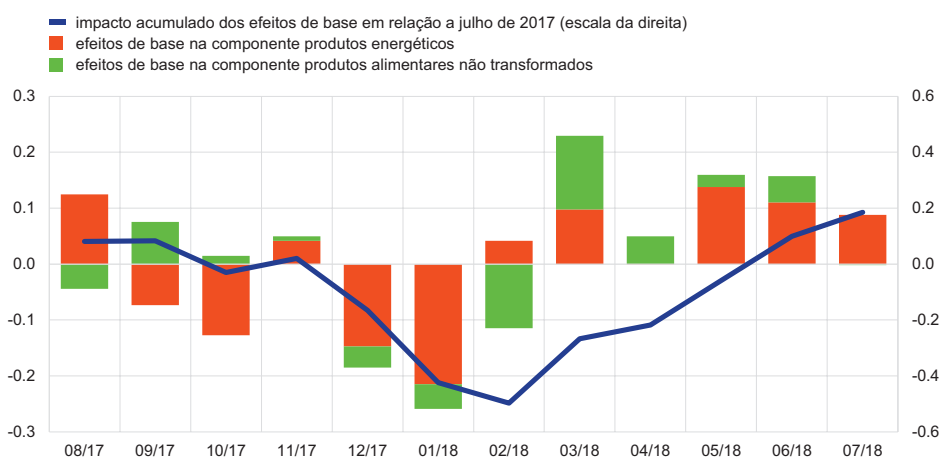
³³ Ver, por exemplo, a caixa intitulada “Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014”, *Boletim Mensal*, BCE, fevereiro de 2014.

base da componente produtos energéticos serão maioritariamente negativos até janeiro de 2018 e positivos após essa data, enquanto para a componente produtos alimentares não transformados serão negativos entre dezembro de 2017 e fevereiro de 2018 e positivos a partir de março de 2018. O impacto acumulado destes efeitos de base sobre a inflação medida pelo IHPC global é sempre apresentado em relação a um dado mês de referência. Por exemplo, relativamente à taxa de inflação global homóloga em julho de 2017, o impacto negativo acumulado destes efeitos de base sobre a inflação global medida pelo IHPC em fevereiro de 2018 ascenderá a meio ponto percentual. Contudo, dado que os efeitos de base serão positivos nos próximos meses, o impacto acumulado sobre a inflação global medida pelo IHPC mudará em termos de sinal e de montante para cerca de mais 0.2 pontos percentuais até julho de 2018 (ver Gráfico C).

Gráfico C

Contributo dos efeitos de base dos produtos energéticos e produtos alimentares não transformados para a evolução da inflação medida pelo IHPC

(contributos em pontos percentuais)



Fonte: Cálculos do BCE.

Embora o perfil futuro da inflação homóloga medida pelo IHPC seja afetado por efeitos de base, poderá também ser fortemente influenciado por desenvolvimentos inesperados dos preços.

Na avaliação do impacto dos efeitos de base sobre os resultados prováveis da inflação global dos produtos energéticos e dos produtos alimentares medida pelo IHPC no futuro próximo, convém ter igualmente em consideração que as taxas de inflação homólogas futuras dependerão também, obviamente, das variações mensais em cadeia observadas nos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares não transformados no período em questão.

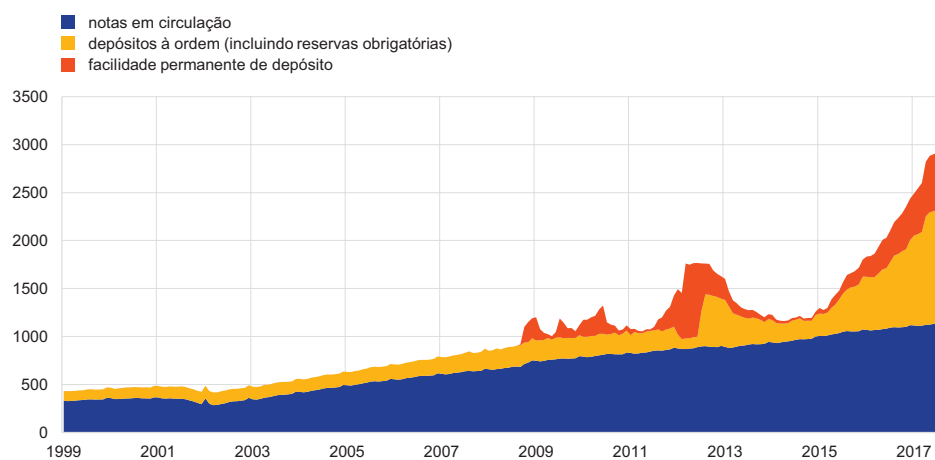
A base monetária, o agregado monetário largo e o programa de compra de ativos

A expansão significativa da base monetária induzida pelo programa de compra de ativos (*asset purchase programme – APP*) tem vindo a atrair cada vez mais a atenção do público. A presente caixa fornece uma visão geral da evolução recente da base monetária³⁴ e analisa em que medida essa evolução tem implicações para o agregado monetário largo³⁵.

No período pré-crise, a evolução da base monetária refletiu, em grande medida, variações da moeda em circulação e das reservas de moeda do banco central requeridas (ver Gráfico A). Nos períodos de funcionamento regular dos mercados interbancários, o Eurosistema fornece as reservas de moeda do banco central em euros de que o sistema bancário precisa em termos agregados, sendo estas depois transacionadas entre as instituições de crédito e, desse modo, distribuídas dentro do sistema bancário, conforme necessário. A procura agregada de reservas de moeda do banco central é, assim, eficazmente satisfeita pelo Eurosistema com níveis muito limitados de reservas excedentárias. No período

Gráfico A
Base monetária

(stocks em milhões de euros)



Fonte: BCE.

Nota: A última observação refere-se a agosto de 2017.

³⁴ A base monetária consiste nas notas em circulação, nos depósitos à ordem que as instituições de crédito estão obrigadas a constituir junto do Eurosistema para cumprimento dos requisitos de reservas mínimas (reservas de moeda do banco central requeridas) e nos depósitos altamente líquidos constituídos pelas instituições de crédito junto do Eurosistema para além do nível de reservas obrigatórias (reservas excedentárias e recurso à facilidade permanente de depósito).

³⁵ O agregado monetário largo, ou M3, consiste em responsabilidades muito líquidas de instituições financeiras monetárias (IFM) residentes na área do euro detidas pelo setor detentor de moeda (ou seja, o setor não monetário residente na área do euro, exceto administrações centrais): moeda em circulação, depósitos à ordem, depósitos com prazo até 2 anos, depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses, acordos de recompra, ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário e títulos de dívida das IFM com prazo até 2 anos. Da perspetiva da análise monetária, o agregado monetário largo é relevante por estar associado ao total de recursos disponíveis na economia para aquisição de bens, serviços ou ativos não monetários, assim como para despesas de investimento.

anterior à crise, a evolução da base monetária na área do euro, por conseguinte, refletia amplamente as variações da moeda em circulação e das reservas mínimas obrigatórias em moeda do banco central.

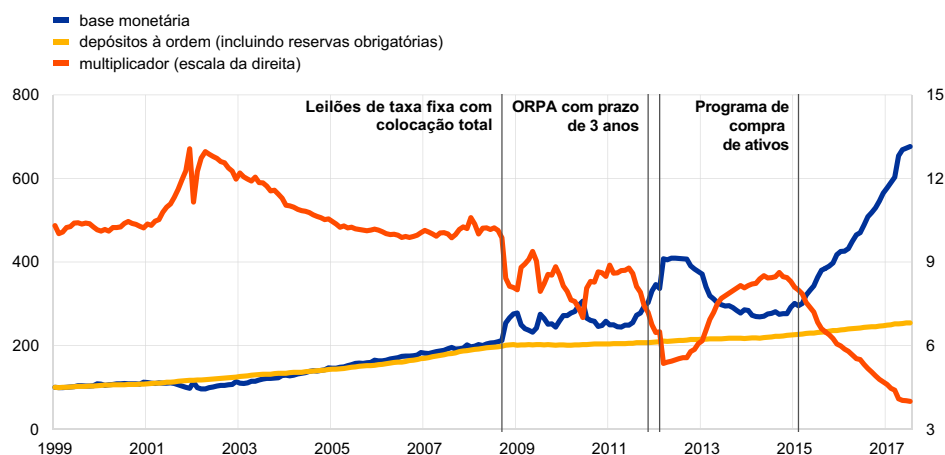
Antes da crise financeira, a evolução da base monetária e a evolução do agregado monetário largo apresentavam tendências semelhantes (ver Gráfico B).

O crescimento da base monetária na área do euro espelhou o do agregado monetário largo, visto que a injeção de reservas de moeda do banco central durante o período foi impulsionada pela procura, ou seja, determinada pela moeda em circulação e pela evolução dos requisitos de reservas mínimas das instituições de crédito, que, por seu lado, esteve dependente da evolução das responsabilidades de curto prazo das instituições de crédito (depósitos e títulos de dívida com um prazo residual até 2 anos). Em resultado, o multiplicador da moeda (o rácio do agregado monetário largo em relação à base monetária) apresentou-se bastante estável.

Gráfico B

Base monetária e multiplicador da moeda

(escala da esquerda: índice: 1999=100; escala da direita: multiplicador da moeda)



Desde a crise financeira, a base monetária tem sido crescentemente impulsionada pelas operações de política monetária do Eurosistema.

Em consonância com a resposta de todos os principais bancos centrais à crise financeira, o volume de operações de política monetária realizadas pelo Eurosistema aumentou substancialmente a partir de 2007 e, em particular, após setembro de 2008. Numa situação de mau funcionamento dos mercados monetários e de tensões de liquidez nos balanços das instituições de crédito, o Eurosistema forneceu reservas de moeda do banco central a cada contraparte de uma forma elástica e num nível superior à procura agregada do sistema bancário, através de leilões de taxa fixa com colocação total. Além disso, em 2009, foi lançado o primeiro programa de compras definitivas de obrigações com ativos subjacentes (*covered bond purchase programme* – CBPP1). O resultante aumento da liquidez do banco central excedentária refletiu-se numa expansão significativa da base monetária

(ver Gráfico A). O volume de operações de política monetária aumentou de novo acentuadamente no segundo semestre de 2011, sobretudo como consequência das duas operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) com prazo de 3 anos conduzidas em dezembro de 2011 e fevereiro de 2012 e, em menor grau, por aquisições definitivas de títulos ao abrigo do segundo programa de compras de obrigações com ativos subjacentes (*second covered bond purchase programme* – CBPP2). Como resultado destas operações, as reservas excedentárias e, por conseguinte, a base monetária registaram um novo aumento considerável.

Na sequência da introdução de medidas de política monetária não convencionais, o agregado monetário largo deixou de espelhar a evolução da base monetária. Desde 2008, verificou-se uma dissociação da tendência da base monetária e da tendência do agregado monetário largo, dado que a expansão da base monetária decorrente das medidas não convencionais não foi apoiada por uma tendência ascendente semelhante das detenções de moeda fora do setor bancário. Num contexto de considerável fragmentação financeira, incerteza económica e procura de crédito fraca, não surpreendeu o facto de que o aumento das detenções de reservas de moeda do banco central pelas instituições de crédito, muitas vezes como garantia de liquidez, não resultou mecanicamente numa expansão da oferta de crédito ao setor privado não financeiro e, por conseguinte, do agregado monetário largo, cujos níveis permaneceram fracos³⁶. Ao mesmo tempo, a expansão da base monetária foi fundamental para evitar vendas de ativos com descontos substanciais (*fire sales*) e uma redução do crédito com potenciais consequências graves para economia real. Devido a este elo fraco entre a base monetária e o agregado monetário largo, o multiplicador da moeda apresentou uma trajetória descendente desde o início da crise financeira até ao final de 2012.

Em 2013, a preferência das instituições de crédito por liquidez do banco central desvaneceu-se e a base monetária regressou aos níveis implícitos pela tendência pré-crise. A diminuição da fragmentação financeira e a melhoria das condições de financiamento nos mercados financeiros da área do euro, a partir de meados de 2012, reduziu os incentivos para as instituições de crédito manterem níveis elevados de liquidez. Consequentemente, em 2013, as instituições de crédito utilizaram a opção oferecida pelo BCE de voluntariamente procederem ao reembolso antecipado das ORPA com prazo de 3 anos, o que resultou num regresso da base monetária a níveis próximos dos implícitos através da extrapolação da tendência pré-crise. A diminuição da base monetária combinada com a não redução do agregado monetário largo, apoiada por alguma recuperação dos ativos monetários, implicou um aumento do multiplicador da moeda.

³⁶ Em última instância, os saldos globais do agregado monetário largo da economia são determinados por muitos outros fatores, incluindo a atividade económica, o crédito bancário, a preferência das instituições de crédito por se financiarem por meio dos depósitos de retalho ou da emissão de títulos de dívida e a percentagem de títulos efetivamente vendida por instituições de crédito residentes ou pelo setor não residente. Além disso, o crescimento do crédito bancário depende de um conjunto de fatores que determinam a procura de crédito, bem como de outros fatores associados à oferta de crédito. Os fatores do lado da procura incluem a dívida acumulada, os custos de contração de empréstimos e as perspectivas de rendimento. Os fatores relacionados com a oferta de crédito são a rendibilidade do crédito corrigida do risco, a posição de capital da instituição de crédito, a sua atitude em relação ao risco, o custo de financiamento e o risco de liquidez.

O APP marcou o início de uma nova fase de aumentos do volume da base monetária induzidos pelo lado da oferta.

O anúncio do APP representou uma mudança de regime que contrastava claramente com a anterior prática, em que as instituições de crédito expressavam a sua procura de liquidez do banco central e essa procura era satisfeita de uma forma elástica. O Eurosistema disponibiliza reservas de moeda do banco central quando adquire ativos ao abrigo do APP. Uma vez que as instituições de crédito são normalmente as únicas entidades que, para além da administração central, detêm depósitos à ordem junto do banco central, as aquisições são sempre liquidadas através delas, independentemente de quem é o vendedor final. Por conseguinte, as compras realizadas no âmbito do APP resultaram num aumento direto mecânico da base monetária.

O APP têm sido uma importante força motriz da evolução robusta do agregado monetário largo observada desde 2015, com os efeitos indiretos a desempenharem um papel de relevo³⁷.

Até à data, os não residentes e as instituições de crédito têm sido os principais vendedores de obrigações de dívida pública no contexto do programa de compras de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP), o maior programa de aquisições no âmbito do APP, ao passo que as vendas pelo setor detentor de moeda interno têm sido moderadas, implicando um impacto direto restrito do APP no agregado monetário largo³⁸. Uma parte considerável do impacto do APP no agregado monetário largo traduziu-se em efeitos indiretos. Primeiro, os efeitos indiretos decorrem do reequilíbrio de carteiras que o programa pretende provocar. Além disso, as instituições de crédito expandiram a concessão de empréstimos às empresas e às famílias residentes, implicando um aumento dos depósitos detidos pelo setor detentor de moeda da área do euro. Algumas instituições de crédito utilizaram igualmente a maior liquidez ao seu dispor para pagar as suas responsabilidades mais onerosas. Outros efeitos indiretos do APP no agregado monetário largo manifestaram-se por meio de um conjunto de canais através dos quais o APP tem influenciado os mercados financeiros e a atividade económica. O APP resultou, de facto, numa redução generalizada da restritividade das condições de financiamento e em efeitos de riqueza favoráveis, dando um apoio crucial à recuperação do crédito e ao crescimento económico. O multiplicador da moeda tem vindo a diminuir desde o arranque do APP, refletindo de forma mecânica o impacto positivo proporcionalmente maior do programa na base monetária do que no agregado monetário largo. Enquanto a base monetária apresenta uma relação direta com as aquisições, o agregado monetário largo é principalmente afetado por via de efeitos indiretos complexos aqui debatidos.

³⁷ A recente expansão do agregado monetário largo beneficiou também de outras medidas de política monetária não convencionais do BCE, como as taxas de juro negativas, que contribuíram para reduzir os custos de oportunidade da detenção de instrumentos monetários para níveis historicamente baixos, e as ORPA direcionadas, que proporcionaram uma alternativa válida ao financiamento de longo prazo baseado no mercado. As ORPA direcionadas contribuíram ainda para a recente evolução do agregado monetário largo, ao incentivarem a expansão do crédito às empresas e às famílias.

³⁸ Os efeitos diretos do APP no agregado monetário largo apenas ocorrem quando as compras são realizadas pelo setor detentor de moeda da área do euro. Para mais pormenores, consultar o artigo intitulado “The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures”, publicado no *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2015 (não disponível em língua portuguesa). Para mais informação sobre as compras por setor realizadas no contexto do PSPP, ver a caixa intitulada “Que setores venderam os títulos de dívida pública adquiridos pelo Eurosistema?”, publicada no *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2017.

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>

Definições metodológicas podem ser consultadas nas Notas Gerais do *Statistics Bulletin*:

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Pormenores sobre os cálculos podem ser consultados nas Notas Técnicas do *Statistics Bulletin*:

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

Explicações de termos, siglas e acrónimos podem ser consultadas no glossário de estatística do BCE:

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Sinais convencionais usados nos quadros

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

1 Conjuntura externa

1.1 Principais parceiros comerciais, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (variações percentuais em cadeia)						IPC (taxas de variação homólogas (%))						
	G20 ²⁾	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 ³⁾ (IHPC)
							Total	excluindo produtos alimentares e energéticos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3.5	2.6	3.1	0.3	7.3	1.3	1.7	1.8	1.6	1.5	2.7	2.0	0.4
2015	3.4	2.9	2.2	1.1	6.9	2.0	0.6	1.7	0.1	0.0	0.8	1.4	0.0
2016	3.1	1.5	1.8	1.0	6.7	1.8	1.1	1.8	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2
2016 T3	0.8	0.7	0.5	0.3	1.8	0.5	1.0	1.8	1.1	0.7	-0.5	1.7	0.3
T4	0.9	0.4	0.7	0.4	1.7	0.6	1.5	1.7	1.8	1.2	0.3	2.2	0.7
2017 T1	0.9	0.3	0.2	0.4	1.3	0.5	2.4	1.8	2.5	2.1	0.3	1.4	1.8
T2	.	0.8	0.3	1.0	1.7	0.6	2.1	1.8	1.9	2.7	0.4	1.4	1.5
2017 Mar.	-	-	-	-	-	-	2.3	1.8	2.4	2.3	0.2	0.9	1.5
Abr.	-	-	-	-	-	-	2.4	1.9	2.2	2.7	0.4	1.2	1.9
Maio	-	-	-	-	-	-	2.1	1.8	1.9	2.9	0.4	1.5	1.4
Jun.	-	-	-	-	-	-	1.9	1.8	1.6	2.6	0.4	1.5	1.3
Jul.	-	-	-	-	-	-	2.0	1.8	1.7	2.6	0.4	1.4	1.3
Ago. ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	1.5

Fontes: Eurostat (colunas 3, 6, 10, 13); BIS (colunas 9, 11, 12); OCDE (colunas 1, 2, 4, 5, 7, 8).

1) Dados trimestrais corrigidos de sazonalidade; dados anuais não corrigidos.

2) Os dados relativos à Argentina não estão disponíveis devido ao estado de emergência no sistema estatístico nacional declarado pelo Governo da Argentina em 7 de janeiro de 2016. Consequentemente, a Argentina não foi incluída no cálculo do agregado do G20. A política relativa à inclusão da Argentina será reconsiderada no futuro, dependendo da evolução desta situação.

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

4) O valor para a área do euro é uma estimativa baseada em dados nacionais provisórios, assim como em dados iniciais sobre os preços dos produtos energéticos.

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

	Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão; c.s.)									Importações de mercadorias ¹⁾		
	Índice de Gestores de Compras composto						Índice de Gestores de Compras mundial ²⁾			Mundiais	Economias avançadas	Economias de mercado emergentes
	Mundial ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China	Por memória: área do euro	Indústria transformadora	Serviços	Novas encomendas de exportação			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54.2	57.3	57.9	50.9	51.1	52.7	53.3	54.1	51.5	2.7	3.8	2.0
2015	53.2	55.8	56.2	51.4	50.4	53.8	51.8	53.7	50.3	0.9	3.7	-0.9
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.8	51.9	50.2	0.9	1.2	0.7
2016 T3	51.4	51.9	51.6	49.6	51.7	52.9	51.8	51.3	50.1	0.9	1.1	0.8
T4	53.2	54.6	55.5	52.0	53.1	53.8	53.4	53.2	50.5	1.7	-1.3	3.9
2017 T1	53.3	54.3	54.6	52.5	52.3	55.6	53.4	53.3	51.8	2.0	1.3	2.4
T2	53.1	53.6	54.8	53.0	51.3	56.6	52.5	53.3	51.5	0.0	1.6	-1.1
2017 Mar.	53.2	53.0	54.9	52.9	52.1	56.4	53.5	53.1	51.6	2.0	1.3	2.4
Abr.	53.0	53.2	56.1	52.6	51.2	56.8	52.7	53.1	51.6	-0.1	0.3	-0.4
Maio	53.1	53.6	54.3	53.4	51.5	56.8	52.6	53.3	51.4	0.3	1.4	-0.4
Jun.	53.1	53.9	53.8	52.9	51.1	56.3	52.1	53.4	51.7	0.0	1.6	-1.1
Jul.	53.1	54.6	54.1	51.8	51.9	55.7	52.5	53.3	51.6	.	.	.
Ago.	.	56.0	54.0	51.9	52.4	55.7	52.6	.	52.3	.	.	.

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

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

2) Excluindo a área do euro.

2 Evolução financeira

2.1 Taxas de juro do mercado monetário

(percentagens por ano; médias do período)

	Área do euro ¹⁾					Estados Unidos	Japão
	Depósitos overnight (EONIA)	Depósitos a 1 mês (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (EURIBOR)	Depósitos a 6 meses (EURIBOR)	Depósitos a 12 meses (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2014	0.09	0.13	0.21	0.31	0.48	0.23	0.13
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							
Fev.	-0.35	-0.37	-0.33	-0.24	-0.11	1.04	-0.01
Mar.	-0.35	-0.37	-0.33	-0.24	-0.11	1.13	0.00
Abr.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.25	-0.12	1.16	0.02
Mai	-0.36	-0.37	-0.33	-0.25	-0.13	1.19	-0.01
Jun.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.15	1.26	-0.01
Jul.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.15	1.31	-0.01
Ago.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.16	1.31	-0.03

Fonte: BCE.

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

2.2 Curvas de rendimentos

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

	Taxas à vista					Diferenciais			Taxas instantâneas dos contratos a prazo			
	Área do euro ^{1), 2)}					Área do euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Área do euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	-0.02	-0.09	-0.12	0.07	0.65	0.74	1.95	1.45	-0.15	-0.11	0.58	1.77
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												
Fev.	-0.87	-0.88	-0.90	-0.54	0.25	1.13	1.56	1.05	-0.92	-0.86	0.34	1.46
Mar.	-0.75	-0.74	-0.73	-0.36	0.38	1.12	1.36	1.01	-0.75	-0.64	0.47	1.52
Abr.	-0.78	-0.77	-0.73	-0.35	0.38	1.15	1.21	1.03	-0.75	-0.61	0.48	1.50
Mai	-0.73	-0.74	-0.74	-0.39	0.36	1.10	1.05	0.88	-0.76	-0.67	0.43	1.54
Jun.	-0.69	-0.65	-0.59	-0.17	0.54	1.19	1.07	0.93	-0.60	-0.41	0.65	1.63
Jul.	-0.71	-0.71	-0.67	-0.21	0.58	1.29	1.07	0.93	-0.70	-0.51	0.72	1.75
Ago.	-0.78	-0.77	-0.73	-0.35	0.38	1.15	0.89	0.92	-0.75	-0.62	0.48	1.52

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	Finançeiros	Industriais	Tecnologias	Serviços básicos	Telecomunicações	Cuidados de saúde	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2014	318.7	3 145.3	644.3	216.6	510.6	335.5	180.0	452.9	310.8	279.2	306.7	668.1	1 931.4	15 460.4
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														
Fev.	353.2	3 293.1	728.9	257.0	644.9	312.5	166.6	563.0	431.7	239.1	334.6	839.5	2 329.9	19 188.7
Mar.	365.7	3 427.1	740.4	261.7	671.6	314.2	174.7	578.4	450.3	252.1	349.6	870.0	2 366.8	19 340.2
Abr.	373.9	3 491.8	753.7	271.1	683.6	319.4	178.0	598.4	459.3	260.7	349.8	893.3	2 359.3	18 736.4
Mai	387.1	3 601.9	765.9	281.9	707.5	318.8	186.4	616.2	477.1	272.5	363.8	935.1	2 395.3	19 726.8
Jun.	383.6	3 547.8	767.8	283.0	698.8	299.9	182.4	617.2	475.2	283.6	355.4	927.3	2 434.0	20 045.6
Jul.	377.8	3 483.9	745.3	270.9	685.3	289.5	187.7	606.5	465.2	273.5	339.7	891.3	2 454.1	20 044.9
Ago.	375.1	3 451.3	727.5	266.5	681.4	288.8	187.3	596.2	467.4	284.4	340.3	861.1	2 456.2	19 670.2

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.4 Taxas de juro das IFM dos empréstimos e depósitos de famílias (novas operações) ^{1), 2)} (percentagens por ano; média do período, salvo indicação em contrário)

	Depósitos				Empréstimos renováveis e descobertos	Crédito renovado de cartão de crédito	Crédito ao consumo			Empréstimos a empresas individuais e sociedades irregulares	Crédito à habitação				Indicador composto do custo dos empréstimos	
	Over-night	Reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Com prazo acordado				Por fixação inicial de taxa	TAEG ³⁾	Por período de fixação inicial de taxa							
			Até 2 anos	Superior a 2 anos					Taxa variável e até 1 ano		Superior a 1 ano	Taxa variável e até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 e até 10 anos		Superior a 10 anos
5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16					
2016 Ago.	0.08	0.51	0.52	0.83	6.48	16.78	5.43	6.01	6.37	2.40	1.86	1.95	1.86	1.88	2.31	1.90
Set.	0.08	0.50	0.50	0.79	6.50	16.78	5.16	5.75	6.14	2.35	1.80	1.98	1.85	1.85	2.28	1.86
Out.	0.08	0.49	0.44	0.75	6.42	16.78	5.16	5.69	6.11	2.43	1.78	1.90	1.80	1.81	2.25	1.81
Nov.	0.08	0.49	0.43	0.78	6.39	16.71	4.91	5.74	6.12	2.43	1.76	1.91	1.76	1.79	2.24	1.79
Dez.	0.08	0.49	0.43	0.76	6.33	16.68	4.78	5.48	5.87	2.31	1.77	1.90	1.80	1.75	2.24	1.78
2017 Jan.	0.07	0.48	0.42	0.75	6.34	16.62	5.05	5.87	6.24	2.27	1.76	1.88	1.80	1.76	2.28	1.81
Fev.	0.07	0.48	0.40	0.76	6.38	16.68	5.09	5.72	6.17	2.39	1.77	1.89	1.84	1.81	2.29	1.85
Mar.	0.06	0.48	0.40	0.74	6.39	16.69	4.99	5.62	6.08	2.39	1.74	1.88	1.85	1.82	2.25	1.85
Abr.	0.06	0.47	0.40	0.74	6.34	16.70	4.83	5.58	5.96	2.36	1.73	1.89	1.91	1.85	2.26	1.87
Mai	0.06	0.47	0.39	0.83	6.33	16.70	5.08	5.78	6.22	2.44	1.73	1.90	1.90	1.87	2.23	1.87
Jun.	0.06	0.47	0.38	0.79	6.31	16.83	4.68	5.74	6.20	2.41	1.69	1.89	1.91	1.89	2.21	1.87
Jul. ^(p)	0.05	0.46	0.38	0.76	6.28	16.81	4.95	5.84	6.28	2.36	1.75	1.91	1.90	1.90	2.21	1.88

Fonte: BCE.

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

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

3) Taxa anual de encargos efetiva global (TAEG).

2.5 Taxas de juro das IFM dos empréstimos e depósitos de sociedades não financeiras (novas operações) ^{1), 2)} (percentagens por ano; média do período, salvo indicação em contrário)

	Depósitos			Empréstimos renováveis e descobertos	Outros empréstimos por dimensão e período de fixação inicial de taxa									Indicador composto do custo dos empréstimos
	Over-night	Com prazo acordado			de valor até 0.25 milhões de euros			de valor entre 0.25 milhões e 1 milhão de euros			de valor superior a 1 milhão de euros			
		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	
14														
2016 Ago.	0.09	0.16	0.47	2.74	2.69	3.02	2.46	1.87	1.95	1.80	1.22	1.48	1.54	1.83
Set.	0.09	0.12	0.47	2.73	2.65	2.96	2.42	1.83	1.86	1.73	1.28	1.61	1.63	1.86
Out.	0.08	0.15	0.49	2.68	2.63	3.04	2.37	1.81	1.84	1.72	1.28	1.40	1.63	1.83
Nov.	0.07	0.12	0.42	2.65	2.60	2.91	2.38	1.82	1.82	1.68	1.29	1.43	1.52	1.82
Dez.	0.07	0.12	0.59	2.64	2.58	2.84	2.30	1.83	1.84	1.68	1.33	1.46	1.62	1.81
2017 Jan.	0.06	0.12	0.51	2.64	2.68	2.80	2.30	1.81	1.86	1.73	1.22	1.37	1.62	1.79
Fev.	0.06	0.10	0.53	2.64	2.58	2.78	2.35	1.77	1.76	1.71	1.18	1.31	1.53	1.76
Mar.	0.06	0.08	0.58	2.58	2.52	2.79	2.35	1.76	1.79	1.72	1.31	1.63	1.58	1.82
Abr.	0.06	0.10	0.40	2.56	2.55	2.69	2.35	1.79	1.78	1.70	1.34	1.50	1.64	1.81
Mai	0.05	0.10	0.43	2.52	2.49	2.77	2.37	1.76	1.73	1.71	1.20	1.47	1.63	1.76
Jun.	0.05	0.06	0.43	2.51	2.46	2.68	2.34	1.74	1.71	1.67	1.26	1.43	1.55	1.76
Jul. ^(p)	0.05	0.11	0.35	2.45	2.45	2.76	2.36	1.75	1.74	1.71	1.23	1.33	1.65	1.74

Fonte: BCE.

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

2) De acordo com o SEC 2010, em dezembro de 2014 as sociedades gestoras de participações sociais de grupos não financeiros foram reclassificadas do setor das sociedades não financeiras para o setor das sociedades financeiras.

2 Evolução financeira

2.6 Títulos de dívida emitidos por residentes na área do euro, por setor do emitente e prazo inicial (EUR mil milhões; transações durante o mês e saldos em fim de período; valores nominais)

	Saldos							Emissões brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas	
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Sociedades de titularização	Administração central	Outras administrações públicas			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Administração central	Outras administrações públicas	
														3	4	5	6	7	10	11	12	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Curto prazo														
2014	1 322	544	132	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 242	520	135	.	59	466	62	351	161	46	.	32	79	33
2017 Jan.	1 276	536	135	.	73	469	63	420	203	49	.	39	88	41
Fev.	1 303	550	141	.	79	466	66	348	168	49	.	31	72	29
Mar.	1 315	547	131	.	82	480	74	389	171	52	.	43	90	33
Abr.	1 302	525	136	.	91	479	72	357	155	47	.	43	75	36
Mai	1 301	522	138	.	93	481	68	358	173	43	.	37	84	21
Jun.	1 284	508	140	.	80	484	72	341	145	50	.	33	81	33
Longo prazo														
2014	15 143	4 055	3 165	.	995	6 285	643	220	65	43	.	16	85	10
2015	15 250	3 784	3 288	.	1 059	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15 281	3 641	3 217	.	1 140	6 643	641	210	59	48	.	17	78	8
2017 Jan.	15 340	3 645	3 227	.	1 142	6 688	638	317	103	82	.	15	108	9
Fev.	15 370	3 667	3 232	.	1 145	6 686	641	246	80	54	.	12	89	12
Mar.	15 404	3 648	3 221	.	1 155	6 735	644	298	65	103	.	24	97	9
Abr.	15 378	3 633	3 240	.	1 155	6 717	632	252	54	94	.	13	87	5
Mai	15 449	3 635	3 242	.	1 158	6 780	634	259	63	73	.	18	101	4
Jun.	15 442	3 627	3 229	.	1 158	6 791	637	213	60	36	.	23	84	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	
Saldo											
2014	16 464.5	4 598.5	3 296.2	.	1 053.6	6 823.2	693.0	5 958.1	591.3	782.2	4 584.6
2015	16 518.9	4 301.6	3 434.4	.	1 120.3	6 960.1	702.4	6 745.0	586.4	907.6	5 251.0
2016	16 523.6	4 160.2	3 352.2	.	1 199.2	7 108.5	703.4	7 029.3	538.8	1 020.0	5 470.5
2017 Jan.	16 616.6	4 181.7	3 362.4	.	1 214.7	7 156.9	700.9	7 015.4	542.5	1 018.4	5 454.5
Fev.	16 672.8	4 217.3	3 373.1	.	1 223.9	7 151.8	706.8	7 201.4	539.1	1 028.8	5 633.4
Mar.	16 718.9	4 195.5	3 352.3	.	1 237.6	7 216.0	717.4	7 509.3	610.0	1 058.8	5 840.5
Abr.	16 680.0	4 158.0	3 376.5	.	1 245.7	7 195.8	704.0	7 689.7	636.9	1 077.2	5 975.6
Mai	16 749.9	4 156.2	3 379.9	.	1 250.7	7 261.0	702.1	7 781.6	631.3	1 070.8	6 079.5
Jun.	16 725.9	4 134.5	3 369.4	.	1 237.5	7 275.3	709.2	7 630.9	640.5	1 067.8	5 922.7
Taxa de crescimento											
2014	-0.8	-8.1	0.1	.	5.0	3.1	1.1	1.6	7.2	2.0	0.7
2015	0.2	-7.0	5.5	.	4.5	1.8	0.6	1.1	4.5	1.5	0.6
2016	0.2	-3.1	-1.8	.	7.2	2.1	-0.1	0.5	1.2	1.0	0.4
2017 Jan.	0.8	-2.1	-0.6	.	9.1	2.2	-0.2	0.6	1.5	1.1	0.4
Fev.	1.3	-1.7	1.6	.	10.0	1.6	0.8	0.7	4.1	1.3	0.3
Mar.	1.6	-1.4	2.6	.	9.7	1.7	0.8	0.8	5.8	0.9	0.3
Abr.	1.8	-2.0	3.8	.	8.7	2.2	0.2	0.8	5.8	1.1	0.3
Mai	1.9	-1.9	4.1	.	8.6	2.2	0.1	0.8	5.8	1.2	0.3
Jun.	1.9	-2.1	5.6	.	8.5	1.7	0.4	0.7	4.8	1.2	0.3

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.8 Taxas de câmbio efetivas ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38		
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPP 3	Real, deflator do PIB 4	Real, CUTIT ²⁾ 5	Real, CUTCE 6	Nominal 7	Real, IPC 8	
2014	101.4	97.2	96.4	90.6	96.4	98.5	114.3	95.4	
2015	91.7	87.6	88.6	82.3	80.9	88.0	105.7	87.0	
2016	94.4	89.5	90.8	84.5	79.9	89.1	109.7	89.3	
2016 T3	94.8	90.0	91.3	84.9	79.9	89.3	110.0	89.5	
T4	94.5	89.6	90.5	84.3	79.7	88.9	109.4	88.9	
2017 T1	93.8	89.0	89.6	82.9	79.0	88.0	108.6	88.1	
T2	95.3	90.3	91.0	-	-	-	110.2	89.1	
2017 Mar.	94.0	89.2	89.8	-	-	-	108.6	88.0	
Abr.	93.7	89.0	89.6	-	-	-	108.3	87.7	
Maio	95.6	90.5	91.4	-	-	-	110.5	89.3	
Jun.	96.3	91.3	91.9	-	-	-	111.5	90.1	
Jul.	97.6	92.4	93.0	-	-	-	113.4	91.6	
Ago.	99.0	93.8	94.2	-	-	-	115.1	93.0	
				<i>Varição (%) face ao mês anterior</i>					
2017 Ago.	1.5	1.5	1.3	-	-	-	1.5	1.5	
				<i>Varição (%) face ao ano anterior</i>					
2017 Ago.	4.4	4.2	3.1	-	-	-	4.6	3.8	

Fonte: BCE.

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

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

2.9 Taxas de câmbio bilaterais

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

	Renminbi da China 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
2014	8.186	7.634	27.536	7.455	308.706	140.306	4.184	0.806	44.437	9.099	1.215	1.329
2015	6.973	7.614	27.279	7.459	309.996	134.314	4.184	0.726	44.454	9.353	1.068	1.110
2016	7.352	7.533	27.034	7.445	311.438	120.197	4.363	0.819	44.904	9.469	1.090	1.107
2016 T3	7.443	7.493	27.029	7.442	311.016	114.292	4.338	0.850	44.646	9.511	1.089	1.117
T4	7.369	7.523	27.029	7.439	309.342	117.918	4.378	0.869	45.069	9.757	1.080	1.079
2017 T1	7.335	7.467	27.021	7.435	309.095	121.014	4.321	0.860	45.217	9.506	1.069	1.065
T2	7.560	7.430	26.535	7.438	309.764	122.584	4.215	0.861	45.532	9.692	1.084	1.102
2017 Mar.	7.369	7.423	27.021	7.436	309.714	120.676	4.287	0.866	45.476	9.528	1.071	1.068
Abr.	7.389	7.450	26.823	7.438	311.566	118.294	4.237	0.848	45.291	9.594	1.073	1.072
Maio	7.613	7.432	26.572	7.440	309.768	124.093	4.200	0.856	45.539	9.710	1.090	1.106
Jun.	7.646	7.410	26.264	7.438	308.285	124.585	4.211	0.877	45.721	9.754	1.087	1.123
Jul.	7.796	7.412	26.079	7.437	306.715	129.482	4.236	0.886	45.689	9.589	1.106	1.151
Ago.	7.876	7.405	26.101	7.438	304.366	129.703	4.267	0.911	45.789	9.548	1.140	1.181
					<i>Varição (%) face ao mês anterior</i>							
2017 Ago.	1.0	-0.1	0.1	0.0	-0.8	0.2	0.7	2.8	0.2	-0.4	3.1	2.6
					<i>Varição (%) face ao ano anterior</i>							
2017 Ago.	5.7	-1.1	-3.4	0.0	-1.9	14.3	-0.8	6.5	2.7	0.6	4.7	5.3

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.10 Balança de pagamentos da área do euro, balança financeira

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

	Total ¹⁾			Investimento direto		Investimento de carteira		Derivados financeiros líquidos	Outro investimento		Ativos de reserva	Por memória: Dívida externa bruta
	Ativo	Passivo	Líquido	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo		Ativo	Passivo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos (posição de investimento internacional)												
2016 T2	22 882.6	23 691.0	-808.5	9 940.6	8 276.0	7 430.2	9 989.1	-65.1	4 855.0	5 425.9	721.8	13 618.7
T3	23 116.4	23 859.3	-743.0	9 911.5	8 142.6	7 690.0	10 166.4	-62.1	4 849.9	5 550.4	727.0	13 617.3
T4	23 598.0	24 253.6	-655.5	10 246.5	8 382.5	7 883.9	10 324.0	-53.8	4 813.8	5 547.1	707.7	13 616.0
2017 T1	24 733.9	25 094.7	-360.8	10 613.8	8 559.8	8 223.2	10 601.2	-51.3	5 221.6	5 933.7	726.6	13 959.6
<i>Saldos em percentagem do PIB</i>												
2017 T1	228.6	231.9	-3.3	98.1	79.1	76.0	98.0	-0.5	48.3	54.8	6.7	129.0
Transações												
2016 T3	218.8	87.7	131.0	55.8	-79.4	127.5	14.8	23.9	3.8	152.4	7.7	-
T4	95.4	11.7	83.7	120.1	102.9	14.6	-78.2	15.2	-59.1	-13.0	4.6	-
2017 T1	566.7	513.6	53.1	147.2	110.5	167.7	91.2	15.5	238.8	311.9	-2.5	-
T2	184.8	66.8	118.0	11.2	27.6	196.5	122.8	-4.4	-16.8	-83.6	-1.7	-
2017 Jan.	350.2	362.6	-12.5	52.5	64.8	43.0	31.4	2.2	257.6	266.4	-5.1	-
Fev.	219.7	197.7	22.0	85.4	53.0	82.5	26.9	8.1	41.7	117.8	2.0	-
Mar.	-3.2	-46.7	43.5	9.3	-7.3	42.2	32.9	5.2	-60.5	-72.3	0.6	-
Abr.	150.2	135.3	14.9	28.0	7.7	44.0	-5.8	1.0	81.7	133.3	-4.5	-
Maio	97.8	89.3	8.5	22.9	15.2	79.1	94.5	3.1	-8.7	-20.4	1.4	-
Jun.	-63.1	-157.7	94.6	-39.7	4.7	73.4	34.0	-8.5	-89.8	-196.5	1.4	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses</i>												
2017 Jun.	1 065.7	679.8	385.9	334.3	161.6	506.3	150.5	50.2	166.8	367.8	8.1	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>												
2017 Jun.	9.8	6.3	3.6	3.1	1.5	4.7	1.4	0.5	1.5	3.4	0.1	-

Fonte: BCE.

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

3 Atividade económica

3.1 PIB e componentes da despesa

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

	PIB											
	Total	Procura interna							Saldo externo ¹⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo			Variação de existências ²⁾	Total	Exportações ¹⁾	Importações ¹⁾	
1	2	3	4	5	Construção - total	Máquinas - total	Produtos de propriedade intelectual		8	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)												
2014	10 153.7	9 781.8	5 633.1	2 128.2	1 993.7	1 003.8	600.7	384.2	26.7	371.9	4 539.6	4 167.8
2015	10 498.2	10 009.4	5 745.1	2 167.6	2 070.3	1 016.3	635.9	413.0	26.4	488.8	4 856.5	4 367.7
2016	10 772.9	10 287.6	5 882.4	2 217.8	2 179.6	1 051.3	669.1	454.2	7.7	485.4	4 944.1	4 458.7
2016 T3	2 695.7	2 577.0	1 471.7	555.6	546.7	262.8	167.1	115.6	2.9	118.8	1 235.7	1 117.0
T4	2 722.1	2 609.4	1 487.3	558.8	556.1	267.1	169.8	118.0	7.2	112.6	1 266.9	1 154.3
2017 T1	2 740.2	2 623.9	1 501.2	561.8	556.4	271.8	170.0	113.4	4.5	116.2	1 299.8	1 183.6
T2	2 768.0	2 643.1	1 511.6	565.2	562.8	275.5	171.1	114.9	3.5	124.9	1 309.5	1 184.6
<i>em percentagem do PIB</i>												
2016	100.0	95.5	54.6	20.6	20.2	9.8	6.2	4.2	0.1	4.5	-	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2016 T3	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.3	-0.2	-	-	0.4	0.5
T4	0.6	0.8	0.6	0.4	1.3	1.6	1.3	0.6	-	-	1.5	2.0
2017 T1	0.5	0.1	0.4	0.2	-0.3	1.6	1.0	-6.2	-	-	1.3	0.4
T2	0.6	0.5	0.5	0.5	0.9	0.8	0.9	1.1	-	-	1.1	0.9
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2014	1.3	1.3	0.8	0.7	1.7	-0.7	4.7	3.5	-	-	4.6	4.7
2015	2.0	1.9	1.7	1.3	3.1	0.7	5.1	6.4	-	-	6.6	6.8
2016	1.8	2.3	2.1	1.7	4.4	2.3	5.0	8.9	-	-	3.2	4.6
2016 T3	1.7	2.3	1.9	1.6	4.6	2.5	4.8	9.4	-	-	3.0	4.3
T4	1.9	2.4	2.0	1.6	4.4	2.4	2.6	12.1	-	-	3.6	4.7
2017 T1	2.0	1.9	1.6	1.0	3.8	3.3	3.2	6.0	-	-	4.5	4.7
T2	2.3	2.0	1.8	1.2	2.0	4.5	2.9	-4.8	-	-	4.4	3.9
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do PIB; pontos percentuais</i>												
2016 T3	0.5	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	-	-
T4	0.6	0.8	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	-0.2	-	-
2017 T1	0.5	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.2	0.1	-0.3	-0.1	0.4	-	-
T2	0.6	0.5	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.1	-	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do PIB; pontos percentuais</i>												
2014	1.3	1.2	0.5	0.2	0.3	-0.1	0.3	0.1	0.3	0.1	-	-
2015	2.0	1.9	1.0	0.3	0.6	0.1	0.3	0.2	0.0	0.1	-	-
2016	1.8	2.2	1.1	0.4	0.9	0.2	0.3	0.3	-0.1	-0.4	-	-
2016 T3	1.7	2.2	1.0	0.3	0.9	0.2	0.3	0.4	-0.1	-0.4	-	-
T4	1.9	2.3	1.1	0.3	0.9	0.2	0.2	0.5	0.0	-0.3	-	-
2017 T1	2.0	1.8	0.9	0.2	0.8	0.3	0.2	0.2	0.0	0.1	-	-
T2	2.3	1.9	1.0	0.3	0.4	0.4	0.2	-0.2	0.2	0.4	-	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

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

3 Atividade económica

3.2 Valor acrescentado por atividade económica

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

	Valor acrescentado bruto (preços de base)											Impostos líquidos de subsídios sobre produtos
	Total	Agricultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Construção	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração	Informação e comunicação	Atividades financeiras e de seguros	Atividades imobiliárias	Serviços profissionais, empresariais e de apoio	Administração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)												
2014	9 119.2	150.0	1 781.2	462.2	1 718.4	417.5	459.4	1 049.8	981.1	1 777.5	322.1	1 034.5
2015	9 426.7	151.1	1 899.9	468.6	1 777.2	430.6	464.6	1 068.4	1 026.3	1 811.3	328.8	1 071.5
2016	9 665.1	149.7	1 935.5	488.3	1 829.4	448.1	453.1	1 095.3	1 070.5	1 858.2	337.0	1 107.9
2016 T3	2 417.9	37.4	482.3	122.4	457.4	112.8	112.8	274.4	268.3	465.8	84.3	277.9
T4	2 440.7	38.6	489.8	123.6	462.8	113.8	111.8	276.5	270.5	468.6	84.8	281.3
2017 T1	2 457.6	39.1	489.8	125.7	467.7	114.1	112.1	278.6	274.9	470.6	85.1	282.6
T2	2 482.7	39.4	496.9	127.6	473.7	115.1	112.1	280.8	278.3	473.0	85.7	285.3
<i>percentagem do valor acrescentado</i>												
2016	100.0	1.5	20.0	5.1	18.9	4.6	4.7	11.3	11.1	19.2	3.5	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2016 T3	0.5	-0.3	0.8	0.5	0.5	2.0	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.7
T4	0.6	-0.4	1.2	0.4	0.8	0.8	-0.4	0.3	0.7	0.4	0.2	0.9
2017 T1	0.6	1.6	-0.1	1.5	0.9	1.1	0.0	0.5	1.3	0.2	0.3	0.5
T2	0.6	-0.9	1.1	1.0	0.7	1.0	0.1	0.3	0.8	0.2	0.3	0.8
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2014	1.4	1.4	2.7	-0.9	1.6	3.9	-1.4	0.4	2.7	0.5	0.1	1.2
2015	1.9	3.0	4.2	0.2	1.6	3.0	0.1	0.5	3.0	0.9	0.3	3.2
2016	1.7	-1.3	1.8	1.7	2.3	3.0	-0.1	0.9	2.9	1.2	1.0	2.8
2016 T3	1.6	-1.5	1.4	2.2	2.2	3.5	0.1	0.9	2.7	1.3	1.0	2.8
T4	1.9	-2.7	2.5	1.8	2.6	3.8	-0.8	1.1	2.8	1.5	1.1	2.2
2017 T1	1.9	0.3	1.6	2.6	2.6	4.5	-1.0	1.3	3.4	1.2	1.0	2.5
T2	2.2	-0.1	3.0	3.5	2.9	5.0	-0.6	1.2	2.9	1.1	1.0	2.9
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2016 T3	0.5	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
T4	0.6	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
2017 T1	0.6	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-
T2	0.6	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2014	1.4	0.0	0.5	0.0	0.3	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	-
2015	1.9	0.0	0.8	0.0	0.3	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016	1.7	0.0	0.4	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016 T3	1.6	0.0	0.3	0.1	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
T4	1.9	0.0	0.5	0.1	0.5	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	-
2017 T1	1.9	0.0	0.3	0.1	0.5	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
T2	2.2	0.0	0.6	0.2	0.6	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

3 Atividade económica

3.3 Emprego ¹⁾

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

	Total	Por situação na profissão		Por atividade económica									
	1	Trabalhadores por conta de outrem 2	Trabalhadores por conta própria 3	Agricultura, silvicultura e pesca 4	Indústria transformadora, energia e serviços básicos 5	Construção 6	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração 7	Informação e comunicação 8	Atividades financeiras e de seguros 9	Atividades imobiliárias 10	Serviços profissionais, empresariais e de apoio 11	Administração pública, educação, saúde e ação social 12	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços 13
Pessoas empregadas													
<i>em percentagem do total de pessoas empregadas</i>													
2014	100.0	85.1	14.9	3.4	15.1	6.1	24.7	2.7	2.7	1.0	13.0	24.3	7.1
2015	100.0	85.3	14.7	3.3	14.9	6.0	24.8	2.7	2.6	1.0	13.3	24.2	7.1
2016	100.0	85.5	14.5	3.2	14.8	5.9	24.9	2.7	2.6	1.0	13.5	24.2	7.1
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2014	0.5	0.6	0.0	0.0	-0.4	-1.6	0.7	0.5	-0.9	0.2	2.2	1.0	0.5
2015	1.0	1.2	-0.4	-1.2	0.2	0.0	1.1	1.3	-0.2	1.8	3.0	0.9	0.8
2016	1.4	1.6	-0.2	-0.6	0.6	0.1	1.9	2.3	0.1	1.6	2.9	1.2	0.9
2016 T2	1.4	1.6	-0.2	-0.8	0.6	-0.2	2.0	2.0	0.1	1.0	2.8	1.3	1.0
T3	1.3	1.6	0.0	-0.3	0.6	0.0	1.9	2.2	0.2	1.9	2.7	1.3	0.6
T4	1.4	1.6	0.2	0.2	0.7	0.5	1.8	2.7	0.3	1.9	2.6	1.2	0.5
2017 T1	1.5	1.7	0.2	0.9	0.7	1.3	1.7	2.6	-0.2	1.7	3.0	1.2	0.9
Horas trabalhadas													
<i>em percentagem do total de horas trabalhadas</i>													
2014	100.0	80.3	19.7	4.4	15.6	6.8	25.6	2.9	2.7	1.0	12.7	22.0	6.3
2015	100.0	80.6	19.4	4.3	15.5	6.8	25.6	2.9	2.7	1.0	13.0	22.0	6.3
2016	100.0	80.7	19.3	4.2	15.4	6.7	25.8	2.9	2.6	1.0	13.2	21.9	6.3
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2014	0.6	0.8	-0.5	-0.4	0.0	-1.3	0.3	0.5	-1.0	0.0	2.3	1.3	0.2
2015	1.1	1.4	-0.3	-0.3	0.6	0.7	0.8	2.4	0.0	2.3	3.1	0.9	0.8
2016	0.8	1.0	-0.1	-0.4	0.3	-0.5	1.5	1.1	-1.3	1.4	2.5	0.2	0.6
2016 T2	1.0	1.1	0.7	-0.1	0.4	-0.5	1.9	1.1	-0.9	1.6	2.9	0.2	0.7
T3	0.6	0.8	-0.3	-0.6	0.0	-0.7	1.6	0.6	-1.6	1.2	1.8	0.1	0.0
T4	0.7	0.9	-0.2	-0.7	0.5	-0.7	1.5	1.4	-1.4	1.6	2.2	0.1	0.2
2017 T1	1.0	1.2	0.1	-0.4	0.6	0.5	1.2	2.1	-0.9	1.7	2.6	0.4	0.9
Horas trabalhadas por pessoa empregada													
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2014	0.0	0.2	-0.5	-0.4	0.4	0.3	-0.3	0.0	-0.1	-0.2	0.1	0.3	-0.3
2015	0.1	0.2	0.1	0.9	0.4	0.7	-0.3	1.1	0.2	0.5	0.1	0.0	0.0
2016	-0.6	-0.6	0.1	0.2	-0.4	-0.6	-0.3	-1.1	-1.4	-0.2	-0.3	-1.0	-0.2
2016 T2	-0.4	-0.6	0.9	0.7	-0.1	-0.3	-0.2	-0.8	-1.0	0.6	0.1	-1.1	-0.3
T3	-0.7	-0.8	-0.3	-0.3	-0.6	-0.7	-0.3	-1.5	-1.8	-0.7	-0.8	-1.2	-0.6
T4	-0.7	-0.6	-0.4	-0.9	-0.2	-1.3	-0.4	-1.3	-1.6	-0.4	-0.5	-1.1	-0.3
2017 T1	-0.5	-0.5	-0.1	-1.3	-0.1	-0.7	-0.4	-0.5	-0.7	0.1	-0.3	-0.8	0.0

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

3 Atividade económica

3.4 População ativa, desemprego e ofertas de emprego

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	População ativa, milhões ¹⁾	Subemprego, % da população ativa ¹⁾	Desemprego										Taxa de oferta de emprego ²⁾	
			Total		Desemprego de longa duração, % da população ativa ¹⁾	Por idade				Por sexo				
			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			81.8		18.2		52.2		47.8		
2014	160 334	4.6	18 637	11.6	6.1	15 216	10.4	3 421	23.7	9 933	11.5	8 704	11.8	1.4
2015	160 600	4.6	17 446	10.9	5.6	14 295	9.8	3 151	22.3	9 254	10.7	8 192	11.0	1.5
2016	161 882	4.3	16 228	10.0	5.0	13 279	9.0	2 950	20.9	8 474	9.7	7 755	10.4	1.7
2016 T3	162 280	4.1	16 072	9.9	4.8	13 162	8.9	2 910	20.6	8 376	9.6	7 696	10.3	1.6
T4	162 306	4.2	15 755	9.7	4.9	12 873	8.7	2 882	20.4	8 243	9.4	7 512	10.0	1.7
2017 T1	161 634	4.3	15 380	9.5	4.8	12 632	8.5	2 748	19.6	7 970	9.1	7 410	9.9	1.9
T2	.	.	14 896	9.2	.	12 213	8.2	2 682	19.2	7 705	8.8	7 190	9.6	1.9
2017 Fev.	-	-	15 350	9.5	-	12 620	8.5	2 729	19.5	7 944	9.1	7 406	9.9	-
Mar.	-	-	15 249	9.4	-	12 537	8.5	2 713	19.3	7 902	9.1	7 348	9.8	-
Abr.	-	-	14 985	9.2	-	12 293	8.3	2 692	19.2	7 741	8.9	7 244	9.7	-
Mai	-	-	14 915	9.2	-	12 221	8.2	2 694	19.3	7 714	8.8	7 201	9.6	-
Jun.	-	-	14 787	9.1	-	12 126	8.2	2 661	19.0	7 661	8.8	7 126	9.5	-
Jul.	-	-	14 860	9.1	-	12 190	8.2	2 670	19.1	7 681	8.8	7 179	9.6	-

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 2010	100.0	86.0	33.6	29.2	22.5	14.7	100.0	100.0	100.0	39.3	51.5	9.1	100.0
taxas de variação homólogas (%)													
2014	0.8	1.7	1.1	1.8	2.6	-5.3	2.0	3.1	1.5	0.7	2.4	0.0	3.8
2015	2.1	2.3	1.0	3.6	2.5	0.8	-0.9	3.6	2.6	1.7	3.2	2.3	8.8
2016	1.4	1.5	1.8	1.7	1.1	0.1	2.2	0.2	1.4	1.3	1.5	1.8	7.2
2016 T3	1.0	1.3	1.7	0.8	1.3	-0.5	3.6	-0.2	0.9	1.3	0.5	2.5	6.4
T4	2.3	1.8	2.4	1.7	1.2	5.4	2.3	3.3	2.3	1.7	3.0	1.4	4.1
2017 T1	1.4	1.3	2.2	1.4	-0.6	2.0	1.8	5.7	2.1	1.4	2.9	1.4	4.8
T2	2.5	2.7	3.6	2.4	1.7	1.6	3.3	6.7	2.8	2.7	3.2	1.3	6.0
2017 Fev.	1.4	1.2	2.1	1.6	-1.6	2.4	5.4	6.6	2.1	1.1	3.1	1.3	4.8
Mar.	2.2	3.2	3.8	3.6	2.1	-4.9	4.1	7.5	2.9	1.6	4.3	1.2	5.5
Abr.	1.2	1.5	3.1	0.3	0.8	-0.9	3.3	6.6	2.7	3.4	2.6	-0.1	4.3
Mai	3.9	4.3	3.9	5.4	3.1	1.0	2.7	7.3	2.6	2.1	3.5	-0.1	7.1
Jun.	2.6	2.4	3.8	1.6	1.1	5.1	3.4	6.1	3.3	2.7	3.6	4.2	6.5
Jul.	.	.	.	.	.	.	.	.	2.6	1.5	3.9	0.8	.
taxas de variação mensais em cadeia (%) (c.s.)													
2017 Fev.	-0.2	0.5	1.2	1.1	-1.2	-5.7	5.5	2.2	0.6	0.2	0.9	-0.3	0.8
Mar.	0.4	0.8	0.7	0.9	1.9	-2.9	-0.9	1.0	0.3	0.2	0.6	0.6	-0.6
Abr.	0.4	0.0	0.2	-1.1	0.2	3.8	0.3	-1.2	0.0	1.2	-0.8	-0.6	0.2
Mai	1.2	1.3	0.5	2.2	1.2	0.2	-0.2	1.1	0.3	-0.6	0.8	1.2	3.0
Jun.	-0.6	-0.9	-0.3	-1.9	-0.5	1.8	-0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.9	-1.9
Jul.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0.3	-0.5	0.1	-0.9	.

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
1999-2013	100.0	-6.1	80.7	-12.8	-13.6	-8.7	7.0	-	51.0	52.4	52.9	52.7
2014	101.4	-3.8	80.5	-10.1	-26.6	-3.1	4.7	87.7	51.8	53.3	52.5	52.7
2015	104.2	-3.1	81.4	-6.2	-22.4	1.6	9.2	88.4	52.2	53.4	54.0	53.8
2016	104.8	-2.6	81.9	-7.7	-16.6	1.5	11.2	89.1	52.5	53.6	53.1	53.3
2016 T3	104.2	-2.9	82.0	-8.3	-16.0	0.3	10.3	89.3	52.1	53.7	52.6	52.9
T4	106.9	-0.6	82.4	-6.5	-13.1	1.8	12.4	89.4	54.0	54.9	53.5	53.8
2017 T1	108.0	1.1	82.6	-5.5	-11.0	2.0	13.2	89.4	55.6	56.9	55.1	55.6
T2	110.0	3.3	82.9	-2.7	-5.0	3.2	13.4	89.8	57.0	58.3	56.0	56.6
2017 Mar.	108.0	1.3	-	-5.1	-9.9	1.8	12.8	-	56.2	57.5	56.0	56.4
Abr.	109.7	2.6	82.6	-3.6	-6.0	3.1	14.2	89.4	56.7	57.9	56.4	56.8
Maio	109.3	2.8	-	-3.3	-5.6	2.0	12.8	-	57.0	58.3	56.3	56.8
Jun.	111.1	4.5	-	-1.3	-3.5	4.4	13.3	-	57.4	58.7	55.4	56.3
Jul.	111.3	4.5	83.2	-1.7	-1.8	3.9	14.2	90.2	56.6	56.5	55.4	55.7
Ago.	111.9	5.1	-	-1.5	-3.3	1.6	14.9	-	57.4	58.3	54.7	55.7

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) ¹⁾	Rácio da dívida	Rendimento disponível bruto real	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Património líquido ²⁾	Património imobiliário	Participação nos lucros ³⁾	Rácio de poupança (líquido)	Rácio da dívida ⁴⁾	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Financiamento	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	12.7	94.6	0.9	1.8	1.4	2.7	1.0	32.8	4.9	131.1	2.7	7.3	1.5	
2015	12.4	93.9	1.6	2.1	2.8	3.4	2.5	34.0	6.3	133.3	3.9	3.5	2.2	
2016	12.2	93.5	1.9	1.9	4.7	4.4	4.5	33.5	7.7	132.9	3.2	4.7	1.5	
2016 T2	12.4	93.5	2.4	2.3	5.9	3.2	3.7	33.6	7.2	133.4	3.6	3.3	2.0	
T3	12.4	93.5	1.6	2.3	4.9	4.4	4.1	33.6	7.6	132.0	3.4	2.9	1.7	
T4	12.2	93.5	1.3	1.9	4.3	4.4	4.5	33.5	7.7	132.9	3.2	9.1	1.5	
2017 T1	12.2	93.1	1.7	2.0	9.4	4.8	4.8	33.5	7.2	132.7	3.7	12.0	2.0	

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 da área do euro, balança corrente e balança de capital

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

		Balança corrente										Balança de capital ¹⁾		
		Total			Bens		Serviços		Rendimento primário		Rendimento secundário		Crédito	Débito
		Crédito	Débito	Líquido	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2016	T3	907.1	812.1	95.0	526.6	433.6	197.6	177.9	155.8	133.3	27.2	67.5	6.6	5.5
	T4	940.1	864.1	76.0	545.1	456.5	199.6	205.0	167.2	138.5	28.2	64.0	9.6	10.0
2017	T1	958.3	867.5	90.8	559.0	478.2	208.0	187.8	163.4	146.8	27.8	54.7	6.7	22.3
	T2	945.5	870.8	74.6	555.9	477.3	203.5	191.5	160.9	135.0	25.2	67.0	5.6	4.6
2017	Jan.	317.9	295.1	22.8	183.2	159.4	68.7	66.2	57.4	48.2	8.6	21.3	2.3	10.9
	Fev.	319.2	284.9	34.3	187.2	159.1	69.9	61.7	53.2	50.4	8.9	13.7	2.4	5.3
	Mar.	321.2	287.4	33.8	188.6	159.6	69.4	59.8	52.9	48.3	10.3	19.7	2.0	6.1
	Abr.	312.4	289.4	23.0	182.0	157.5	68.1	61.0	54.0	44.0	8.2	26.9	1.6	2.0
	Mai	321.2	290.7	30.5	188.8	162.2	67.3	64.6	56.0	44.7	9.1	19.2	1.6	1.3
	Jun.	311.9	290.7	21.2	185.0	157.6	68.0	65.9	50.9	46.3	7.9	20.9	2.4	1.3
<i>transações acumuladas de 12 meses</i>														
2017	Jun.	3 751.0	3 414.6	336.5	2 186.6	1 845.6	808.6	762.2	647.4	553.6	108.4	253.2	28.5	42.4
<i>transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>														
2017	Jun.	34.7	31.6	3.1	20.2	17.1	7.5	7.1	6.0	5.1	1.0	2.3	0.3	0.4

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

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

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

		Total (n.c.s.)		Exportações (f.o.b.)				Por memória: Indústria transformadora	Importações (c.i.f.)				Por memória:	
		Expor- tações	Impor- tações	Total			Bens de investimento		Bens de consumo	Total			Indústria transformadora	Petróleo
				Bens intermédios	Bens de investimento	Bens de consumo				Bens intermédios	Bens de investimento	Bens de consumo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
<i>Valores (EUR mil milhões; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>														
2016	T3	-0.2	-1.7	508.9	237.4	103.4	154.3	426.3	443.7	244.8	72.8	117.6	328.1	43.9
	T4	2.3	2.4	525.8	244.9	108.8	157.5	439.9	461.2	256.9	74.9	119.5	335.3	50.1
2017	T1	10.9	13.8	539.7	256.9	108.9	160.8	449.4	485.0	279.1	77.3	119.8	343.6	59.9
	T2	5.2	9.4	544.6	.	.	.	454.1	484.5	.	.	.	349.4	.
2017	Jan.	12.8	17.7	177.6	84.9	35.1	53.3	146.3	162.5	93.2	26.4	39.9	114.7	20.7
	Fev.	5.1	7.0	179.0	85.6	36.4	52.7	149.9	160.8	92.8	25.7	39.3	113.9	20.7
	Mar.	14.6	16.8	183.1	86.5	37.5	54.8	153.2	161.6	93.1	25.3	40.7	115.0	18.5
	Abr.	-1.6	4.2	179.9	85.4	36.2	53.6	149.6	161.1	91.5	25.6	40.0	116.0	17.7
	Mai	13.6	17.9	184.1	86.6	38.0	55.1	154.5	165.1	93.5	26.1	42.0	119.3	17.5
	Jun.	3.9	6.2	180.6	.	.	.	150.0	158.3	.	.	.	114.1	.
<i>Índices de volumes (2000=100; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>														
2016	T3	0.6	1.8	118.2	116.2	113.5	124.1	117.3	109.3	108.4	107.0	112.1	112.3	101.0
	T4	1.5	0.8	120.5	118.2	118.6	124.9	120.0	109.8	108.9	107.0	111.9	112.4	104.6
2017	T1	6.4	3.3	121.1	121.0	117.8	124.2	120.4	110.3	111.4	107.2	109.8	112.3	110.0
	T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016	Dez.	4.8	-0.1	122.3	119.2	125.7	124.2	122.6	108.8	107.5	105.3	111.4	111.0	102.9
2017	Jan.	9.0	6.9	119.9	119.9	114.2	124.4	118.1	110.5	111.4	109.9	108.2	112.2	112.4
	Fev.	1.0	-3.3	120.6	121.1	117.8	122.5	120.8	109.8	111.0	106.6	108.5	111.9	113.3
	Mar.	9.2	6.2	122.7	121.9	121.2	125.7	122.5	110.7	111.7	105.1	112.8	112.7	104.2
	Abr.	-6.2	-4.8	120.9	120.8	117.1	123.6	119.9	110.9	110.7	106.3	111.0	113.9	101.3
	Mai	8.7	9.6	123.5	122.5	122.8	126.6	123.5	114.7	114.6	110.5	116.3	117.6	104.5

Fontes: BCE e Eurostat.

1) As diferenças entre os bens da BdP do BCE (Quadro 3.8) e o comércio de bens do Eurostat (Quadro 3.9) devem-se sobretudo a definições diferentes.

2) Grupos de produtos de acordo com a classificação nas Grandes Categorias Económicas.

4 Preços e custos

4.1 Índice Harmonizado de Preços no Consumidor ¹⁾

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

	Total					Total (c.s.; variação em percentagem face ao período anterior) ²⁾						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 2017	100.0	100.0	70.9	55.4	44.6	100.0	12.1	7.5	26.3	9.5	44.6	86.8	13.2
2014	100.0	0.4	0.8	-0.2	1.2	-	-	-	-	-	-	0.2	1.9
2015	100.0	0.0	0.8	-0.8	1.2	-	-	-	-	-	-	-0.1	0.9
2016	100.2	0.2	0.9	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.2
2016 T3	100.3	0.3	0.8	-0.4	1.1	0.3	0.1	1.1	0.0	0.3	0.4	0.3	0.3
T4	101.0	0.7	0.8	0.4	1.1	0.4	0.3	-0.1	0.1	2.4	0.3	0.8	0.3
2017 T1	101.0	1.8	0.8	2.3	1.1	0.6	0.3	1.9	0.1	3.3	0.3	2.0	0.5
T2	102.0	1.5	1.1	1.5	1.6	0.1	0.7	-1.2	0.1	-1.4	0.6	1.6	1.3
2017 Mar.	101.7	1.5	0.7	2.0	1.0	-0.1	0.1	-1.6	0.1	-0.8	0.0	1.7	0.7
Abr.	102.0	1.9	1.2	1.9	1.8	0.2	0.2	-0.5	0.0	0.3	0.5	2.0	1.3
Maio	101.9	1.4	0.9	1.5	1.3	-0.1	0.4	-0.1	0.0	-1.2	-0.1	1.4	1.2
Jun.	102.0	1.3	1.1	1.0	1.6	0.0	0.2	-0.5	0.1	-0.9	0.3	1.3	1.3
Jul.	101.4	1.3	1.2	1.1	1.6	0.1	0.2	0.2	0.1	-0.7	0.2	1.3	1.1
Ago. ³⁾	101.7	1.5	1.2	.	1.6	0.2	0.2	0.6	0.0	0.7	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 2017	19.6	12.1	7.5	35.8	26.3	9.5	10.7	6.5	7.3	3.2	15.1	8.2	
2014	0.5	1.2	-0.8	-0.5	0.1	-1.9	1.7	1.4	1.7	-2.8	1.5	1.3	
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	
2016 T3	1.1	0.5	2.1	-1.3	0.3	-5.1	1.1	1.0	0.9	0.0	1.5	1.3	
T4	0.8	0.6	1.0	0.2	0.3	0.2	1.2	1.2	1.2	-0.1	1.3	1.2	
2017 T1	2.0	0.9	4.0	2.4	0.3	8.2	1.3	1.2	1.7	-1.1	1.4	0.7	
T2	1.5	1.4	1.6	1.5	0.3	4.6	1.3	1.3	2.6	-1.4	2.3	0.8	
2017 Mar.	1.8	1.0	3.1	2.1	0.3	7.4	1.3	1.2	1.9	-1.2	0.9	0.8	
Abr.	1.5	1.1	2.2	2.2	0.3	7.6	1.3	1.3	3.3	-1.2	2.8	0.8	
Maio	1.5	1.5	1.6	1.4	0.3	4.5	1.3	1.3	2.1	-1.4	1.8	0.8	
Jun.	1.4	1.6	1.0	0.8	0.4	1.9	1.3	1.3	2.4	-1.6	2.4	0.9	
Jul.	1.4	1.9	0.6	0.9	0.5	2.2	1.3	1.2	2.2	-1.8	2.5	0.8	
Ago. ³⁾	1.4	2.0	0.6	.	0.5	4.0	.	.	.	.	.	.

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/other/feb201603_focus01.en.pdf).

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

4 Preços e custos

4.2 Preços da produção industrial, construção e edifícios

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

	Preços da produção industrial excluindo construção ¹⁾										Construção	Preços dos edifícios residenciais ²⁾	Indicador experimental dos preços dos edifícios comerciais ²⁾
	Total (índice: 2010 = 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 2010	100.0	100.0	78.1	72.1	29.4	20.1	22.6	13.8	8.9	27.9			
2014	106.9	-1.5	-0.9	-0.3	-1.1	0.4	0.1	-0.1	0.3	-4.3	0.3	0.3	1.0
2015	104.0	-2.7	-2.4	-0.5	-1.3	0.7	-0.6	-0.9	0.2	-8.2	0.2	1.6	2.9
2016	101.6	-2.3	-1.5	-0.5	-1.7	0.4	0.0	0.0	0.1	-6.9	0.4	3.2	5.2
2016 T3	101.9	-2.0	-1.3	-0.6	-1.8	0.4	0.0	0.0	0.1	-5.9	0.4	3.3	7.1
T4	103.1	0.4	1.0	0.4	0.0	0.5	0.8	1.3	0.1	0.4	1.1	3.7	5.1
2017 T1	104.7	4.1	4.0	2.1	3.1	0.8	1.7	2.6	0.2	9.9	1.9	3.9	.
T2	104.2	3.3	3.1	2.4	3.5	0.9	2.4	3.5	0.2	5.7	.	.	.
2017 Fev.	104.8	4.5	4.4	2.1	3.4	0.8	1.7	2.6	0.1	11.4	.	.	.
Mar.	104.5	3.9	4.0	2.5	3.9	0.9	2.0	3.0	0.2	8.1	.	.	.
Abr.	104.5	4.3	3.9	2.6	4.0	0.9	2.3	3.5	0.2	9.0	.	.	.
Maio	104.2	3.4	3.1	2.4	3.6	0.9	2.3	3.5	0.2	5.8	.	.	.
Jun.	104.0	2.4	2.1	2.2	3.0	0.9	2.4	3.4	0.3	2.5	.	.	.
Jul.	104.0	2.0	2.3	2.1	2.7	0.9	2.1	3.2	0.3	2.0	.	.	.

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).

4.3 Preços das matérias-primas e deflatores do PIB

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

	Deflatores do PIB								Preços do petróleo (EUR por barril)	Preços das matérias-primas não energéticas (EUR)					
	Total (c.s.; índice: 2010 = 100)	Total	Procura interna				Exportações ¹⁾	Importações ¹⁾		Ponderados pelas importações ²⁾			Ponderados pela utilização ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo				Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares	Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% do total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2014	104.5	0.9	0.6	0.5	0.8	0.7	-0.7	-1.5	74.1	-3.4	2.0	-8.5	-0.4	4.6	-6.4
2015	105.9	1.3	0.4	0.2	0.6	0.7	0.4	-1.9	47.1	0.0	4.2	-4.5	2.9	7.0	-2.7
2016	106.8	0.8	0.4	0.3	0.6	0.8	-1.4	-2.4	39.9	-3.5	-3.9	-3.2	-7.3	-10.3	-2.9
2016 T3	106.8	0.6	0.4	0.3	0.6	0.8	-1.5	-2.2	41.0	-0.5	-2.1	1.4	-5.8	-10.6	1.3
T4	107.1	0.7	0.8	0.7	0.6	1.0	0.0	0.1	46.5	9.1	1.1	18.6	3.3	-6.7	18.5
2017 T1	107.3	0.7	1.4	1.5	1.0	1.3	2.7	4.6	50.8	18.3	5.9	33.2	13.0	0.1	32.4
T2	107.7	1.0	1.3	1.4	1.0	1.4	2.5	3.3	45.6	6.8	-2.7	18.2	6.7	-2.4	19.9
2017 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	48.7	14.6	2.7	28.5	10.5	-2.2	29.3
Abr.	-	-	-	-	-	-	-	-	49.6	11.4	1.2	23.2	9.9	-0.5	24.8
Maio	-	-	-	-	-	-	-	-	46.0	7.0	-2.1	17.7	6.9	-1.8	19.7
Jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	41.7	2.3	-7.1	13.7	3.2	-4.8	15.1
Jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	42.2	1.0	-6.0	8.9	2.0	-3.9	10.1
Ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	43.5	1.1	-8.7	12.1	1.2	-7.6	13.0

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
1999-2013	4.7	-	-	-2.0	34.7	57.7	56.7	-	49.9
2014	-0.9	-1.5	0.9	-17.4	15.1	49.6	53.5	49.7	48.2
2015	-2.8	1.3	2.7	-13.2	-0.2	48.9	53.5	49.6	49.0
2016	-0.4	1.7	4.4	-7.3	0.2	49.8	53.9	49.3	49.6
2016 T3	-0.2	1.0	4.5	-6.6	0.6	51.4	54.0	49.6	49.8
T4	4.6	3.1	4.9	-5.4	2.4	58.6	54.9	51.6	50.5
2017 T1	9.0	5.5	6.4	-3.7	12.9	67.8	56.7	55.0	51.4
T2	7.8	4.2	5.9	1.8	12.3	62.5	55.9	54.6	51.5
2017 Mar.	9.6	5.1	6.1	-2.9	15.6	68.1	56.8	55.6	52.2
Abr.	8.2	5.5	6.7	2.3	13.5	67.1	56.5	55.4	51.7
Maio	8.2	3.6	5.1	-0.5	11.8	62.0	55.9	54.1	51.7
Jun.	7.1	3.4	5.8	3.6	11.7	58.4	55.3	54.3	50.9
Jul.	7.5	4.4	6.2	5.3	10.1	57.8	55.2	53.7	51.0
Ago.	8.3	4.0	6.3	0.0	9.9	59.4	55.6	54.3	51.3

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 acordos salariais ¹⁾
			Ordenados e salários	Contribuições sociais dos empregadores	Setor empresarial	Sobretudo setor não empresarial	
	1	2	3	4	5	6	7
% do total em 2012	100.0	100.0	74.6	25.4	69.3	30.7	
2014	102.6	1.2	1.3	1.2	1.3	1.2	1.7
2015	104.2	1.6	1.9	0.4	1.6	1.6	1.5
2016	105.7	1.4	1.4	1.4	1.3	1.6	1.4
2016 T3	102.5	1.4	1.5	1.1	1.2	1.8	1.5
T4	112.1	1.4	1.6	1.4	1.5	1.4	1.4
2017 T1	100.4	1.5	1.4	1.5	1.3	1.7	1.6
T2	.	.	.	.	.	.	1.4

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

4 Preços e custos

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por atividade económica									
			Agri- cultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Cons- trução	Comércio, trans- portes, serviços de alojamento e restauração	Informação e comuni- cação	Atividades financei- ras e de seguros	Atividades imobili- árias	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
Custos unitários do trabalho												
2014	104.4	0.6	-1.2	-0.9	1.1	0.3	-1.1	2.4	1.7	1.1	1.6	1.5
2015	104.6	0.2	-3.3	-2.3	0.5	0.8	0.7	0.7	2.5	1.6	1.2	1.4
2016	105.5	0.8	1.6	0.0	-0.4	0.7	0.3	1.3	4.0	1.2	1.4	2.0
2016 T2	105.3	0.7	1.0	-0.1	-0.8	1.4	0.8	1.2	3.6	0.2	1.2	1.4
T3	105.6	0.8	1.9	0.4	-0.6	1.0	-0.6	1.5	4.2	0.4	1.4	1.8
T4	105.9	0.9	3.7	-0.3	0.1	0.9	-0.2	2.3	4.7	0.6	1.3	1.7
2017 T1	106.2	1.0	0.9	0.7	0.3	0.6	-0.6	2.1	3.7	1.5	1.5	1.8
Remuneração por empregado												
2014	106.6	1.4	0.2	2.1	1.9	1.2	2.3	1.8	1.9	1.7	1.1	1.2
2015	107.9	1.2	0.8	1.6	0.7	1.3	2.4	1.0	1.2	1.5	1.2	0.9
2016	109.3	1.2	0.8	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	3.3	1.3	1.4	2.1
2016 T2	109.0	1.0	1.1	0.9	0.9	1.5	1.0	1.0	3.5	0.7	1.1	1.5
T3	109.5	1.2	0.6	1.2	1.6	1.3	0.7	1.4	3.1	0.4	1.4	2.2
T4	110.0	1.4	0.7	1.5	1.4	1.7	0.9	1.2	3.8	0.7	1.6	2.3
2017 T1	110.5	1.5	0.3	1.7	1.7	1.5	1.2	1.2	3.3	2.0	1.5	1.8
Produtividade do trabalho por pessoa empregada												
2014	102.1	0.8	1.4	3.0	0.8	1.0	3.4	-0.6	0.1	0.5	-0.4	-0.4
2015	103.2	1.0	4.3	4.0	0.2	0.5	1.7	0.3	-1.3	-0.1	0.0	-0.4
2016	103.6	0.4	-0.8	1.1	1.6	0.5	0.7	-0.2	-0.7	0.0	0.0	0.1
2016 T2	103.5	0.3	0.1	1.0	1.8	0.1	0.3	-0.2	-0.1	0.5	-0.1	0.1
T3	103.7	0.4	-1.3	0.8	2.2	0.3	1.3	-0.1	-1.0	0.0	0.1	0.4
T4	103.9	0.6	-2.9	1.8	1.2	0.7	1.1	-1.1	-0.8	0.1	0.3	0.6
2017 T1	104.1	0.5	-0.6	0.9	1.3	0.9	1.9	-0.9	-0.4	0.4	0.0	0.1
Remuneração por hora trabalhada												
2014	108.5	1.3	1.1	1.6	1.4	1.4	2.2	1.8	1.7	1.2	0.8	1.2
2015	109.7	1.1	0.9	1.1	0.1	1.3	1.2	0.9	0.8	1.2	1.2	0.9
2016	111.7	1.9	0.0	1.4	2.1	1.6	2.3	2.9	3.7	1.7	2.4	3.0
2016 T2	111.1	1.6	-0.1	1.0	1.7	1.8	2.1	2.6	3.5	1.1	2.2	2.7
T3	111.8	2.0	0.4	1.8	2.7	1.6	2.3	3.5	4.4	1.3	2.4	3.5
T4	112.6	2.1	1.0	1.7	2.5	2.1	2.4	3.1	4.3	1.1	2.5	3.3
2017 T1	113.0	2.0	0.7	1.8	2.9	1.9	1.7	2.0	3.9	2.1	2.4	2.4
Produtividade horária do trabalho												
2014	104.2	0.8	1.9	2.6	0.4	1.3	3.4	-0.5	0.4	0.4	-0.7	-0.1
2015	105.2	0.9	3.4	3.5	-0.6	0.8	0.7	0.0	-1.7	-0.1	0.0	-0.5
2016	106.2	1.0	-0.9	1.5	2.2	0.8	1.9	1.2	-0.5	0.3	1.1	0.4
2016 T2	105.6	0.7	-0.6	1.1	2.1	0.3	1.1	0.8	-0.6	0.4	1.0	0.4
T3	106.2	1.2	-1.0	1.4	2.9	0.6	2.9	1.7	-0.3	0.8	1.2	1.0
T4	106.6	1.2	-2.0	2.0	2.5	1.1	2.4	0.6	-0.5	0.6	1.4	0.9
2017 T1	106.8	1.0	0.7	1.0	2.1	1.3	2.4	-0.2	-0.5	0.8	0.8	0.1

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

5 Moeda e crédito

5.1 Agregados monetários ¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Acordos de reporte	Ações/ unidades de participação em fundos do mercado monetário	Títulos de dívida com prazo até 2 anos				
	Circulação monetária	Depósitos overnight	Depósitos com prazo acordado até 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Saldos												
2014	969.5	4 970.5	5 939.9	1 581.7	2 147.6	3 729.4	9 669.3	121.5	430.3	109.2	661.0	10 330.3
2015	1 036.5	5 566.3	6 602.8	1 439.2	2 159.8	3 599.1	10 201.8	74.6	485.5	75.4	635.5	10 837.3
2016	1 073.1	6 117.1	7 190.2	1 320.3	2 175.8	3 496.1	10 686.3	70.4	523.7	95.8	689.9	11 376.2
2016 T3	1 066.6	5 946.7	7 013.3	1 393.3	2 172.6	3 565.8	10 579.2	80.5	504.0	92.3	676.8	11 255.9
T4	1 073.1	6 117.1	7 190.2	1 320.3	2 175.8	3 496.1	10 686.3	70.4	523.7	95.8	689.9	11 376.2
2017 T1	1 088.6	6 303.7	7 392.2	1 306.0	2 180.0	3 486.0	10 878.2	73.5	533.5	102.4	709.5	11 587.7
T2	1 095.0	6 435.6	7 530.5	1 259.1	2 195.1	3 454.2	10 984.8	68.3	515.1	80.5	663.9	11 648.7
2017 Fev.	1 086.1	6 208.5	7 294.6	1 325.0	2 178.0	3 503.0	10 797.6	66.7	514.0	96.6	677.4	11 475.0
Mar.	1 088.6	6 303.7	7 392.2	1 306.0	2 180.0	3 486.0	10 878.2	73.5	533.5	102.4	709.5	11 587.7
Abr.	1 092.3	6 345.9	7 438.2	1 279.4	2 183.0	3 462.4	10 900.6	72.3	518.6	81.0	671.9	11 572.5
Maio	1 092.4	6 379.6	7 472.0	1 263.9	2 190.4	3 454.4	10 926.4	72.5	518.4	81.8	672.8	11 599.2
Jun.	1 095.0	6 435.6	7 530.5	1 259.1	2 195.1	3 454.2	10 984.8	68.3	515.1	80.5	663.9	11 648.7
Jul. ^(p)	1 093.9	6 459.6	7 553.5	1 244.7	2 200.8	3 445.6	10 999.1	66.7	512.7	75.7	655.1	11 654.1
Transações												
2014	59.0	374.9	433.9	-91.8	3.7	-88.1	345.8	3.6	11.9	13.0	28.5	374.3
2015	65.9	562.6	628.5	-135.4	12.3	-123.0	505.5	-48.0	49.8	-26.6	-24.8	480.7
2016	36.7	544.5	581.3	-109.2	15.9	-93.3	488.0	-4.3	38.1	16.4	50.2	538.2
2016 T3	12.0	127.9	139.9	-15.7	2.3	-13.5	126.5	-3.7	13.1	-3.2	6.3	132.7
T4	6.5	156.1	162.6	-66.7	3.2	-63.5	99.1	-10.4	19.7	4.2	13.5	112.6
2017 T1	15.5	189.1	204.5	-11.7	4.1	-7.6	197.0	3.1	9.9	6.0	19.1	216.0
T2	6.4	151.4	157.9	-37.2	14.7	-22.5	135.4	-4.7	-18.1	-20.1	-43.0	92.4
2017 Fev.	4.3	50.0	54.3	-5.3	-0.2	-5.4	48.9	-8.5	-5.4	2.0	-11.9	37.0
Mar.	2.4	97.4	99.8	-18.2	2.0	-16.2	83.6	6.9	19.5	6.1	32.4	116.1
Abr.	3.7	46.8	50.5	-25.1	3.1	-22.0	28.5	-1.1	-14.9	-21.5	-37.5	-9.0
Maio	0.1	44.9	45.0	-8.5	6.9	-1.5	43.5	0.5	-0.1	0.0	0.4	43.9
Jun.	2.6	59.8	62.4	-3.7	4.7	1.1	63.4	-4.1	-3.2	1.3	-5.9	57.5
Jul. ^(p)	-1.1	30.2	29.1	-12.3	2.5	-9.8	19.3	-1.4	-2.4	-3.0	-6.8	12.5
Taxas de crescimento												
2014	6.5	8.4	8.0	-5.4	0.2	-2.3	3.7	2.9	2.9	19.2	4.6	3.8
2015	6.8	11.3	10.5	-8.6	0.6	-3.3	5.2	-39.1	11.4	-25.0	-3.7	4.6
2016	3.5	9.8	8.8	-7.6	0.7	-2.6	4.8	-5.8	7.8	21.6	7.9	5.0
2016 T3	3.7	9.3	8.4	-3.3	0.5	-1.0	5.0	-12.8	7.7	13.7	5.4	5.1
T4	3.5	9.8	8.8	-7.6	0.7	-2.6	4.8	-5.8	7.8	21.6	7.9	5.0
2017 T1	3.7	10.1	9.1	-7.5	0.8	-2.5	5.1	-14.4	12.9	4.2	8.0	5.3
T2	3.8	10.7	9.7	-9.4	1.1	-3.0	5.3	-18.6	5.0	-13.9	-0.6	5.0
2017 Fev.	3.9	9.2	8.4	-6.3	0.7	-2.1	4.7	-24.4	7.2	7.0	2.9	4.6
Mar.	3.7	10.1	9.1	-7.5	0.8	-2.5	5.1	-14.4	12.9	4.2	8.0	5.3
Abr.	4.2	10.2	9.3	-8.7	0.9	-2.9	5.1	-17.8	7.9	-16.0	1.1	4.8
Maio	3.9	10.3	9.3	-8.7	1.0	-2.8	5.1	-17.0	7.1	-9.4	1.6	4.9
Jun.	3.8	10.7	9.7	-9.4	1.1	-3.0	5.3	-18.6	5.0	-13.9	-0.6	5.0
Jul. ^(p)	3.4	10.1	9.1	-10.0	1.2	-3.2	4.9	-18.5	3.6	-21.5	-2.8	4.5

Fonte: BCE.

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

5 Moeda e crédito

5.2 Depósitos no M3¹⁾

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

	Sociedades não financeiras ²⁾					Famílias ³⁾					So- ciedades financi- eiras exceto IFM e so- ciedades de seguros e fundos de pensões ²⁾	So- ciedades de seguros e fundos de pensões	Outras adminis- trações públicas ⁴⁾
	Total	Overnight	Com prazo acordado até 2 anos	Reem- bolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte	Total	Overnight	Com prazo acordado até 2 anos	Reem- bolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos													
2014	1 863.4	1 366.3	365.1	112.6	19.4	5 555.6	2 749.5	812.1	1 991.1	2.8	847.2	222.2	332.9
2015	1 950.8	1 503.1	321.8	117.5	8.4	5 748.9	3 059.7	695.1	1 991.7	2.4	949.7	225.8	364.7
2016	2 077.2	1 656.4	293.9	118.3	8.6	6 049.8	3 399.6	643.6	2 004.8	1.7	979.5	196.6	380.6
2016 T3	2 069.0	1 622.9	317.7	119.3	9.1	5 977.7	3 301.8	672.0	2 001.3	2.6	953.9	206.2	386.3
T4	2 077.2	1 656.4	293.9	118.3	8.6	6 049.8	3 399.6	643.6	2 004.8	1.7	979.5	196.6	380.6
2017 T1	2 170.9	1 743.5	303.6	117.4	6.4	6 139.8	3 503.3	620.0	2 013.7	2.7	972.5	190.9	389.1
T2	2 196.1	1 775.3	295.4	118.9	6.5	6 188.7	3 560.9	599.1	2 026.4	2.3	975.1	198.0	400.2
2017 Fev.	2 142.7	1 717.1	301.5	117.3	6.8	6 111.5	3 469.4	627.2	2 012.0	2.8	937.2	195.5	391.2
Mar.	2 170.9	1 743.5	303.6	117.4	6.4	6 139.8	3 503.3	620.0	2 013.7	2.7	972.5	190.9	389.1
Abr.	2 164.8	1 746.1	294.8	117.1	6.8	6 156.5	3 524.2	611.5	2 017.6	3.2	962.0	199.7	397.6
Maio	2 172.7	1 753.3	294.5	118.8	6.2	6 173.6	3 542.3	605.5	2 023.2	2.7	966.6	195.8	397.7
Jun.	2 196.1	1 775.3	295.4	118.9	6.5	6 188.7	3 560.9	599.1	2 026.4	2.3	975.1	198.0	400.2
Jul. (p)	2 177.8	1 761.9	290.6	119.1	6.2	6 200.4	3 573.4	593.1	2 031.8	2.0	992.3	193.7	407.6
Transações													
2014	68.7	91.1	-26.7	1.5	2.8	140.7	208.8	-65.0	-1.4	-1.7	52.7	7.3	21.0
2015	83.9	123.7	-33.5	4.9	-11.2	193.6	303.0	-109.9	0.9	-0.4	84.0	-0.1	30.3
2016	128.7	152.9	-24.7	0.2	0.2	300.8	334.9	-46.8	13.4	-0.8	28.6	-28.2	17.1
2016 T3	35.2	29.9	-3.9	0.7	0.7	73.8	87.7	-16.6	3.2	-0.5	-0.2	-4.2	6.2
T4	4.2	28.2	-22.3	-1.2	-0.5	70.6	92.6	-24.5	3.4	-0.9	21.2	-8.9	-4.9
2017 T1	96.5	88.5	11.1	-1.0	-2.2	90.1	104.1	-23.9	8.8	1.1	-5.4	-5.2	8.6
T2	34.9	37.8	-5.1	1.9	0.2	52.1	60.8	-20.0	11.8	-0.5	19.1	7.5	10.8
2017 Fev.	19.9	17.8	2.3	0.0	-0.2	22.7	30.3	-9.3	1.5	0.1	-6.2	0.9	-1.2
Mar.	30.0	27.6	2.7	0.0	-0.4	28.8	34.2	-7.1	1.7	-0.1	36.3	-4.4	-2.5
Abr.	-2.6	4.4	-7.2	-0.3	0.5	17.9	21.8	-8.3	4.0	0.5	-8.8	9.0	8.2
Maio	11.9	10.2	0.6	1.7	-0.6	18.4	19.6	-5.6	5.0	-0.6	17.1	-3.7	0.1
Jun.	25.5	23.2	1.5	0.5	0.4	15.7	19.5	-6.2	2.8	-0.4	10.8	2.2	2.5
Jul. (p)	-14.7	-10.7	-4.0	0.2	-0.3	9.5	13.1	-5.7	2.4	-0.2	20.7	-4.0	7.5
Taxas de crescimento													
2014	4.0	7.6	-6.6	1.3	15.9	2.6	8.2	-7.4	-0.1	-37.8	6.6	3.9	7.0
2015	4.5	9.0	-9.4	4.4	-57.4	3.5	11.0	-13.6	0.0	-15.1	9.7	0.0	9.1
2016	6.6	10.2	-7.7	0.2	2.2	5.2	10.9	-6.8	0.7	-31.2	3.0	-12.5	4.7
2016 T3	7.5	9.9	-1.3	1.8	-8.5	5.1	10.6	-4.9	0.4	-18.2	0.9	-5.7	7.7
T4	6.6	10.2	-7.7	0.2	2.2	5.2	10.9	-6.8	0.7	-31.2	3.0	-12.5	4.7
2017 T1	8.1	11.8	-5.0	-0.3	-32.6	5.3	11.5	-10.1	1.0	2.1	1.6	-12.3	3.6
T2	8.4	11.6	-3.9	0.3	-21.3	4.9	10.7	-12.4	1.4	-25.5	3.6	-5.1	5.4
2017 Fev.	7.5	10.9	-4.8	-0.4	-26.7	5.4	11.5	-9.0	0.9	-4.8	-2.2	-14.8	5.1
Mar.	8.1	11.8	-5.0	-0.3	-32.6	5.3	11.5	-10.1	1.0	2.1	1.6	-12.3	3.6
Abr.	7.0	10.6	-6.9	-0.5	-20.0	5.2	11.4	-11.1	1.2	-9.9	1.3	-6.6	5.4
Maio	7.5	10.8	-5.7	0.5	-22.4	5.1	11.2	-11.7	1.3	-24.0	2.8	-8.0	4.9
Jun.	8.4	11.6	-3.9	0.3	-21.3	4.9	10.7	-12.4	1.4	-25.5	3.6	-5.1	5.4
Jul. (p)	6.8	9.7	-5.2	1.0	-25.1	4.5	10.1	-12.6	1.4	-30.3	5.9	-8.8	5.8

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 sociedades de seguros e fundos de pensões.

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

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

5 Moeda e crédito

5.3 Crédito a residentes na área do euro ¹⁾

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

	Crédito às administrações públicas			Crédito a outros residentes na área do euro								Títulos de dívida	Ações/ unidades de participação em fundos de investimento exceto fundos do mercado monetário
	Total	Empréstimos	Títulos de dívida	Total	Empréstimos					Títulos de dívida			
					Total Empréstimos corrigidos ²⁾	A sociedades não financeiras ³⁾	A famílias ⁴⁾	A sociedades financeiras exceto IFM e sociedades de seguros e fundos de pensões ³⁾	A sociedades de seguros e fundos de pensões				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Saldos													
2014	3 615.6	1 135.0	2 478.5	12 506.8	10 454.5	10 725.2	4 317.2	5 200.2	808.1	129.0	1 280.0	772.4	
2015	3 904.2	1 112.3	2 789.5	12 599.4	10 512.0	10 805.8	4 291.4	5 306.9	790.1	123.5	1 305.1	782.3	
2016	4 397.8	1 081.9	3 302.7	12 838.1	10 671.8	10 978.5	4 313.5	5 407.7	838.2	112.5	1 382.1	784.2	
2016 T3	4 272.2	1 105.2	3 153.7	12 768.5	10 623.5	10 926.2	4 303.6	5 378.2	832.6	109.1	1 364.5	780.5	
T4	4 397.8	1 081.9	3 302.7	12 838.1	10 671.8	10 978.5	4 313.5	5 407.7	838.2	112.5	1 382.1	784.2	
2017 T1	4 439.1	1 070.3	3 354.7	12 971.0	10 755.0	11 046.5	4 334.2	5 456.5	851.5	112.9	1 423.8	792.2	
T2	4 457.9	1 065.2	3 378.5	12 967.2	10 725.8	11 041.7	4 300.9	5 486.2	826.2	112.5	1 439.9	801.6	
2017 Fev.	4 400.1	1 073.1	3 313.2	12 908.2	10 717.7	11 013.6	4 334.6	5 441.6	830.0	111.6	1 397.5	793.0	
Mar.	4 439.1	1 070.3	3 354.7	12 971.0	10 755.0	11 046.5	4 334.2	5 456.5	851.5	112.9	1 423.8	792.2	
Abr.	4 465.9	1 072.2	3 379.5	12 953.3	10 741.3	11 044.1	4 337.2	5 465.7	823.9	114.4	1 423.4	788.7	
Maio	4 477.8	1 066.3	3 397.1	12 975.4	10 746.2	11 058.1	4 341.5	5 473.0	820.6	111.0	1 439.9	789.4	
Jun.	4 457.9	1 065.2	3 378.5	12 967.2	10 725.8	11 041.7	4 300.9	5 486.2	826.2	112.5	1 439.9	801.6	
Jul. ^(p)	4 492.3	1 058.3	3 419.6	12 988.5	10 735.2	11 070.9	4 304.7	5 484.6	831.6	114.4	1 456.7	796.6	
Transações													
2014	73.8	16.4	57.4	-99.9	-47.1	-32.6	-60.6	-14.9	16.7	11.7	-89.8	37.0	
2015	296.1	-21.1	316.9	84.9	58.2	76.2	-13.7	98.1	-20.5	-5.7	25.1	1.5	
2016	489.5	-34.8	524.2	316.8	234.4	258.3	81.2	120.2	44.1	-11.1	78.1	4.3	
2016 T3	78.1	-7.3	85.2	113.1	70.3	72.5	4.0	33.7	27.5	5.2	20.7	22.1	
T4	161.4	-20.2	181.7	79.6	62.6	69.2	22.1	36.1	1.1	3.3	15.3	1.6	
2017 T1	77.9	-10.9	88.3	149.0	98.9	87.5	29.6	51.2	17.6	0.5	40.6	9.5	
T2	21.6	-3.2	24.7	55.5	18.8	42.0	-2.3	39.0	-17.6	-0.3	20.8	16.0	
2017 Fev.	8.0	-13.0	20.9	24.5	20.0	15.3	3.8	20.1	-0.9	-3.0	0.2	4.4	
Mar.	47.6	-3.2	50.8	73.1	48.4	45.8	7.1	17.1	22.8	1.3	25.3	-0.6	
Abr.	24.2	1.8	22.3	-7.9	-4.7	6.6	7.1	12.0	-25.4	1.6	-0.4	-2.7	
Maio	13.7	-3.4	17.0	31.1	14.3	22.9	9.0	9.1	-0.5	-3.3	16.9	0.0	
Jun.	-16.3	-1.6	-14.5	32.3	9.2	12.5	-18.3	17.9	8.2	1.5	4.3	18.7	
Jul. ^(p)	34.5	-6.4	40.8	34.6	22.6	44.7	11.8	0.3	8.5	2.0	17.4	-5.5	
Taxas de crescimento													
2014	2.1	1.5	2.4	-0.8	-0.4	-0.3	-1.4	-0.3	1.8	11.9	-6.6	4.6	
2015	8.2	-1.9	12.8	0.7	0.6	0.7	-0.3	1.9	-2.5	-4.4	2.0	0.2	
2016	12.5	-3.1	18.8	2.5	2.2	2.4	1.9	2.3	5.6	-9.0	6.0	0.6	
2016 T3	10.8	-2.5	16.3	2.0	1.9	2.1	1.4	2.1	5.4	-10.7	3.5	0.8	
T4	12.5	-3.1	18.8	2.5	2.2	2.4	1.9	2.3	5.6	-9.0	6.0	0.6	
2017 T1	10.9	-4.2	16.8	3.1	2.4	2.7	1.8	2.5	4.9	3.6	8.2	4.6	
T2	8.1	-3.7	12.5	3.1	2.4	2.5	1.2	3.0	3.6	8.3	7.2	6.5	
2017 Fev.	10.7	-3.9	16.3	2.6	2.0	2.3	1.5	2.4	4.2	-11.5	6.3	3.7	
Mar.	10.9	-4.2	16.8	3.1	2.4	2.7	1.8	2.5	4.9	3.6	8.2	4.6	
Abr.	10.3	-4.4	15.9	2.9	2.2	2.6	1.7	2.6	2.5	1.5	7.6	4.5	
Maio	9.5	-4.8	14.9	2.9	2.2	2.7	1.6	2.8	2.1	0.2	8.1	3.9	
Jun.	8.1	-3.7	12.5	3.1	2.4	2.5	1.2	3.0	3.6	8.3	7.2	6.5	
Jul. ^(p)	7.7	-4.0	11.9	3.0	2.2	2.6	1.2	2.9	3.3	3.8	7.4	5.5	

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 sociedades de seguros e fundos de pensões.

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

5 Moeda e crédito

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

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

	Sociedades não financeiras ²⁾					Famílias ³⁾				
	Total	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Total	Crédito ao consumo	Crédito à habitação	Outros empréstimos		
	Empréstimos corrigidos ⁴⁾				Empréstimos corrigidos ⁴⁾					
	1	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos										
2014	4 317.2	4 270.2	1 112.3	724.9	2 480.0	5 200.2	5 545.5	562.9	3 860.9	776.4
2015	4 291.4	4 273.3	1 041.1	762.2	2 488.2	5 306.9	5 640.0	595.2	3 948.4	763.3
2016	4 313.5	4 312.8	998.3	798.3	2 516.8	5 407.7	5 724.3	615.0	4 044.9	747.7
2016 T3	4 303.6	4 295.8	1 011.5	789.1	2 503.1	5 378.2	5 700.0	607.3	4 018.2	752.6
T4	4 313.5	4 312.8	998.3	798.3	2 516.8	5 407.7	5 724.3	615.0	4 044.9	747.7
2017 T1	4 334.2	4 332.9	1 004.3	803.0	2 526.9	5 456.5	5 768.2	626.5	4 085.6	744.4
T2	4 300.9	4 313.5	988.8	797.4	2 514.7	5 486.2	5 798.4	634.8	4 114.0	737.3
2017 Fev.	4 334.6	4 327.5	1 011.4	798.9	2 524.3	5 441.6	5 754.9	622.7	4 072.4	746.5
Mar.	4 334.2	4 332.9	1 004.3	803.0	2 526.9	5 456.5	5 768.2	626.5	4 085.6	744.4
Abr.	4 337.2	4 339.5	998.2	805.3	2 533.7	5 465.7	5 776.2	628.5	4 096.4	740.8
Mai	4 341.5	4 344.3	1 001.2	804.7	2 535.6	5 473.0	5 792.3	635.2	4 096.7	741.1
Jun.	4 300.9	4 313.5	988.8	797.4	2 514.7	5 486.2	5 798.4	634.8	4 114.0	737.3
Jul. ^(p)	4 304.7	4 327.7	985.2	801.7	2 517.8	5 484.6	5 808.5	639.0	4 111.9	733.7
Transações										
2014	-60.6	-67.1	-14.1	2.6	-49.0	-14.9	5.6	-3.0	-3.2	-8.7
2015	-13.7	22.9	-64.2	32.0	18.5	98.1	76.4	21.8	80.0	-3.6
2016	81.2	98.7	-18.1	44.3	55.0	120.2	113.8	23.4	106.0	-9.2
2016 T3	4.0	12.3	-23.7	13.5	14.2	33.7	27.9	5.0	32.5	-3.8
T4	22.1	32.5	-9.5	9.0	22.5	36.1	31.4	9.2	31.5	-4.5
2017 T1	29.6	32.3	9.3	6.8	13.5	51.2	46.2	11.3	40.1	-0.1
T2	-2.3	9.7	-2.1	0.6	-0.8	39.0	40.5	10.2	29.0	-0.3
2017 Fev.	3.8	5.3	-2.7	-1.1	7.6	20.1	12.5	2.1	18.6	-0.7
Mar.	7.1	14.6	-4.6	5.9	5.8	17.1	14.9	4.3	13.9	-1.1
Abr.	7.1	9.9	-4.0	3.6	7.5	12.0	11.4	2.3	10.8	-1.1
Mai	9.0	8.6	6.7	1.0	1.3	9.1	18.0	7.1	1.1	0.9
Jun.	-18.3	-8.9	-4.8	-3.9	-9.6	17.9	11.1	0.8	17.1	-0.1
Jul. ^(p)	11.8	23.6	-0.3	5.9	6.1	0.3	12.6	4.6	-1.9	-2.4
Taxas de crescimento										
2014	-1.4	-1.5	-1.3	0.4	-1.9	-0.3	0.1	-0.5	-0.1	-1.1
2015	-0.3	0.5	-5.8	4.4	0.7	1.9	1.4	3.8	2.1	-0.5
2016	1.9	2.3	-1.8	5.8	2.2	2.3	2.0	3.9	2.7	-1.2
2016 T3	1.4	2.0	-3.0	6.5	1.8	2.1	1.8	3.3	2.4	-0.9
T4	1.9	2.3	-1.8	5.8	2.2	2.3	2.0	3.9	2.7	-1.2
2017 T1	1.8	2.4	-2.7	5.0	2.6	2.5	2.4	4.5	3.0	-1.2
T2	1.2	2.0	-2.5	3.8	2.0	3.0	2.6	5.9	3.3	-1.2
2017 Fev.	1.5	2.0	-2.2	3.9	2.3	2.4	2.3	4.2	2.8	-1.0
Mar.	1.8	2.4	-2.7	5.0	2.6	2.5	2.4	4.5	3.0	-1.2
Abr.	1.7	2.5	-3.0	5.0	2.6	2.6	2.5	4.6	3.0	-1.1
Mai	1.6	2.5	-2.5	5.0	2.4	2.8	2.6	6.3	2.9	-1.0
Jun.	1.2	2.0	-2.5	3.8	2.0	3.0	2.6	5.9	3.3	-1.2
Jul. ^(p)	1.2	2.4	-2.0	3.7	1.8	2.9	2.6	6.6	3.1	-1.3

Fonte: BCE.

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

2) De acordo com o SEC 2010, em dezembro de 2014 as sociedades gestoras de participações sociais de grupos não financeiros foram reclassificadas do setor das sociedades não financeiras para o setor das sociedades financeiras. Estas entidades estão incluídas nas estatísticas do balanço das IFM com as sociedades financeiras exceto IFM e 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 ¹⁾

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

	Responsabilidades das IFM						Disponibilidades das IFM			
	Detenções da administração central ²⁾	Responsabilidades financeiras a mais longo prazo face a outros residentes na área do euro					Disponibilidades líquidas sobre o exterior	Outras		
		Total	Depósitos com prazo acordado superior a 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso superior a 3 meses	Títulos de dívida com prazo superior a 2 anos	Capital e reservas		Total	Acordos de reporte com contrapartes centrais ³⁾	Acordos de revenda a contrapartes centrais ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos										
2014	269.4	7 131.5	2 186.6	92.2	2 391.5	2 461.1	1 389.0	219.7	184.5	139.7
2015	284.8	6 996.9	2 119.7	79.8	2 254.0	2 543.5	1 353.7	261.7	205.9	135.6
2016	318.8	6 921.4	2 054.4	70.6	2 144.3	2 652.0	1 142.6	237.9	205.9	121.6
2016 T3	310.1	6 966.7	2 068.5	72.4	2 130.8	2 695.0	1 210.7	281.3	209.2	129.1
T4	318.8	6 921.4	2 054.4	70.6	2 144.3	2 652.0	1 142.6	237.9	205.9	121.6
2017 T1	304.1	6 880.5	2 033.2	69.2	2 100.3	2 677.8	1 110.1	252.1	182.2	111.8
T2	296.6	6 772.2	2 003.4	67.0	2 066.1	2 635.7	1 031.1	261.2	154.2	109.7
2017 Fev.	295.7	6 920.3	2 028.4	69.6	2 125.3	2 697.0	1 126.4	256.4	171.3	104.4
Mar.	304.1	6 880.5	2 033.2	69.2	2 100.3	2 677.8	1 110.1	252.1	182.2	111.8
Abr.	335.9	6 848.5	2 023.4	69.3	2 082.5	2 673.3	1 095.2	242.4	175.4	103.7
Maio	310.5	6 832.0	2 015.7	67.0	2 080.9	2 668.4	1 044.0	244.5	162.4	104.3
Jun.	296.6	6 772.2	2 003.4	67.0	2 066.1	2 635.7	1 031.1	261.2	154.2	109.7
Jul. ^(p)	322.4	6 724.8	1 989.9	63.5	2 058.1	2 613.3	1 058.6	161.8	128.1	76.4
Transações										
2014	-4.0	-171.0	-120.8	2.0	-160.1	107.9	238.7	-13.2	0.7	17.8
2015	9.2	-213.6	-106.2	-13.5	-216.1	122.2	-85.3	-19.3	21.4	-4.0
2016	31.0	-107.8	-73.3	-9.1	-111.0	85.5	-273.7	-71.2	12.8	-12.0
2016 T3	-9.2	-45.0	-25.8	-2.0	-41.7	24.6	-97.7	-15.0	-19.2	-13.7
T4	6.6	-12.5	-21.6	-2.6	-11.9	23.6	-41.9	-92.4	-0.2	-7.5
2017 T1	-16.2	-14.8	-15.0	-1.4	-31.4	33.1	-32.8	-9.1	-22.6	-9.1
T2	-7.6	-11.1	-22.3	-2.1	3.4	9.9	-20.7	17.3	-28.0	-2.1
2017 Fev.	-8.2	13.5	-10.9	-0.2	-5.6	30.2	-34.0	43.8	-5.1	-2.0
Mar.	8.4	-7.1	5.8	-0.4	-20.9	8.4	-5.2	1.9	10.8	7.5
Abr.	31.8	-18.4	-8.2	0.2	-6.0	-4.3	-3.8	-8.1	-6.8	-8.2
Maio	-25.4	14.9	-5.6	-2.3	14.3	8.4	-27.9	16.4	-13.0	0.6
Jun.	-14.0	-7.6	-8.4	0.0	-4.9	5.7	11.0	9.0	-8.2	5.4
Jul. ^(p)	25.8	-24.7	-11.5	-1.1	5.5	-17.7	46.9	-102.4	-26.0	-33.3
Taxas de crescimento										
2014	-1.6	-2.3	-5.1	2.2	-6.3	4.5	-	-	0.4	14.6
2015	3.6	-3.0	-4.8	-14.5	-8.8	4.9	-	-	11.6	-2.9
2016	10.9	-1.5	-3.5	-11.5	-5.0	3.3	-	-	6.3	-9.0
2016 T3	5.3	-2.1	-4.3	-12.2	-6.2	3.8	-	-	1.5	-8.2
T4	10.9	-1.5	-3.5	-11.5	-5.0	3.3	-	-	6.3	-9.0
2017 T1	-4.6	-1.1	-4.0	-10.1	-4.6	4.5	-	-	-21.2	-25.3
T2	-8.2	-1.2	-4.0	-10.8	-3.7	3.5	-	-	-30.7	-22.6
2017 Fev.	-1.7	-1.0	-4.4	-10.5	-3.4	3.9	-	-	-25.7	-25.7
Mar.	-4.6	-1.1	-4.0	-10.1	-4.6	4.5	-	-	-21.2	-25.3
Abr.	5.5	-1.5	-4.4	-9.0	-4.6	3.8	-	-	-20.9	-24.8
Maio	3.2	-1.3	-4.4	-11.6	-3.9	3.8	-	-	-23.5	-23.6
Jun.	-8.2	-1.2	-4.0	-10.8	-3.7	3.5	-	-	-30.7	-22.6
Jul. ^(p)	-2.4	-1.2	-4.2	-11.4	-2.7	2.5	-	-	-35.6	-39.5

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
2013	-3.0	-2.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
2014	-2.6	-2.2	-0.2	0.0	-0.2	0.1
2015	-2.1	-1.9	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2016	-1.5	-1.7	0.0	0.2	0.0	0.7
2016 T2	-1.8	.	.	.	.	0.5
T3	-1.8	.	.	.	.	0.5
T4	-1.5	.	.	.	.	0.7
2017 T1	-1.3	.	.	.	.	0.9

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			Remunerações dos empregados	Consumo intermédio	Juros	Pagamentos com fins sociais			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	46.7	46.2	12.6	13.0	15.5	0.5	49.7	45.6	10.4	5.3	2.8	23.0	4.1
2014	46.7	46.3	12.5	13.1	15.5	0.5	49.3	45.3	10.3	5.3	2.7	23.0	4.0
2015	46.4	45.9	12.6	13.1	15.3	0.5	48.5	44.6	10.1	5.2	2.4	22.8	3.9
2016	46.3	45.8	12.6	13.0	15.4	0.5	47.8	44.3	10.0	5.2	2.2	22.8	3.5
2016 T2	46.3	45.8	12.5	13.1	15.3	0.5	48.1	44.2	10.0	5.2	2.3	22.8	3.8
T3	46.3	45.8	12.6	13.1	15.4	0.5	48.1	44.3	10.0	5.2	2.2	22.8	3.8
T4	46.3	45.8	12.6	13.0	15.4	0.5	47.8	44.3	10.0	5.2	2.2	22.8	3.5
2017 T1	46.3	45.8	12.7	13.0	15.3	0.4	47.6	44.1	10.0	5.1	2.2	22.8	3.5

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	
		Número e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida	Credores residentes	Credores não residentes	IFM	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	
2013	91.4	2.6	17.5	71.2	46.4	26.3	45.0	10.4	81.0	19.4	32.1	39.9	89.3	2.1
2014	92.0	2.7	17.1	72.1	45.2	26.0	46.8	10.0	82.0	18.8	31.9	41.2	89.9	2.1
2015	90.3	2.8	16.2	71.3	45.5	27.5	44.7	9.3	81.0	17.7	31.1	41.5	88.2	2.1
2016	89.2	2.7	15.5	71.0	47.8	30.3	41.5	9.0	80.3	17.3	29.5	42.5	87.2	2.1
2016 T2	91.2	2.7	16.0	72.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	90.0	2.7	15.6	71.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	89.2	2.7	15.4	71.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 T1	89.5	2.7	15.1	71.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolução orçamental

6.4 Variação homóloga do rácio da dívida pública em relação ao PIB e fatores subjacentes ¹⁾ (em percentagem do PIB; fluxos durante um período de 1 ano)

	Variação do rácio da dívida em relação ao PIB ²⁾	Défice (+)/excedente (-) primário	Ajustamento défice-dívida									Diferencial juros-crescimento	Por memória: Necessidades de financiamento
			Total	Transações dos principais ativos financeiros					Efeitos de reavaliação e outras variações de volume	Outros			
				Total	Numerário e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida	Ações e outras participações					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2013	1.9	0.2	-0.2	-0.8	-0.5	-0.4	-0.2	0.4	0.2	0.4	1.9	2.6	
2014	0.6	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.2	0.8	2.5	
2015	-1.7	-0.3	-0.9	-0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	1.3	
2016	-1.0	-0.7	-0.3	0.2	0.2	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.2	-0.1	1.5	
2016 T2	-0.9	-0.5	0.1	0.4	0.8	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.5	2.0	
T3	-1.4	-0.5	-0.5	-0.2	0.2	-0.1	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	-0.4	1.4	
T4	-1.0	-0.7	-0.3	0.3	0.2	0.0	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	1.5	
2017 T1	-1.6	-0.9	-0.5	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	1.0	

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

1) Os empréstimos intergovernamentais no contexto da crise financeira são consolidados à exceção dos dados trimestrais sobre o ajustamento défice-dívida.

2) Calculada como a diferença entre os rácios da dívida pública em relação ao PIB no final do período de referência e um ano antes.

6.5 Títulos de dívida pública ¹⁾

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

	Serviço da dívida a 1 ano ²⁾					Prazo residual médio em anos ³⁾	Taxas de rendibilidade nominais médias ⁴⁾						
	Total	Capital		Juros			Saldos				Transações		
		Prazos até 3 meses	Prazos até 3 meses	Total	Taxa variável		Cupão zero	Taxa fixa	Prazos até 1 ano	Emissões	Reembolsos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15.9	13.8	5.1	2.0	0.5	6.4	3.1	1.6	0.4	3.5	2.8	0.8	1.6
2015	14.7	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	14.7	12.9	4.8	1.7	0.4	6.7	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2016 T2	15.4	13.6	4.8	1.8	0.5	6.7	2.7	1.3	-0.1	3.1	2.9	0.3	1.1
T3	15.0	13.2	4.0	1.8	0.4	6.8	2.6	1.3	-0.1	3.1	2.8	0.2	1.2
T4	14.7	12.9	4.8	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2016 T1	14.6	12.8	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.2	3.0	2.9	0.2	1.1
2017 Fev.	14.4	12.7	4.3	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.2	3.0	2.9	0.2	1.3
Mar.	14.6	12.8	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.2	3.0	2.9	0.2	1.1
Abr.	14.2	12.5	4.6	1.7	0.4	7.0	2.6	1.2	-0.2	3.0	2.7	0.2	1.2
Mai	14.3	12.6	4.6	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.1	1.2
Jun.	13.8	12.1	4.3	1.7	0.4	7.1	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.2
Jul.	13.5	11.8	4.3	1.7	0.4	7.1	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.3

Fonte: BCE.

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

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

3) Prazo residual no final do período.

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

6 Evolução orçamental

6.6 Evolução orçamental nos países da área do euro

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

	Bélgica	Alemanha	Estónia	Irlanda	Grécia	Espanha	França	Itália	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Défice (-)/excedente (+) público										
2013	-3.1	-0.2	-0.2	-5.7	-13.1	-7.0	-4.0	-2.9	-5.1	
2014	-3.1	0.3	0.7	-3.7	-3.7	-6.0	-3.9	-3.0	-8.8	
2015	-2.5	0.7	0.1	-2.0	-5.9	-5.1	-3.6	-2.7	-1.2	
2016	-2.6	0.8	0.3	-0.6	0.7	-4.5	-3.4	-2.4	0.4	
2016 T2	-2.6	0.7	0.8	-1.5	-3.7	-5.3	-3.2	-2.4	-1.3	
T3	-3.0	0.5	0.5	-1.6	-1.8	-4.8	-3.3	-2.4	-1.0	
T4	-2.6	0.8	0.3	-0.7	0.7	-4.5	-3.4	-2.4	0.4	
2017 T1	-2.3	1.0	0.0	-0.5	1.3	-4.2	-3.4	-2.3	0.7	
Dívida pública										
2013	105.6	77.5	10.2	119.5	177.4	95.5	92.3	129.0	102.2	
2014	106.7	74.9	10.7	105.3	179.7	100.4	94.9	131.8	107.1	
2015	106.0	71.2	10.1	78.7	177.4	99.8	95.6	132.1	107.5	
2016	105.9	68.3	9.5	75.4	179.0	99.4	96.0	132.6	107.8	
2016 T2	109.7	70.2	9.7	74.9	179.7	101.1	97.9	135.4	107.5	
T3	108.7	69.4	9.6	75.1	176.3	100.4	97.2	132.7	110.6	
T4	106.0	68.3	9.5	72.8	179.0	99.4	96.3	132.6	107.8	
2017 T1	107.7	66.9	9.2	74.3	176.2	100.4	98.7	134.7	107.0	
Défice (-)/excedente (+) público										
	Letónia	Lituânia	Luxemburgo	Malta	Países Baixos	Áustria	Portugal	Eslovénia	Eslováquia	Finlândia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2013	-1.0	-2.6	1.0	-2.6	-2.4	-1.4	-4.8	-15.1	-2.7	-2.6
2014	-1.6	-0.7	1.4	-2.0	-2.3	-2.7	-7.2	-5.4	-2.7	-3.2
2015	-1.3	-0.2	1.4	-1.3	-2.1	-1.1	-4.4	-2.9	-2.7	-2.7
2016	0.0	0.3	1.6	1.0	0.4	-1.6	-2.0	-1.8	-1.7	-1.9
2016 T2	-0.4	0.4	1.4	0.4	-1.0	-0.9	-3.5	-1.8	-2.3	-2.4
T3	0.2	0.2	1.5	0.8	-0.4	-0.6	-3.7	-1.7	-2.0	-2.2
T4	0.0	0.3	1.6	1.0	0.4	-1.6	-2.0	-1.8	-1.7	-1.9
2017 T1	-0.1	0.7	1.3	2.1	1.0	-1.2	-1.7	-1.4	-1.5	-1.6
Dívida pública										
2013	39.0	38.7	23.4	68.7	67.7	81.3	129.0	71.0	54.7	56.5
2014	40.9	40.5	22.4	64.3	67.9	84.4	130.6	80.9	53.6	60.2
2015	36.5	42.7	21.6	60.6	65.2	85.5	129.0	83.1	52.5	63.7
2016	40.1	40.2	20.0	58.3	62.3	84.6	130.4	79.7	51.9	63.6
2016 T2	38.9	40.1	21.4	61.0	63.2	86.2	131.6	82.5	52.9	61.7
T3	37.9	41.3	20.9	59.8	61.5	83.7	133.1	82.8	52.7	61.7
T4	40.1	40.2	20.0	58.3	61.8	84.6	130.3	79.7	51.9	63.1
2017 T1	39.0	39.3	23.0	59.0	59.6	82.6	130.5	81.4	53.5	62.6

Fonte: Eurostat.

© **Banco Central Europeu, 2017**

Endereço postal 60640 Frankfurt am Main, Alemanha
Telefone +49 69 1344 0
Internet 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 6 de setembro de 2017.

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-17-006-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Casa d'Imagem