

Índice

Evolução económica e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	5
2 Evolução financeira	12
3 Atividade económica	17
4 Preços e custos	24
5 Moeda e crédito	29
6 Evolução orçamental	36
Caixas	38
1 Estarão os recentes aumentos dos preços do petróleo destinados a durar?	38
2 Liquidez do mercado de obrigações soberanas da área do euro desde o início do PSPP	43
3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 1 de novembro de 2017 a 30 de janeiro de 2018	47
4 Evolução recente do trabalho a tempo parcial	52
5 A fiabilidade da estimativa provisória preliminar do PIB da área do euro	57
6 O papel da sazonalidade e das observações excecionais na inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos	61
7 Orientação da política orçamental durante períodos de expansão passados	66
8 Avaliação de 2018 da Comissão Europeia relativa aos desequilíbrios macroeconómicos e aos progressos em matéria de reformas	72
Estatísticas	E1

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Na sua reunião de política monetária de 8 de março de 2018, o Conselho do BCE concluiu que continua a ser necessário um elevado grau de estímulo monetário para que as pressões inflacionistas subjacentes continuem a aumentar e apoiem a evolução da inflação global no médio prazo. A informação disponibilizada desde a última reunião de política monetária realizada em janeiro, incluindo as novas projeções elaboradas por especialistas do BCE, confirmou o dinamismo de crescimento forte e generalizado da economia da área do euro, a qual deverá expandir-se no curto prazo a um ritmo um pouco mais rápido do que o anteriormente esperado. Estas perspetivas para o crescimento confirmaram a confiança do Conselho do BCE de que a inflação irá convergir no sentido do objetivo de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Ao mesmo tempo, as medidas da inflação subjacente permaneceram moderadas, mas ainda não apresentam sinais convincentes de uma tendência ascendente sustentada. Neste contexto, o Conselho do BCE continuará a acompanhar a evolução da taxa de câmbio e as condições financeiras no que diz respeito às suas possíveis implicações para as perspetivas de médio prazo para a estabilidade de preços. O apoio monetário continuado que é requerido para um regresso sustentado das taxas de inflação a níveis abaixo, mas próximo, de 2% é dado pela continuação das compras líquidas de ativos, pelo volume considerável de ativos adquiridos e reinvestimentos futuros, bem como pela orientação futura das taxas de juro.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 8 de março de 2018

A economia mundial expandiu-se a um ritmo ainda mais rápido no segundo semestre de 2017, dando um maior ímpeto às exportações da área do euro. A atividade económica mundial deverá permanecer forte no futuro, embora o ritmo de crescimento irá moderar-se gradualmente. Espera-se que o crescimento do comércio mundial se mantenha dinâmico no curto prazo, enquanto a inflação deverá aumentar lentamente à medida que a capacidade produtiva disponível a nível mundial diminui.

No contexto da expansão económica em curso, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro aumentaram desde meados de dezembro de 2017. Contudo, os diferenciais das obrigações de empresas mantiveram-se globalmente estáveis, e os diferenciais médios das obrigações soberanas sobre a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* diminuiram ligeiramente no geral. Os preços das ações desceram, numa conjuntura de aumento da volatilidade. Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação em termos efetivos nominais.

A expansão económica na área do euro continua a ser forte e generalizada nos vários países e setores, com o PIB real a aumentar 0.6% em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2017.

O consumo privado é apoiado pelo aumento do emprego, que está igualmente a beneficiar de anteriores reformas do mercado de trabalho e pelo crescimento da riqueza das famílias. O investimento empresarial continuou a fortalecer-se em resultado de condições de financiamento muito favoráveis, do aumento da rentabilidade das empresas e da solidez da procura, enquanto o investimento em habitação registou uma nova melhoria nos últimos trimestres. Adicionalmente, a expansão mundial generalizada está a dar ímpeto às exportações da área do euro.

Esta avaliação encontra-se também globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de março de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, segundo as quais o PIB real anual da área do euro aumentará 2.4% em 2018, 1.9% em 2019 e 1.7% em 2020.

Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em alta em 2018, mantendo-se inalteradas para os anos seguintes. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento são avaliados como estando, no geral, equilibrados. Por um lado, o dinamismo cíclico prevalecente pode conduzir a um crescimento mais forte no curto prazo. Por outro, os riscos em sentido descendente continuam a estar principalmente relacionados com fatores mundiais, incluindo o aumento do protecionismo e os desenvolvimentos nos mercados cambiais e noutros mercados financeiros.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro desceu para 1.2% em fevereiro, face a 1.3% em janeiro.

Tal refletiu sobretudo efeitos de base negativos na inflação dos preços dos produtos alimentares não transformados. Numa análise prospetiva, com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que as taxas homólogas da inflação global se situem em torno de 1.5% no resto do ano. As medidas de inflação subjacente mantiveram-se moderadas, mas espera-se que aumentem gradualmente no médio prazo, apoiadas pelas medidas de política monetária do BCE, pela continuação da expansão económica, pela absorção correspondente da margem disponível na economia e pelo maior crescimento salarial.

As projeções macroeconómicas de março de 2018 elaboradas por especialistas do BCE para a área do euro preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.4% em 2018, 1.4% em 2019 e 1.7% em 2020.

Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas ligeiramente em baixa para 2019, permanecendo não obstante inalteradas para 2018 e 2020. As descidas na inflação medida pelo IHPC dos preços dos produtos energéticos em 2018 e 2019 deverão compensar globalmente o fortalecimento da inflação subjacente, com a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares a aumentar de 1.1% em 2018 para 1.5% em 2019 e 1.8% em 2020.

As projeções mais recentes elaboradas por especialistas também preveem uma nova descida do défice orçamental da área do euro ao longo do horizonte de projeção, devido sobretudo a condições cíclicas favoráveis e à redução dos pagamentos de juros. Espera-se que a orientação orçamental agregada da área do euro se mantenha, em média, globalmente neutra no período 2018-2020. Embora se preveja que o rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro continue a diminuir, irá ainda manter-se elevado. A atual expansão económica exige a reposição das reservas orçamentais.

A análise monetária mostrou que o agregado monetário largo continuou a expandir-se a um ritmo robusto, com uma taxa de crescimento homóloga de 4.6% em janeiro de 2018, inalterada face ao mês anterior, em reflexo do impacto das medidas de política monetária do BCE e do baixo custo de oportunidade de detenção dos instrumentos mais líquidos. Em conformidade, o agregado monetário estreito M1 continuou a dar o principal contributo para o crescimento do agregado monetário largo. Ao mesmo tempo, a recuperação do crescimento dos empréstimos ao setor privado apresentou progressos. A repercussão das medidas de política monetária continuou a apoiar as condições de concessão de empréstimos às empresas e às famílias, o acesso a financiamento – em especial, por parte de pequenas e médias empresas – e os fluxos de crédito na área do euro.

Decisões de política monetária

Com base nas análises económica e monetária regulares, o Conselho do BCE confirmou a necessidade de um grau elevado de acomodação monetária 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 continua a esperar que estas taxas permaneçam nos níveis atuais por um período de tempo alargado, muito para além do horizonte das compras líquidas de ativos. 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 €30 mil milhões, prossigam até ao final de setembro de 2018, ou até mais tarde, se necessário, e em todo o caso até que o Conselho do BCE considere que se verifique um ajustamento sustentado da trajetória da inflação consistente com o seu objetivo para a inflação. Reiterou igualmente que o Eurosistema continuará a reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos durante um período prolongado após o termo das compras líquidas de ativos e, em qualquer caso, enquanto for necessário.

1 Conjuntura externa

A economia mundial expandiu-se a um ritmo ainda mais rápido no segundo semestre de 2017. Espera-se que a atividade económica mundial permaneça robusta no futuro, embora o ritmo de crescimento se modere gradualmente. As perspetivas para as economias avançadas envolvem uma forte expansão, reforçada pelos estímulos orçamentais significativos nos Estados Unidos. Para as economias de mercado emergentes, as perspetivas são apoiadas pelo fortalecimento da atividade nos países exportadores de matérias-primas. Prevê-se que o crescimento do comércio mundial se mantenha dinâmico no curto prazo, enquanto a inflação deverá aumentar lentamente à medida que a capacidade produtiva disponível mundial diminui.

Atividade económica e comércio a nível mundial

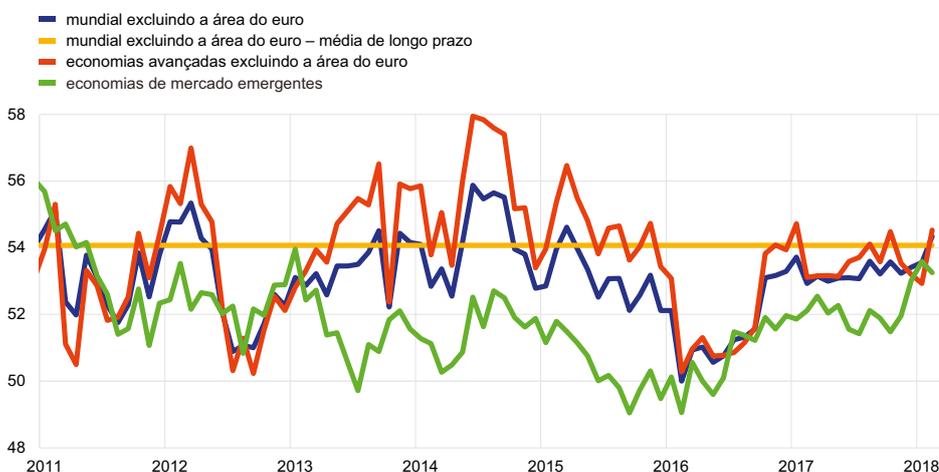
O ritmo de expansão da economia mundial fortaleceu-se no segundo semestre de 2017. Em termos gerais, as divulgações de dados neste período surpreenderam pela positiva quer nas economias avançadas quer, em menor escala, nas economias de mercado emergentes. Os dados relativos ao PIB disponíveis para os vários países apontam para uma expansão sustentada da atividade económica mundial no último trimestre do ano. Mais especificamente, o crescimento do PIB real nos Estados Unidos mostrou-se resiliente no segundo semestre de 2017, superando o impacto dos furacões. A atividade económica no Japão também permaneceu vigorosa, beneficiando de apoio político, da forte criação de emprego e da recuperação da procura externa. Em contraste, o crescimento do PIB real no Reino Unido permaneceu relativamente modesto em 2017, não obstante uma retoma moderada no segundo semestre. A atividade nas economias de mercado emergentes tem sido apoiada pelo crescimento resiliente na Índia e na China, enquanto as retomas face a recessões profundas no Brasil e na Rússia prosseguiram, embora a um ritmo muito gradual.

Os indicadores baseados em inquéritos apontam para um crescimento mundial sustentado no curto prazo. No último trimestre de 2017, o Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) permaneceu num nível semelhante ao do trimestre anterior – ligeiramente acima do primeiro semestre e próximo da média de longo prazo – e melhorou marginalmente em janeiro e fevereiro, o que sugere que a atividade mundial continuou a expandir-se substancialmente no início do presente ano (ver Gráfico 1).

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 fevereiro de 2018. A média de longo prazo refere-se ao período entre janeiro de 1999 e fevereiro de 2018.

As condições financeiras mundiais continuam a apoiar as perspetivas mundiais, mas tornaram-se mais restritivas nas últimas semanas.

Na sequência de um período de sentimento de otimismo e de aumentos consideráveis das valorizações nos mercados acionistas, os mercados bolsistas começaram a registar perdas significativas no início de fevereiro, enquanto a volatilidade subiu. As perturbações nos mercados financeiros permaneceram concentradas nos mercados acionistas, tendo a correção (embora substancial) apenas invertido os ganhos realizados desde o início do ano. Porém, a volatilidade de mercado registou-se num contexto de aumento estável das taxas de rendibilidade de longo prazo nos Estados Unidos ao longo dos últimos três meses, numa conjuntura de crescente ansiedade entre os investidores quanto às perspetivas de inflação e a um aumento da restritividade da política monetária possivelmente mais célere do que o esperado. A curva dos futuros dos fundos federais nos Estados Unidos movimentou-se em sentido ascendente nas últimas semanas, após uma subida da taxa em dezembro passado. Os mercados continuam a prever um incremento gradual da restritividade e começaram a tomar em consideração o próximo aumento da taxa diretora em março de 2018 e três subidas durante o conjunto do ano – em consonância com as projeções de dezembro do Comité de Operações de Mercado Aberto (*Federal Open Market Committee – FOMC*). As expectativas de taxas de juro também se movimentaram em sentido ascendente no Reino Unido, no seguimento do tom agressivo adotado no relatório relativo à inflação publicado pelo Bank of England. Em contraste, o Banco do Japão continuou a seguir uma orientação muito acomodatória, mantendo as taxas de rendibilidade a 10 anos em níveis próximo de zero em linha com o programa de controlo da curva de rendimentos. Na China, o banco central nacional procurou travar a alavancagem no sistema financeiro e conter os riscos para a estabilidade financeira através de condições financeiras mais restritivas ao longo de 2017, aumentando as taxas cobradas nas operações de mercado aberto visando a subida das taxas interbancárias. No seio das outras economias de mercado emergentes, em particular o Brasil e a Rússia, as taxas de

juro diretoras foram novamente reduzidas à medida que as pressões inflacionistas se atenuavam.

Em termos prospetivos, espera-se que o crescimento da atividade económica mundial permaneça resiliente antes de se moderar ligeiramente no médio prazo. As perspetivas para as economias avançadas apontam para uma expansão robusta, agora reforçada pelo impacto orçamental adicional da reforma fiscal nos Estados Unidos e pelo acordo alcançado no Congresso quanto ao aumento da despesa federal. Porém, considera-se que o crescimento abrandará no futuro, à medida que a retoma evolui em alguns países e os desvios do produto se tornam mais positivos. No caso das economias de mercado emergentes, as perspetivas são apoiadas pelo fortalecimento da atividade em países exportadores de matérias-primas como o Brasil e, em menor medida, a Rússia. Paralelamente, o crescimento permanece resiliente na Índia, enquanto a atividade continua a seguir uma tendência gradual em sentido descendente de longo prazo na China.

Projeta-se que o ritmo de expansão mundial se mantenha abaixo dos níveis pré-crise, em conformidade com a descida do crescimento potencial. As estimativas do BCE sugerem que o potencial de crescimento diminuiu na maioria das economias avançadas e emergentes nos últimos anos. Nas economias avançadas, todas as componentes podem afetar o potencial, embora seja especialmente o caso dos contributos do trabalho e da produtividade total dos fatores. Os contributos do capital também permanecem abaixo das médias históricas, dado que o enfraquecimento das perspetivas de crescimento e a maior incerteza resultaram no adiamento das decisões de investimento. Do mesmo modo, o investimento moderou-se nas economias de mercado emergentes, em países exportadores de matérias-primas em particular mas também na China, em resposta ao seu processo de reequilíbrio e à orientação política de contenção da alavancagem. Porém, a produtividade total dos fatores foi a principal determinante da redução do potencial nas economias de mercado emergentes. Em termos globais, espera-se que o crescimento do produto potencial permaneça globalmente estável nas economias avançadas no médio prazo, não obstante um aumento ligeiro do crescimento potencial nos Estados Unidos no período de 2019-2020, embora se preveja que continue a diminuir nas economias de mercado emergentes.

Nos Estados Unidos, prevê-se que a atividade permaneça robusta, apoiada pela procura interna sólida. Considera-se que a atual expansão prosseguirá, em resultado de um crescimento sólido do investimento e das despesas de consumo, à medida que as condições restritivas no mercado de trabalho se refletem de forma gradual num maior crescimento dos salários e as condições financeiras ainda favoráveis impulsionam a riqueza. Projeta-se que a aprovação da legislação relativa à reforma fiscal em dezembro de 2017 e o aumento dos limites máximos da despesa pública em fevereiro continuem a fomentar a procura interna.

No Reino Unido, espera-se que o crescimento do PIB real permaneça moderado mas resiliente. A atividade económica recuperou modestamente no segundo semestre de 2017, após um abrandamento acentuado no primeiro semestre. Em termos prospetivos, um impulso do maior crescimento das exportações líquidas nos próximos trimestres e uma ligeira recuperação do investimento sustentarão a resiliência do crescimento do PIB real no Reino Unido.

No Japão, considera-se que a expansão económica desacelerará gradualmente. Projeta-se que a atividade económica se mantenha relativamente robusta no curto prazo, beneficiando do atual dinamismo positivo e da orientação de política monetária acomodatória. Numa análise mais prospetiva, porém, é de prever que o crescimento abrande gradualmente. Para além do menor apoio da política orçamental e da rápida contração da capacidade produtiva disponível, esta desaceleração também reflete uma redução do impacto positivo do investimento em infraestruturas relacionado com as Olimpíadas de 2020.

Na China, a atividade continua a expandir-se a um ritmo robusto, sendo apoiada pelo forte consumo e por um mercado da habitação ainda próspero. As perspetivas de curto prazo são dominadas pelo foco das autoridades no crescimento estável e na mitigação dos riscos financeiros. O pressuposto a médio prazo é de uma implementação gradual das reformas estruturais em curso, o que conduzirá a um abrandamento controlado do crescimento.

A atividade económica nos países da Europa Central e de Leste manter-se-á robusta, embora a um ritmo mais moderado do que em 2017. A atividade económica nos países da Europa Central e de Leste cresceu substancialmente em 2017, impulsionada pela retoma do investimento e pelo consumo privado sólido. Em termos prospetivos, a atividade deverá continuar a ser apoiada pelo forte investimento, associado à absorção de fundos da UE, às despesas de consumo robustas e às melhorias no mercado de trabalho.

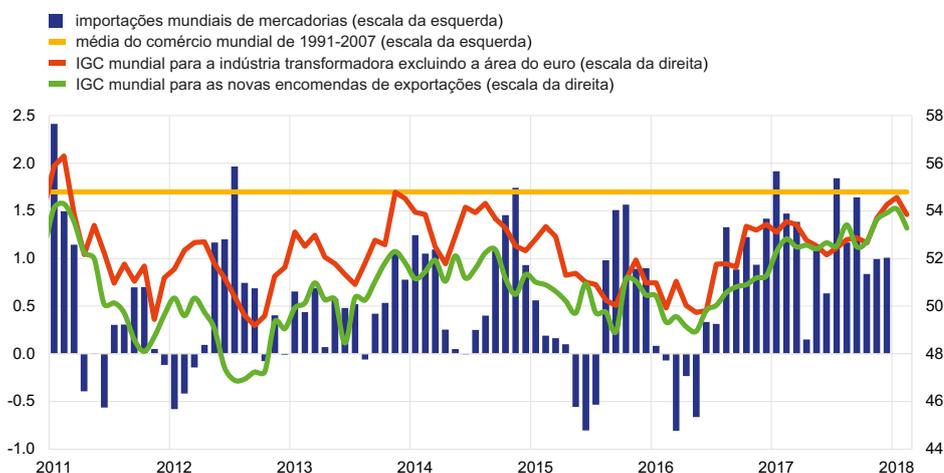
A atividade económica está a fortalecer-se gradualmente nos grandes países exportadores de matérias-primas. Na Rússia, os indicadores avançados sinalizam uma queda temporária da atividade económica no último trimestre de 2017, após um crescimento robusto no primeiro semestre, à medida que a produção industrial diminuía. No médio prazo, é de prever que a atividade económica se expanda moderadamente, num contexto de desafios orçamentais que pesam sobre o enquadramento empresarial, do fraco investimento fixo e do potencial de crescimento prejudicado pela ausência de reformas estruturais. A atividade no Brasil deverá continuar a recuperar. A crescente confiança, as melhorias no mercado de trabalho e a continuação da política monetária acomodatória deverão continuar a apoiar o consumo, numa conjuntura de pressões inflacionistas ainda contidas. A incerteza política no presente ano de eleições e uma possível inversão das condições financeiras externas favoráveis constituem riscos importantes para a melhoria das perspetivas económicas do país.

É de prever que as perspetivas de crescimento do comércio mundial permaneçam sustentadas no curto prazo. Embora o dinamismo do crescimento das importações mundiais de mercadorias tenha recuado ligeiramente em dezembro, os dados disponíveis dos países e os indicadores avançados apontam para um forte crescimento na viragem de 2017 para 2018. O volume das importações de mercadorias aumentou 1% em dezembro (em termos trimestrais em cadeia), o que compara com 1.6% no terceiro trimestre (ver Gráfico 2). A atividade comercial recuperou consideravelmente nos Estados Unidos, tendo enfraquecido na Ásia e nos países da Europa Central e de Leste.

Gráfico 2

Comércio mundial de bens

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



Fontes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2018 (IGC mundial para a indústria transformadora e IGC mundial para as novas encomendas de exportações) e dezembro de 2017 (comércio).

No médio prazo, as projeções relativas ao comércio estão ancoradas no pressuposto de que as importações mundiais crescerão globalmente em linha com a atividade. Tal é consistente com a evidência de que os fatores estruturais de mais longo prazo que impulsionaram a rápida expansão do comércio mundial no passado – incluindo a liberalização do comércio, as reduções tarifárias e nos custos dos transportes, e a expansão das cadeias de valor mundiais – se atenuaram desde a crise financeira. A incerteza quanto a estes fatores de mais longo prazo é claramente elevada e, em alguns casos, os dados são escassos. Porém, a evidência disponível sugere que a projeção de que as importações crescerão em consonância com a atividade no médio prazo constitui ainda um cenário de base razoável.

De um modo geral, projeta-se que o crescimento mundial permaneça globalmente estável durante o horizonte de projeção. De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2018 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) deve aumentar de 3.8% em 2017 para 4.1% em 2018, antes de descer para 3.9% e 3.7% em 2019 e 2020, respetivamente. A trajetória das projeções reflete o abrandamento previsto da atividade nas economias avançadas em geral, e nos Estados Unidos em particular, parcialmente compensado por um ganho modesto de dinamismo nas economias de mercado emergentes. Projeta-se que o crescimento da procura externa da área do euro registará uma expansão de 4.7% em 2018, 4.1% em 2019 e 3.6% em 2020. Em comparação com as projeções de dezembro de 2017, o crescimento do PIB mundial foi revisto em alta para o período de 2017 a 2019, enquanto o crescimento da procura externa da área do euro foi revisto em alta ao longo de todo o horizonte de projeção, em ambos os casos refletindo sobretudo o impacto dos estímulos orçamentais adicionais nos Estados Unidos.

Embora se encontrem do lado ascendente no curto prazo, os riscos para a atividade mundial mantêm-se enviesados em sentido descendente no médio

prazo. Do lado ascendente, a generalização da retoma mundial pode conduzir ao fortalecimento do investimento e do comércio no curto prazo, enquanto o pacote orçamental nos Estados Unidos pode ter um impacto mais forte na atividade do que o atualmente previsto. No médio prazo, porém, considera-se que estes fatores terão um menor peso do que os riscos em sentido descendente, como, por exemplo, um aumento do protecionismo do comércio, uma correção repentina nos mercados financeiros – que resultariam numa maior restritividade das condições financeiras mundiais –, perturbações associadas ao processo de reformas e de liberalização na China, e incertezas políticas e geopolíticas associadas aos riscos relacionadas com o *Brexit*, em particular.

Evolução dos preços a nível mundial

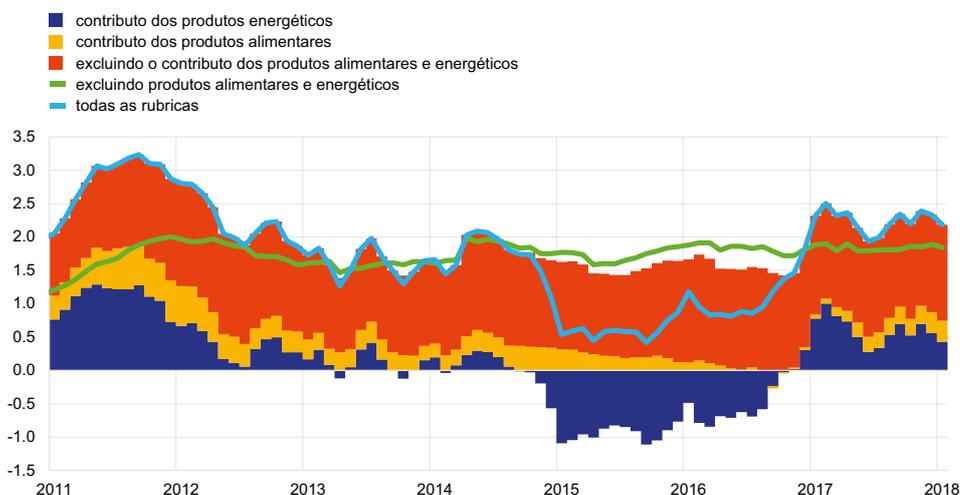
A inflação mundial dos preços no consumidor registou uma ligeira descida recentemente, enquanto a evolução salarial se manteve modesta. No

seguimento de um pequeno aumento em novembro, a inflação homóloga dos preços no consumidor nos países da OCDE abrandou em dezembro e janeiro, para 2.2%. Tal resultou de uma ligeira desaceleração das subidas dos preços dos produtos energéticos, embora ainda em torno de 5%, enquanto a inflação dos preços dos produtos alimentares permaneceu estável. Excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, a inflação homóloga nos países da OCDE diminuiu ligeiramente para 1.8% (ver Gráfico 3). No que se refere aos salários, a remuneração por empregado manteve-se globalmente inalterada em níveis muito reduzidos (aumentando 1.5% em termos homólogos), não obstante uma nova descida da taxa de desemprego nos países da OCDE no terceiro trimestre (para menos de 6%). Apenas a remuneração horária no setor da indústria transformadora

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

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



Fonte: OCDE.

Nota: A última observação refere-se a janeiro de 2018.

apresentou uma rápida tendência em sentido ascendente, mais em consonância com a maior restritividade no mercado de trabalho.

Os preços do petróleo bruto Brent diminuiram ligeiramente ao longo das últimas semanas, de USD 70 por barril em 23 de janeiro para USD 66 em 22 de fevereiro. Esta recente descida foi sustentada pela produção de petróleo bruto historicamente elevada nos Estados Unidos, pela grande conformidade com o acordo entre países pertencentes e não pertencentes à OPEP para reduzir a oferta e pelo final da perturbação num oleoduto registada em dezembro e janeiro – incluindo, mais especificamente, o regresso do oleoduto no Mar do Norte à capacidade plena. Os futuros do petróleo sugerem que os preços do petróleo diminuirão para valores inferiores aos atuais, situando-se em cerca de USD 65 por barril em 2018 e USD 61 por barril em 2019. Os preços das matérias-primas não energéticas aumentaram ligeiramente nas últimas semanas, tendo os preços dos produtos alimentares aumentado 3.5% e os preços dos metais 1.6%.

Numa análise prospetiva, a inflação mundial deverá aumentar lentamente. No curto prazo, a inflação deverá aumentar na sequência da recente retoma dos preços do petróleo. Posteriormente, projeta-se que a diminuição lenta da capacidade produtiva disponível a nível mundial continue a sustentar a inflação subjacente. Porém, considera-se que a subida da inflação seja moderada por um contributo negativo dos preços dos produtos energéticos para a inflação, como atualmente implícito na curva dos futuros do petróleo que prevê uma queda dos preços do petróleo no médio prazo.

2 Evolução financeira

Desde a reunião do Conselho do BCE em dezembro de 2017, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro registaram um aumento, no contexto da expansão económica em curso. Uma vez que as expectativas de inflação se mantiveram globalmente estáveis, as taxas de juro reais registaram um aumento correspondente. Embora as expectativas dos lucros empresariais tenham registado uma melhoria, os preços das ações diminuíram numa conjuntura de elevada volatilidade. Simultaneamente, os diferenciais das obrigações de empresas permaneceram globalmente estáveis. Os diferenciais médios das obrigações soberanas face à taxa dos swaps indexados pelo prazo overnight registaram, em geral, uma ligeira descida. Nos mercados cambiais, o euro apreciou-se em termos nominais efetivos.

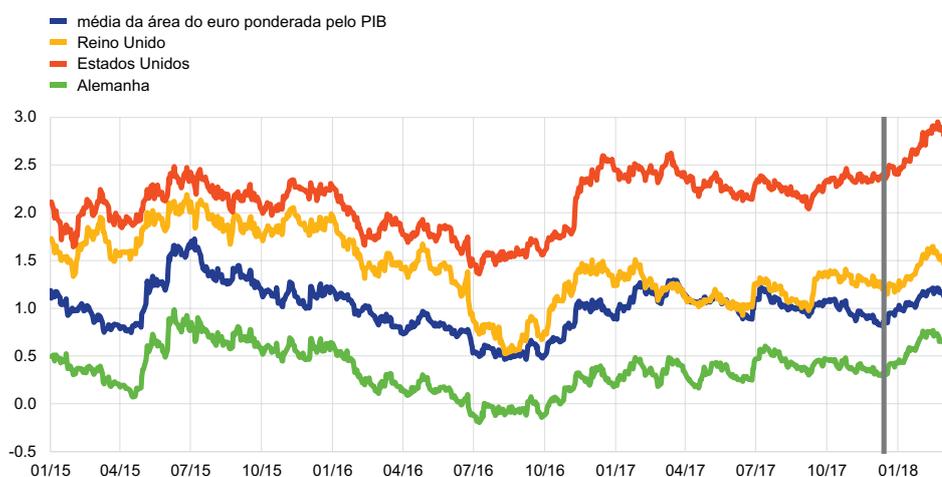
As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo aumentaram em ambos os lados do Atlântico desde meados de dezembro.

Ao longo do período em análise (de 14 de dezembro de 2017 a 7 de março de 2018), a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB aumentou 28 pontos base, para 1.13% (ver Gráfico 4). Nos Estados Unidos e no Reino Unido, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo aumentaram 53 pontos base e 33 pontos base, para 2.88% e 1.50%, respetivamente. A taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da área do euro aumentou 31 pontos base, situando-se em 0.90% – principalmente impulsionada pelo aumento da taxa de juro real de longo prazo. Em termos globais, a evolução dos mercados obrigacionistas em ambos os lados do Atlântico reflete a melhoria das expectativas do mercado para o crescimento económico e a inflação, bem como revisões às expectativas quanto à reação da política monetária associada.

Gráfico 4

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano)

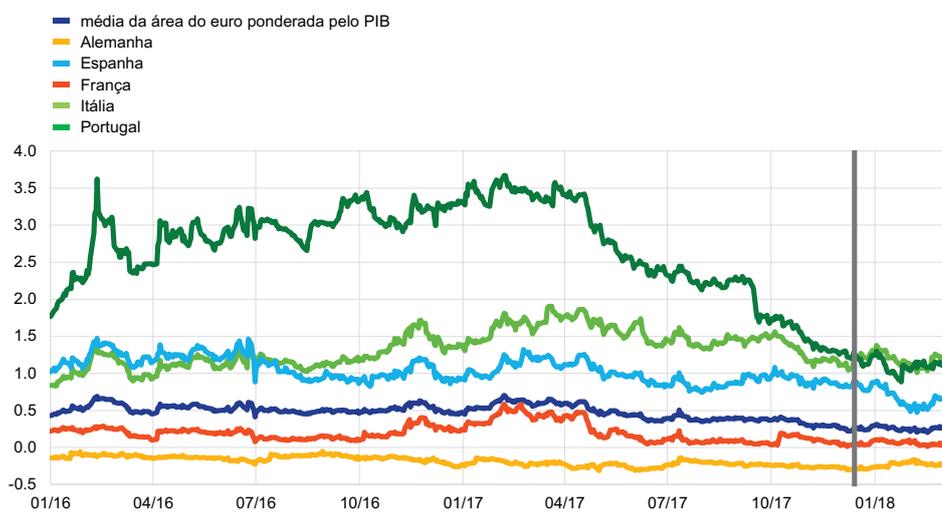


Os diferenciais das obrigações soberanas face à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* isenta de risco registaram, em geral, uma descida, refletindo as perspetivas macroeconómicas favoráveis. A queda observada nos diferenciais das obrigações a 10 anos oscilou entre 31 pontos base em Espanha e 22 pontos base em Portugal e 4 pontos base em Itália (ver Gráfico 5). Em Itália, uma descida temporária mais forte no período até janeiro foi subsequentemente invertida durante as semanas que antecederam as eleições legislativas em março. Na Alemanha, as taxas de rendibilidade das obrigações a 10 anos registaram um aumento superior em 5 pontos base ao observado na taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight*, tendo resultado num diferencial menos negativo, o que provavelmente sinalizou, entre outros, prémios de escassez mais baixos.

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.

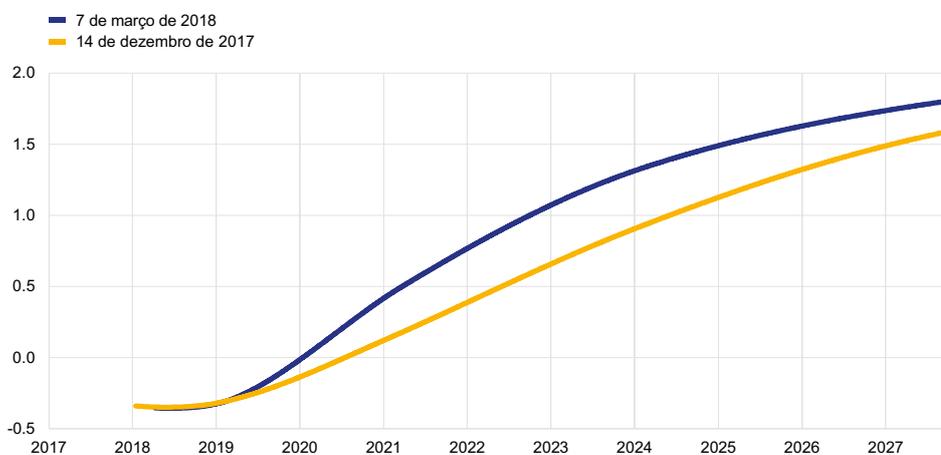
Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 14 de dezembro de 2017. A observação mais recente refere-se a 7 de março de 2018.

A curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) tornou-se mais acentuada. A curva a prazo da EONIA deslocou-se em sentido ascendente para os prazos médios e longos (ver Gráfico 6). Para o período até ao início de 2019, a curva mantém-se praticamente inalterada face à situação no final do último período em análise, refletindo expetativas do mercado globalmente inalteradas quanto ao nível da taxa da facilidade permanente de depósito ao longo do horizonte.

Gráfico 6

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

A EONIA situou-se, em média, em -36 pontos base durante o período

em análise. A liquidez excedentária aumentou cerca de €5 mil milhões, para aproximadamente €1885 mil milhões. O crescimento dos fatores autónomos líquidos foi mais do que compensado pela liquidez disponibilizada através de compras ao abrigo do programa de compra de ativos do Eurosistema. As condições de liquidez são discutidas em maior pormenor na Caixa 3.

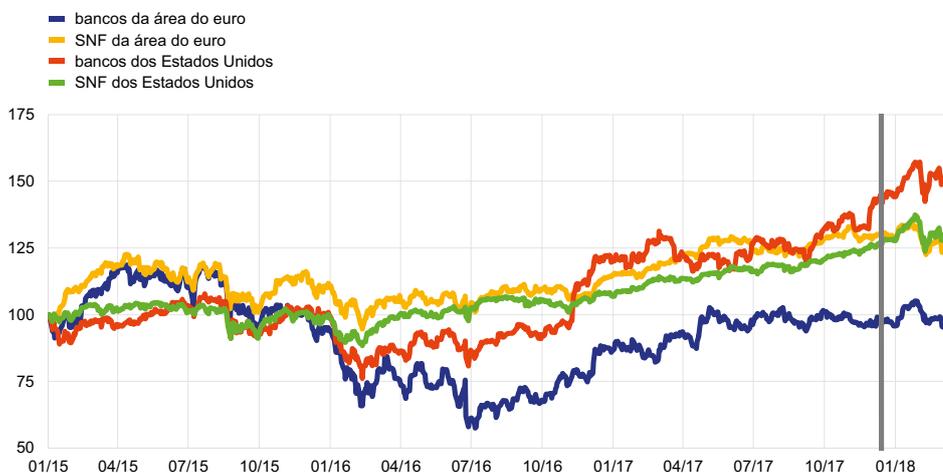
A volatilidade nos mercados acionistas aumentou no final do período em

análise. Embora os preços das ações tenham aumentado entre meados de dezembro de 2017 e o final de janeiro de 2018, uma correção relativamente acentuada dos preços e um pico na volatilidade foram observados no início de fevereiro (ver Gráfico 7). A correção deveu-se provavelmente à perceção do mercado de um aumento da inflação, especialmente nos Estados Unidos, e um ajustamento correspondente das expectativas de política monetária. Parte da descida dos preços das ações foi subseqüentemente invertida, mas a incerteza na sequência dos anúncios relativos à política comercial dos Estados Unidos desencadeou uma nova queda nos mercados bolsistas, em ambos os lados do Atlântico, no início de março. Em geral, no período em análise, os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro caíram 2.7%, enquanto as ações do setor financeiro diminuíram apenas 1.5%. Nos Estados Unidos, apesar da correção, quer os índices de ações financeiros quer os não financeiros registaram um aumento, de 6.4% e 3.1%, respetivamente. No geral, a evolução dos mercados bolsistas da área do euro continuou a ser impulsionada por expectativas de lucros sólidos, enquanto as taxas isentas de risco mais elevadas e alguns aumentos dos prémios de risco das ações afetaram negativamente os preços das ações.

Gráfico 7

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

(Índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

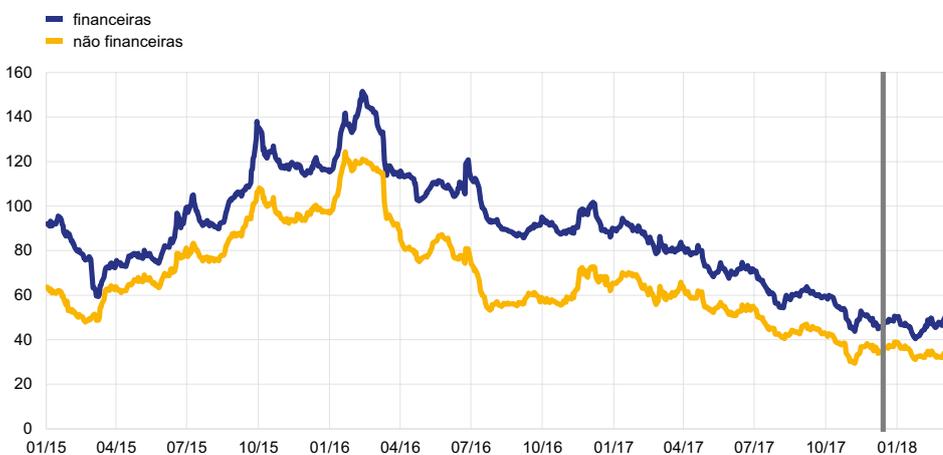
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 14 de dezembro de 2017. A última observação refere-se a 7 de março de 2018.

Os diferenciais das obrigações emitidas por SNF permaneceram globalmente estáveis no período em análise. Em 7 de março de 2018, 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) mantiveram-se globalmente inalterados face ao nível observado em meados de dezembro de 2017 e cerca de 79 pontos base abaixo dos níveis observados em março de 2016, antes do anúncio do programa de compra de ativos do setor empresarial (ver Gráfico 8). Os diferenciais da dívida do setor financeiro aumentaram marginalmente, 4 pontos base, no período em análise. O nível reduzido dos diferenciais das obrigações de empresas está em linha com a expansão económica em curso.

Gráfico 8

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



Fontes: Índices iBoxx e cálculos do BCE.

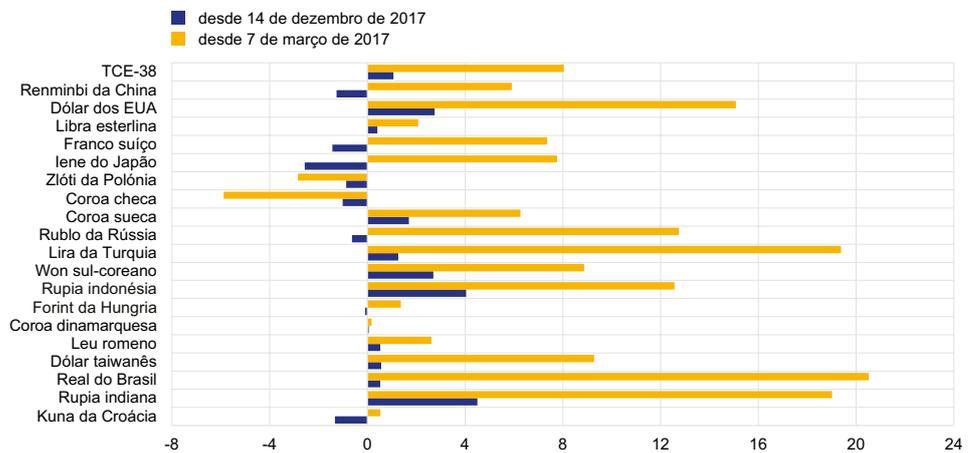
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 14 de dezembro de 2017. A última observação refere-se a 7 de março de 2018.

Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação em termos efetivos nominais desde meados de dezembro de 2017. Tal reflete, em larga medida, um fortalecimento face ao dólar dos Estados Unidos, devido a notícias macroeconómicas (o euro apreciou 2.8% no período em análise, ver Gráfico 9) e a uma apreciação menor face à libra esterlina. O euro foi igualmente apoiado por um fortalecimento face às moedas da maioria das principais economias emergentes, com a exceção do renminbi da China, face ao qual se depreciou 1.3%. O euro também registou uma depreciação face à maioria das outras moedas mais importantes, incluindo o franco suíço e o iene do Japão, bem como face às moedas da maioria dos outros Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, o que conduziu a uma nova atenuação da apreciação do euro em termos ponderados pelo comércio.

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(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 de câmbio prevalecentes em 7 de março de 2018.

3 Atividade económica

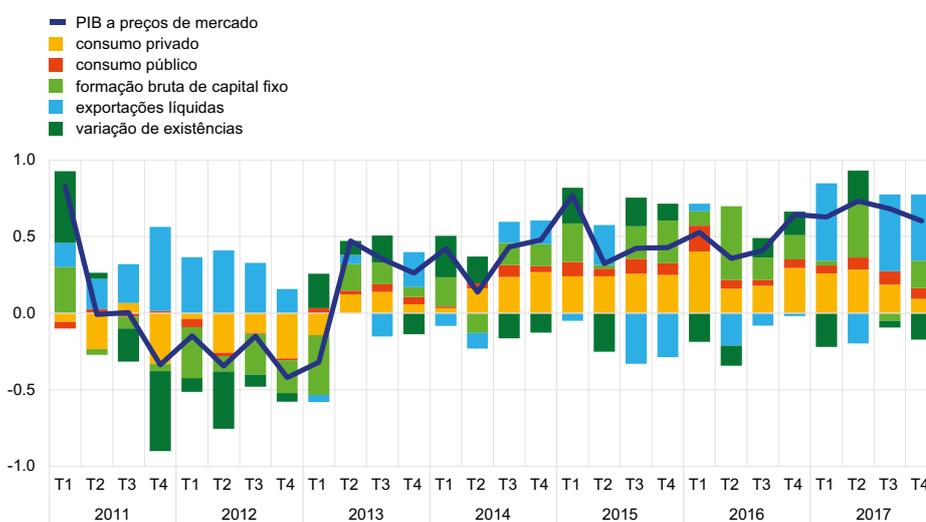
A expansão económica na área do euro continua a ser sólida e generalizada nos vários países e setores. O crescimento real do PIB é apoiado pelo crescimento do consumo e investimento privados, bem como pelas exportações, que beneficiam da retoma mundial generalizada. Os últimos resultados de inquéritos e os dados que têm vindo a ser disponibilizados confirmam um dinamismo forte e generalizado de crescimento da economia da área do euro, a qual se projeta que registe uma expansão no curto prazo a um ritmo um pouco mais rápido do que o previamente esperado. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas de crescimento do PIB foram objeto de uma revisão em alta no que respeita a 2018 nas projeções macroeconómicas de março de 2018 elaboradas por especialistas do BCE, permanecendo, porém, inalteradas para 2019 a 2020. Projeta-se que o crescimento real do PIB da área do euro se situe em 2.5% em 2017, 2.4% em 2018, 1.9% em 2019 e 1.7% em 2020.

O crescimento permaneceu robusto no quarto trimestre de 2017 e continuou a ser generalizado entre países.

O PIB real aumentou 0.6%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre do ano passado (ver Gráfico 10). O crescimento real do PIB foi impulsionado pelo comércio líquido e pela procura interna, em particular pelas despesas de investimento fixo, ao passo que a variação de existências deu um contributo negativo. A segunda divulgação de dados relativos ao PIB manteve inalterado o crescimento real trimestral do PIB no quarto trimestre de 2017, confirmando que a estimativa provisória preliminar continua a ser uma medida fiável (ver a caixa intitulada “A fiabilidade da estimativa provisória preliminar do PIB da área do euro”, no presente número do *Boletim Económico*). O crescimento do produto no quarto trimestre resultou num aumento anual do PIB de 2.3% em 2017 (2.5% em

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 quarto trimestre de 2017.

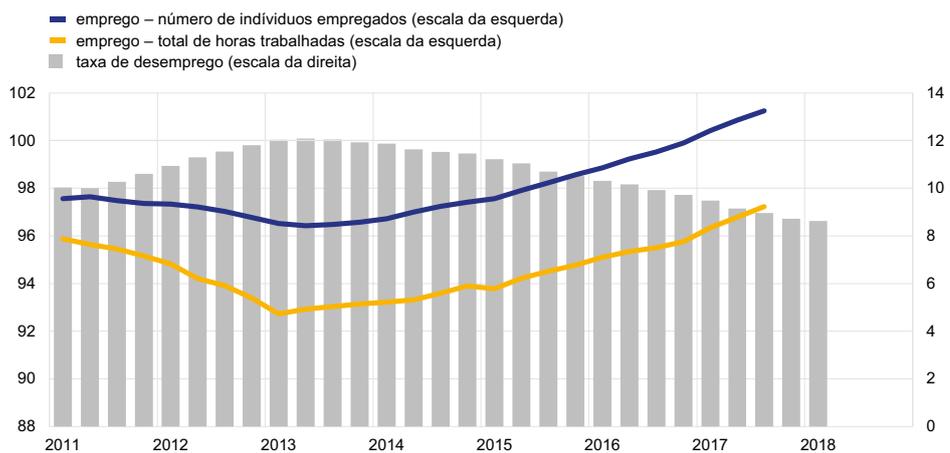
termos corrigidos de dias úteis). Os indicadores económicos sugerem que o padrão de crescimento generalizado e robusto prosseguiu no início do presente ano.

O mercado de trabalho da área do euro continua a apresentar uma dinâmica forte. O emprego registou novo aumento, de 0.4% em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre de 2017, o que resultou numa subida homóloga de 1.7%. O emprego situa-se atualmente 1.2% acima do seu pico pré-crise registado no primeiro trimestre de 2008. O total de horas trabalhadas também continuou a subir, embora a média de horas trabalhadas por indivíduo empregado tenha permanecido globalmente estável desde o início da retoma. Tanto o emprego a tempo inteiro como o emprego a tempo parcial aumentaram durante a retoma. No caso do emprego a tempo parcial, o aumento verificou-se sobretudo entre os trabalhadores a tempo parcial não em situação de subemprego, tendo o número de trabalhadores a tempo parcial em situação de subemprego diminuído recentemente (ver a caixa intitulada “Evolução recente do trabalho a tempo parcial”, neste *Boletim Económico*). A taxa de desemprego na área do euro situou-se em 8.6% em janeiro de 2018, o seu nível mais baixo desde dezembro de 2008 (ver Gráfico 11). A descida foi generalizada a ambos os sexos e a todos os escalões etários. O desemprego de longa duração (ou seja, o número de indivíduos desempregados há, pelo menos, 12 meses, expresso como uma percentagem da população ativa) também continuou a descer, mas mantém-se bastante acima dos seus níveis anteriores à crise. Informação baseada em inquéritos aponta para a continuação da melhoria das condições do mercado de trabalho no futuro próximo. Simultaneamente, são cada vez mais os sinais de escassez de mão de obra em alguns países e setores. O crescimento do rendimento permaneceu forte no terceiro trimestre de 2017.

Gráfico 11

Evolução do mercado do trabalho na área do euro

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

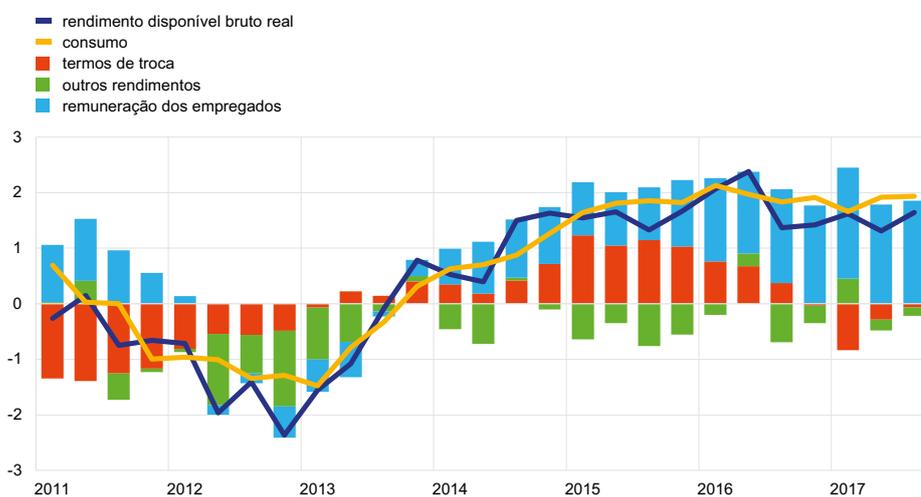
Nota: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2017 para o emprego e as horas trabalhadas e a janeiro de 2018 para a taxa de desemprego.

A melhoria do mercado de trabalho continua a apoiar o crescimento do rendimento e as despesas de consumo. O consumo privado registou um crescimento de 0.2% no quarto trimestre de 2017, o que resultou numa subida homóloga de 1.5%. O rácio de poupança em relação ao rendimento disponível das famílias permaneceu reduzido no terceiro trimestre de 2017, tendo atingido o seu valor mais baixo desde 1999, o que continua a apoiar o consumo privado. As medidas de política monetária do BCE, que tornaram as condições de financiamento menos restritivas, também continuam a apoiar a despesa das famílias. A subida dos rendimentos reais continua a apoiar o crescimento do consumo privado, cuja componente principal ainda é a remuneração dos empregados (ver Gráfico 12).

Gráfico 12

Rendimento disponível bruto real e consumo na área do euro

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: "Outros rendimentos" compreende excedentes de exploração, rendimentos de propriedade, impostos diretos e transferências. Todas as componentes do rendimento são deflacionadas usando o deflador do PIB. O contributo dos termos de troca é medido pelo diferencial nos defladores do PIB e do consumo. O consumo e o rendimento disponível são deflacionados utilizando o deflador do consumo. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2017.

O crescimento do investimento em construção aumentou fortemente em 2017, e espera-se que essa recuperação continue em 2018. A produção no setor da construção estabilizou no quarto trimestre de 2017, mas registou um aumento global de 2.2% em 2017. Os indicadores de inquéritos à construção continuam a indicar um dinamismo de crescimento robusto. A confiança no segmento da construção de edifícios melhorou em dezembro de 2017 e janeiro de 2018. No índice de gestores de compras (IGC), a construção situou-se em 57.0 em janeiro, tendo aumentado face a 53.3. em dezembro. Foi o aumento mais acentuado desde fevereiro de 2011. Ao mesmo tempo, em janeiro, o indicador do inquérito da Comissão Europeia sobre a escassez de mão de obra no setor da construção subiu ainda mais, face a um nível já elevado.

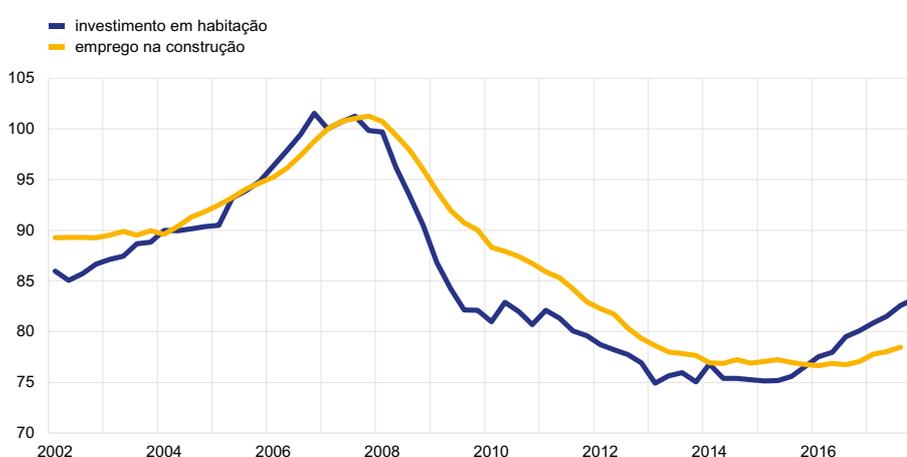
De uma perspetiva cíclica, o nível de investimento em habitação permanece fraco. O emprego no setor da construção e o investimento residencial real diminuíram acentuadamente após os picos pré-crise observados no terceiro

trimestre de 2007 (ver Gráfico 13) e, enquanto o investimento residencial registou alguma recuperação (10% desde o segundo trimestre de 2015), o aumento do emprego na construção tem sido muito mais fraco (2%). A recuperação relativamente fraca do volume de investimento em habitação reflete o sobreinvestimento anterior à crise observado em alguns países da área do euro, bem como as remanescentes pressões de desalavancagem sobre as famílias. Numa análise prospetiva, espera-se que o investimento em habitação apoie cada vez mais o crescimento do PIB.

Gráfico 13

Emprego na construção e investimento residencial na área do euro

(índice: T1 2007 = 100)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2017 para o emprego na construção e ao quarto trimestre de 2017 para o investimento em habitação.

O crescimento do investimento noutros setores exceto a construção aumentou no quarto trimestre de 2017, e espera-se que essa recuperação continue em inícios de 2018. O excedente de exploração bruto registou uma aceleração considerável no terceiro trimestre de 2017, de acordo com as contas setoriais. Tal é particularmente relevante no que toca a ativos intangíveis, que dependem mais de financiamento interno. O inquérito da Comissão Europeia também revela que a perceção da utilização da capacidade produtiva no setor produtor de bens de investimento atingiu praticamente níveis máximos históricos, tanto no conjunto da área do euro como nos países de maior dimensão da mesma, no primeiro trimestre de 2018 (ver Gráfico 14). Segundo o mesmo inquérito, este elemento reflete-se igualmente nas restrições cada vez maiores da produção no setor produtor de bens de investimento, as quais estão relacionadas tanto com equipamento como com mão de obra.

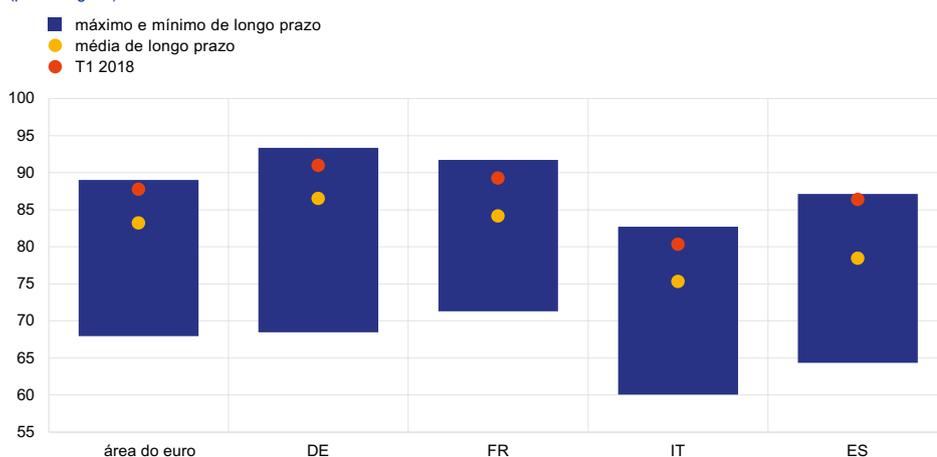
No conjunto de 2018, espera-se que o investimento empresarial continue a contribuir para o crescimento do produto. O crescimento forte da procura e dos lucros deverá continuar a apoiar o investimento empresarial, não obstante a recente volatilidade dos mercados acionistas. Analisando em mais pormenor a recente evolução das ações de sociedades não financeiras da área do euro, a volatilidade

recentemente observada parece advir mormente das expetativas mais elevadas em termos de taxas de juro e prémios de risco do que de uma revisão em baixa das expetativas de lucros. Na medida em que uma grande parte do investimento é financiada através dos lucros retidos, o impacto imediato no investimento empresarial poderá não ser muito significativo.

Gráfico 14

Utilização da capacidade produtiva no setor de bens de investimento da área do euro e dos países de maior dimensão da área do euro

(percentagens)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: "Longo prazo" refere-se ao período desde 1987.

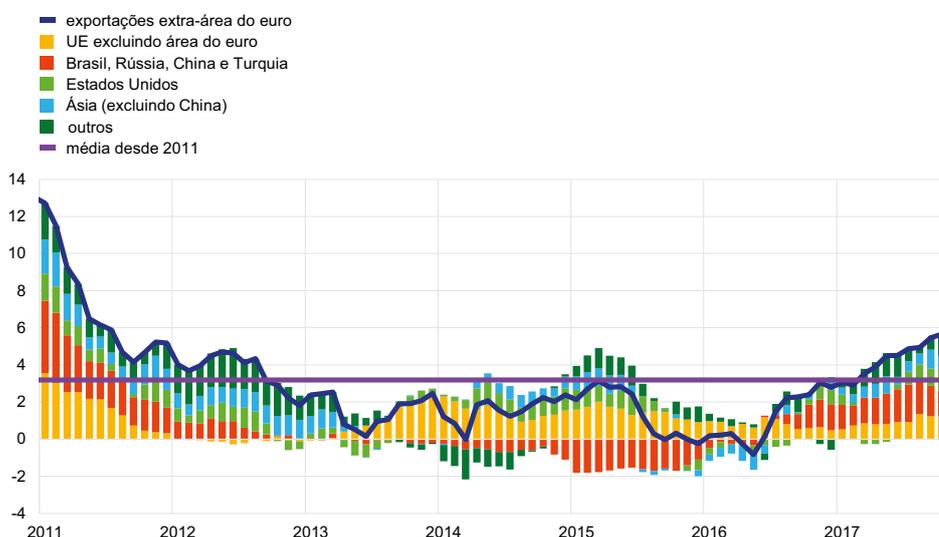
As exportações da área do euro mantiveram uma tendência positiva e ganharam mais dinamismo no quarto trimestre de 2017.

O valor de dezembro das exportações da área do euro confirma uma tendência robusta com um novo aumento do crescimento das exportações para 5.7% em termos homólogos, no último trimestre de 2017 – o nível mais elevado desde o terceiro trimestre de 2011. As exportações da extra-área do euro foram apoiadas, em particular, pelas exportações de bens para países fora da UE, verificando-se também contributos positivos das restantes áreas (ver Gráfico 15). O crescimento das quotas de mercado das exportações extra-área do euro continua a ser globalmente estável, não obstante a recente apreciação do euro. Indicadores avançados de inquéritos apontam para a continuação de uma dinâmica de exportações forte no curto prazo, se bem que, apesar da persistência de níveis elevados, os níveis da carteira de encomendas de exportações e das novas encomendas de exportações no setor da indústria transformadora, na esfera da área do euro e mundial, registaram uma ligeira moderação.

Gráfico 15

Exportações de bens extra-área do euro

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



Fonte: Eurostat.

Notas: As últimas observações referem-se a dezembro de 2017 no que respeita às exportações fora da UE. O cálculo aproximado das exportações dentro da UE baseou-se nos dados de novembro de 2017. Os volumes totais de exportações em dezembro de 2017 baseiam-se nos valores e dados relativos aos preços no produtor.

De um modo geral, os indicadores de inquéritos mais recentes apontam para um forte dinamismo de crescimento da área do euro, a qual se projeta que registre uma expansão no curto prazo a um ritmo um pouco mais rápido do que o previamente esperado. A produção industrial (excluindo a construção) aumentou 1.5%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2017.

Dados de inquéritos mais recentes também indicam uma dinâmica de crescimento sólido no curto prazo. O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia e o IGC compósito do produto situaram-se, em média, em níveis mais elevados nos primeiros dois meses de 2018 do que no quarto trimestre de 2017, permanecendo muito acima dos respetivos níveis médios de longo prazo.

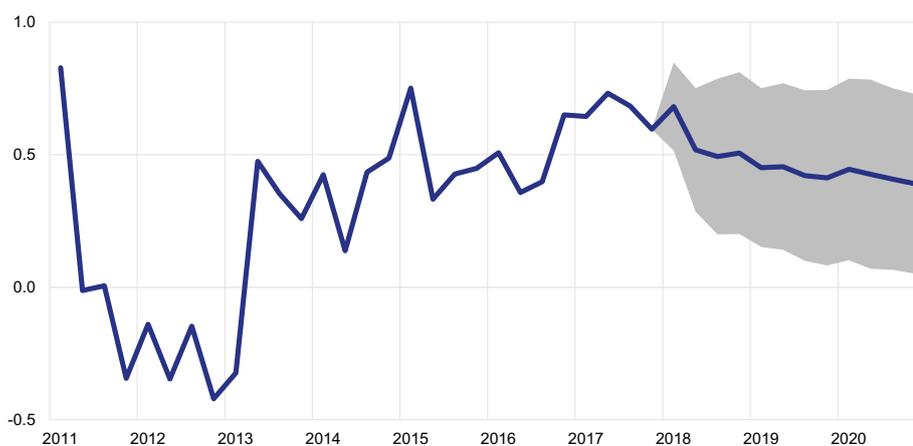
Projeta-se que o atual crescimento económico forte e generalizado prossiga. As medidas de política monetária do BCE, que facilitaram o processo de desalavancagem, continuam a favorecer a procura interna. O consumo privado é apoiado pela subida do emprego, que também está a beneficiar de anteriores reformas do mercado de trabalho, e pelo aumento da riqueza das famílias. O investimento empresarial continua a registar um fortalecimento, em resultado das condições de financiamento muito favoráveis, da crescente rentabilidade das empresas e da procura sólida. O investimento em habitação também registou nova melhoria nos últimos trimestres. Além disso, a expansão mundial generalizada está a dar ímpeto às exportações da área do euro.

De acordo com as projeções macroeconómicas para a área do euro de março de 2018 elaboradas por especialistas do BCE, o aumento do PIB real anual será de 2.5% em 2017, 2.4% em 2018 e 1.9% em 2019 e 1.7% em 2020 (ver Gráfico 16). Em comparação com as projeções de dezembro de 2017, o crescimento real do PIB foi revisto em alta no que respeita a 2018 e permanece, em geral, inalterado para 2019 e 2020. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro são avaliados como globalmente equilibrados.

Gráfico 16

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%))



Fontes: Ver o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2018", publicado no sítio do BCE em 8 de março de 2018.

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

4 Preços e custos

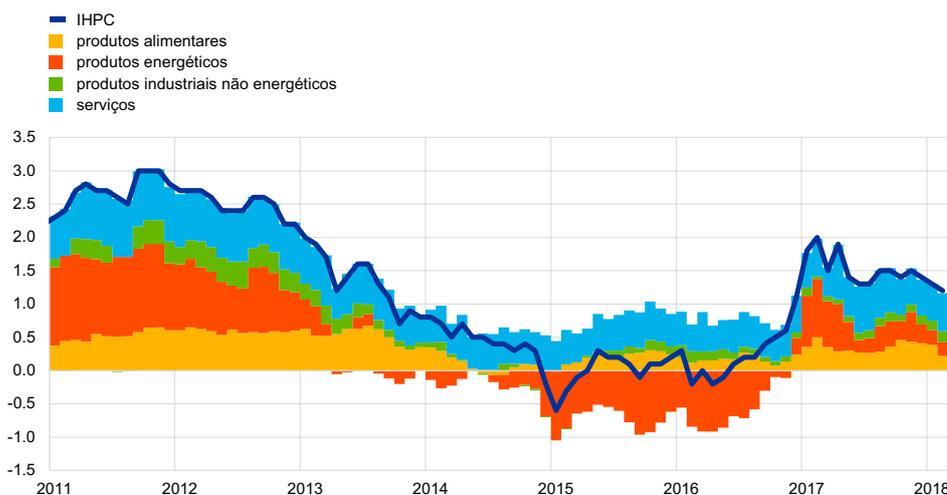
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro caiu para 1.2% em fevereiro de 2018, face a 1.3% em janeiro. Numa análise prospetiva, com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que as taxas homólogas de inflação global permaneçam em torno de 1.5% até ao final do ano. As medidas da inflação subjacente permaneceram moderadas, mas é esperado um aumento gradual no médio prazo, sustentado pelas medidas de política monetária do BCE, pela continuação da expansão económica, pela correspondente absorção da margem disponível na economia e pelo maior crescimento salarial. Esta avaliação está também globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de março de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, as quais preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.4% em 2018, 1.4% em 2019 e 1.7% em 2020 e a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares se situe em 1.1%, 1.5% e 1.8%, respetivamente.

A inflação global diminuiu ligeiramente em fevereiro. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro aumentou para 1.2% em fevereiro de 2018, face a 1.3% em janeiro, permanecendo abaixo dos níveis registados no final de 2017 (ver Gráfico 17). A descida observada em fevereiro refletiu sobretudo a diminuição da inflação dos preços dos produtos alimentares não transformados, impulsionada em grande medida por efeitos de base.

Gráfico 17

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

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



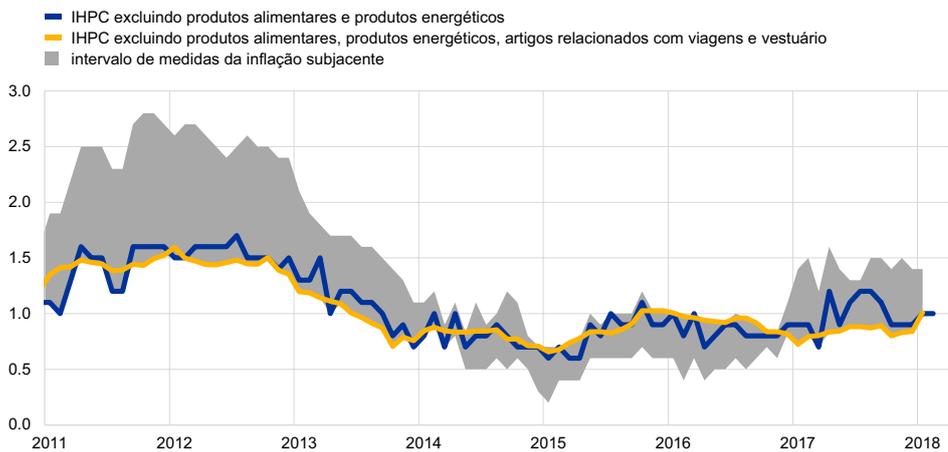
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

As medidas da inflação subjacente estabilizaram ou subiram ligeiramente no início do ano, tendo registado uma moderação no final de 2017. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos situou-se em 1.0% em fevereiro de 2018, mantendo-se inalterada face a janeiro, mas registando uma subida face a 0.9% em dezembro de 2017 (ver Gráfico 18). A moderação observada no final de 2017 reflete, em parte, o impacto de grandes descidas da inflação em várias rubricas dos serviços¹. Foi igualmente registada uma recuperação da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, bem como componentes relacionadas com viagens e vestuário, que tendem a ser influenciadas por efeitos de calendário e pelas datas dos períodos de saldos, respetivamente. Contudo, de um modo geral, as medidas da inflação subjacente permaneceram moderadas, não dando ainda sinais mais convincentes de um ajustamento sustentado em sentido ascendente.

Gráfico 18
Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O intervalo de medidas da inflação subjacente inclui as seguintes: IHPC excluindo produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares, produtos energéticos, artigos relacionados com viagens e vestuário; média aparada a 10%; média aparada a 30%; e mediana do IHPC. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2018 (para o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares – estimativas provisórias) e a janeiro de 2018 (para todas as outras medidas).

As pressões sobre os preços de produtos industriais não energéticos no IHPC permaneceram globalmente moderadas. A inflação global dos preços no produtor dos produtos não energéticos voltou a abrandar ligeiramente em janeiro, mas permaneceu num nível elevado. A evolução recente quer dos preços do petróleo quer das matérias-primas em termos homólogos também sugere um abrandamento no futuro das pressões sobre os preços sentidas na fase inicial (ver Gráfico 19). Contudo, até agora, as pressões descendentes sobre os preços, resultantes da apreciação do euro, são principalmente visíveis na menor inflação dos preços das importações. No que respeita aos bens intermédios, a inflação dos preços das importações caiu de 3.1% em novembro para 2.1% em dezembro de

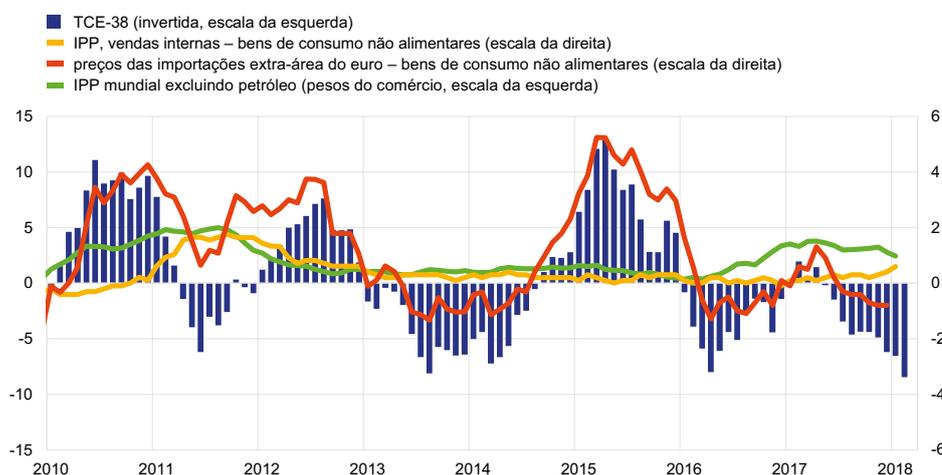
¹ Ver também a discussão apresentada na caixa intitulada “O papel da sazonalidade e das exceções na inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos”, na presente edição do *Boletim Económico*.

2017, enquanto a inflação dos preços das importações de bens de consumo não alimentares se manteve inalterada em -0.8% face a novembro. No caso das vendas internas, a evolução dos preços no produtor, até agora, parece não ter sido afetada por qualquer impacto da apreciação associada a fatores de produção importados mais baratos. De salientar que a inflação dos preços no produtor de bens de consumo não alimentares aumentou de 0.4% em dezembro de 2017 para 0.6% em janeiro de 2018, o seu valor mais elevado desde dezembro de 2012. O mesmo é válido para os preços dos bens de consumo: apesar de pressões descendentes resultantes da inflação mais baixa dos preços dos bens finais importados, a inflação medida pela componente de produtos industriais não energéticos do IHPC continuou a subir. Em fevereiro de 2018 – de acordo com a estimativa provisória do Eurostat – situava-se em 0.7%, face a 0.6% em janeiro e 0.5% em dezembro de 2017.

Gráfico 19

Evolução da taxa de câmbio e preços das importações e no produtor

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2018 para a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face a 38 dos seus principais parceiros comerciais (TCE-38), janeiro de 2018 para o índice de preços no produtor (IPP) de bens de consumo não alimentares e para o IPP mundial excluindo petróleo, e dezembro de 2017 para os preços das importações extra-área do euro de bens de consumo não alimentares.

A evolução recente suporta a noção de uma tendência ascendente gradual do crescimento dos salários e a noção de formação gradual de pressões sobre os custos internos. O crescimento homólogo da remuneração dos empregados registou uma subida, passando de um mínimo de 1.1% no segundo trimestre de 2016 para 1.6% no terceiro trimestre de 2017². Este aumento refletiu sobretudo os maiores contributos do desvio salarial, que habitualmente reage à evolução cíclica com um desfasamento menor do que os salários negociados. O crescimento homólogo dos salários negociados aumentou apenas ligeiramente de 1.5% no terceiro trimestre para 1.6% no quarto trimestre de 2017, mas acordos salariais recentes em alguns países da área do euro apontam para uma recuperação no futuro. Embora a evolução recente do crescimento salarial esteja em linha

² Em 7 de março de 2018, a taxa de crescimento no terceiro trimestre de 2017 foi revista em baixa em 0.1 ponto percentual pela segunda estimativa do Eurostat do crescimento trimestral do PIB real da área do euro.

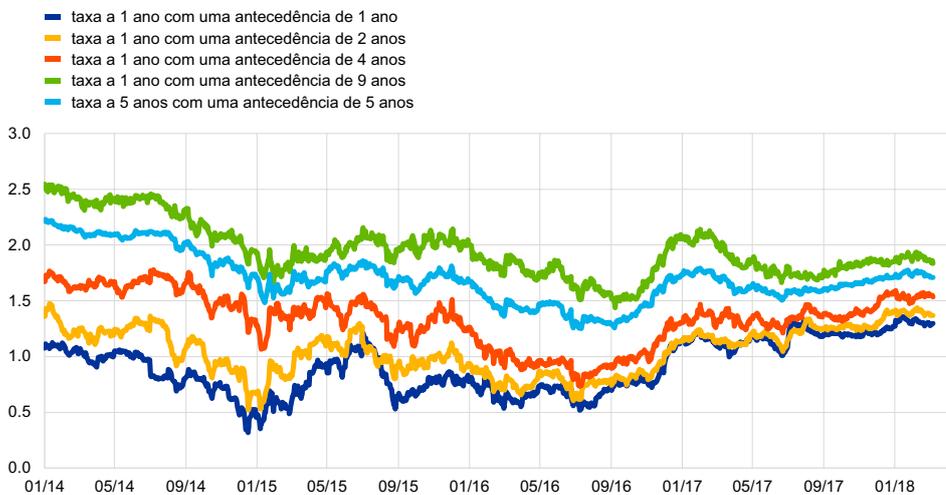
com a melhoria das condições no mercado de trabalho, pode ainda ser afetada negativamente por fatores como baixa inflação no passado, fraco crescimento da produtividade e impacto atual das reformas no mercado de trabalho implementadas em alguns países durante a crise.

Quer as medidas baseadas no mercado quer as medidas baseadas em inquéritos das expetativas de inflação a mais longo prazo mantiveram-se globalmente estáveis. A taxa de inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos situava-se em 1.71% em 7 de março de 2018, praticamente inalterada face a meados de dezembro, mas ligeiramente abaixo do nível observado no fim de janeiro (ver Gráfico 20). O perfil a prazo das medidas das expetativas de inflação baseadas no mercado continua a apontar para um período prolongado de inflação baixa, apenas com um regresso muito gradual a níveis abaixo, mas próximo, de 2%. A probabilidade neutra em termos de risco de inflação média negativa nos próximos cinco anos, implícita nos mercados de opções da inflação é negligenciável, sugerindo, assim, que os mercados atualmente consideram que o risco de deflação é muito pequeno. De acordo com o Inquérito a Analistas Profissionais realizado pelo BCE para o primeiro trimestre de 2018, as medidas das expetativas de inflação a mais longo prazo mantiveram-se globalmente estáveis, situando-se em 1.85%.

Gráfico 20

Medidas das expetativas de inflação baseadas no mercado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a 7 de março de 2018.

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2018 elaboradas por especialistas do BCE, a inflação medida pelo IHPC deverá aumentar apenas na parte final do horizonte de projeção. Tendo por base informação disponível em meados de fevereiro, estas projeções preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.4% em 2018, 1.4 % em 2019 e 1.7% em 2020 (ver Gráfico 21), implicando uma ligeira revisão em baixa em 2019 em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 elaboradas

por especialistas do Eurosistema³. As descidas na inflação medida pelo IHPC dos preços dos produtos energéticos em 2018 e 2019 deverão compensar amplamente um aumento da inflação subjacente, com uma subida da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, de 1.1% em 2018 para 1.5% em 2019 e para 1.8% em 2020. Entre os fatores importantes subjacentes à recuperação gradual da inflação subjacente destacam-se novas melhorias nas condições do mercado de trabalho da área do euro, com maior restritividade no mercado de trabalho e assinalável escassez da oferta de trabalho em algumas partes da área do euro. Embora o fortalecimento recente da taxa de câmbio do euro deva ter um impacto em sentido descendente sobre a inflação, o mesmo deve ser contrabalançado em certa medida pelo atual forte dinamismo do crescimento na área do euro, considerando o maior poder das empresas da área do euro em termos de fixação de preços.

Gráfico 21

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2018", publicado no sítio do BCE em 8 de março de 2018.

³ Ver o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2018", publicado no sítio do BCE em 8 de março de 2018.

5 Moeda e crédito

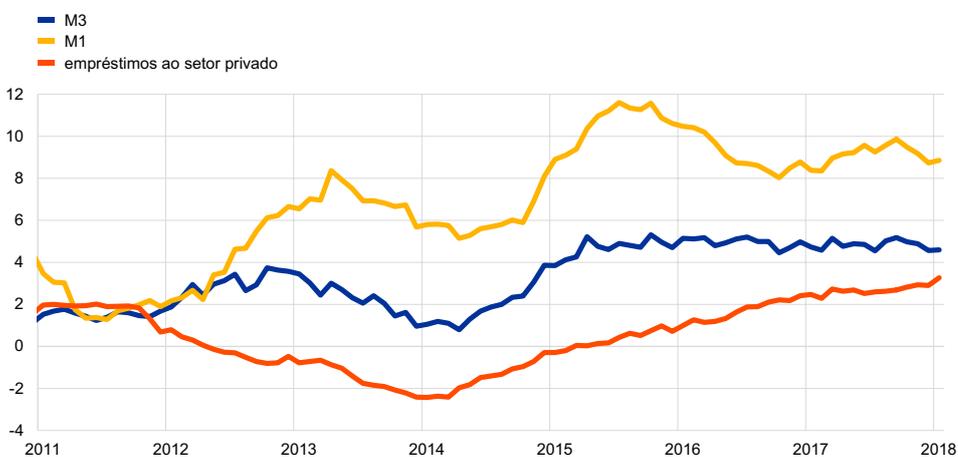
Em janeiro de 2018, o crescimento do agregado monetário largo continuou a registar uma expansão ao ritmo robusto observado, em geral, desde meados de 2015. Ao mesmo tempo, prosseguiu a recuperação do crescimento do crédito ao setor privado. Segundo as estimativas, o fluxo anual do financiamento externo total às sociedades não financeiras (SNF) apresentou um fortalecimento no quarto trimestre de 2017.

O crescimento do agregado monetário largo permaneceu robusto, em 4.6% em janeiro de 2018, em consonância com o ritmo constante de expansão monetária desde meados de 2015 (ver Gráfico 22). O crescimento da moeda foi apoiado pelos baixos custos de oportunidade de detenção dos instrumentos mais líquidos, num enquadramento de taxas de juro muito baixas, assim como pelo impacto das medidas de política monetária do BCE. As componentes mais líquidas continuaram a dar o principal contributo para o crescimento do agregado monetário largo, com a taxa de crescimento homóloga do M1 a aproximar-se de 8.9% em janeiro de 2018 (face a 8.7% em dezembro de 2017), após uma descida nos meses precedentes.

Gráfico 22

M3, M1 e empréstimos ao setor privado

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



Fonte: BCE.

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

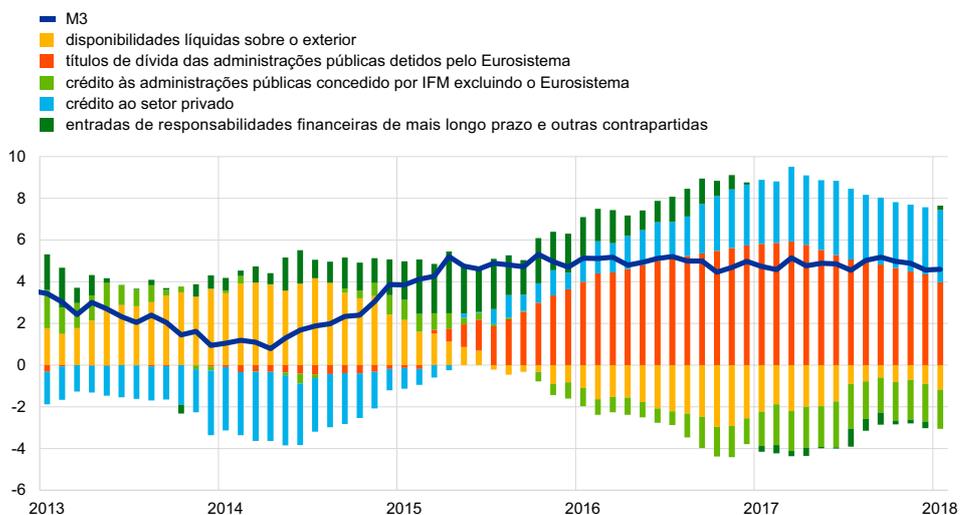
Os depósitos pelo prazo *overnight* continuaram a ser o principal fator impulsionador do crescimento do M3. Mais especificamente, a taxa de crescimento homóloga dos depósitos à ordem das famílias e das SNF permaneceu robusta em janeiro, apesar de continuar a registar uma moderação. Em contraste, a volátil taxa de crescimento homóloga dos depósitos pelo prazo *overnight* das instituições financeiras não monetárias registou um aumento forte em janeiro, apoiando o crescimento do M1 ao longo do mês. A taxa de crescimento homóloga da moeda em circulação também diminuiu ligeiramente em janeiro, continuando a

indicar uma forte tendência por parte do setor detentor de moeda para 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 no M3. A taxa de variação homóloga dos instrumentos negociáveis (ou seja, M3 menos M2) – uma pequena componente do M3 – foi de novo negativa durante o período. Esta evolução adveio de um pequeno contributo negativo das ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário, refletindo a atual reduzida atratividade destes instrumentos, assim como uma nova descida da emissão de títulos de dívida de curto prazo por instituições financeiras monetárias (IFM).

As fontes internas de criação de moeda continuaram a ser o principal fator impulsionador do crescimento do agregado monetário largo (ver Gráfico 23). Numa perspetiva das contrapartidas, o maior contributo para o crescimento do M3 dado pelo aumento do crédito ao setor privado compensou, em parte, a diminuição das aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), em resultado da redução das aquisições líquidas pelo Eurosistema para €30 mil milhões por mês, com efeitos a partir de janeiro de 2018. As compras pelo Eurosistema de títulos de dívida das administrações públicas (ver as partes a vermelho das barras do Gráfico 23), realizadas principalmente no contexto do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) do BCE, continuaram a dar um contributo positivo para o crescimento do M3, tendo a retoma em curso do crédito ao setor privado (ver as partes a azul das barras do Gráfico 23) apoiado cada vez mais o crescimento do M3. Esta inclui tanto os empréstimos das IFM ao setor privado como as posições das IFM em títulos de dívida emitidos pelo setor privado da área do euro excluindo IFM. Como tal, também abrange as compras pelo Eurosistema de títulos de dívida de instituições financeiras não monetárias ao abrigo do programa de compra de

Gráfico 23
M3 e respetivas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

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

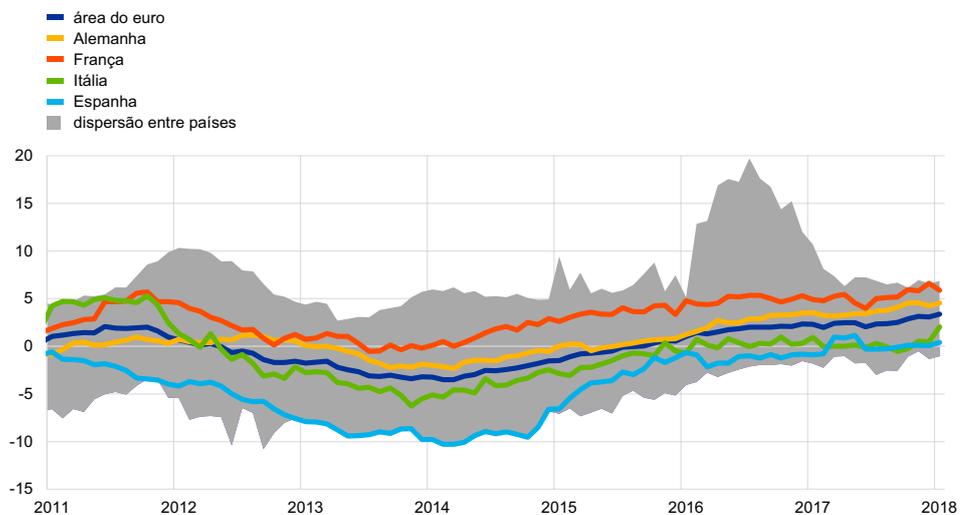
ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP). A contração persistente das responsabilidades financeiras de mais longo prazo das IFM (excluindo capital e reservas) contribuiu positivamente para o crescimento do M3 (representadas, em conjugação com outras contrapartidas, nas partes a verdeescuro das barras do Gráfico 23). As vendas de obrigações de dívida pública das IFM da área do euro excluindo o Eurosistema contribuíram para a taxa de crescimento homóloga negativa do crédito às administrações públicas pelas IFM excluindo o Eurosistema e, por conseguinte, atenuaram o crescimento do M3 (ver as partes a verde-claro das barras do Gráfico 23). Por último, as disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM (ver as partes a amarelo das barras do Gráfico 23) continuaram a pesar sobre o crescimento homólogo do M3.

Prossegue a recuperação do crescimento do crédito ao setor privado observada desde o início de 2014. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos das IFM ao setor privado – corrigida de vendas, titularização e fluxos de caixa nocionais (*notional cash pooling*) – manteve a tendência para alta em janeiro (ver Gráfico 22). Entre setores, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF aumentou para 3.4% em janeiro, face a 3.1% em dezembro (ver Gráfico 24). O crescimento dos empréstimos às SNF registou uma recuperação significativa em relação ao nível baixo registado no primeiro trimestre de 2014, tendo a dispersão entre países da evolução destes empréstimos, em geral, diminuído. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias permaneceu inalterada em 2.9% em janeiro (ver Gráfico 25). A descida substancial das taxas ativas bancárias observada em toda a área do euro desde o verão de 2014 (em particular, devido às medidas de política monetária não convencionais do BCE) e as melhorias gerais da oferta e da procura de empréstimos bancários apoiaram estas tendências. Além disso, as instituições de crédito fizeram progressos na consolidação dos respetivos balanços e na redução dos créditos não produtivos, embora o nível

Gráfico 24

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

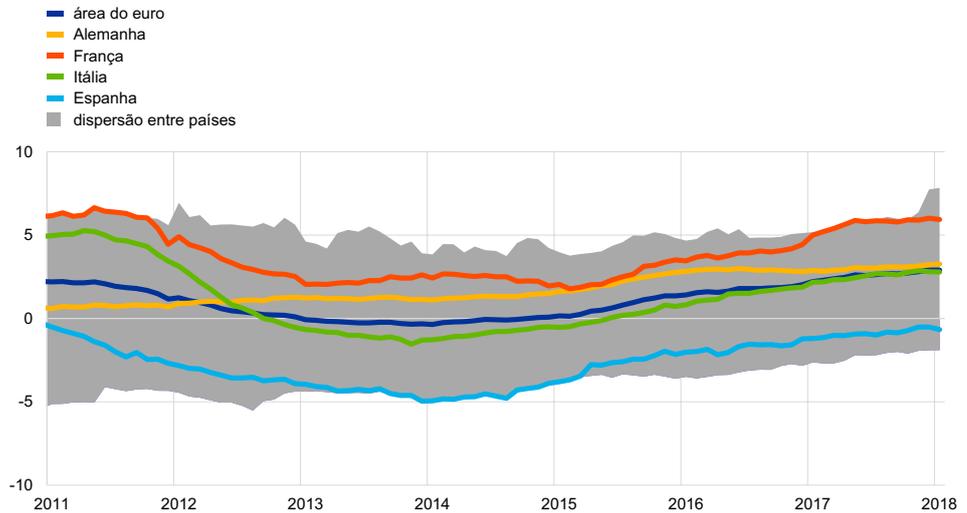
Notas: Dados corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa nocionais de empréstimos. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo, com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a janeiro de 2018.

destes últimos permaneça elevado em alguns países e possa continuar a restringir a intermediação financeira⁴.

Gráfico 25

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 fluxos de caixa nacionais de empréstimos. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo, com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a janeiro de 2018.

As condições de financiamento dos bancos mantiveram-se reduzidas em termos históricos.

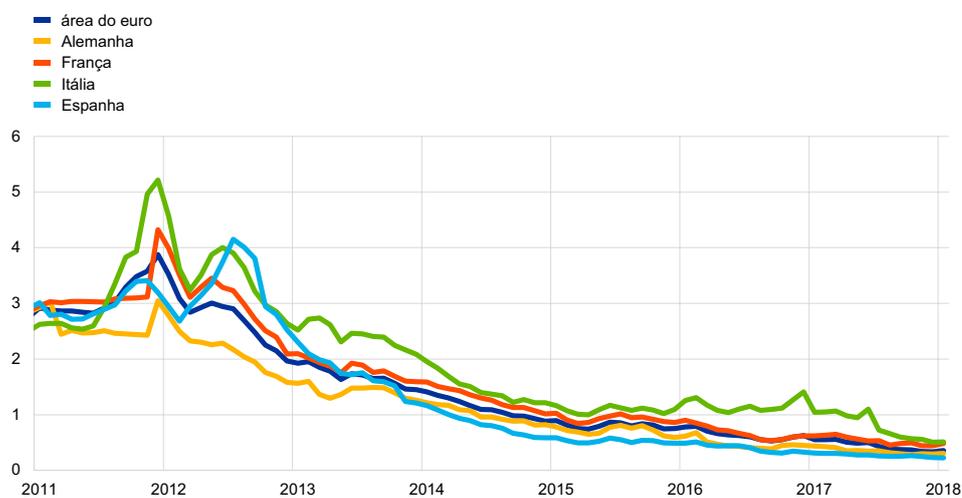
O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos manteve-se globalmente inalterado num valor historicamente baixo em janeiro (ver Gráfico 26). Tal deveu-se aos custos estáveis dos depósitos, não obstante o pequeno aumento das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias em janeiro. A orientação acomodatória da política monetária do BCE, o reembolso líquido de responsabilidades financeiras a mais longo prazo de IFM, o fortalecimento dos balanços dos bancos e a diminuição da fragmentação nos mercados financeiros contribuíram para as condições de financiamento dos bancos favoráveis.

⁴ Ver também a Secção 3 da *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2017.

Gráfico 26

Custo composto do financiamento por dívida dos bancos

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



Fontes: BCE, Markit Iboxx e cálculos do BCE.

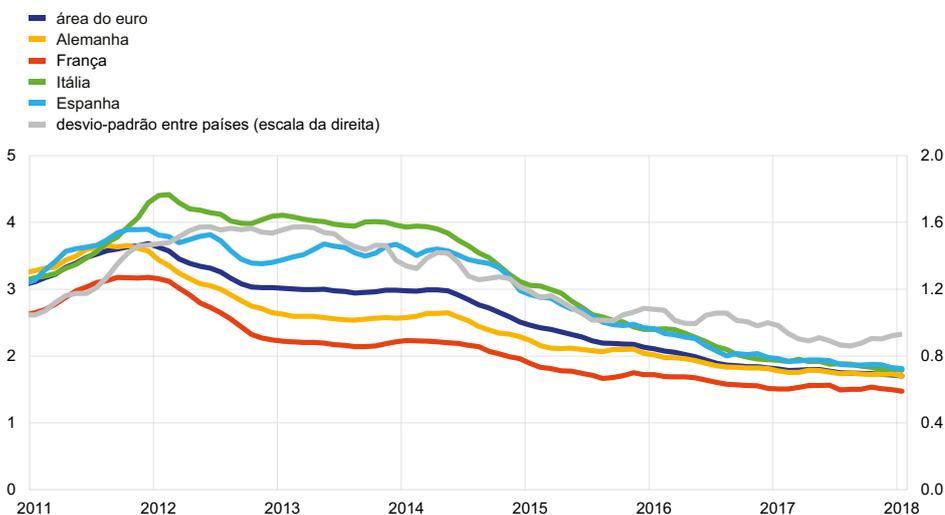
Notas: O custo composto dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. A última observação refere-se a janeiro de 2018.

As taxas ativas bancárias dos empréstimos às SNF desceram para novos mínimos históricos.

As taxas ativas bancárias compostas dos empréstimos às SNF (ver Gráfico 27) registaram nova descida, para um mínimo histórico, em janeiro de 2018. As taxas ativas bancárias compostas dos empréstimos às famílias (ver Gráfico 28) permaneceram, em geral, inalteradas em 1,84%, ligeiramente acima do seu valor mínimo histórico de 1,78% em dezembro de 2017. Em termos globais, as taxas ativas bancárias compostas 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. Tal assinala uma melhoria da transmissão das medidas de política monetária às taxas ativas bancárias. A descida dos custos compostos do financiamento dos bancos sustentou a diminuição das taxas ativas compostas. Entre maio de 2014 e janeiro de 2018, as taxas ativas compostas dos empréstimos às SNF e às famílias desceram, respetivamente, 126 e 108 pontos base. A descida 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 nos vários países. No mesmo período, o diferencial entre as taxas de juro aplicadas aos empréstimos de reduzido montante (isto é, até €0,25 milhões) e as aplicadas aos empréstimos de grande montante (ou seja, superiores a €1 milhão) na área do euro diminuiu consideravelmente. Tal indica que as pequenas e médias empresas têm vindo, no geral, a beneficiar mais da descida das taxas ativas bancárias do que as grandes empresas.

Gráfico 27 Taxas ativas compósitas para as SNF

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)

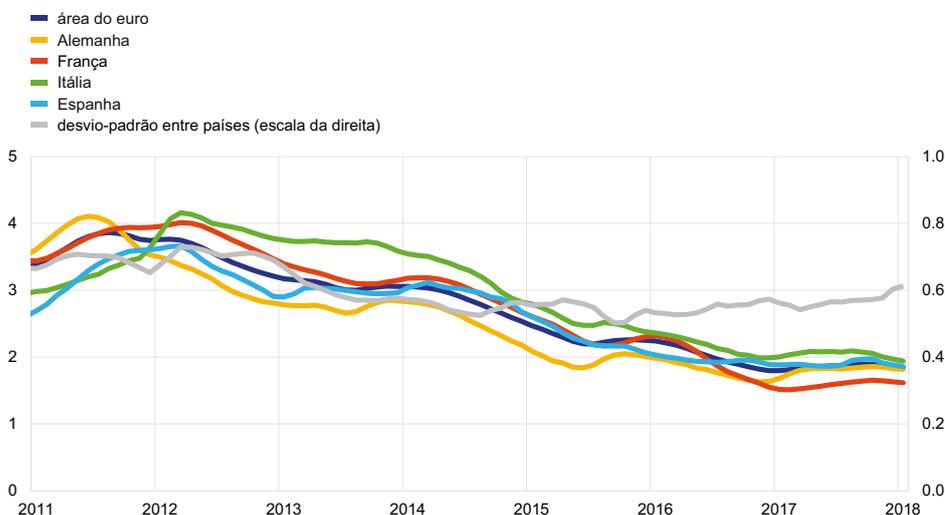


Fonte: BCE.

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

Gráfico 28 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 de novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a janeiro de 2018.

Estima-se que o fluxo homólogo do financiamento externo total das SNF da área do euro tenha registado um fortalecimento no quarto trimestre de 2017. Tal reflete nova melhoria da dinâmica de crédito bancário e efeitos de base. Em termos gerais, a recuperação do financiamento externo das SNF observada desde inícios de 2014 foi apoiada 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 – e cada vez maior – dos saldos de caixa das SNF reduziu a necessidade de financiamento externo.

A emissão líquida de títulos de dívida pelas SNF tornou-se mais moderada no quarto trimestre de 2017. Embora tenha sido positiva em outubro e novembro, a emissão líquida foi negativa em dezembro. No entanto, os dados de mercado sugerem que a atividade de emissão registou novo fortalecimento em janeiro, e que permaneceu em níveis robustos em fevereiro. A emissão líquida de ações cotadas pelas SNF manteve-se fraca no quarto trimestre de 2017.

O custo de financiamento das SNF aumentou ligeiramente desde janeiro.

O custo nominal global do financiamento externo das SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações, aumentou cerca de 15 pontos base, situando-se em 4.6% em fevereiro, tendo previamente permanecido estável durante vários meses. A maior parte do aumento desde janeiro de 2018 deve-se à subida dos custos do financiamento por dívida no mercado e do financiamento através de ações. Ainda que o atual custo de financiamento externo se encontre 50 pontos base acima do seu mínimo histórico de julho de 2016, permanece mais baixo do que o nível registado em meados de 2014, quando começaram a manifestar-se as expectativas do mercado quanto à introdução do PSPP.

6 Evolução orçamental

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2018 elaboradas por especialistas do BCE, o défice orçamental da área do euro deverá registar nova descida ao longo do horizonte de projeção (2017 a 2020). A melhoria das perspetivas orçamentais resulta principalmente das condições cíclicas favoráveis e da descida dos pagamentos de juros, sendo as medidas de consolidação discricionárias limitadas. Projeta-se que a orientação orçamental agregada da área do euro permaneça, em média, globalmente neutra no período de 2018 a 2020. Embora o rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro ir continuar a diminuir, ainda permanecerá elevado. Em especial os países com níveis elevados de dívida beneficiariam da reposição das reservas orçamentais.

Projeta-se que o défice orçamental das administrações públicas da área do euro diminua durante o horizonte de projeção. Com base nas projeções macroeconómicas de março de 2018 elaboradas por especialistas do BCE⁵, o rácio do défice das administrações públicas da área do euro deverá diminuir gradualmente de 1% do PIB em 2017 para 0.3% do PIB em 2020 (ver Quadro 1). A melhoria das perspetivas orçamentais, que são ligeiramente mais fortes do que nas projeções de dezembro de 2017, é apoiada sobretudo pelas condições cíclicas favoráveis e pela descida dos pagamentos de juros.

Quadro 1
Evolução orçamental na área do euro

(percentagens do PIB)

	2017	2018	2019	2020
a. Receita total	46.0	45.6	45.3	45.2
b. Despesa total	47.0	46.3	45.9	45.5
da qual:				
c. Despesa com juros	2.0	1.9	1.8	1.7
d. Despesa primária (b - c)	45.0	44.5	44.1	43.8
Saldo orçamental (a - b)	-1.0	-0.7	-0.6	-0.3
Saldo orçamental primário (a - d)	1.0	1.1	1.1	1.4
Saldo orçamental corrigido do ciclo	-1.1	-1.0	-1.1	-0.9
Saldo primário estrutural	1.0	0.9	0.8	0.9
Dívida bruta	86.7	84.4	82.1	79.7
Por memória: PIB real (variações em percentagem)	2.4	2.3	1.9	1.7

Fontes: BCE e projeções macroeconómicas de março de 2018 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.

⁵ Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2018](#).

Segundo as projeções, a orientação orçamental da área do euro permanecerá globalmente neutra no período de 2018 a 2020⁶.

Em 2018, espera-se que os cortes nos impostos diretos e nas contribuições para a segurança social pagas pelos trabalhadores sejam sobretudo compensados pelos aumentos dos impostos indiretos e pelo crescimento fraco das despesas públicas correntes. Projeta-se também uma orientação orçamental neutra em 2019 e 2020, dado a projeção ser no sentido de que as medidas expansionistas do lado das receitas sejam totalmente compensadas por nova contenção da despesa pública. Tal sugere que os países da área do euro não planeiam utilizar a expansão económica avançada mais sólida para constituir reservas orçamentais. Como debatido na caixa intitulada “Orientação da política orçamental durante períodos de expansão passados”, do presente *Boletim Económico*, as políticas orçamentais em períodos económicos favoráveis anteriores foram, em geral, insuficientemente contracíclicas na fase de expansão antes de crise financeira.

Os níveis elevados de dívida pública da área do euro deverão continuar a diminuir.

Projeta-se que o rácio médio da dívida em relação ao PIB da área do euro, o qual registou um pico em 2014, diminua de 86.7% do PIB em 2017 para 79.7% do PIB no final de 2020. A redução do rácio médio da dívida pública da área do euro é apoiada pela continuação dos aumentos dos excedentes primários e por diferenciais entre crescimento e taxas de juro favoráveis, devido às perspetivas macroeconómicas globalmente favoráveis. Em comparação com as projeções de dezembro, as perspetivas para o rácio médio da dívida melhoraram, refletindo um efeito de base em sentido descendente de 2017 e contributos ligeiramente mais elevados dos diferenciais entre crescimento e taxas de juro. O comportamento do rácio médio da dívida em relação ao PIB oculta, porém, diferenças importantes entre países. Apesar de se esperar que o rácio da dívida diminua na maioria dos países da área do euro, aumentará num pequeno número de países. Em especial no caso dos países com níveis elevados de dívida, são essenciais novos esforços de consolidação – em conformidade com o Pacto de Estabilidade e Crescimento –, no sentido de colocar o rácio da dívida firmemente numa trajetória descendente e tornar as finanças públicas menos vulneráveis a eventual instabilidade renovada nos mercados financeiros ou a uma recuperação rápida das taxas de juro. Esta avaliação é corroborada pela Comissão Europeia na sua recente análise da sustentabilidade da dívida (*Debt Sustainability Monitor 2017*), que identifica riscos para a sustentabilidade orçamental no médio a longo prazo em diversos EstadosMembros. Neste aspeto, a reforma dos regimes de pensões é não só útil para a sustentabilidade orçamental a longo prazo, como também ajuda a atenuar os efeitos potencialmente adversos do envelhecimento da população, como exposto no artigo intitulado “The economic impact of population ageing and pension reforms”, na versão inglesa do presente *Boletim Económico*.

⁶ A orientação orçamental reflete a direção e dimensão do estímulo das políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida como a variação do saldo primário estrutural, ou seja, o rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido de medidas temporárias, como auxílios estatais ao setor financeiro. Para mais pormenores sobre o conceito de “orientação orçamental” da área do euro, ver o artigo intitulado “The euro area fiscal stance”, na versão inglesa do *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

Caixas

1 Estarão os recentes aumentos dos preços do petróleo destinados a durar?

Por Irma Alonso Álvarez e Frauke Skudelny

Os preços do petróleo aumentaram de cerca de USD 45 por barril no final de junho de 2017 para aproximadamente USD 65 por barril no início de março de 2018 (ver Gráfico A). Os principais fatores impulsionadores desta subida foram o crescimento da procura mundial mais robusto do que o esperado, a estratégia adotada pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e por alguns países não pertencentes à OPEP para ajustarem a sua produção – parcialmente compensada pela crescente produção nos Estados Unidos – e eventos geopolíticos. A presente caixa analisa estes fatores, com base num modelo dos vetores autorregressivos estruturais (SVAR), e avalia a sua probabilidade de persistência.

Gráfico A

Preços do petróleo bruto Brent

(USD por barril)



Fonte: Bloomberg.

Um dos fatores subjacentes ao aumento dos preços do petróleo desde meados de 2017 prendeu-se com o crescimento da procura mundial mais robusto do que o esperado. Tendo por base um modelo SVAR semelhante ao desenvolvido por Kilian e Murphy⁷, o Gráfico B ilustra os contributos da oferta de petróleo, da procura agregada e da procura de petróleo por motivos de precaução para a variação dos preços do petróleo desde junho de 2017. Os resultados

⁷ Ver Kilian, L. e Murphy D., "The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil", *Journal of Applied Econometrics*, Volume 29, Número 3, 2014, pp. 454-478.

indicam que a procura agregada mundial (barra a amarelo) ajudou a impulsionar os preços do petróleo ao longo do período em causa. De facto, as expectativas de crescimento mundial para 2017 foram revistas em alta nas projeções elaboradas por especialistas do BCE. Porém, o modelo utilizado indica que os fatores do lado da oferta, como, por exemplo, o acordo conjunto dos países pertencentes e não pertencentes à OPEP que visa a redução da produção e de cortes inesperados no abastecimento, desempenharam um papel mais importante na dinâmica de preços no segundo semestre de 2017.

Gráfico B

Fatores impulsionadores dos preços do petróleo

(pontos percentuais)



Fontes: Agência Internacional de Energia, Administração sobre Informações de Energia dos Estados Unidos e cálculos de especialistas do BCE.

Um segundo fator, ainda mais importante, que tem impulsionado o aumento dos preços do petróleo é a eficiência da estratégia adotada pela OPEP e por alguns países não pertencentes à OPEP para reduzir a respetiva produção de petróleo. Em novembro de 2016, a OPEP e alguns países não pertencentes à OPEP acordaram em restringir a respetiva produção de petróleo por forma a estabelecer um limite mínimo para os preços do petróleo. A Declaração de Cooperação começou por abranger o período até junho de 2017 antes de ser alargado até março de 2018 (em maio de 2017) e até dezembro de 2018 (em novembro de 2017). O sucesso desta estratégia depende principalmente de dois fatores: conformidade com o acordo e a reação da produção de petróleo nos Estados Unidos.

A conformidade com o acordo foi bastante sólida no segundo semestre de 2017.

O Gráfico C ilustra a variação na produção de petróleo nos países da OPEP (barras a azul-escuro) e em países não pertencentes à OPEP que participam no acordo (barras a vermelho) juntamente com os cortes que acordaram. A conformidade foi superior durante o segundo semestre de 2017, fomentando assim a credibilidade do acordo e ajudando a provocar uma subida dos preços do petróleo. A maior taxa de conformidade por parte da OPEP e de países não pertencentes à OPEP ao longo deste período originou um novo corte na produção de 0.4 milhões de barris por dia

face ao nível registado entre janeiro e junho de 2017. Além disso, a evolução recente sugere que estes países manterão a sua política de redução da produção até ao final de 2018 e, possivelmente, após essa data.

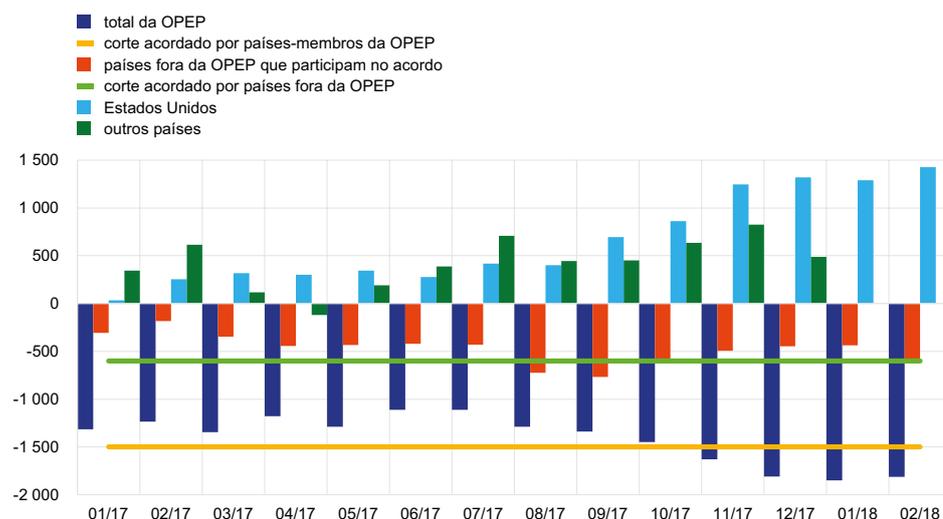
Paralelamente, a produção de petróleo nos Estados Unidos (barras a azul-claro no Gráfico C) aumentou, sobretudo no segundo semestre de 2017, contrabalançando em parte o efeito da maior conformidade com o acordo.

Outros países aumentaram também a respetiva produção desde outubro de 2016⁸. De acordo com dados da Rystad Energy, o investimento no setor do petróleo de xisto dos Estados Unidos aumentou em 2017, sendo de esperar que continue a crescer nos anos vindouros. Desde que os preços do petróleo não caiam para um nível inferior, mas próximo, de USD 50 por barril, é provável que o aumento da produção nos Estados Unidos seja mais duradouro, dado que o petróleo de xisto é rentável em torno deste nível⁹.

Gráfico C

Variações na produção de petróleo face a outubro de 2016

(milhares de barris por dia)



Fontes: Agência Internacional de Energia e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As variações na produção de petróleo são calculadas utilizando outubro de 2016 como data de referência estabelecida no acordo de novembro de 2016. "Outros países" refere-se à produção mundial excluindo a produção nos Estados Unidos e nos países pertencentes e não pertencentes à OPEP abrangidos pelo acordo.

A descida persistente de existências (ver Gráfico D) sugere que os mercados petrolíferos estão a tornar-se mais restritivos, exercendo assim maior pressão ascendente sobre os preços do petróleo e explicando a razão pela qual a curva de futuros se deslocou no sentido dos prazos mais próximos (*backwardation*). Quando as existências são reduzidas, o rendimento de conveniência (ou seja, o benefício de armazenar petróleo) é elevado, levando o preço à vista, *mutatis mutandis*, a aumentar face ao preço dos futuros. Tal significa que num cenário de *backwardation* a inclinação da curva de futuros tende a ser

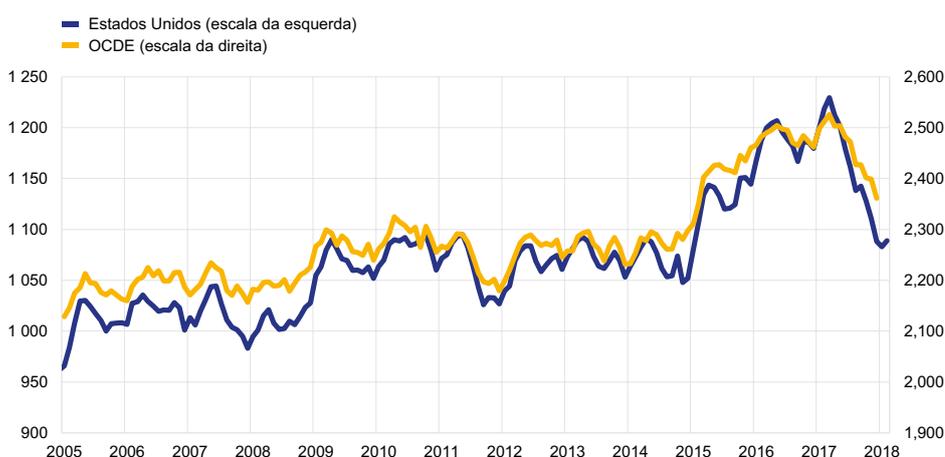
⁸ No acordo de novembro de 2016 para reduzir a produção, são utilizados os níveis de outubro de 2016 como referência para o ajustamento da produção de petróleo bruto, à exceção de Angola, cujo cenário de referência é setembro de 2016.

⁹ De acordo com microdados da Rystad Energy, o preço médio de equilíbrio da produção de petróleo de xisto nos Estados Unidos situa-se perto de USD 50.

mais acentuada quando as existências são reduzidas. O papel fundamental desempenhado pelas existências explica a reação tão forte dos mercados a surpresas nos dados relativos a existências, em particular nos Estados Unidos. Por exemplo, se as existências diminuíssem mais do que o esperado pelos mercados, os preços tenderão a aumentar devido às expectativas de um reequilíbrio do mercado, como foi possível observar no quarto trimestre de 2017.

Gráfico D Existências

(milhões de barris)



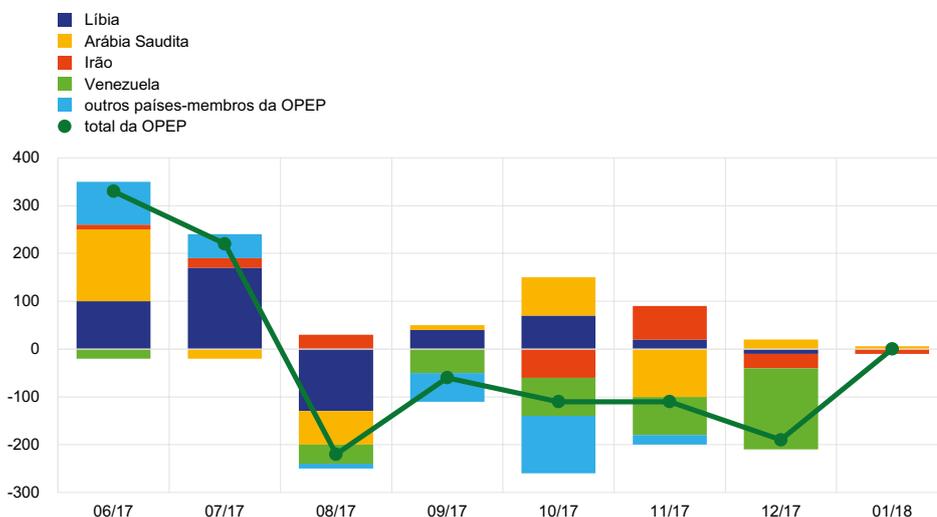
Fontes: Agência Internacional de Energia e Administração sobre Informações de Energia dos Estados Unidos.

No que toca ao terceiro fator que afeta os preços, no segundo semestre de 2017, vários eventos geopolíticos e cortes na produção ajudaram a provocar uma subida dos preços do petróleo. As perturbações políticas na Venezuela, em conjunto com uma deterioração da rede petrolífera e a imposição de sanções financeiras por parte dos Estados Unidos, originaram uma nova redução, de cerca de 0.4 milhões de barris por dia na produção de petróleo neste país sul-americano no segundo semestre de 2017 (ver Gráfico E). O Irão também foi afetado por agitação política em dezembro. Embora este episódio tenha sido de curta duração, e o seu impacto tenha sido muito limitado, suscitou preocupações quanto à possibilidade de os Estados Unidos adotarem uma posição política mais firme e reporem sanções no médio prazo. Além disso, os trabalhos de manutenção realizados durante o verão reduziram a produção petrolífera na Rússia, no México e no Mar do Norte. Por último, a explosão de um oleoduto na Líbia originou uma redução de 0.1 milhões de barris por dia na produção de petróleo durante uma semana de dezembro, enquanto o encerramento para reparação do oleoduto Forties no Mar do Norte reduziu a oferta de petróleo em cerca de 0.25 milhões de barris por dia entre meados de dezembro e meados de janeiro. Estes fatores geopolíticos e os cortes na produção (a maioria dos quais, supostamente, temporários) refletem-se no contributo positivo da oferta de petróleo para a subida dos preços do petróleo ilustrada no Gráfico B. Numa análise prospetiva, as situações geopolíticas incertas na Venezuela e no Irão poderão afetar os preços do petróleo e conduzir a um ligeiro aumento da volatilidade no curto prazo.

Gráfico E

Produção de petróleo da OPEP

(variação mensal em milhares de barris por dia)



Fontes: Agência Internacional de Energia e cálculos de especialistas do BCE.

Em termos globais, embora alguns dos fatores impulsionadores dos aumentos dos preços do petróleo desde meados de 2017 pareçam ser temporários, é de prever que outros fatores produzam efeitos mais duradouros, em particular a produção de petróleo de xisto e o acordo entre a OPEP e produtores não pertencentes à OPEP no sentido de uma maior restritividade do mercado. Os preços do petróleo diminuíram ligeiramente em fevereiro à medida que fatores temporários, como, por exemplo, o encerramento de oleodutos e a agitação política no Irão, se desvaneciam. Um aumento inesperado das existências de petróleo bruto nos Estados Unidos e uma revisão em alta da produção de petróleo bruto projetada para os Estados Unidos durante os próximos anos suscitaram dúvidas sobre a capacidade da procura para acompanhar a crescente oferta. Neste contexto, o sucesso da estratégia da OPEP dependerá não só do compromisso por parte dos seus membros, que demonstrou ser muito firme no segundo semestre de 2017, mas também da rapidez da reação da produção de petróleo nos países não participantes neste organismo internacional. Em particular, tal diz respeito aos Estados Unidos, onde o preço médio de equilíbrio se situa perto de USD 50 por barril.

2 Liquidez do mercado de obrigações soberanas da área do euro desde o início do PSPP

Por Linas Jurkšas, Daniel Kapp, Ken Nyholm e Julian Von Landesberger

A liquidez dos mercados de obrigações soberanas da área do euro é importante para a transmissão da política monetária do BCE. Em particular, um elevado grau de liquidez fomenta a ligação entre as decisões de política monetária do BCE, a curva de rendimentos, os preços dos ativos financeiros em geral e, em termos globais, os custos e os fluxos de financiamento da economia. A liquidez dos mercados de obrigações soberanas deve ser acompanhada mais de perto desde o início da implementação do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) do BCE, ao abrigo do qual foi adquirida uma percentagem significativa do montante de obrigações soberanas da área do euro. Neste contexto, a presente caixa apresenta alguns dos indicadores de liquidez de mercado que o BCE acompanha regularmente. Em termos globais, os indicadores sugerem que as condições de liquidez nos mercados de obrigações soberanas não se deterioraram desde o início do PSPP (em 9 de março de 2015).

Tipicamente, num mercado líquido a execução de uma transação normal tem um impacto limitado sobre os preços. Por outras palavras, um mercado líquido caracteriza-se por livros de ordens (*order books*) amplos, que são rapidamente repostos logo que uma negociação é concluída. Consequentemente, as variações de preços após uma negociação seriam mínimas e temporárias. Naturalmente, se se considerar que uma transação executada fornece novas informações sobre o valor fundamental do ativo que está a ser transacionado, haveria um ajustamento correspondente nos preços de venda e de compra (*bid e ask*), mas o livro de ordens em torno dos novos níveis permaneceria amplo.

Os indicadores de liquidez de mercado tipicamente incidem num ou mais aspetos do custo de transações, profundidade do mercado e/ou resiliência.

O indicador mais simples é o diferencial entre os preços de venda e de compra cotados (*bid-ask spread*), que revela o custo expectável de uma transação. É possível construir indicadores mais informativos através da combinação de informações sobre o referido diferencial com, por exemplo, a amplitude do livro de ordens, que serve de barómetro para o volume de transações que o mercado pode absorver num determinado momento. Tipicamente, as medidas de profundidade do mercado têm por base informações obtidas a partir de *limit order books*¹⁰, que compreendem as combinações de volumes e preços disponibilizadas aos operadores. A resiliência é uma função da dinâmica de mercado, como, por exemplo, o tempo necessário para que os livros de ordens sejam repostos após a execução de uma transação, isto é, incide na dimensão temporal da liquidez de mercado.

¹⁰ Um *limit order book* é um processo de negociação no qual os binómios quantidades/preços de vendas e compras submetidas por participantes no mercado são colocadas numa fila e executadas de acordo com uma sequência predefinida.

A presente caixa analisa a liquidez do mercado das obrigações soberanas da área do euro com base em três indicadores: o indicador Amihud, um indicador de liquidez dos livros de ordens e um indicador de liquidez baseado em transações reais. Embora estes três indicadores tenham por base diferentes conjuntos de dados de mercado (respetivamente, as transações reais executadas no mercado, *limit order books* e cotações de mercado), incidem principalmente nas dimensões custo e amplitude da liquidez.

O indicador Amihud é bastante utilizado. Nele, compara-se as variações absolutas de preços com os volumes transacionados¹¹. É definido para uma determinada obrigação como o rácio entre a variação de preços absoluta e o volume transacionado ao longo de um intervalo de tempo específico. Um problema prático que surge quando se aplica o indicador Amihud às obrigações de dívida pública prende-se com o facto de a maior parte das transações serem efetuadas no mercado de balcão (*over-the-counter* – OTC). Deste modo, é difícil obter os dados relativos aos preços e volumes das transações, em particular numa base intradiária. Além disso, o indicador não toma em linha de consideração o facto de os preços das obrigações poderem, obviamente, variar devido a razões que não a falta de liquidez. Por forma a ultrapassar estas questões, no caso da variante considerada na presente caixa, assume-se que o volume transacionado diário (relativamente ao qual há dados imediatamente disponíveis) é repartido uniformemente ao longo do dia, e a variação absoluta de preços real é ajustada para eliminar o efeito da tendência geral do mercado. Visto que este indicador se centra em duas dimensões de liquidez (ou seja, custo e profundidade), é frequentemente útil para determinar o fator impulsionador da evolução da liquidez em períodos de tempo específicos. O indicador agregado da área do euro é calculado, em primeiro lugar, através da média dos valores dos indicadores Amihud para todas as obrigações soberanas elegíveis ao abrigo do PSPP de um determinado país e, posteriormente, através da ponderação dos indicadores compósitos por país em função dos respetivos volumes do PIB.

O indicador de liquidez dos livros de ordens tem por base dados relativos a diferenciais entre os preços de venda e de compra (*bid-ask spreads*) e quantidades cotadas obtidas a partir de *limit order books*. Por conseguinte, não são necessários dados sobre as transações reais. Porém, este indicador depende da representatividade dos *limit order books* em relação ao mercado. É calculado para uma obrigação específica como a soma das cinco melhores cotações quer do lado da compra quer do lado da venda da carteira de encomendas, dividida pela soma dos volumes cotados correspondentes. Tal é ilustrado pela seguinte equação:

$$\text{Class. da iliq. do livro de ord.}_{t,5\text{melhores}} = \frac{\text{DIFERENCIAL}_{t,5\text{melhores}}}{\text{QUANTIDADES}_{t,5\text{melhores}}} = \frac{\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Compra}(j)} - \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Venda}(j)}}{\sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Compra}(j)} + \sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Venda}(j)}}$$

em que “t” corresponde ao momento em que o *limit order book* é “congelado” para fins de cálculo, “P” é o preço, e “Compra” e “Venda” indicam de que lado do livro de ordens se observa o preço. A variável “Q” é a quantidade que pode ser negociada a um preço cotado específico e “j” denota a ordem prioritária das ofertas no *limit order*

¹¹ Ver Amihud Y., “Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects”, *Journal of Financial Markets*, Vol. 5(1), pp. 31-56, 2002.

book (do primeiro ao quinto melhor preço de compra e oferta com as quantidades correspondentes). O indicador é calculado para a obrigação soberana a 10 anos emitida por cada país na penúltima emissão. Os resultados do cálculo são depois ponderados por volumes do PIB de cada país para obter um indicador agregado da área do euro.

O indicador de liquidez baseado em transações executadas utiliza informações fornecidas por cotações para as transações ao abrigo do PSPP.

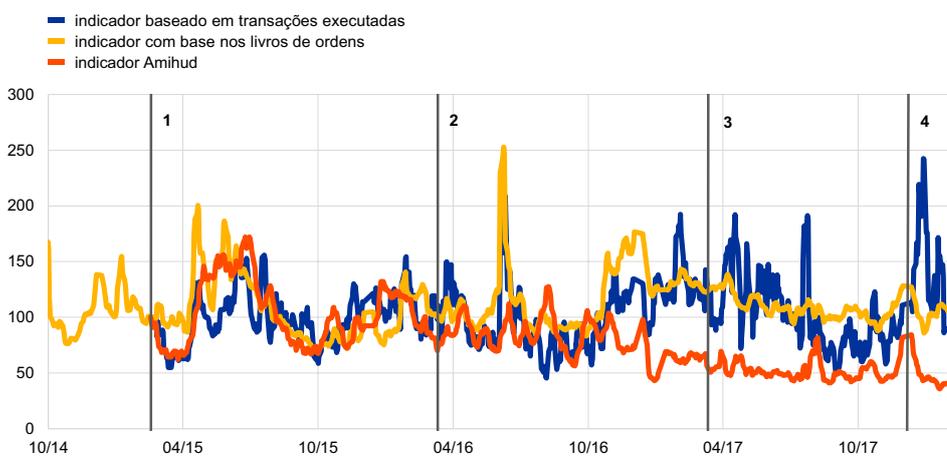
Aquando da execução de transações ao abrigo do PSPP no mercado OTC, várias contrapartes disponibilizam cotações firmes de preços e volumes. As diferenças entre estas cotações contêm informações sobre o grau de liquidez de mercado. Para cada obrigação, este indicador é definido como o diferencial entre as duas melhores cotações, dividido pela duração da obrigação. Apenas as cotações que dão origem a transações são tomadas em linha de conta. É calculado um indicador para o conjunto da área do euro como uma média ponderada pelo volume para todas as obrigações soberanas transacionadas.

Estes três indicadores sugerem que a posição de liquidez nos mercados de obrigações soberanas da área do euro não se deteriorou desde o início do PSPP (ver Gráfico A). Embora os três indicadores tenham evidenciado alguma volatilidade desde o início do PSPP, não registaram uma tendência em sentido ascendente, tendo o indicador Amihud, na verdade, tendido a diminuir. Tal confirma que a liquidez de mercado não se deteriorou, não obstante a acumulação de detenções ao abrigo do PSPP ao longo do tempo. Neste sentido, os indicadores não apresentaram uma reação acentuada a variações na quantidade de compras mensais ao abrigo do PSPP, sendo que apenas o indicador baseado em transações evidenciou uma maior volatilidade quando o volume mensal líquido se reduziu – em particular após a diminuição observada no início de 2018.

Gráfico A

Indicadores de liquidez do mercado de obrigações soberanas desde o início do PSPP

(Índice: 100 = 9 março 2015)



Fontes: Bloomberg, EuroMTS e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico mostra a média móvel de 5 dias dos indicadores. Uma subida (descida) destes indicadores implica uma deterioração (melhoria) da posição de liquidez. Foram normalizados para 100 em 9 de março de 2015, quando as compras ao abrigo do PSPP tiveram início. As linhas verticais denotam as seguintes variações de volume das compras de ativos ao abrigo do PSPP: 1) início do programa, com compras mensais totalizando €60 mil milhões (9 de março de 2015); 2) aumento das compras mensais líquidas para €80 mil milhões (1 de abril de 2016); 3) redução das compras mensais líquidas para €60 mil milhões (3 de abril de 2017); e 4) redução das compras mensais líquidas para €30 mil milhões (2 de janeiro de 2018). A última observação refere-se a 20 de fevereiro de 2018.

Estes indicadores tendem a subir aquando de eventos políticos e económicos associados a uma deterioração esperada da liquidez de mercado.

Por exemplo, observaram-se algumas subidas durante o período de “reação excessiva do *Bund*” (com início em 29 de abril de 2015) e num período de maior preocupação quanto a um possível abrandamento significativo do crescimento económico da China (no primeiro trimestre de 2016). O referendo no Reino Unido sobre a permanência na União Europeia (23 de junho de 2016) e as eleições presidenciais nos Estados Unidos (8 de novembro de 2016) e em França (23 de abril de 2017) também foram assinalados por aumentos acentuados da iliquidez (ver Gráfico A). Além disso, a liquidez tende a deteriorar durante o verão e em torno do final do ano. Porém, as subidas observadas no indicador Amihud nestes períodos são mais modestas do que as registadas no indicador das carteiras de encomendas. Os movimentos no indicador baseado em transações são semelhantes aos observados no indicador dos livros de ordens, mas parecem refletir um maior nível de ruído, o que pode sugerir que o acompanhamento deste fenómeno deve incidir no referido indicador¹².

¹² Tal poderá dever-se a várias razões: primeiro, o montante de *limit order books* submetidos excede bastante o número de transações executadas nos mercados de obrigações, permitindo que o indicador com base nos livros de ordens reaja mais rapidamente e de modo mais regular à evolução do mercado. Segundo, os indicadores com base em volumes transacionados podem subestimar a profundidade do mercado, dado que as quantidades transacionadas são geralmente inferiores à quantidade máxima que poderia ter sido transacionada a um preço específico.

3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 1 de novembro de 2017 a 30 de janeiro de 2018

Por Alaoíshe Luskin e Olivier Vergote

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante o sétimo e oitavo períodos de manutenção de reservas de 2017, que decorreram, respetivamente, de 1 de novembro a 19 de dezembro de 2017 e de 20 de dezembro de 2017 a 30 de janeiro de 2018. 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.

Ao longo do período em análise, o Eurosistema continuou a comprar títulos de dívida do setor público, obrigações com ativos subjacentes, instrumentos de dívida titularizados e títulos emitidos pelo setor empresarial como parte do seu programa de compra de ativos, com um montante-alvo de aquisições de, em média, €60 mil milhões por mês até dezembro de 2017. Desde janeiro de 2018, o ritmo de aquisições foi reduzido para, em média, €30 mil milhões por mês e deverá manter-se até setembro de 2018, ou mais tarde, se necessário, até que o Conselho do BCE considere que se verifica um ajustamento sustentado da trajetória de inflação, compatível com o seu objetivo para a inflação.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos líquidos e reservas mínimas obrigatórias, situavam-se em €1272.7 mil milhões, o que representa um aumento de €60.3 mil milhões, em comparação com o período analisado anterior (ou seja, o quinto e sexto períodos de manutenção de 2017).

As necessidades de liquidez mais elevadas deveram-se a um aumento dos fatores autónomos líquidos médios, os quais subiram €59.3 mil milhões para €1149.5 mil milhões durante o período em análise, ao passo que as reservas mínimas obrigatórias aumentaram €1000 milhões, situando-se em €123.3 mil milhões.

O crescimento dos fatores autónomos líquidos, que implica uma absorção de liquidez, resultou sobretudo da diminuição dos fatores de cedência de liquidez. O principal contributo adveio da descida dos ativos líquidos denominados em euros, que diminuíram €54.4 mil milhões, situando-se em €251.8 mil milhões, em média, no período em análise. As disponibilidades líquidas sobre o exterior médias também registaram uma descida, de €2 mil milhões, face ao anterior período em análise, passando para €635.0 mil milhões.

Quadro A

Situação de liquidez no Eurosistema

	1 de novembro de 2017 a 30 de janeiro de 2018		26 de julho de 2017 a 31 de outubro de 2017		Oitavo período de manutenção		Sétimo período de manutenção	
Passivo – necessidades de liquidez (médias; EUR mil milhões)								
Fatores de liquidez autónomos	2 035.9	(+2.8)	2 033.1	2 040.8	(+9.1)	2 031.7	(-15.0)	
Notas em circulação	1 151.9	(+9.3)	1 142.7	1 158.2	(+11.6)	1 146.6	(+3.8)	
Depósitos das administrações públicas	188.3	(-11.8)	200.1	188.1	(-0.4)	188.5	(-29.8)	
Outros fatores autónomos	695.6	(+5.3)	690.3	694.5	(-2.1)	696.6	(+11.0)	
Depósitos à ordem	1 293.7	(+45.7)	1 248.0	1 275.2	(-34.5)	1 309.7	(+56.4)	
Instrumentos de política monetária	808.8	(+56.9)	752.0	812.9	(+7.5)	805.4	(+35.0)	
Reservas mínimas obrigatórias	123.3	(+1.0)	122.2	123.8	(+0.9)	122.9	(+0.6)	
Facilidade permanente de depósito	685.6	(+55.8)	629.8	689.2	(+6.6)	682.5	(+34.4)	
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	886.8	(-56.4)	943.2	843.6	(-80.2)	923.8	(-13.2)	
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	635.0	(-2.0)	637.0	635.7	(+1.2)	634.5	(-0.5)	
Ativos líquidos denominados em euros	251.8	(-54.4)	306.1	207.9	(-81.4)	289.3	(-12.7)	
Instrumentos de política monetária	3 128.8	(+160.9)	2 968.0	3 161.9	(+61.4)	3 100.4	(+89.0)	
Operações de mercado aberto	3 128.6	(+160.9)	2 967.7	3 161.7	(+61.5)	3 100.2	(+89.0)	
Operações de leilão	765.2	(-7.8)	773.0	763.5	(-3.1)	766.7	(-5.3)	
OPR	2.9	(-3.2)	6.1	2.9	(-0.1)	3.0	(-3.8)	
ORPA com prazo de 3 meses	7.8	(-0.6)	8.4	7.8	(-0.2)	7.9	(-0.4)	
Operações das ORPA direcionadas I	14.9	(-3.7)	18.6	13.4	(-2.7)	16.1	(-1.1)	
Operações das ORPA direcionadas II	739.6	(-0.4)	740.0	739.5	(-0.1)	739.7	(-0.1)	
Carteiras definitivas	2 363.4	(+168.7)	2 194.7	2 398.2	(+64.6)	2 333.5	(+94.4)	
Primeiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	6.1	(-1.1)	7.2	6.1	(-0.0)	6.1	(-0.9)	
Segundo programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	4.8	(-0.1)	4.9	4.7	(-0.0)	4.8	(-0.1)	
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	240.5	(+10.7)	229.8	242.5	(+3.6)	238.8	(+6.1)	
Programa dos mercados de títulos de dívida	89.0	(-2.1)	91.1	89.1	(+0.2)	88.9	(-1.6)	
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	25.1	(+0.5)	24.6	25.1	(+0.0)	25.1	(+0.5)	
Programa de compra de ativos do setor público	1 867.8	(+141.6)	1 726.2	1 897.3	(+54.7)	1 842.6	(+79.3)	
Programa de compra de ativos do setor empresarial	130.1	(+19.3)	110.9	133.4	(+6.1)	127.3	(+11.0)	
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0.2	(-0.0)	0.3	0.2	(-0.1)	0.2	(+0.0)	
Outras informações com base na liquidez (médias; EUR mil milhões)								
Necessidades de liquidez em termos agregados	1 272.7	(+60.3)	1 212.5	1 321.3	(+90.2)	1 231.1	(-1.2)	
Fatores autónomos ¹	1 149.5	(+59.3)	1 090.2	1 197.6	(+89.3)	1 108.3	(-1.8)	
Liquidez excedentária	1 855.8	(+100.6)	1 755.3	1 840.4	(-28.7)	1 869.1	(+90.2)	
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	-0.351	(+0.006)	-0.357	-0.359	(-0.014)	-0.345	(+0.014)	

Fonte: BCE.

Notas: Uma vez que todos os valores no Quadro A 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".

Os fatores autónomos de absorção de liquidez aumentaram ligeiramente ao longo do período em análise, contribuindo para o crescimento dos fatores autónomos líquidos. O principal contributo veio das notas em circulação, que aumentaram €9.3 mil milhões, passando para €1151.9 mil milhões, e de outros fatores autónomos, que aumentaram €5.3 mil milhões, situando-se em €695.6 mil milhões. A descida dos depósitos das administrações públicas, de €11.8 mil milhões, teve um efeito compensador sobre o nível dos fatores autónomos de absorção de liquidez.

A volatilidade diária dos fatores autónomos permaneceu elevada no período em análise e globalmente inalterada face ao anterior período analisado.

A volatilidade refletiu sobretudo flutuações nos depósitos das administrações públicas e nos ativos líquidos denominados em euros.

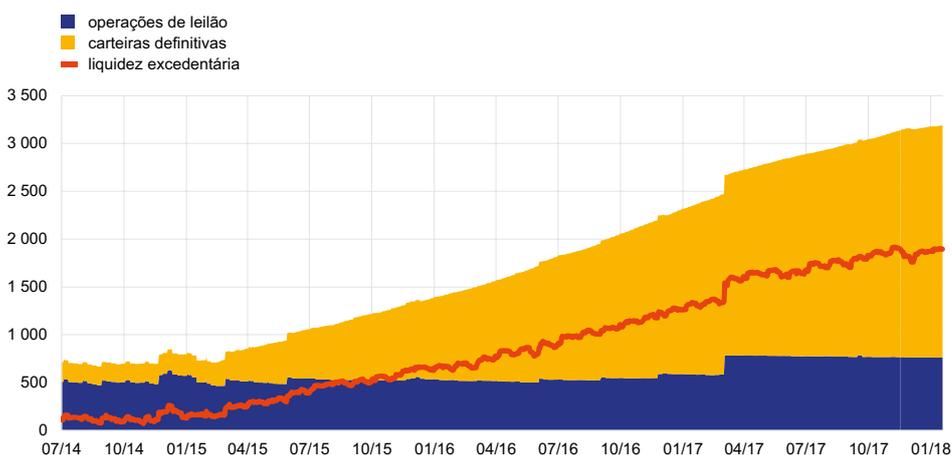
Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

Durante o período em análise, o montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – tanto operações de leilão como compras no âmbito do programa de compra de ativos – aumentou €160.9 mil milhões, situando-se em €3128.6 mil milhões (ver Gráfico A). Este aumento deveu-se inteiramente ao programa de compra de ativos, enquanto a procura nas operações de leilão continuou a diminuir ligeiramente.

Gráfico A

Evolução das operações de mercado aberto e da liquidez excedentária

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

O montante médio de liquidez cedida através das operações de leilão diminuiu ligeiramente durante o período em análise, tendo descido €7.8 mil milhões para €765.2 mil milhões. Esta diminuição deveu-se sobretudo ao saldo médio mais baixo das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas), que diminuiu €4.1 mil milhões, em resultado, em grande medida, do reembolso antecipado voluntário dos fundos disponibilizados nestas operações.

A liquidez média cedida através das OPR diminuiu €3.2 mil milhões e o montante médio de liquidez cedida através das operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) com prazo de 3 meses desceu €0.6 mil milhões.

A liquidez cedida através das carteiras de política monetária do Eurosistema aumentou €168.7 mil milhões, para €2363.4 mil milhões, em média, em resultado das 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, €141.6 mil milhões, €10.7 mil milhões, €0.5 mil milhões e €19.3 mil milhões, respetivamente. A redução de liquidez devido aos reembolsos de obrigações detidas ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e dos dois anteriores programas de compra de obrigações com ativos subjacentes totalizou €3.3 mil milhões.

Liquidez excedentária

Como consequência da evolução acima descrita, a liquidez excedentária média no período em análise aumentou €100.6 mil milhões face ao período anterior, situando-se em €1855.8 mil milhões (ver Gráfico A). Como referido, o aumento reflete, em larga medida, a liquidez cedida através do programa de compra de ativos, com um montante-alvo mensal de €60 mil milhões até dezembro de 2017 e de €30 mil milhões a partir de janeiro de 2018. Tal foi parcialmente compensado por um aumento das necessidades de liquidez resultantes sobretudo dos fatores autónomos. Uma análise mais pormenorizada do período em análise mostra que o impacto atenuante dos fatores autónomos na subida da liquidez excedentária ocorreu principalmente no oitavo período de manutenção. Mais especificamente, a liquidez excedentária no oitavo período de manutenção diminuiu €28.7 mil milhões, uma vez que a liquidez injetada pelo programa de compra de ativos foi compensada pela diminuição dos fatores autónomos de cedência de liquidez decorrente da descida dos ativos líquidos denominados em euros, aliada ao aumento das necessidades de liquidez agregadas do setor bancário, impulsionadas sobretudo pela maior procura de notas. Em contraste, no sétimo período de manutenção, a liquidez excedentária aumentou €90.2 mil milhões, devido às aquisições no âmbito do programa de compra de ativos e a uma descida moderada dos fatores autónomos de absorção de liquidez, principalmente em resultado de uma diminuição dos depósitos das administrações públicas.

A maior liquidez excedentária ao longo do período em análise correspondeu a detenções médias em depósitos à ordem mais elevadas, as quais aumentaram €45.7 mil milhões, situando-se em €1293.7 mil milhões, ao passo que o recurso médio à facilidade permanente de depósito registou um novo aumento, de €55.8 mil milhões, situando-se em €685.6 mil milhões.

Evolução das taxas de juro

As taxas *overnight* do mercado monetário permaneceram próximo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito, sendo que as taxas para cabazes de ativos de garantia específicos nos segmentos garantidos até se situaram abaixo desse nível. No mercado sem garantia, o índice *overnight* médio do euro (a EONIA) situou-se, em média, em -0.351%, face a uma média de -0.357% no período analisado precedente. A EONIA oscilou entre um máximo de -0.241% no último dia de novembro de 2017 e um mínimo de -0.370% no início de janeiro de 2018.

No mercado com garantia, as taxas médias *overnight* das operações de reporte no mercado GC Pooling diminuíram tanto para o cabaz de ativos de garantia normalizados como para o cabaz de ativos de garantia alargados em relação ao período analisado anterior. A taxa média *overnight* das operações de reporte situou-se em -0.447% para o cabaz de ativos de garantia normalizados, atingindo um mínimo de -0.756% no final do ano, e em -0.415% para o cabaz de ativos de garantia alargados.

A diminuição das principais taxas das operações de reporte registada no final de 2017 foi menos acentuada do que a descida verificada no final de 2016. Tal sugere que os participantes no mercado adotaram práticas de gestão de ativos de garantia mais eficientes. Além disso, esta evolução sugere igualmente efeitos positivos da facilidade de cedência de títulos prevista no contexto do programa de compra de ativos do setor público.

4 Evolução recente do trabalho a tempo parcial

Por Katalin Bodnár

Na área do euro, tem-se observado um maior recurso ao trabalho a tempo parcial. A percentagem de trabalhadores a tempo parcial está agora em torno dos 22% do emprego total e o trabalho a tempo parcial representou cerca de um quarto do crescimento líquido do emprego durante a recuperação observada no mercado de trabalho da área do euro (que teve início no segundo trimestre de 2013). A presente caixa analisa a evolução mais recente e as características dos dois grupos principais de trabalhadores a tempo parcial: trabalhadores a tempo parcial subempregados e não subempregados.

O número de trabalhadores a tempo parcial subempregados aumentou durante a crise, embora tenha diminuído recentemente. No inquérito às forças de trabalho da UE, é possível distinguir entre os trabalhadores a tempo parcial que pretendem trabalhar mais horas e os que não pretendem. O primeiro grupo é designado por “trabalhadores subempregados”¹³. Embora os trabalhadores incluídos neste grupo estejam empregados, são normalmente considerados trabalhadores parcialmente desempregados ou subutilizados, o que significa que o número de horas que gostariam de trabalhar ultrapassa o número de horas exigido pelos respetivos empregadores. O subemprego na área do euro aumentou quer na primeira fase da Grande Recessão quer na sequência da crise da dívida soberana. Tem diminuído recentemente, embora ainda se mantenha acima dos níveis pré-crise (ver Gráfico A). Este padrão cíclico é semelhante ao do desemprego.

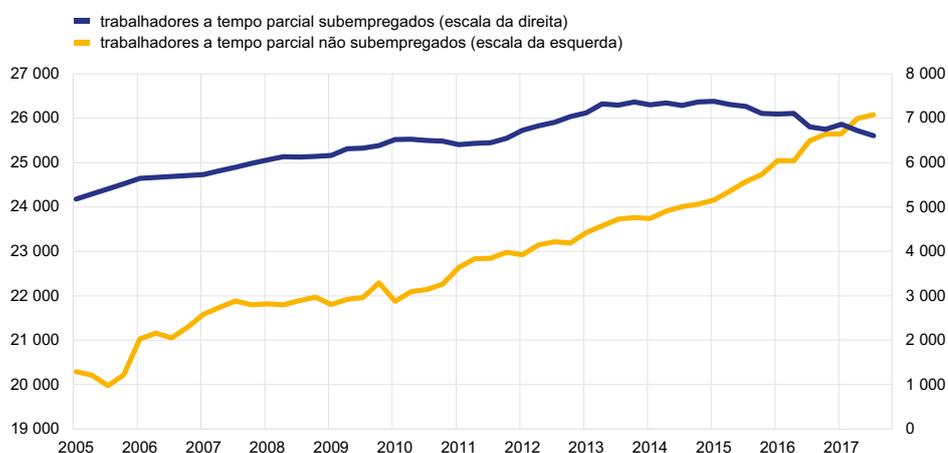
Os trabalhadores a tempo parcial não subempregados aumentaram no decurso da crise e da recuperação. O segundo grupo, os trabalhadores a tempo parcial que não procuram trabalhar mais horas, trabalham tipicamente em empregos a tempo parcial por razões familiares, de saúde ou outras (por exemplo, por estarem a estudar). Este grupo representa a maior percentagem de trabalhadores a tempo parcial: quatro em cinco trabalhadores a tempo parcial na área do euro estão satisfeitos com as horas que trabalham. Esta categoria de trabalho a tempo parcial não tem apresentado qualquer padrão cíclico nos últimos anos, tendo, pelo contrário, aumentado de forma constante no decurso da crise e da recuperação (ver Gráfico A). Este padrão sugere que esta categoria de trabalho a tempo parcial é principalmente influenciada por fatores estruturais.

¹³ Ver a página *Eurostat Statistics Explained*, “[Underemployment and potential additional labour force statistics](#)”. O trabalho a tempo parcial involuntário refere-se a um conceito semelhante ao do subemprego, embora com algumas diferenças: o trabalho a tempo parcial involuntário refere-se aos indivíduos que trabalham a tempo parcial porque não conseguem encontrar trabalho a tempo inteiro. Ver igualmente a página do Eurostat, intitulada “[EU labour force survey – methodology](#)”.

Gráfico A

Número de trabalhadores a tempo parcial subempregados e não subempregados na área do euro

(milhares)



Fontes: Eurostat e cálculos dos especialistas do BCE.

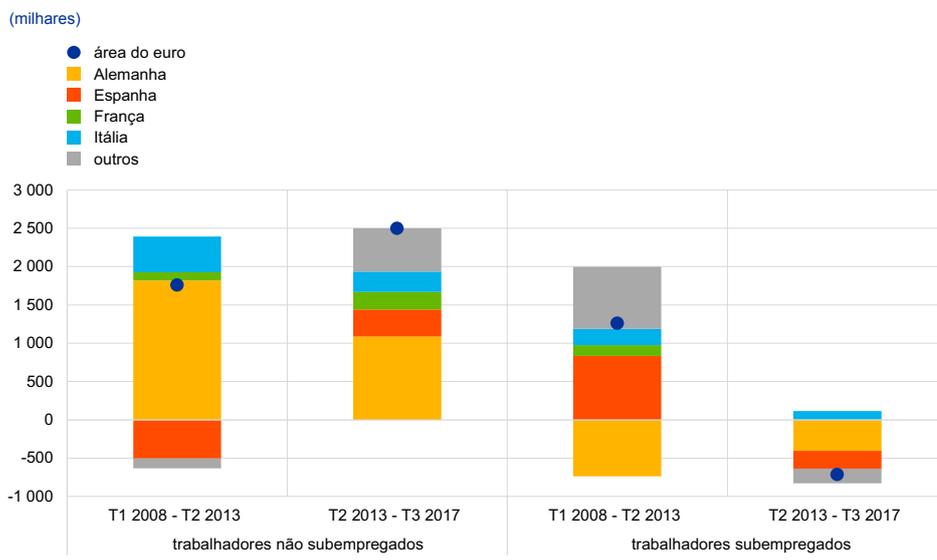
Notas: Corrigido do impacto estimado de alterações metodológicas nas séries temporais. Os dados relativos ao período de 2005-2008 têm por base estimativas de especialistas do BCE.

O número de trabalhadores a tempo parcial não subempregados tem vindo a aumentar sobretudo na Alemanha, embora Espanha tenha dado os maiores contributos para as alterações no subemprego na área do euro (ver Gráfico B). Entre os quatro maiores países da área do euro, a percentagem de trabalho a tempo parcial no emprego total é mais elevada na Alemanha. Este país também tem a percentagem mais elevada de trabalhadores a tempo parcial que estão satisfeitos com as horas que trabalham, sendo que, na Alemanha, os recentes aumentos do trabalho a tempo parcial não têm estado associados ao subemprego. Pelo contrário, o subemprego aumentou de forma particularmente pronunciada em Espanha e Itália durante a crise. Em Espanha, observaram-se fluxos de entrada no subemprego do desemprego, do emprego a tempo inteiro e do trabalho a tempo parcial exceto subemprego¹⁴. O aumento considerável do subemprego durante a crise reflete provavelmente alterações na regulamentação relativa ao trabalho a tempo parcial, bem como o impacto da crise sobre o rendimento e a riqueza durante a contração, o que resultou num aumento da oferta de trabalho em termos de horas. Em Itália, o subemprego pode ter sido influenciado pelas medidas governamentais de apoio à redução das horas. Embora tenha diminuído recentemente, o subemprego mantém-se acima dos níveis pré-crise em Itália e Espanha, estando bastante abaixo dos níveis pré-crise na Alemanha.

¹⁴ Ver igualmente a caixa intitulada "Alternative measures of unemployment for the Spanish Economy", *Boletim Económico*, Número 2, Banco de España, 2017.

Gráfico B

Alteração no número de trabalhadores a tempo parcial subempregados e não subempregados na área do euro durante a crise e a recuperação por país



Fontes: Eurostat e cálculos dos especialistas do BCE.

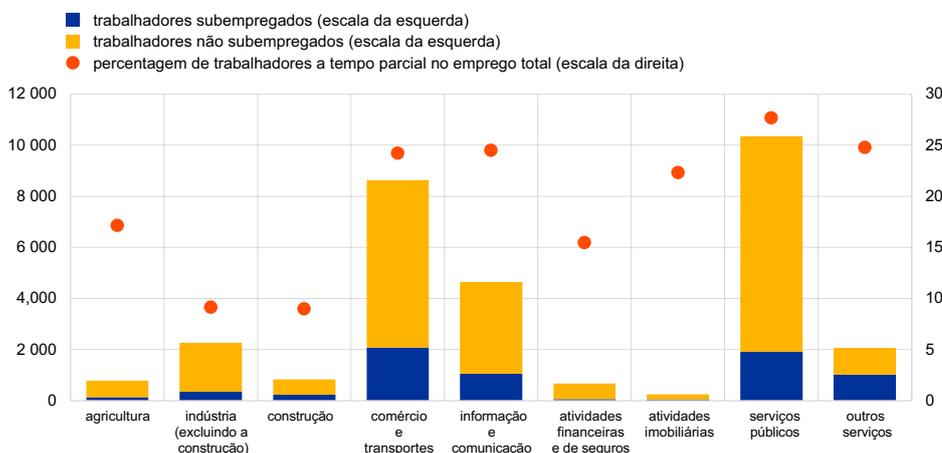
Nota: Corrigida do impacto estimado de alterações metodológicas nas séries temporais.

Ambas as categorias de trabalho a tempo parcial registam uma maior prevalência nos setores dos serviços e nas mulheres. Os trabalhadores a tempo parcial na área do euro estão concentrados em três setores: 1) no setor dos serviços públicos; 2) no setor do comércio, transportes, alojamento e restauração; e 3) no setor da informação e comunicação. Ambas as categorias de trabalho a tempo parcial estão, por conseguinte, concentradas nestes setores (ver Gráfico C). Em termos de características pessoais, a faixa etária de forte atividade e as mulheres de idade mais avançada constituem a grande maioria dos trabalhadores a tempo parcial (ver Gráfico D). A distribuição do trabalho a tempo parcial entre trabalhadores a tempo parcial subempregados e não subempregados é ligeiramente diferente consoante os setores e as características pessoais. Os trabalhadores a tempo parcial subempregados detêm a maior percentagem do emprego total a tempo parcial no setor dos outros serviços (incluindo atividades artísticas, de espetáculos e recreativas; outras atividades de serviços; e atividades das famílias e dos organismos internacionais e outras instituições extraterritoriais), seguido do setor da construção, comércio e transportes e do setor da informação e comunicação. O subemprego de trabalhadores a tempo parcial é igualmente elevado nos homens na faixa etária de forte atividade e nos jovens. Por último, os trabalhadores a tempo parcial subempregados tendem a trabalhar um número de horas ligeiramente inferior ao dos trabalhadores a tempo parcial não subempregados.

Gráfico C

Número de trabalhadores a tempo parcial subempregados e não subempregados e percentagem de trabalhadores a tempo parcial no emprego total por setor na área do euro em 2016

(escala da esquerda: milhares; escala da direita: percentagens)

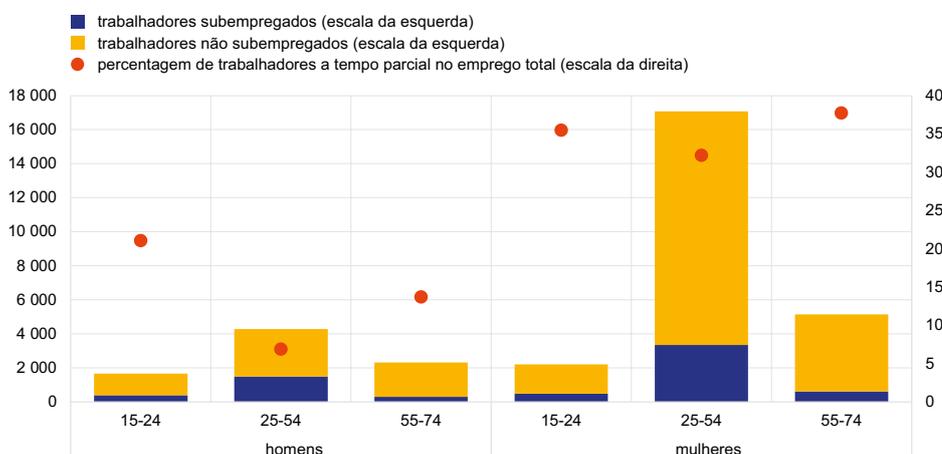


Fontes: Eurostat e cálculos dos especialistas do BCE.

Gráfico D

Número de trabalhadores a tempo parcial subempregados e não subempregados e percentagem de trabalhadores a tempo parcial no emprego total por género e idade na área do euro no terceiro trimestre de 2017

(escala da esquerda: milhares; escala da direita: percentagens)



Fontes: Eurostat e cálculos dos especialistas do BCE.

O grau em que os trabalhadores a tempo parcial subempregados representam o trabalho precário e/ou a capacidade produtiva disponível na economia continua a ser uma questão importante. A literatura empírica conclui que os trabalhadores a tempo parcial subempregados tendem a ter menor segurança no emprego, menor satisfação no trabalho¹⁵ e menores

¹⁵ Ver, por exemplo, Vaalavuo, M., "Part-time work: A divided Europe", *Evidence in focus*, Comissão Europeia, 2016; e Kauhanen, M. e Nätti, J., "Involuntary temporary and part-time work, job quality and well-being at work", *Working Papers*, n.º 272, Labour Institute for Economic Research, Helsínquia, 2011.

salários¹⁶ do que os trabalhadores não subempregados. O subemprego de trabalhadores a tempo parcial pode, por conseguinte, ser considerado precário em alguns casos. Contudo, é também uma incógnita o grau em que os trabalhadores a tempo parcial subempregados estão efetivamente disponíveis para trabalhar mais horas, podendo, assim, ser considerados mão de obra subutilizada¹⁷. Simultaneamente, o trabalho a tempo parcial exceto subemprego pode ser considerado por muitos trabalhadores uma oportunidade para entrar ou permanecer no mercado de trabalho, podendo frequentemente resultar numa maior satisfação no trabalho¹⁸. Parece menos provável que os trabalhadores a tempo parcial nesta categoria representem capacidade produtiva disponível ou trabalho precário. Todos estes fatores sugerem que as recentes descidas no subemprego a tempo parcial e o aumento contínuo do número de trabalhadores a tempo parcial não subempregados podem ser considerados como conducentes ao aumento do bem-estar global.

¹⁶ Veliziotis, M., Matsaganis, M. e Karakitsios, A., "Involuntary part-time employment: perspectives from two European labour markets", *Working Papers* n.º 15/02, ImPRovE, janeiro de 2015.

¹⁷ Ver, por exemplo, Weale, M., "Slack and the labour market", discurso proferido no Thames Valley Chamber of Commerce, 20 de março de 2014.

¹⁸ Gallie, D. *et al.*, "Quality of work and job satisfaction: comparing female part-time work in four European countries", *International Review of Sociology*, Vol. 26, n.º 3, 2016, pp. 457-481.

5 A fiabilidade da estimativa provisória preliminar do PIB da área do euro

Por Magnus Forsells e Stanimira Kosekova

Estatísticas atualizadas e fiáveis são essenciais para a análise económica.

A presente caixa analisa e avalia a fiabilidade da estimativa provisória preliminar do Eurostat sobre o crescimento trimestral do PIB da área do euro, introduzida no início de 2016. A política monetária única da área do euro depende de indicadores atualizados, fiáveis e comparáveis que reflitam com rigor a evolução económica. Neste particular, as contas nacionais dão uma panorâmica abrangente e consistente da economia, tornando-as a pedra angular da análise da política monetária. A introdução de uma estimativa provisória preliminar do PIB foi uma evolução positiva em termos dos esforços contínuos para melhorar o panorama estatístico europeu. Contudo, é importante salientar que deve ser idealmente conseguida uma maior atualidade sem perder fiabilidade, aqui definida como a proximidade entre a estimativa inicial e as estimativas subsequentes. A informação sobre a fiabilidade pode ajudar-nos a interpretar as estimativas iniciais em termos da incerteza em torno da divulgação de dados ou ajudar-nos a adivinhar a direção de eventuais revisões no futuro. Se os indicadores económicos dão sinais enganadores a respeito da evolução económica, que são posteriormente corrigidos por revisões, tal pode ter consequências adversas para a análise económica.

A introdução da estimativa provisória preliminar antecipou a divulgação dos primeiros dados sobre o PIB da área do euro relativamente a cada período de referência em cerca de 15 dias, sendo as estimativas iniciais produzidas 30 – em vez de 45 – dias após o fim trimestre de referência. O Eurostat, em cooperação com os Estados-Membros da UE, introduziu a estimativa provisória preliminar do PIB da área do euro e da UE em 29 de abril de 2016 após um estudo de exequibilidade¹⁹. Na maior parte dos países, as estimativas no dia t+30 baseiam-se, em larga medida, nos métodos que são usados no dia t+45. Contudo, devido à disponibilidade limitada de fontes de dados, o terceiro mês do trimestre é normalmente estimado ou parcialmente estimado através da aplicação de técnicas de modelização estatística que utilizam as informações mensais (por exemplo, estatísticas de curto prazo, inquéritos às empresas, estatísticas sobre preços e estimativas preliminares de dados das fontes)²⁰. A estimativa provisória preliminar da área do euro baseia-se em: i) estimativas nacionais de seis países (Bélgica, Espanha, França, Letónia, Lituânia e Áustria – que representam cerca de 40% do PIB da área do euro), disponibilizadas ao público no dia t+30, e ii) estimativas nacionais para outros países fornecidas ao Eurostat numa base confidencial para o

¹⁹ Ver também o [sítio do Eurostat](#) e a caixa intitulada “Maior atualidade dos dados da estimativa provisória do PIB trimestral da área do euro: primeiras experiências”, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

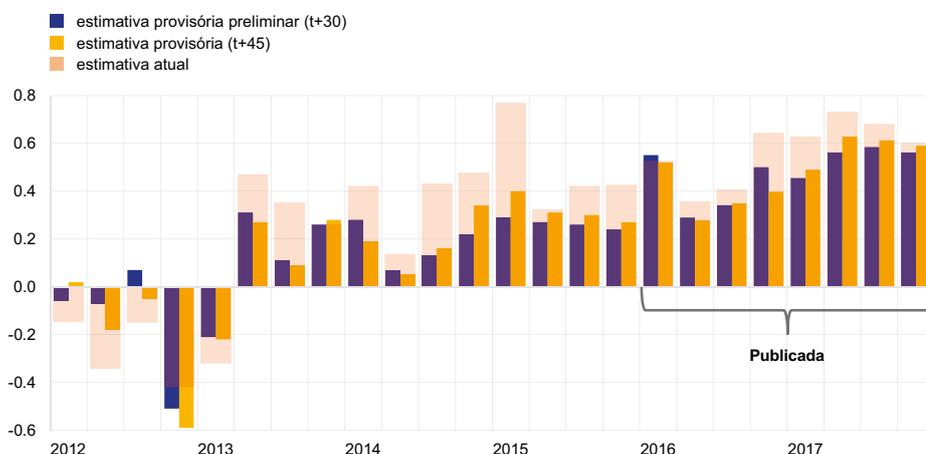
²⁰ Os métodos de estimação precisos variam de país para país, mas podem incluir modelos autorregressivos com desfasamentos distribuídos, modelos com fatores dinâmicos, técnicas de desagregação temporal, modelos de previsão e modelos multivariáveis, apresentados nas publicações do Eurostat intituladas *Euro area and European Union GDP flash estimates at t+30* e *Overview of GDP flash estimation methods*.

cálculo destes agregados europeus. Quatro países da área do euro (Irlanda, Luxemburgo, Malta e Eslovénia – que representam quase 4% do PIB da área do euro) não produzem estimativas no dia t+30 ou no dia t+45, publicando as suas contas nacionais 60 dias ou mais depois do fim do trimestre de referência. A inclusão de dados para esses países numa fase posterior e a incorporação de dados revistos para países que já apresentaram estimativas nacionais preliminares pode ter impacto na estimativa final do trimestre de referência e, por conseguinte, levar à sua revisão. As revisões podem também refletir alterações na composição da área do euro e/ou melhorias metodológicas (como a transição para o Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais (SEC 2010) em setembro de 2014).

Gráfico A

Estimativas do PIB da área do euro

(variações trimestrais em percentagem)



Fonte: Eurostat.

Notas: A primeira estimativa provisória preliminar do Eurostat foi publicada em 29 de abril de 2016 e respeitava ao primeiro trimestre de 2016. As estimativas provisórias preliminares para períodos anteriores são retiradas da publicação do Eurostat intitulada [Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days](#). Para efeitos desta análise, são usadas estimativas com duas casas decimais. "Estimativa atual" denota os dados mais recentes disponíveis na *Statistical Data Warehouse* do BCE em 7 de março de 2018. As estimativas provisórias baseiam-se na composição da área do euro no momento, enquanto a estimativa atual se baseia na atual composição da área do euro.

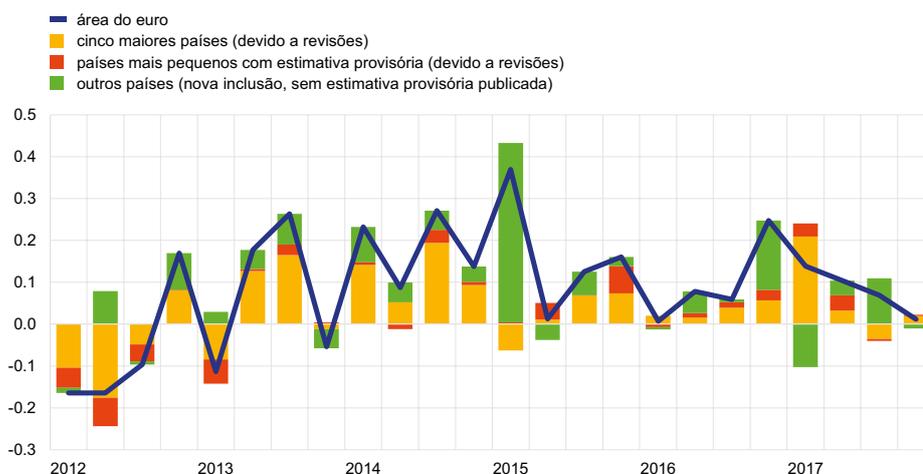
A estimativa provisória preliminar (no dia t+30) tem tido um bom desempenho quando comparada com a estimativa provisória (no dia t+45). Analisando o período do primeiro trimestre de 2012 até ao quarto trimestre de 2017, não há diferença, em média, entre a estimativa provisória preliminar e a estimativa provisória (ver Gráfico A). Além disso, mesmo analisando individualmente os trimestres, não existe evidência de diferenças particularmente grandes entre as duas estimativas. Tal sugere que, apesar da data de divulgação ser mais cedo, a fiabilidade da primeira estimativa foi mantida. É evidente que, posteriormente, é necessário comparar a estimativa provisória preliminar e a estimativa provisória com os últimos dados disponíveis do PIB, tendo ambas um desempenho igualmente bom neste particular e situando-se ambas, em média, 0.1 ponto percentual abaixo dos últimos valores disponíveis. Como seria de esperar, a maior parte desta revisão tem origem nos cinco maiores países, dado que representam mais de 80% do PIB da área do euro (ver Gráfico B). Contudo, os países mais pequenos também têm um papel a desempenhar a este respeito, quer: i) devido a revisões das suas próprias estimativas provisórias, ou ii) porque os países que não produzem quaisquer dados

até 60 dias ou mais após o fim do trimestre de referência são incluídos no agregado da área do euro. Na verdade, os quatro países mais pequenos que não produzem estimativas no dia t+30 ou no dia t+45 deram contributos relativamente grandes no que respeita às revisões efetuadas a nível da área do euro, particularmente, no que respeita ao primeiro trimestre de 2015, quarto trimestre de 2016 e terceiro trimestre de 2017²¹.

Gráfico B

Contributos para as diferenças entre a estimativa provisória no dia t+45 e os últimos dados disponíveis

(pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: Os cinco maiores países em termos do PIB são: Alemanha, Espanha, França, Itália e Países Baixos.

As estatísticas da área do euro melhoraram ao longo dos anos, mas ainda existem alguns desafios.

A introdução da estimativa provisória do PIB no dia t+30 é uma das melhorias mais significativas introduzidas nas contas nacionais nos últimos anos, antecipando a primeira estimativa sem qualquer perda em termos de fiabilidade. O BCE utiliza regularmente essas estimativas na sua análise e nas projeções macroeconómicas, beneficiando da maior atualidade dos dados. Outros países da área do euro deverão começar a publicar estimativas provisórias preliminares do PIB nos próximos anos²², mas o número de países que publica estimativas nacionais ou desagregações detalhadas da despesa no dia t+30, a curto prazo, pode não ser suficiente para suportar uma análise mais profunda da evolução macroeconómica a nível da área do euro pouco depois do fim do trimestre de referência. Mais, as estatísticas económicas que são usadas em conjunto com as estimativas provisórias preliminares são ainda menos completas e menos atualizadas a nível da área do euro do que a nível de alguns países específicos da área do euro e dos principais parceiros comerciais fora da área do euro (como os

²¹ As revisões respeitantes a esses trimestres deveram-se, em grande parte, à incorporação de dados irlandeses no agregado da área do euro. O papel muito significativo desempenhado por empresas multinacionais na Irlanda e a forma como as suas detenções em termos de produtos de propriedade intelectual (ativos intangíveis) são registadas, levou a um aumento da volatilidade nas taxas de crescimento do PIB nos últimos anos.

²² De acordo com o [calendário de divulgação do Istat](#), a Itália publicará a sua primeira estimativa provisória preliminar do PIB em 2 de maio de 2018.

Estados Unidos). Como tal, é importante que a evolução das estatísticas relevantes da área do euro e a nível de cada país prossiga e seja considerada uma prioridade. É também importante melhorar a qualidade da fonte dos dados que são usados como contributos para as estimativas provisórias preliminares (por exemplo, estatísticas de curto prazo sobre os serviços)²³. Estas melhorias acabarão por aumentar a fiabilidade das estimativas provisórias preliminares, tornando-as mais úteis e facilitando, desse modo, uma análise económica mais pormenorizada.

²³ Ver também o [Parecer do BCE](#) sobre uma proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo a estatísticas das empresas europeias que altera o Regulamento (CE) n.º 184/2005 e revogando 10 atos jurídicos no domínio das estatísticas das empresas (CON/2018/1), 2.1.2018.

O papel da sazonalidade e das observações excepcionais na inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos

Por Eliza Lis e Mario Porqueddu

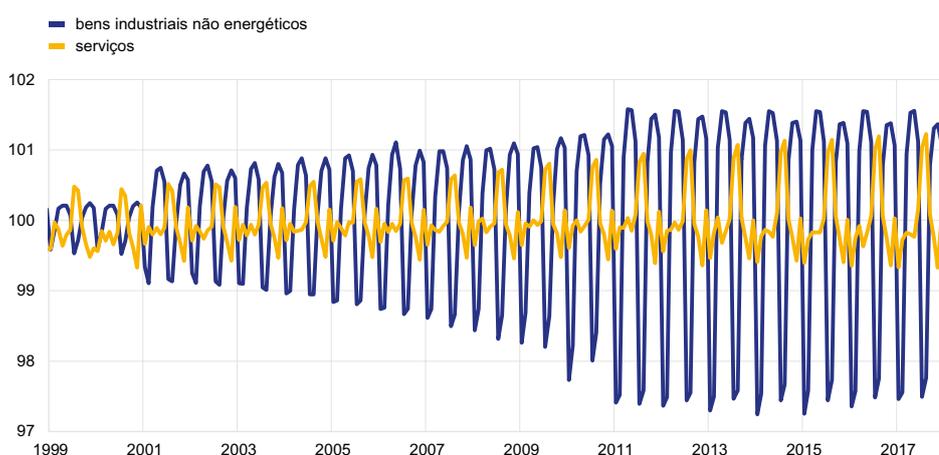
As medidas da inflação subjacente possibilitam uma análise para além da volatilidade de curto prazo da evolução dos preços. Um exemplo é a exclusão das componentes extremamente voláteis de produtos alimentares e produtos energéticos do IHPC. No entanto, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos pode, ainda assim, estar sujeita a volatilidade de curto prazo. A presente caixa analisa duas possíveis fontes – variações da sazonalidade e variações de preços idiossincráticas (doravante “observações excepcionais”) – e avalia em que medida explicam a recente volatilidade de curto prazo do perfil da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos na área do euro.

As flutuações sazonais do IHPC da área do euro excluindo produtos alimentares e produtos energéticos tornaram-se mais pronunciadas com o tempo. As flutuações sazonais em si não têm impacto nas taxas de inflação homólogas, mas as variações do fator sazonal têm. Uma parte considerável da sazonalidade acrescida deve-se a alterações metodológicas, embora uma parte também parece refletir uma evolução mais geral²⁴. A sazonalidade acrescida é visível tanto no IHPC para os bens industriais não energéticos como no IHPC para os serviços (ver Gráfico A).

Gráfico A

Fator sazonal do IHPC da área do euro para os bens industriais não energéticos e para os serviços

(Índice: sem impacto da sazonalidade no IHPC = 100)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O fator sazonal é calculado como o rácio entre as séries não corrigidas de sazonalidade e as séries corrigidas de sazonalidade. Um número superior (inferior) a 100 significa um impacto positivo (negativo) da sazonalidade no IHPC da área do euro para os bens industriais não energéticos e para os serviços.

²⁴ Para uma definição de “sazonalidade”, ver a caixa intitulada “Harmonised Index of Consumer Prices – Easter effects and improved seasonal adjustment”, no *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016.

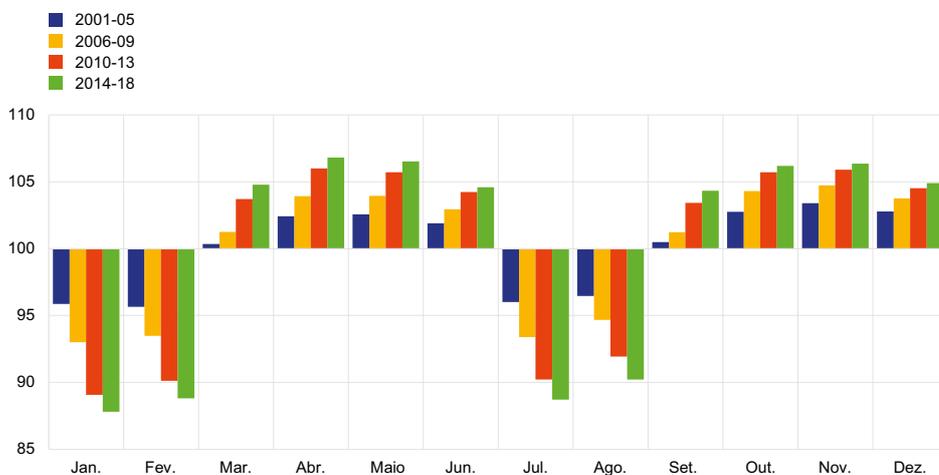
O impacto da sazonalidade no IHPC para os bens industriais não energéticos e no IHPC para os serviços está sobretudo associado, respetivamente, aos preços do vestuário e aos preços dos serviços relacionados com viagens.

As vendas sazonais de vestuário ocorrem normalmente nos meses de inverno de janeiro e fevereiro e nos meses de verão de julho e agosto (ver Gráfico B)²⁵. Um início mais cedo (mais tarde) do período de saldos pode implicar uma variação de preços mensal em cadeia mais forte (mais fraca) do que no ano anterior e, por conseguinte, uma descida (um aumento) de caráter temporário da taxa de inflação homóloga. O impacto da sazonalidade nos preços do vestuário tornou-se substancialmente maior desde 2001, principalmente devido a uma recolha de preços reforçada, a melhorias dos métodos de compilação de variações dos preços do vestuário de inverno e de verão e, desde 2010, à introdução do regulamento sobre o tratamento de produtos sazonais²⁶. A sazonalidade dos preços dos serviços relacionados com viagens (por exemplo, férias organizadas, alojamento e transporte aéreo) implica fortes variações de preços, principalmente nos meses de verão e de inverno (ver Gráfico C)²⁷. Atendendo ao peso relativamente elevado do vestuário e dos serviços relacionados com viagens no IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos (cerca de 12%), os desvios face ao padrão sazonal normal podem ter um forte impacto na inflação homóloga.

Gráfico B

Fator sazonal relativo ao IHPC da área do euro para o vestuário

(Índice: sem impacto da sazonalidade no IHPC = 100, médias)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: No tocante a preços do vestuário, faz-se referência ao índice de preços do vestuário no IHPC. O período de 2014 a 2018 inclui dados até janeiro de 2018 (inclusive). O fator sazonal é calculado como o rácio entre as séries não corrigidas de sazonalidade e as séries corrigidas de sazonalidade. Os autores utilizam o procedimento X12-regArima para a correção de sazonalidade das séries.

²⁵ A Itália e a Espanha lideram em termos da forte sazonalidade dos preços do vestuário, ao passo que a Alemanha e a França apresentam um padrão sazonal menos marcado.

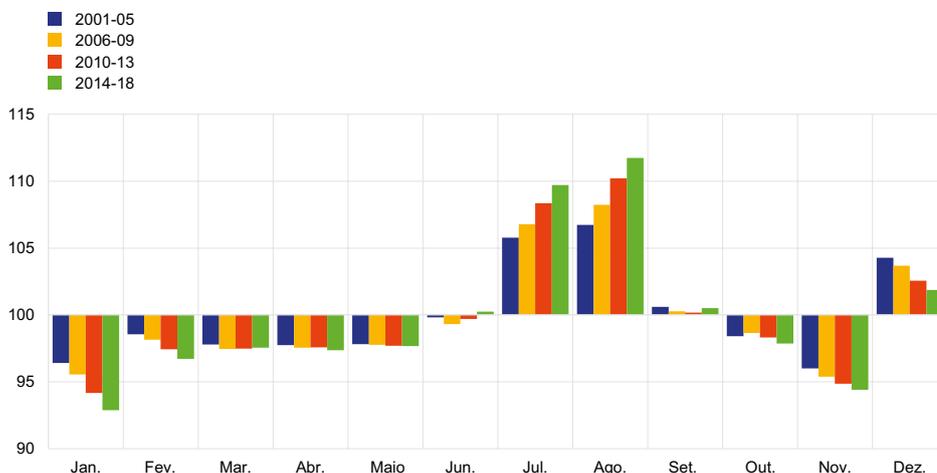
²⁶ Ver a caixa intitulada “Methodological changes in the compilation of the HICP and their impact on recent data”, *Boletim Mensal*, BCE, abril de 2011.

²⁷ No que se refere aos serviços relacionados com viagens, a França domina em termos de sazonalidade no verão e a Alemanha ao longo do ano, o que no caso da Alemanha reflete sobretudo um padrão sazonal distinto no que respeita a férias organizadas. O calendário exato das férias de verão pode variar de ano para ano. Por definição, o impacto desta variação seria captado pelo fator sazonal.

Gráfico C

Fator sazonal relativo ao IHPC da área do euro para as rubricas relacionadas com viagens

(Índice: sem impacto da sazonalidade no IHPC = 100, médias)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As rubricas relacionadas com viagens incluem viagens organizadas, serviços de alojamento e transporte aéreo. O período de 2014 a 2018 inclui dados até janeiro de 2018 (inclusive). O fator sazonal é calculado como o rácio entre as séries não corrigidas de sazonalidade e as séries corrigidas de sazonalidade. Os autores utilizam o procedimento X12-regArima para a correção de sazonalidade das séries.

O perfil da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos é também afetado por observações excecionais.

As observações excecionais podem ser definidas como variações não habituais de preços que, em termos estatísticos, são significativamente superiores ou inferiores à variação média num determinado mês (após controlo dos efeitos de sazonalidade e de calendário) e que, normalmente, estão relacionadas com eventos específicos²⁸. Exemplo proeminentes de tais eventos são a variação da taxa de imposto sobre o valor acrescentado (IVA) ou uma medida administrativa, mas também eventos organizados de carácter internacional, como as feiras mundiais (Expo) e os Jogos Olímpicos. O Gráfico D apresenta a desagregação do impacto das observações excecionais definidas da forma referida²⁹. Em 2017, o contributo das observações excecionais para a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos foi de cerca de -0.1 pontos percentuais, o contributo negativo líquido mais forte na amostra de 2001 a 2017. Tal adveio de uma redução das contribuições para a

²⁸ Para a presente caixa, as observações excecionais foram identificadas através de modelos autorregressivos integrados de médias móveis (*autoregressive integrated moving average* – ARIMA) (segundo o procedimento X13-regArima). É ilustrado apenas o impacto das observações excecionais em termos de deslocações de nível, dado haver uma certa probabilidade de as observações excecionais aditivas identificadas não serem suficientemente distinguíveis de variações da sazonalidade. Para as rubricas sem sazonalidade, as observações excecionais foram identificadas como variações mensais em cadeia com três desvios-padrão face à média, o que está próximo do valor crítico aplicado no procedimento regArima.

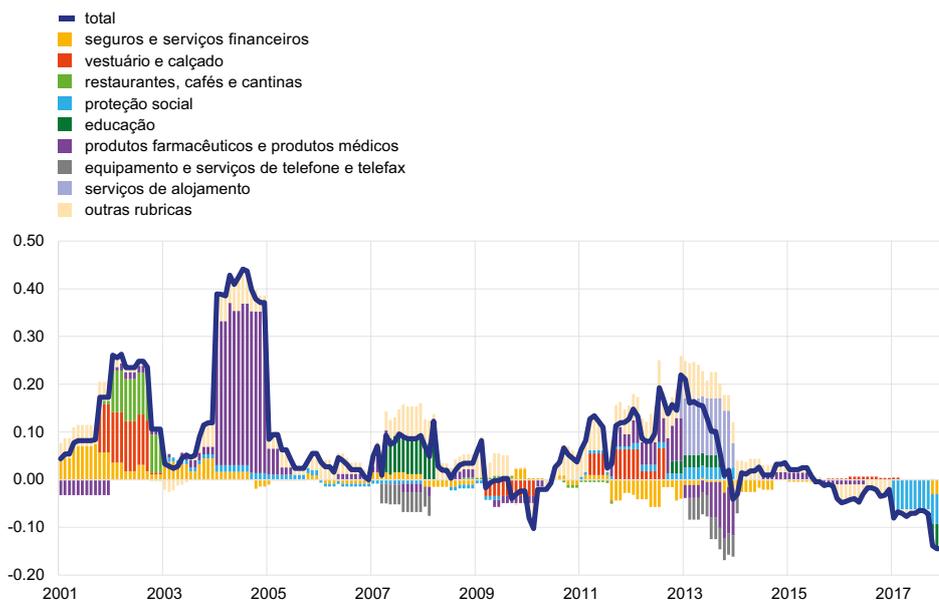
²⁹ As observações excecionais são identificadas individualmente para 72 rubricas do IHPC da área do euro excluindo produtos alimentares e produtos energéticos. A agregação destas observações excecionais pode diferir da implícita nas correções de sazonalidade e de calendário aplicadas pelo BCE ao IHPC da área do euro excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, e das componentes de serviços e de bens industriais não energéticos. Tal deve-se à probabilidade acrescida de se verificarem observações excecionais a um nível de preços mais desagregado.

segurança social na Alemanha em janeiro de 2017, um alargamento da isenção de pagamento de propinas universitárias na Itália em outubro de 2017 e uma redução dos prémios de seguro do transporte na Alemanha em outubro de 2017.

Gráfico D

Contribuição das observações excecionais para a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos

(pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos de especialistas do BCE.

O impacto das observações excecionais nas taxas de inflação homólogas é normalmente de curta duração.

O impacto de uma variação inabitual de preços em comparação com o mês precedente afeta as taxas de inflação pelo período de um ano, exceto se o impacto for reabsorvido com relativa rapidez no mês ou meses subsequentes, implicando, então, possíveis observações excecionais na direção oposta. Um exemplo é um inverno muito ameno sem neve em regiões com estâncias de esqui, implicando uma procura menor de serviços de alojamento e aumentos de preços inferiores em comparação com o perfil habitual. No entanto, a frequência da fixação de preços para a maioria das rubricas consideradas no Gráfico D é normalmente reduzida, em especial no que toca a preços administrados, tornando a observação excecional da variação de preços numa verdadeira deslocação de nível com um impacto na inflação que desaparece apenas ao fim de um ano.

A crescente sazonalidade e observações excecionais aumentam o potencial para surpresas em termos de inflação.

A deteção e avaliação de variações invulgares dos padrões sazonais e observações excecionais é importante para as previsões de curto prazo, a fim de destrinçar os choques de curta duração das oscilações cíclicas e das tendências de médio e de longo prazo. Na prática, devido à sua natureza pontual e inesperada, as observações excecionais são muitas vezes incorporadas mecanicamente

aquando da atualização da trajetória das previsões de curto prazo da inflação – mantendo inalterado o perfil mensal em cadeia para os meses subsequentes em comparação com as previsões anteriores. Tal acarreta o risco de se negligenciar que a observação excepcional pode ser um primeiro passo no sentido de uma alteração da tendência, ou que a mesma pode ser anulada muito rapidamente por um movimento contrário.

7 Orientação da política orçamental durante períodos de expansão passados

Por Maria Grazia Attinasi, Alessandra Anna Palazzo e Beatrice Pierluigi

A atividade económica na área do euro e na maioria dos seus países membros recuperou para os níveis observados antes da crise e está atualmente a expandir-se. Nos últimos quatro anos, o avanço gradual no sentido de uma expansão generalizada e autossustentada foi acompanhado de uma orientação orçamental globalmente neutra para o agregado da área do euro. Por outras palavras, as políticas discricionárias não deram um impulso significativo à economia, nem atuaram como um entrave ao crescimento do conjunto da área do euro. Com a expansão a tornar-se mais sólida e madura, uma orientação mais contracíclica pode tornar-se apropriada para a área do euro. Os argumentos a favor de uma política orçamental contracíclica apresentados na literatura³⁰ dependem essencialmente da necessidade de melhoria das posições orçamentais durante períodos económicos favoráveis e de utilização da margem de manobra em termos orçamentais daí resultante para apoiar a economia durante as recessões, sem prejudicar a sustentabilidade da dívida. Na área do euro, o papel importante desempenhado pelos estabilizadores automáticos ao assegurar uma natureza contracíclica requer aos países que conduzam as suas políticas em conformidade com os compromissos que assumiram ao abrigo do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Tal permitir-lhes-á repor as reservas orçamentais, reduzir os rácios da dívida e manter as políticas orçamentais numa trajetória sustentável.

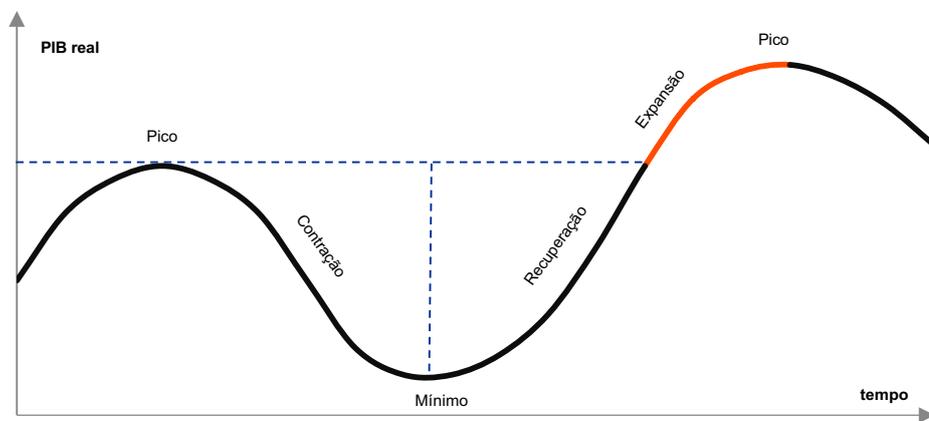
Neste contexto, a presente caixa analisa a orientação da política orçamental durante períodos expansionistas passados e em que medida os períodos económicos favoráveis foram utilizados para constituir reservas orçamentais. Para efeitos da presente caixa, uma expansão consiste no período de tempo após o nível do PIB retornar ao pico registado antes da contração e até atingir o pico seguinte³¹. Esta parte do ciclo é frequentemente designada por expansão, por oposição à fase de recuperação, ou seja, o período de retorno do PIB de um mínimo cíclico para o pico anterior (ver Gráfico A). Uma métrica alternativa utilizada para caracterizar as expansões consiste na identificação dos períodos em que o desvio do produto é positivo e o ritmo de crescimento do PIB observado é mais elevado do que o crescimento do PIB potencial.

³⁰ Ver, nomeadamente, Taylor, John B., "Reassessing Discretionary Fiscal Policy", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, n.º 3, 2000, pp. 21-36 e, para uma discussão mais recente, "Now is the time: Fiscal policies for sustainable growth", *Fiscal Monitor*, FMI, Washington, abril de 2015.

³¹ Para determinar máximos e mínimos cíclicos é utilizado o procedimento de Bry-Boschan para a frequência trimestral do PIB real. Para mais pormenores, ver Harding e Pagan "Dissecting the cycle: a methodological investigation." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, Número 2, 2002, pp. 365-381.

Gráfico A

Representação estilizada do ciclo económico



Notas: O segmento da expansão a vermelho delimita o período entre o momento em que o nível do PIB real retorna ao pico anterior e continua a crescer até atingir o pico seguinte. Uma contração é definida como um período de pelo menos dois trimestres consecutivos de crescimento negativo do PIB.

Entre 1996 e 2007, a área do euro registou um longo período de expansão (ver Quadro A). Durante esse período, o PIB real da área do euro cresceu 2.4% por ano em média. Entre os cinco maiores países, França, Espanha e os Países Baixos registaram um longo período de expansão, com Espanha e os Países Baixos a apresentarem um crescimento médio do PIB significativamente superior ao registado em França. No caso da Alemanha e da Itália, o período muito longo de expansão registado foi interrompido no início dos anos 2000, apenas para ser retomado perto de meados dos anos 2000, tendo decorrido até 2007. Dos cinco maiores países da área do euro, Itália registou a taxa de crescimento média do PIB real mais baixa durante o período de expansão que antecedeu a Grande Recessão. Nos últimos anos, a Alemanha foi o único país em que foi identificada uma expansão de curta duração na sequência imediata da crise económica e financeira de 2008-2009.

Quadro A

Orientação orçamental e evolução orçamental durante períodos expansionistas

Períodos expansionistas	Orientação orçamental média anual	Saldo primário corrigido do ciclo		Dívida pública		Saldo primário	Crescimento do PIB real	Desvio do produto
		início	fim	início	fim			
		(% do PIB)							Média (%)
área do euro								
T1 1996-T1 2008	0.0	0.5	0.7	70.8	64.9	1.4	2.4	0.6
Alemanha								
T1 1996-T2 2001	0.6	0.4	3.3	54.8	58.9	1.3	1.9	0.0
T2 2005-T1 2008	0.6	0.0	1.8	64.8	63.7	1.1	2.6	-0.1
T1 2011-T3 2012	1.5	-0.6	1.2	80.9	79.8	1.9	2.5	0.5
França								
T1 1996-T1 2008	-0.1	-0.7	-1.7	55.8	64.3	0.2	2.3	0.8
Itália								
T1 1996-T1 2001	0.0	3.9	4.0	116.9	105.1	5.0	2.0	0.3
T4 2003-T1 2008	0.1	1.5	1.9	100.5	99.8	1.4	1.5	1.4
Espanha								
T1 1996-T2 2008	0.2	-0.8	1.9	61.7	35.6	2.0	3.8	1.7
Países Baixos								
T 1996-T2 2008	0.3	-2.8	0.8	73.6	42.7	2.4	3.0	0.0

Fontes: Comissão Europeia, Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os períodos expansionistas denotam os trimestres após o nível do PIB retornar ao pico registado antes da contração e até atingir o pico seguinte. A orientação orçamental média anual é calculada como a variação homóloga média do saldo primário corrigido do ciclo. Uma vez que os dados relativos ao saldo primário corrigido do ciclo se encontram disponíveis a partir de 1995 e, por conseguinte, os dados sobre a orientação orçamental a partir de 1996, prevê-se que o início da primeira fase expansionista seja no primeiro trimestre de 1996. Contudo, o PIB real da área do euro atingiu o pico pré-crise no segundo trimestre de 1994. Os indicadores referem-se a dados em fim de ano, quando o fim da expansão ocorre a partir do terceiro trimestre. Para a Alemanha e a área do euro, o saldo primário corrigido do ciclo em 1995 é corrigido do grande impacto de carácter pontual da inclusão, no Orçamento Federal alemão, da Treuhandanstalt (agência fiduciária criada para a privatização de empresas na antiga República Democrática Alemã).

No período que antecedeu a crise financeira, a orientação orçamental na área do euro apresentou-se, em média, neutra³². Nos vários países, a orientação orçamental, definida como a variação no saldo primário corrigido do ciclo, apresentou-se globalmente neutra em Espanha, Itália e França, ligeiramente contracionista nos Países Baixos e mais contracíclica na Alemanha³³ (ver Quadro A). Como o crescimento do PIB também foi forte, o rácio da dívida diminuiu significativamente em Espanha e nos Países Baixos. Em contrapartida, aumentou em França, especialmente apoiada num saldo primário corrigido do ciclo

³² A orientação orçamental mede o efeito das políticas públicas no saldo orçamental. O saldo primário corrigido do ciclo (isto é, o saldo global líquido de pagamentos de juros e da componente cíclica) é a métrica principal utilizada para medir este efeito. Pode, não obstante, constituir uma medida imperfeita do esforço do Estado, dada a incerteza que rodeia a medida do desvio do produto e o facto de a própria métrica poder ser influenciada por fatores fora do controlo do Estado. Estes fatores incluem receitas públicas e contribuições sociais que dependem de bases que frequentemente evoluem de forma ligeiramente diferente do PIB e, como tal, as elasticidades fiscais padrão não se mantêm. Recentemente, a avaliação do esforço orçamental passou a ser complementada por uma análise “da base para o topo”, que fornece uma quantificação mais pormenorizada do esforço governamental em termos de medidas de receitas e de despesas. Para mais pormenores, ver o artigo intitulado “The assessment of fiscal effort”, *Boletim Mensal*, BCE, outubro de 2014.

³³ Uma orientação orçamental entre -0.2% e 0.2% do PIB é geralmente encarada como globalmente neutra. A análise efetuada nesta caixa utiliza dados *ex post*. Convém referir que, em comparação com os dados em tempo real, os dados *ex post* mostram uma deterioração do saldo corrigido do ciclo nos países da área do euro em resultado de revisões em baixa *ex post* do produto potencial durante o período expansionista de 1996 a 2007. Isto significa que os dados em tempo real teriam apresentado uma orientação mais contracíclica do que a respetiva concretização *ex post*.

persistentemente negativo ao longo de todo o período expansionista. Refira-se que Itália registou excedentes primários bastante consideráveis durante o período de expansão entre 1996 e 2000, o que resultou numa redução substancial do rácio da dívida. Contudo, este desempenho não se repetiu no período expansionista subsequente de 2003 a 2007, altura em que o crescimento médio do PIB real era ligeiramente mais fraco e a dimensão do excedente primário significativamente menor. A Alemanha destaca-se como o país com o grau consistentemente mais elevado de contraciclicidade durante fases expansionistas.

Uma abordagem simples de “função de reação orçamental” permite identificar os fatores principais a impulsionar as políticas discricionárias. De acordo com a literatura pertinente³⁴, ao escolher que orientação orçamental tomar, os decisores de políticas podem ser influenciados: i) pelo nível da dívida, dado que rácios da dívida mais elevados poderão requerer consolidações para assegurar a sustentabilidade; ii) pelo nível inicial do saldo primário, dado que quanto maior for o nível inicial do excedente primário, menor será a necessidade de constituir reservas orçamentais; iii) por consolidações eleitorais, uma vez que as políticas orçamentais podem ser utilizadas para granjear apoio eleitoral durante eleições; e iv) pelo ciclo económico, uma vez que o Estado pode constituir reservas orçamentais durante períodos económicos favoráveis para contrariar os efeitos de uma recessão subsequente.

A função de reação orçamental estimada parece ser consistente com a evidência descritiva apresentada no Quadro A. O Gráfico B mostra o impacto relativo na orientação orçamental prevista das variáveis explicativas estatisticamente significativas, obtidas com base nas estimativas da função de reação orçamental³⁵. Estas confirmam as conclusões da literatura, nomeadamente que a orientação orçamental geral foi influenciada positivamente (isto é, no sentido de uma orientação orçamental mais restritiva) pelo nível da dívida e negativamente (isto é, no sentido de uma orientação orçamental menos restritiva) pelo nível inicial do saldo primário. Além disso, o Gráfico B mostra que durante períodos de expansão económica, tal como apresentado na presente caixa, a orientação orçamental tende também a ser relativamente mais restritiva.

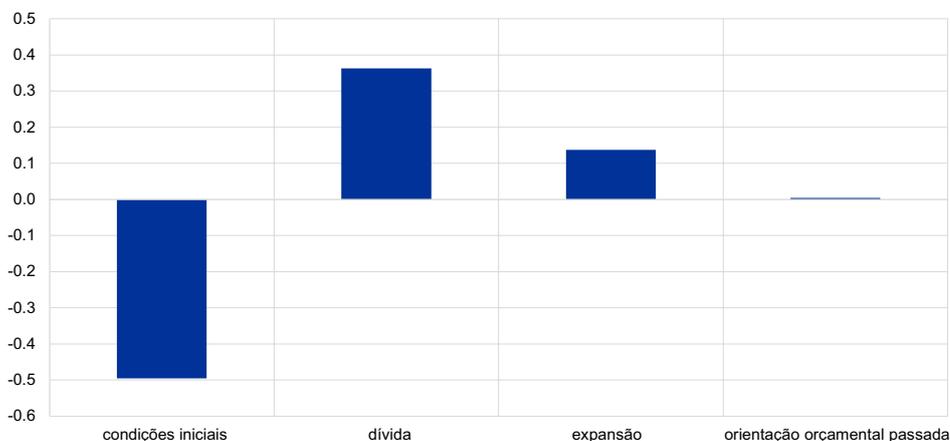
³⁴ Ver Turrini, A., “Fiscal policy and the cycle in the Euro Area: The role of government revenue and expenditure”, *Economic Papers*, n.º 323, 2008; Checherita-Westphal, C. e Žďárek, V., “Fiscal reaction function and fiscal fatigue: evidence for the euro area”, *Working Paper Series*, n.º 2036, BCE, 2017; e Golinelli, R., Mammi I., Momigliano, S. e Rizza, P., “The Cyclicity of Fiscal Policy in the Euro Area over the Crisis” em *Proceedings of the 19th Workshop on Public Finance*, Banca d’Italia, 2017, mimeo.

³⁵ De acordo com a abordagem da função de reação orçamental, a orientação orçamental (isto é, a variação no saldo primário corrigido do ciclo) é estimada como uma função: i) da orientação orçamental desfasada; ii) do nível do saldo primário corrigido do ciclo desfasado; iii) do nível da dívida desfasado; e iv) de uma variável *dummy* igual a 1 durante os anos de expansão económica (como apresentado no Gráfico A acima) e 0 noutros períodos. Esta relação é estimada para uma amostra dos cinco maiores países da área do euro durante o período de 1996 a 2017. Os métodos de estimação consistem em dados de painel de efeitos fixos e em técnicas de variáveis instrumentais para ter em conta questões de endogeneidade potencial. Outras verificações de robustez incluem a estimação pelo método generalizado dos momentos dinâmico.

Gráfico B

Contributos para a orientação orçamental (1996-2017)

(pontos percentuais)



Notas: As barras representam o impacto relativo na orientação orçamental (isto é, a variação no saldo primário corrigido do ciclo) de cada variável explicativa considerada nas estimativas da função de reação orçamental. O impacto relativo para cada variável é calculado como o produto do coeficiente estimado e o valor médio dessa variável, tomado como o rácio do valor previsto da orientação orçamental. As estimativas do coeficiente foram obtidas por meio de técnicas de efeitos fixos de painel de uma função de reação orçamental (ver nota 35). Outras verificações de robustez incluem a estimação pelo método generalizado dos momentos dinâmico para ter em conta a endogeneidade potencial devido à inclusão da variável dependente desfasada entre os regressores. Os instrumentos utilizados consistem em valores desfasados das variáveis endógenas. Os resultados são robustos relativamente às diversas especificações. Observações = 100. As condições iniciais incluem o nível desfasado do saldo primário corrigido do ciclo e a constante.

A orientação ligeiramente contracíclica ou globalmente neutra prevalecente durante a fase expansionista antes da crise financeira não foi suficiente para constituir níveis adequados de reservas para a recessão seguinte.

Em termos do quadro de governação orçamental da UE, todos os países da UE precisam de atingir níveis da dívida sustentáveis, ao mesmo tempo assegurando que os seus orçamentos têm margem de manobra suficiente e uma margem de segurança contra o incumprimento das regras orçamentais da UE em caso de choques negativos³⁶. Durante o período expansionista muito longo antes das crises económica e financeira de 2008-2009, a área do euro não conseguiu constituir reservas orçamentais suficientes, por ter registado um saldo orçamental corrigido do ciclo persistentemente negativo (ou seja, o saldo orçamental global líquido da componente cíclica – ver Gráfico C). A área do euro entrou na crise com um saldo orçamental corrigido do ciclo de -2.8%. No período subsequente de 2008 a 2010, o saldo orçamental corrigido do ciclo voltou a deteriorar-se quase 3 pontos percentuais do PIB (atingindo -5.8% em 2010), e o rácio da dívida em relação ao PIB aumentou quase 20 pontos percentuais do PIB, de acordo com os dados da Comissão Europeia. Com base nesta experiência e dada a dívida antiga acumulada durante a dupla recessão, parecem existir boas razões para que os países da área do euro tirem partido das atuais condições económicas favoráveis para repor reservas orçamentais suficientes, em conformidade com o PEC. Neste contexto, convém relembrar a observação do

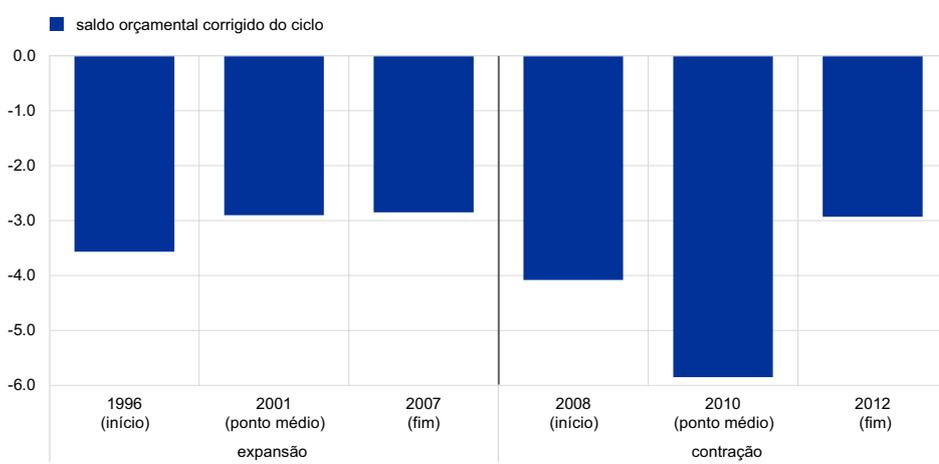
³⁶ Desde 2005, este requisito foi operacionalizado requerendo-se que os países convergissem no sentido do respetivo objetivo de médio prazo, isto é, o orçamento tem de ser equilibrado ou situar-se próximo do equilíbrio em termos estruturais. Como esta análise se inicia antes da introdução do saldo estrutural, o nível do saldo orçamental corrigido do ciclo no final de cada expansão é utilizado como uma aproximação do grau em que os países constituíram reservas orçamentais.

Eurogrupo em novembro de 2017 de que o ajustamento orçamental estrutural limitado esperado em 2018 em alguns Estados-Membros era motivo de preocupação, em particular quando associado a riscos de sustentabilidade elevados³⁷. O Eurogrupo convidou todos os Estados-Membros que, segundo a Comissão, estavam em risco de incumprimento dos requisitos do PEC, a considerarem de forma tempestiva as medidas orçamentais adicionais necessárias para assegurar a conformidade em 2018.

Gráfico C

Saldo orçamental corrigido do ciclo da área do euro na expansão e contração anteriores

(percentagem do PIB)



Fonte: Comissão Europeia.

Notas: Ver a nota do Gráfico A para a definição de expansão e contração. O ponto médio refere-se ao ano a meio do período de expansão e contração.

³⁷ Ver a caixa intitulada “Uma avaliação da análise dos projetos de planos orçamentais com base no exercício relativo a 2018”, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2017.

8 Avaliação de 2018 da Comissão Europeia relativa aos desequilíbrios macroeconómicos e aos progressos em matéria de reformas

Por Nico Zorell

A avaliação de 2018 da Comissão Europeia dos desequilíbrios macroeconómicos e dos progressos em matéria de reformas confirma que é necessário envidar mais esforços em muitos Estados-Membros da UE, com vista a promover o crescimento económico e a resiliência de forma mais sustentável.

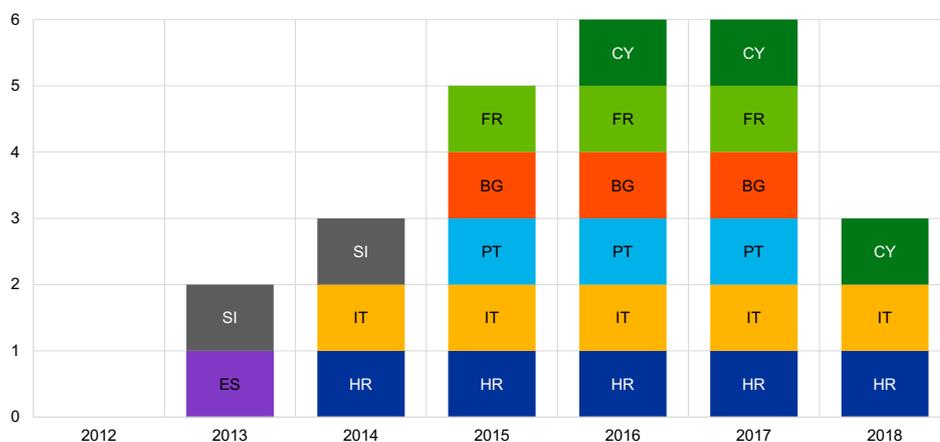
Publicada em 7 de março de 2018, a avaliação da Comissão é parte integrante do Semestre Europeu e do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM). O Semestre Europeu fornece um quadro para a coordenação das políticas económicas e orçamentais no conjunto da UE. Nesse quadro, o PDM visa impedir o surgimento de desequilíbrios macroeconómicos prejudiciais nos Estados-Membros da UE e assegurar a sua correção quando estes sejam avaliados como sendo excessivos. Após o exercício de análise conduzido todos os anos no outono, com base num painel de avaliação normalizado, a Comissão Europeia procede às apreciações aprofundadas dos países selecionados. Se forem identificados desequilíbrios, o Estado-Membro em causa é objeto de recomendações ao abrigo da vertente preventiva do PDM. No caso dos desequilíbrios avaliados como excessivos, a Comissão poderá acelerar o procedimento, iniciando o procedimento por desequilíbrio excessivo (PDE), mediante a elaboração de uma recomendação ao Conselho da União Europeia. A vertente corretiva do procedimento, implica que o Estado-Membro em questão tem de apresentar um plano de medidas corretivas e que podem ser impostas sanções financeiras.

A avaliação de 2018 da Comissão Europeia aponta para uma correção gradual dos desequilíbrios macroeconómicos nos vários Estados-Membros da UE.

O número de países identificados pela Comissão com afetados por desequilíbrios excessivos diminuiu pela primeira vez desde a introdução do PDM em 2011. Agora apenas três Estados-Membros (Croácia, Itália e Chipre) permanecem no grupo (ver Gráfico A). Nos últimos três anos, o grupo incluía também a Bulgária, França e Portugal. No entanto, após melhorias, estes países são agora avaliados pela Comissão como afetados por desequilíbrios (e não por desequilíbrios excessivos) (ver Quadro A). A mesma classificação continua a aplicar-se à Alemanha, Irlanda, Espanha, Países Baixos e Suécia, não obstante os progressos recentes na redução de alguns desequilíbrios nesses países. No caso da Eslovénia, a Comissão concluiu que os desequilíbrios identificados no ano passado já não se verificam. De um modo geral, a Comissão não encontrou provas de desequilíbrios macroeconómicos em 16 Estados-Membros, designadamente na Eslovénia e nos países não selecionados para uma apreciação aprofundada na primeira fase do PDM.

Gráfico A

Estados-Membros da UE avaliados como sendo afetados por desequilíbrios excessivos



Fonte: Comissão Europeia.

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

Quadro A

Conclusões da Comissão Europeia sobre o PDM de 2018

1) Sem desequilíbrios		2) Com desequilíbrios	3) Com desequilíbrios excessivos	4) Com desequilíbrios excessivos e aplicação da vertente corretiva (PDE)
BE	MT	BG	HR	-
CZ	AT	DE	IT	
DK	PL	IE	CY	
EE	RO	ES		
LV	SK	FR		
LT	SI	NL		
LU	FI	PT		
HU	UK	SE		

Fonte: Comissão Europeia.

Notas: Os quatro países destacados são os cuja classificação foi melhorada pela Comissão Europeia (passando de "com desequilíbrios excessivos" para "com desequilíbrios" ou de "com desequilíbrios" para "sem desequilíbrios"). A Grécia não é atualmente objeto de PDM, por estar sob um programa de ajustamento económico.

A recente melhoria dos desequilíbrios macroeconómicos foi parcialmente cíclica, impulsionada pela continuação da expansão económica na UE.

O dinamismo de crescimento mais forte apoiou direta e indiretamente a correção dos desequilíbrios. Diretamente, facilitou a desalavancagem das empresas e das famílias, bem como a descida do desemprego. Indiretamente, ajudou a reduzir os desequilíbrios em termos de *stocks*, normalmente expressos em relação ao produto nacional. Em resultado, o endividamento público, privado e externo continuou a diminuir na maioria dos Estados-Membros da UE. Além disso, o desemprego total (e, em particular, o desemprego entre os jovens) continuou a descer, beneficiando em alguns países das reformas do mercado de trabalho realizadas em anos anteriores.

Não obstante estas melhorias, a Comissão Europeia alertou explicitamente para os riscos resultantes dos desequilíbrios prevaletentes em termos de *stocks*. Mais especificamente, o endividamento público, privado e externo permanece muito acima dos seus níveis pré-crise em muitos Estados-Membros e é uma fonte de vulnerabilidade a choques adversos no futuro. Tal exige a continuação de uma monitorização rigorosa nos países objeto de PDM, mesmo quando esses países já não sejam avaliados como afetados por desequilíbrios excessivos.

As reformas estruturais são essenciais para aumentar o crescimento e a resiliência de forma sustentável, tendo, porém, o ritmo de implementação de reformas permanecido bastante limitado em muitos Estados-Membros da UE no ano transato. Essa é a conclusão retirada da avaliação anual pela Comissão Europeia da execução das recomendações específicas por país (REP). Uma REP proporciona orientações em matéria de políticas, adaptadas ao Estado-Membro da UE em questão, e abrange um período de cerca de 12 a 18 meses, incidindo sobre a forma de aumentar o crescimento económico e a resiliência, mantendo, ao mesmo tempo, finanças públicas sólidas. O atual conjunto de REP foi adotado pelo Conselho da União Europeia em julho de 2017. À semelhança do ano passado, a Comissão concluiu que, a grande maioria – mais de 90% – das recomendações de reforma foram seguidas de apenas “alguns” progressos ou progressos “limitados” em termos de execução, tendo apenas uma (de cerca de 80) das REP sido substancialmente executada e nenhuma plenamente executada (ver Quadro B). Não obstante a sua maior vulnerabilidade, os seis países identificados no ano transato como afetados por desequilíbrios excessivos não obtiveram, em média, taxas de execução significativamente mais elevadas do que o Estado-Membro da UE médio. É também o caso, em média, dos três países cuja classificação no PDM melhorou de “com desequilíbrios excessivos” para “com desequilíbrios” na avaliação de 2018 da Comissão.

Quadro B

Avaliação da Comissão Europeia da execução das REP de 2017

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
REP 1*	Progressos limitados	Não avaliada	Progressos limitados																									
REP 2	Progressos limitados																											
REP 3	Progressos limitados																											
REP 4	Progressos limitados																											
REP 5	Progressos limitados																											

Fonte: Comissão Europeia.

Notas: * A avaliação da REP 1 exclui o cumprimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento, o qual será avaliado pela Comissão Europeia na primavera de 2018. “Não avaliada” aplica-se nos casos em que a REP 1 diz respeito na maior parte ou exclusivamente ao Pacto de Estabilidade e Crescimento. A Grécia é objeto de um programa de ajustamento económico e, por conseguinte, não foi destinatária de qualquer REP.

A utilização plena e eficaz de todos os instrumentos disponíveis ao abrigo do PDM – incluindo a sua vertente corretiva – poderia ajudar a revigorar a agenda de reformas, dadas as atuais condições económicas favoráveis.

Apesar de ter identificado desequilíbrios excessivos em três países na sua avaliação de 2018, a Comissão Europeia não propôs a ativação do PDE (ou seja, a vertente corretiva do PDM). Enquanto a execução heterogénea das REP ilustra as dificuldades de melhorar a implementação de reformas utilizando a vertente preventiva do PDM, o procedimento da vertente corretiva oferece um processo bem-definido para garantir uma maior força de execução das reformas críticas no plano macroeconómico mais necessárias. Tal reveste-se de particular importância para os Estados-Membros mais vulneráveis, a fim de aumentar a respetiva resiliência e melhorar o funcionamento da União Económica e Monetária. Globalmente, o PDM têm funcionado melhor na identificação de desequilíbrios macroeconómicos do que na sua correção. A aplicação de todos os instrumentos – nomeadamente a ativação da vertente corretiva do procedimento para os países com desequilíbrios excessivos – poderia aumentar a eficácia do procedimento (essa aplicação é também solicitada de forma explícita pelos cinco Presidentes no seu relatório de 2015³⁸ e, mais recentemente, pelo Tribunal de Contas Europeu³⁹). Uma maior responsabilização pelos programas de reforma apresentados no âmbito do Semestre Europeu poderia igualmente ajudar a aumentar a eficácia do PDM.

³⁸ Juncker, J.-C. *et al.*, *Concluir a União Económica e Monetária Europeia*, junho de 2015.

³⁹ Tribunal de Contas Europeu, *Relatório Especial n.º 3: Auditoria do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM)*, 2018.

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	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China	Por memória: área do euro	Países da OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IHPC)	Japão	China	Por memória: área do euro ²⁾ (IHPC)	
							Total	excluindo produtos alimentares e energéticos						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2015	3.5	2.9	2.3	1.4	6.9	2.1	0.6	1.7	0.1	0.0	0.8	1.4	0.0	
2016	3.2	1.5	1.9	0.9	6.7	1.8	1.1	1.8	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2	
2017	.	2.3	1.7	1.6	6.9	2.3	2.3	1.8	2.1	2.7	0.5	1.6	1.5	
2017 T1	0.9	0.3	0.2	0.3	1.4	0.6	2.4	1.8	2.5	2.1	0.3	1.4	1.8	
T2	1.0	0.8	0.3	0.6	1.9	0.7	2.1	1.8	1.9	2.7	0.4	1.4	1.5	
T3	1.0	0.8	0.5	0.6	1.8	0.7	2.2	1.8	2.0	2.8	0.6	1.6	1.4	
T4	.	0.6	0.4	0.1	1.6	0.6	2.3	1.9	2.1	3.0	0.6	1.8	1.4	
2017 Set.	-	-	-	-	-	-	2.3	1.8	2.2	3.0	0.7	1.6	1.5	
Out.	-	-	-	-	-	-	2.2	1.9	2.0	3.0	0.2	1.9	1.4	
Nov.	-	-	-	-	-	-	2.4	1.8	2.2	3.1	0.6	1.7	1.5	
Dez.	-	-	-	-	-	-	2.3	1.9	2.1	3.0	1.0	1.8	1.4	
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	2.1	3.0	1.4	1.5	1.3	
Fev. ³⁾	-	-	-	-	-	-	1.2	

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

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

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

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

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

	Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão; c.s.)									Importações de mercadorias ¹⁾		
	Índice de Gestores de Compras 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	
2015	53.1	55.8	56.2	51.4	50.4	53.8	51.8	53.7	50.4	1.1	3.6	-0.5
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.8	52.0	50.2	1.0	1.1	1.0
2017	53.3	54.3	54.7	52.5	51.8	56.4	53.9	53.8	52.8	5.2	3.1	6.6
2017 T1	53.3	54.3	54.6	52.5	52.3	55.6	53.4	53.2	51.9	1.9	1.1	2.3
T2	53.1	53.6	54.8	53.0	51.3	56.6	52.5	53.2	51.6	0.3	1.6	-0.6
T3	53.3	54.9	54.1	51.8	51.9	56.0	52.7	53.5	51.9	1.6	1.0	2.0
T4	53.4	54.6	55.2	52.6	51.9	57.2	53.5	53.4	52.1	1.4	1.6	1.3
2017 Set.	53.2	54.8	54.1	51.7	51.4	56.7	52.9	53.3	51.5	1.6	1.0	2.0
Out.	53.6	55.2	55.8	53.4	51.0	56.0	52.7	53.9	51.7	0.8	0.3	1.1
Nov.	53.2	54.5	55.0	52.2	51.6	57.5	53.7	53.1	52.2	1.2	0.8	1.5
Dez.	53.4	54.1	54.9	52.2	53.0	58.1	54.3	53.1	52.5	1.4	1.6	1.3
2018 Jan.	53.6	53.8	53.4	52.8	53.7	58.8	54.6	53.2	53.2	.	.	.
Fev. ³⁾	54.3	55.8	54.5	52.2	53.3	57.1	53.9	54.5	52.5	.	.	.

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
2015	-0.11	-0.07	-0.02	0.05	0.17	0.32	0.09
2016	-0.32	-0.34	-0.26	-0.17	-0.03	0.74	-0.02
2017	-0.35	-0.37	-0.33	-0.26	-0.15	1.26	-0.02
2017 Ago.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.16	1.31	-0.03
Set.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.17	1.32	-0.03
Out.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.18	1.36	-0.04
Nov.	-0.35	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.43	-0.03
Dez.	-0.34	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.60	-0.02
2018 Jan.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.73	-0.03
Fev.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.87	-0.06

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
2015	-0.45	-0.40	-0.35	0.02	0.77	1.17	1.66	1.68	-0.35	-0.22	0.82	1.98
2016	-0.93	-0.82	-0.80	-0.47	0.26	1.08	1.63	1.17	-0.78	-0.75	0.35	1.35
2017	-0.78	-0.74	-0.64	-0.17	0.52	1.26	0.67	0.83	-0.66	-0.39	0.66	1.56
2017 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
Set.	-0.76	-0.75	-0.70	-0.26	0.52	1.27	1.04	0.98	-0.73	-0.54	0.65	1.68
Out.	-0.79	-0.79	-0.74	-0.32	0.44	1.23	0.95	0.87	-0.78	-0.60	0.55	1.61
Nov.	-0.78	-0.76	-0.70	-0.28	0.44	1.20	0.79	0.88	-0.73	-0.52	0.56	1.52
Dez.	-0.78	-0.74	-0.64	-0.17	0.52	1.26	0.67	0.83	-0.66	-0.39	0.66	1.56
2018 Jan.	-0.63	-0.64	-0.52	0.05	0.71	1.35	0.81	1.07	-0.59	-0.21	0.96	1.60
Fev.	-0.66	-0.68	-0.57	0.01	0.71	1.39	0.80	0.81	-0.64	-0.26	0.96	1.65

Fonte: BCE.

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

2) Cálculos do BCE com base em dados subjacentes fornecidos pelo EuroMTS e notações fornecidas pela Fitch Ratings.

2.3 Índices bolsistas

(níveis dos índices em pontos; médias do período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japão
	De referência		Índices dos principais setores										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice alargado	50	Matérias-primas	Serviços de consumo	Bens de consumo	Petróleo e gás	Financiamentos	Industriais	Tecnologias	Serviços básicos	Telecomunicações	Cuidados de saúde	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2015	356.2	3 444.1	717.4	261.9	628.2	299.9	189.8	500.6	373.2	278.0	377.7	821.3	2 061.1	19 203.8
2016	321.6	3 003.7	620.7	250.9	600.1	278.9	148.7	496.0	375.8	248.6	326.9	770.9	2 094.7	16 920.5
2017	376.9	3 491.0	757.3	268.6	690.4	307.9	182.3	605.5	468.4	272.7	339.2	876.3	2 449.1	20 209.0
2017 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
Set.	380.7	3 507.1	750.1	261.2	701.2	298.1	185.9	615.8	480.3	288.2	331.8	883.8	2 492.8	19 924.4
Out.	391.7	3 614.7	791.0	267.8	724.9	306.3	190.2	636.2	501.1	290.1	330.9	895.9	2 557.0	21 267.5
Nov.	391.7	3 601.4	802.3	269.2	727.7	315.4	188.3	640.6	508.6	294.8	317.3	854.9	2 593.6	22 525.1
Dez.	389.7	3 564.7	796.2	274.9	719.0	313.5	189.1	641.2	491.3	291.3	316.1	839.7	2 664.3	22 769.9
2018 Jan.	398.4	3 612.2	822.3	276.1	731.7	323.4	196.3	661.2	504.6	284.9	312.6	848.1	2 789.8	23 712.2
Fev.	380.6	3 426.7	783.7	264.7	703.6	306.9	190.1	629.7	488.3	263.2	291.3	792.0	2 705.2	21 991.7

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

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

	Depósitos				Empréstimos renováveis e descobertos	Crédito renovado de cartão de crédito	Crédito ao consumo			Empréstimos a empresas individuais e sociedades irregulares	Crédito à habitação				Indicador compósito 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			TAEG ³⁾	Indicador compósito do custo dos empréstimos				
			Até 2 anos	Superior a 2 anos					Taxa variável e até 1 ano		Superior a 1 ano			Superior a 5 anos		Superior a 10 anos	
																	1
2017	Fev.	0.07	0.48	0.40	0.77	6.38	16.69	5.09	5.72	6.17	2.42	1.77	1.89	1.84	1.81	2.29	1.85
	Mar.	0.06	0.47	0.40	0.74	6.38	16.70	4.99	5.62	6.08	2.41	1.74	1.88	1.85	1.81	2.25	1.85
	Abr.	0.06	0.47	0.39	0.73	6.33	16.70	4.83	5.58	5.96	2.39	1.73	1.89	1.91	1.85	2.26	1.87
	Mai	0.06	0.46	0.39	0.81	6.32	16.70	5.09	5.78	6.22	2.46	1.73	1.90	1.90	1.87	2.23	1.87
	Jun.	0.05	0.46	0.38	0.77	6.30	16.82	4.68	5.74	6.19	2.43	1.69	1.89	1.91	1.89	2.22	1.87
	Jul.	0.05	0.45	0.38	0.76	6.26	16.81	4.95	5.84	6.28	2.38	1.75	1.91	1.90	1.90	2.22	1.88
	Ago.	0.05	0.44	0.35	0.75	6.23	16.80	5.33	5.89	6.34	2.38	1.75	2.00	1.92	1.94	2.21	1.91
	Set.	0.05	0.45	0.35	0.74	6.27	16.80	5.07	5.71	6.21	2.37	1.70	1.93	1.96	1.96	2.20	1.89
	Out.	0.05	0.44	0.35	0.75	6.23	16.80	4.92	5.68	6.15	2.43	1.68	1.91	1.93	1.96	2.18	1.88
	Nov.	0.05	0.45	0.33	0.75	6.21	16.80	4.73	5.69	6.14	2.38	1.67	1.92	1.95	1.94	2.17	1.87
	Dez.	0.05	0.44	0.33	0.73	6.09	16.84	4.47	5.39	5.80	2.31	1.69	1.86	1.92	1.87	2.15	1.83
2018	Jan. ^(p)	0.04	0.44	0.35	0.72	6.15	16.88	5.07	6.02	6.45	2.30	1.67	1.87	1.92	1.90	2.14	1.87

Fonte: BCE.

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

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

	Depósitos			Empréstimos renováveis e descobertos	Outros empréstimos por dimensão e período de fixação inicial de taxa									Indicador compósito do custo dos empréstimos	
	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		
															1
2017	Fev.	0.06	0.10	0.53	2.63	2.57	2.79	2.36	1.77	1.76	1.71	1.18	1.32	1.53	1.76
	Mar.	0.06	0.08	0.58	2.58	2.51	2.79	2.36	1.76	1.79	1.72	1.30	1.63	1.57	1.82
	Abr.	0.05	0.10	0.40	2.55	2.54	2.68	2.35	1.79	1.78	1.71	1.34	1.50	1.64	1.81
	Mai	0.05	0.10	0.43	2.51	2.49	2.77	2.38	1.76	1.73	1.72	1.20	1.47	1.63	1.76
	Jun.	0.05	0.06	0.43	2.50	2.46	2.68	2.34	1.74	1.71	1.67	1.27	1.42	1.55	1.76
	Jul.	0.05	0.11	0.35	2.45	2.45	2.76	2.36	1.74	1.75	1.72	1.23	1.33	1.66	1.74
	Ago.	0.04	0.10	0.36	2.43	2.49	2.71	2.41	1.74	1.78	1.78	1.24	1.44	1.58	1.75
	Set.	0.04	0.07	0.44	2.42	2.44	2.73	2.39	1.71	1.68	1.73	1.19	1.46	1.58	1.73
	Out.	0.04	0.11	0.40	2.39	2.39	2.69	2.36	1.70	1.66	1.70	1.23	1.35	1.60	1.73
	Nov.	0.04	0.08	0.30	2.36	2.43	2.60	2.35	1.70	1.61	1.69	1.23	1.32	1.56	1.72
	Dez.	0.04	0.06	0.32	2.35	2.40	2.45	2.29	1.70	1.66	1.66	1.34	1.27	1.52	1.71
2018	Jan. ^(p)	0.04	0.06	0.47	2.35	2.39	2.51	2.33	1.65	1.61	1.73	1.11	1.38	1.61	1.67

Fonte: BCE.

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

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	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017 Jul.	1 296	515	152	.	87	477	66	386	177	57	.	44	77	32
Ago.	1 302	516	155	.	85	474	72	359	169	57	.	29	80	25
Set.	1 314	530	161	.	81	478	65	378	162	69	.	37	82	29
Out.	1 287	529	156	.	84	457	62	372	175	45	.	41	74	36
Nov.	1 276	527	148	.	80	460	61	344	159	38	.	34	87	25
Dez.	1 222	519	138	.	70	439	57	285	137	33	.	30	55	29
Longo prazo														
2014	15 129	4 048	3 161	.	993	6 285	643	226	65	49	.	16	86	10
2015	15 247	3 785	3 288	.	1 056	6 481	637	217	68	47	.	13	81	9
2016	15 399	3 695	3 235	.	1 185	6 643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017 Jul.	15 400	3 616	3 237	.	1 152	6 762	633	269	74	93	.	22	76	4
Ago.	15 326	3 590	3 178	.	1 148	6 776	634	127	29	35	.	3	54	5
Set.	15 364	3 568	3 181	.	1 176	6 804	634	233	56	64	.	17	90	5
Out.	15 338	3 579	3 160	.	1 182	6 777	640	242	76	50	.	21	85	10
Nov.	15 369	3 595	3 125	.	1 187	6 819	643	222	55	56	.	23	79	8
Dez.	15 343	3 560	3 135	.	1 187	6 819	642	198	52	72	.	14	54	6

Fonte: BCE.

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

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

(EUR mil milhões; variações em percentagem)

	Títulos de dívida							Ações cotadas			
	Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM	Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Sociedades de titularização	Administração central	Outras administrações públicas				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo											
2014	16 449.3	4 590.6	3 291.5	.	1 051.5	6 822.7	693.0	6 016.3	591.3	850.5	4 574.6
2015	16 516.5	4 301.8	3 435.1	.	1 117.9	6 959.2	702.4	6 814.3	584.3	985.2	5 244.9
2016	16 639.8	4 213.3	3 371.1	.	1 243.8	7 108.1	703.5	7 089.5	537.6	1 097.8	5 454.1
2017 Jul.	16 696.1	4 130.2	3 389.2	.	1 239.2	7 238.8	698.8	7 718.2	663.1	1 197.5	5 857.6
Ago.	16 627.8	4 105.8	3 333.3	.	1 233.0	7 250.5	705.2	7 638.4	630.8	1 174.6	5 832.9
Set.	16 678.6	4 098.0	3 341.8	.	1 257.2	7 282.0	699.6	7 937.7	657.7	1 237.3	6 042.6
Out.	16 625.6	4 108.4	3 315.2	.	1 265.8	7 233.9	702.3	8 168.2	649.6	1 301.3	6 217.3
Nov.	16 644.9	4 121.8	3 272.5	.	1 267.3	7 279.9	703.5	8 010.7	638.4	1 257.5	6 114.8
Dez.	16 565.9	4 078.8	3 273.3	.	1 256.4	7 257.5	699.8	7 959.5	628.5	1 251.2	6 079.8
Taxa de crescimento											
2014	-0.6	-8.0	1.1	.	5.3	3.2	1.1	1.5	7.2	1.9	0.7
2015	0.3	-7.0	5.7	.	4.7	1.8	0.6	1.1	4.2	1.6	0.6
2016	0.3	-3.0	-1.7	.	7.5	2.1	-0.1	0.5	1.2	0.9	0.4
2017 Jul.	1.8	-1.1	3.6	.	9.5	1.8	-0.9	0.8	6.1	1.4	0.1
Ago.	1.6	-1.5	2.2	.	9.2	2.0	-0.3	0.8	6.1	1.4	0.2
Set.	1.4	-1.5	1.3	.	7.7	2.3	-0.4	0.9	6.1	2.0	0.2
Out.	1.0	-1.0	-0.5	.	7.3	1.9	-0.4	0.9	6.0	2.8	0.1
Nov.	1.1	-0.8	-0.2	.	6.6	1.8	0.4	1.0	6.1	2.8	0.1
Dez.	1.2	-0.6	0.0	.	6.4	2.1	0.5	1.1	6.1	2.8	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	
2015	91.7	87.6	88.6	82.8	80.7	88.3	105.7	86.9	
2016	94.4	89.5	90.8	84.9	80.0	89.5	109.7	89.2	
2017	96.6	91.4	92.0	.	.	.	112.0	90.5	
2017 T1	93.8	89.1	89.6	83.4	79.5	88.3	108.6	88.1	
T2	95.3	90.3	91.0	84.7	79.1	89.3	110.1	89.0	
T3	98.6	93.2	93.8	87.7	81.3	92.1	114.5	92.3	
T4	98.6	93.1	93.5	.	.	.	115.0	92.5	
2017 Set.	99.0	93.6	94.0	-	-	-	115.0	92.7	
Out.	98.6	93.1	93.6	-	-	-	114.8	92.4	
Nov.	98.5	93.0	93.4	-	-	-	115.0	92.5	
Dez.	98.8	93.3	93.6	-	-	-	115.3	92.6	
2018 Jan.	99.4	93.9	93.9	-	-	-	116.1	93.2	
Fev.	99.6	93.9	93.9	-	-	-	117.3	94.1	
				<i>Varição (%) face ao mês anterior</i>					
2018 Fev.	0.2	0.1	0.0	-	-	-	1.0	0.9	
				<i>Varição (%) face ao ano anterior</i>					
2018 Fev.	6.6	5.7	5.1	-	-	-	8.5	7.2	

Fonte: BCE.

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

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

2.9 Taxas de câmbio bilaterais

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

	Renminbi da China 1	Kuna da Croácia 2	Coroa checa 3	Coroa dinamar- quesa 4	Forint da Hungria 5	Iene do Japão 6	Zlótí da Polónia 7	Libra esterlina 8	Leu da Roménia 9	Coroa sueca 10	Franco suíço 11	Dólar dos Estados Unidos 12
2015	6.973	7.614	27.279	7.459	309.996	134.314	4.184	0.726	4.4454	9.353	1.068	1.110
2016	7.352	7.533	27.034	7.445	311.438	120.197	4.363	0.819	4.4904	9.469	1.090	1.107
2017	7.629	7.464	26.326	7.439	309.193	126.711	4.257	0.877	4.5688	9.635	1.112	1.130
2017 T1	7.335	7.467	27.021	7.435	309.095	121.014	4.321	0.860	4.5217	9.506	1.069	1.065
T2	7.560	7.430	26.535	7.438	309.764	122.584	4.215	0.861	4.5532	9.692	1.084	1.102
T3	7.834	7.426	26.085	7.438	306.418	130.349	4.258	0.898	4.5822	9.557	1.131	1.175
T4	7.789	7.533	25.650	7.443	311.597	132.897	4.232	0.887	4.6189	9.793	1.162	1.177
2017 Set.	7.826	7.464	26.075	7.440	308.368	131.924	4.269	0.895	4.5992	9.533	1.147	1.191
Out.	7.789	7.509	25.766	7.443	309.951	132.763	4.263	0.891	4.5895	9.614	1.155	1.176
Nov.	7.772	7.551	25.538	7.442	311.891	132.392	4.227	0.888	4.6347	9.848	1.164	1.174
Dez.	7.807	7.539	25.645	7.443	313.163	133.638	4.203	0.883	4.6348	9.937	1.169	1.184
2018 Jan.	7.840	7.436	25.452	7.445	309.269	135.255	4.163	0.883	4.6491	9.820	1.172	1.220
Fev.	7.807	7.440	25.320	7.446	311.735	133.293	4.165	0.884	4.6559	9.938	1.154	1.235
							<i>Varição (%) face ao mês anterior</i>					
2018 Fev.	-0.4	0.1	-0.5	0.0	0.8	-1.5	0.1	0.1	0.1	1.2	-1.5	1.2
							<i>Varição (%) face ao ano anterior</i>					
2018 Fev.	6.7	-0.1	-6.3	0.1	1.0	10.9	-3.3	3.7	3.2	4.9	8.3	16.0

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 T4	23 995.3	24 798.1	-802.8	10 690.9	8 633.5	7 864.0	10 583.9	-56.3	4 789.0	5 580.6	707.6	13 795.5
2017 T1	25 224.7	25 780.6	-555.9	11 113.0	8 955.8	8 256.5	10 868.6	-61.5	5 190.3	5 956.2	726.6	14 252.2
T2	24 681.2	25 242.2	-560.9	10 845.7	8 841.2	8 198.2	10 636.9	-46.7	5 001.4	5 764.1	682.7	13 826.2
T3	24 507.7	25 014.4	-506.8	10 552.7	8 562.7	8 354.3	10 665.4	-58.8	4 984.6	5 786.3	674.8	13 700.9
Saldos em percentagem do PIB												
2017 T3	221.5	226.1	-4.6	95.4	77.4	75.5	96.4	-0.5	45.1	52.3	6.1	123.8
Transações												
2017 T1	655.0	585.6	69.4	204.8	206.7	174.8	75.5	23.2	254.6	303.4	-2.3	-
T2	195.6	133.2	62.4	27.2	18.4	171.4	145.4	-2.3	0.9	-30.6	-1.6	-
T3	91.2	-71.1	162.2	-139.9	-155.8	190.9	42.5	-10.7	50.2	42.2	0.5	-
T4	38.0	-80.5	118.5	-2.8	19.5	85.2	-26.1	-1.1	-45.3	-73.9	2.0	-
2017 Jul.	-2.1	-58.8	56.7	-163.0	-168.4	68.4	39.7	-2.7	100.4	69.9	-5.2	-
Ago.	61.8	24.3	37.5	9.6	17.2	73.9	-16.1	-5.1	-15.9	23.2	-0.7	-
Set.	31.4	-36.6	68.0	13.5	-4.5	48.7	18.9	-2.9	-34.2	-50.9	6.4	-
Out.	183.2	145.9	37.3	33.2	4.9	22.9	-23.8	-0.2	130.0	164.7	-2.7	-
Nov.	58.5	22.9	35.6	-0.4	16.8	50.9	18.1	0.5	1.1	-12.0	6.3	-
Dez.	-203.6	-249.2	45.6	-35.6	-2.1	11.5	-20.5	-1.4	-176.4	-226.6	-1.6	-
Transações acumuladas de 12 meses												
2017 Dez.	979.8	567.3	412.6	89.4	88.8	622.3	237.4	9.0	260.4	241.1	-1.3	-
Transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB												
2017 Dez.	8.8	5.1	3.7	0.8	0.8	5.6	2.1	0.1	2.3	2.2	0.0	-

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								Saldo externo ¹⁾			
		Total	Procura interna						Varição de existências ²⁾	Total	Exportações ¹⁾	Importações ¹⁾	
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo								
					Construção - total	Máquinas - total	Produtos de propriedade intelectual						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)													
2015		10 515.6	10 030.7	5 753.8	2 169.4	2 078.3	1 016.3	638.3	418.0	29.3	484.9	4 847.0	4 362.1
2016		10 789.7	10 312.7	5 891.5	2 220.1	2 190.4	1 052.1	674.9	457.8	10.7	477.0	4 937.2	4 460.2
2017		11 165.5	10 674.8	6 073.2	2 272.4	2 298.0	1 112.1	712.7	467.8	31.2	490.6	5 276.5	4 785.9
2017	T1	2 748.2	2 632.1	1 504.4	562.3	560.7	273.2	172.2	113.9	4.8	116.2	1 296.8	1 180.6
	T2	2 781.3	2 662.8	1 515.3	565.9	572.1	275.9	175.2	119.7	9.4	118.5	1 308.9	1 190.3
	T3	2 809.6	2 677.0	1 522.2	570.1	572.8	279.8	179.6	111.9	12.0	132.6	1 325.4	1 192.9
	T4	2 834.0	2 693.5	1 531.8	574.0	580.5	283.9	182.1	113.0	7.2	140.6	1 357.0	1 216.5
<i>em percentagem do PIB</i>													
2017		100.0	95.6	54.4	20.4	20.6	10.0	6.4	4.2	0.3	4.4	-	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)													
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>													
2017	T1	0.6	0.1	0.5	0.2	0.2	1.4	0.7	-3.5	-	-	1.3	0.2
	T2	0.7	1.0	0.5	0.4	1.7	0.5	1.6	4.9	-	-	1.2	1.8
	T3	0.7	0.2	0.3	0.4	-0.2	0.9	2.4	-6.7	-	-	1.6	0.6
	T4	0.6	0.2	0.2	0.3	0.9	0.7	1.3	0.6	-	-	1.9	1.1
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2015		2.1	2.0	1.8	1.3	3.3	0.5	5.4	7.2	-	-	6.4	6.7
2016		1.8	2.4	2.0	1.8	4.6	2.5	5.5	8.4	-	-	3.4	4.8
2017		2.3	2.0	1.6	1.2	3.5	3.3	5.2	1.4	-	-	4.9	4.4
2017	T1	2.1	1.9	1.6	1.0	4.1	3.3	3.6	7.0	-	-	4.7	4.7
	T2	2.4	2.3	1.9	1.1	3.4	4.0	4.3	1.1	-	-	4.5	4.5
	T3	2.7	2.0	1.9	1.3	2.4	3.3	5.8	-4.3	-	-	5.8	4.4
	T4	2.7	1.5	1.5	1.4	2.5	3.6	6.2	-5.0	-	-	6.1	3.7
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do PIB; pontos percentuais</i>													
2017	T1	0.6	0.1	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.5	-	-
	T2	0.7	0.9	0.3	0.1	0.4	0.0	0.1	0.2	0.2	-0.2	-	-
	T3	0.7	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.2	-0.3	0.0	0.5	-	-
	T4	0.6	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.2	0.4	-	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do PIB; pontos percentuais</i>													
2015		2.1	2.0	1.0	0.3	0.6	0.0	0.3	0.3	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	-	-
2017		2.3	1.9	0.9	0.2	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	0.4	-	-
2017	T1	2.1	1.8	0.9	0.2	0.8	0.3	0.2	0.3	-0.1	0.2	-	-
	T2	2.4	2.2	1.0	0.2	0.7	0.4	0.3	0.0	0.3	0.2	-	-
	T3	2.7	1.9	1.0	0.3	0.5	0.3	0.4	-0.2	0.1	0.8	-	-
	T4	2.7	1.4	0.8	0.3	0.5	0.3	0.4	-0.2	-0.2	1.3	-	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

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

3 Atividade económica

3.2 Valor acrescentado por atividade económica

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

	Valor acrescentado bruto (preços de base)											Impostos líquidos de subsídios sobre produtos
	Total	Agricultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Construção	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração	Informação e comunicação	Atividades financeiras e de seguros	Atividades imobiliárias	Serviços profissionais, empresariais e de apoio	Administração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)												
2015	9 443.4	153.9	1 900.3	468.6	1 782.2	433.1	464.0	1 073.1	1 026.1	1 811.6	330.4	1 072.2
2016	9 680.3	151.6	1 936.9	489.1	1 830.9	451.3	454.0	1 100.6	1 071.0	1 857.5	337.5	1 109.4
2017	10 010.5	164.4	2 001.8	513.5	1 906.9	467.5	451.8	1 132.1	1 121.5	1 905.6	345.3	1 155.0
2017 T1	2 464.5	40.5	490.8	125.8	469.1	115.1	112.7	279.7	275.0	470.6	85.2	283.7
T2	2 493.8	40.8	498.2	127.9	476.1	116.7	112.7	282.0	278.9	474.5	86.0	287.5
T3	2 519.6	41.3	504.6	129.5	479.6	117.8	113.6	284.6	283.0	478.8	86.9	290.1
T4	2 540.6	41.9	510.9	131.5	483.5	118.6	112.9	286.0	285.9	482.1	87.4	293.4
<i>percentagem do valor acrescentado</i>												
2017	100.0	1.6	20.0	5.1	19.0	4.7	4.5	11.3	11.2	19.0	3.4	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2017 T1	0.7	1.6	0.0	1.3	1.3	1.2	-0.1	0.5	1.5	0.2	0.1	0.4
T2	0.7	0.0	1.1	0.9	0.7	0.9	0.6	0.2	1.0	0.5	0.4	0.9
T3	0.7	0.2	1.5	0.4	0.4	1.3	0.1	0.5	0.8	0.5	0.7	0.3
T4	0.6	0.3	1.2	1.1	0.6	0.7	0.2	0.3	0.8	0.3	0.2	0.4
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2015	1.9	3.1	3.9	0.4	1.8	3.3	-0.3	0.7	2.9	0.9	1.1	3.3
2016	1.7	-1.2	1.9	1.7	2.0	2.9	0.2	1.0	2.8	1.3	1.2	2.8
2017	2.3	1.0	2.8	2.6	2.9	4.4	0.1	1.4	3.5	1.3	1.0	2.6
2017 T1	2.0	0.5	1.8	2.4	2.8	4.9	-0.5	1.2	3.5	1.1	0.8	2.6
T2	2.4	0.4	3.0	3.1	3.3	5.1	0.1	1.2	3.1	1.3	0.8	3.0
T3	2.7	0.9	3.9	3.0	3.3	4.5	0.3	1.6	4.0	1.5	1.3	2.6
T4	2.7	2.1	3.8	3.7	3.1	4.2	0.9	1.6	4.0	1.4	1.4	2.0
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2017 T1	0.7	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	-
T2	0.7	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
T3	0.7	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-
T4	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>												
2015	1.9	0.1	0.8	0.0	0.3	0.2	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	-
2017	2.3	0.0	0.6	0.1	0.5	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	0.0	-
2017 T1	2.0	0.0	0.4	0.1	0.5	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
T2	2.4	0.0	0.6	0.2	0.6	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
T3	2.7	0.0	0.8	0.2	0.6	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	0.0	-
T4	2.7	0.0	0.8	0.2	0.6	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	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	85.0	15.0	3.4	15.0	6.1	24.7	2.7	2.7	1.0	13.1	24.3	7.1
2015	100.0	85.2	14.8	3.3	14.9	6.0	24.8	2.7	2.6	1.0	13.3	24.3	7.1
2016	100.0	85.5	14.5	3.2	14.8	5.9	24.9	2.8	2.6	1.0	13.5	24.3	7.0
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2014	0.6	0.7	0.1	0.1	-0.4	-1.3	0.7	0.7	-0.9	0.2	2.3	1.0	0.7
2015	1.0	1.2	-0.3	-1.2	0.2	0.0	1.3	1.4	-0.2	1.4	2.8	1.0	0.5
2016	1.3	1.6	-0.3	-0.5	0.6	-0.2	1.7	2.4	0.0	1.9	2.8	1.3	1.1
2016 T4	1.3	1.6	-0.1	0.1	0.6	0.4	1.7	2.6	0.0	2.6	2.8	1.3	0.5
2017 T1	1.6	1.8	0.2	1.0	0.8	1.5	1.7	3.2	-0.5	1.9	3.2	1.2	1.1
T2	1.6	2.0	-0.3	0.6	1.1	1.5	1.8	3.4	-0.8	2.0	3.3	1.1	1.8
T3	1.7	2.0	-0.1	-0.2	1.3	2.2	2.0	3.1	-0.9	2.0	3.2	1.1	2.0
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	12.8	22.0	6.3
2015	100.0	80.5	19.5	4.3	15.5	6.8	25.6	2.9	2.7	1.0	13.0	22.0	6.3
2016	100.0	80.8	19.2	4.2	15.4	6.7	25.7	2.9	2.7	1.0	13.2	22.0	6.2
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2014	0.6	0.8	-0.4	-0.3	-0.1	-0.9	0.4	0.6	-1.0	0.0	2.4	1.2	0.1
2015	1.1	1.4	-0.2	-0.3	0.6	0.6	0.9	2.4	-0.1	1.8	2.9	1.0	0.8
2016	1.2	1.6	-0.1	-0.4	0.7	-0.1	1.6	1.9	0.6	2.1	2.8	1.0	0.9
2016 T4	1.0	1.4	-0.3	-1.1	0.8	0.0	1.3	2.0	0.2	2.4	2.5	0.9	0.1
2017 T1	1.3	1.7	-0.4	-0.6	1.0	1.6	1.3	2.9	-0.2	2.3	2.9	0.9	1.1
T2	1.5	1.9	-0.2	-0.5	1.4	1.7	1.7	3.1	-1.4	1.8	2.8	1.0	1.7
T3	1.8	2.2	0.0	-0.2	1.7	2.4	2.0	2.5	-0.8	2.0	3.1	1.0	2.3
Horas trabalhadas por pessoa empregada													
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2014	0.0	0.1	-0.5	-0.4	0.3	0.4	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	0.1	0.3	-0.5
2015	0.1	0.1	0.1	0.9	0.3	0.5	-0.4	1.0	0.1	0.3	0.1	0.0	0.3
2016	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.2	-0.4	0.6	0.2	0.0	-0.2	-0.1
2016 T4	-0.3	-0.2	-0.2	-1.1	0.2	-0.4	-0.4	-0.6	0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.3
2017 T1	-0.3	-0.1	-0.6	-1.6	0.2	0.1	-0.4	-0.3	0.2	0.4	-0.3	-0.3	0.0
T2	-0.1	-0.1	0.1	-1.1	0.3	0.2	0.0	-0.4	-0.6	-0.2	-0.4	-0.1	-0.1
T3	0.1	0.2	0.1	0.0	0.5	0.2	0.1	-0.6	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.3

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

3 Atividade económica

3.4 População ativa, desemprego e ofertas de emprego

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	População ativa, milhões ¹⁾	Subemprego, % da população ativa ¹⁾	Desemprego										Taxa de oferta de emprego ²⁾	
			Total		Desemprego de longa duração, % da população ativa ¹⁾	Por idade				Por sexo				
			Milhões	% da população ativa		Adultos		Jovens		Homens		Mulheres		
						Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões		% da população ativa
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% do total em 2016			100.0			81.7		18.3		52.2		47.8		
2015	160.600	4.6	17.472	10.9	5.6	14.305	9.8	3.167	22.3	9.263	10.7	8.208	11.1	1.5
2016	161.877	4.3	16.252	10.0	5.0	13.290	9.0	2.962	20.9	8.483	9.7	7.770	10.4	1.7
2017	.	.	14.773	9.1	.	12.096	8.1	2.677	18.8	7.648	8.7	7.125	9.5	1.9
2017 T1	161.635	4.3	15.384	9.5	4.8	12.611	8.5	2.773	19.6	7.960	9.1	7.424	9.9	1.9
T2	162.214	4.2	14.862	9.1	4.5	12.159	8.2	2.703	19.1	7.688	8.8	7.174	9.6	1.9
T3	163.330	4.0	14.602	9.0	4.2	11.957	8.0	2.645	18.6	7.574	8.6	7.028	9.3	1.9
T4	.	.	14.243	8.7	.	11.657	7.8	2.585	18.1	7.368	8.4	6.875	9.1	2.0
2017 Ago.	-	-	14.607	9.0	-	11.961	8.0	2.646	18.5	7.590	8.7	7.017	9.3	-
Set.	-	-	14.487	8.9	-	11.846	8.0	2.641	18.5	7.502	8.5	6.985	9.3	-
Out.	-	-	14.364	8.8	-	11.743	7.9	2.621	18.3	7.431	8.5	6.933	9.2	-
Nov.	-	-	14.243	8.7	-	11.662	7.8	2.581	18.1	7.362	8.4	6.881	9.1	-
Dez.	-	-	14.121	8.6	-	11.567	7.8	2.554	17.9	7.311	8.3	6.810	9.0	-
2018 Jan.	-	-	14.111	8.6	-	11.577	7.8	2.535	17.7	7.312	8.3	6.799	9.0	-

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 ¹⁾	100.0	86.0	33.6	29.2	22.5	14.7	100.0	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0
taxas de variação homólogas (%)													
2015	2.1	2.4	1.0	3.6	2.6	0.8	-0.9	3.6	3.0	1.7	4.0	2.4	8.8
2016	1.5	1.6	1.9	1.7	1.2	0.2	2.2	0.3	1.6	1.0	2.2	1.4	7.2
2017	3.0	3.2	4.1	3.6	1.6	0.8	2.6	7.7	2.4	1.5	3.3	1.0	5.6
2017 T1	1.3	1.2	2.2	1.3	-0.5	1.9	1.9	5.5	2.1	1.3	2.7	1.9	4.8
T2	2.7	2.8	3.8	2.4	1.7	1.6	3.6	6.7	2.7	2.4	3.3	1.6	6.0
T3	3.7	4.0	4.9	4.7	2.0	0.6	3.0	9.1	2.6	1.4	4.1	0.4	5.5
T4	4.2	5.0	5.5	5.9	3.1	-1.0	1.9	9.6	2.0	0.9	3.0	0.1	6.3
2017 Ago.	3.9	4.3	5.3	5.1	2.6	0.7	2.1	9.0	1.8	0.9	3.3	-0.3	6.9
Set.	3.4	3.9	4.6	4.5	2.3	-1.0	3.6	10.7	3.9	2.3	5.7	0.5	5.3
Out.	3.9	4.6	5.3	3.5	5.3	-2.0	2.3	8.8	0.3	-0.3	0.5	-0.2	5.9
Nov.	3.7	4.5	4.7	6.7	0.4	-1.9	2.9	10.6	3.7	1.8	5.6	0.4	8.7
Dez.	5.2	5.9	6.6	7.6	3.6	0.6	0.5	9.3	2.1	1.2	3.0	0.1	4.4
2018 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	2.3	0.8	3.8	0.2	6.4
taxas de variação mensais em cadeia (%) (c.s.)													
2017 Ago.	1.5	1.7	1.2	3.4	0.3	0.8	-0.1	3.0	-0.2	-0.2	0.1	-0.9	2.9
Set.	-0.5	-0.5	-0.4	-1.6	0.2	-1.0	0.3	1.1	1.0	1.2	0.8	-0.1	1.5
Out.	0.4	0.3	0.3	-0.2	0.2	0.1	-0.4	0.3	-1.1	-1.5	-1.3	-0.4	-3.1
Nov.	1.3	1.5	1.1	3.5	0.2	0.8	0.2	1.7	2.0	1.2	2.8	0.8	5.2
Dez.	0.4	0.2	1.4	-1.1	0.9	1.3	0.1	2.0	-1.0	-0.4	-1.4	-0.5	0.4
2018 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0.1	-0.2	-0.3	0.1	0.1

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

1) Os dados relativos às vendas no comércio a retalho referem-se a 2015.

3 Atividade económica

3.6 Inquéritos de opinião

(dados corrigidos de sazonalidade)

	Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores (saldos de respostas extremas, salvo indicação em contrário)							Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão)				
	Indicador de sentimento económico (média a longo prazo = 100)	Indústria transformadora		Indicador de confiança dos consumidores	Indicador de confiança na construção	Indicador de confiança no comércio a retalho	Setor dos serviços		Índice de Gestores de Compras para a indústria transformadora	Produção na indústria transformadora	Atividade económica nos serviços	Produto composto
		Indicador de confiança na indústria	Utilização da capacidade produtiva (%)				Indicador de confiança nos serviços	Utilização da capacidade produtiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2014	99.6	-6.0	80.7	-12.7	-14.5	-8.3	6.8	-	51.1	52.4	52.9	52.7
2015	103.6	-3.1	81.4	-6.2	-22.5	1.6	9.2	88.4	52.2	53.4	54.0	53.8
2016	104.3	-2.6	81.9	-7.7	-16.5	1.5	11.1	89.1	52.5	53.6	53.1	53.3
2017	110.7	4.5	83.3	-2.5	-4.0	3.3	14.6	89.8	57.4	58.5	55.6	56.4
2017 T1	107.5	1.1	82.6	-5.5	-10.7	2.0	13.2	89.4	55.6	56.9	55.1	55.6
T2	109.5	3.3	82.9	-2.8	-4.9	3.2	13.4	89.8	57.0	58.3	56.0	56.6
T3	111.5	5.4	83.5	-1.5	-2.1	2.9	14.9	89.9	57.4	58.0	55.3	56.0
T4	114.3	8.3	84.1	-0.2	1.8	5.3	16.9	89.9	59.7	60.7	56.0	57.2
2017 Set.	112.5	6.7	-	-1.2	-1.5	3.0	15.4	-	58.1	59.2	55.8	56.7
Out.	113.5	8.0	83.8	-1.1	0.5	5.5	16.2	89.6	58.5	58.8	55.0	56.0
Nov.	114.0	8.1	-	0.0	1.7	4.3	16.4	-	60.1	61.0	56.2	57.5
Dez.	115.3	8.8	-	0.5	3.1	6.0	18.0	-	60.6	62.2	56.6	58.1
2018 Jan.	114.9	9.0	84.4	1.4	4.7	5.2	16.8	90.2	59.6	61.1	58.0	58.8
Fev.	114.1	8.0	-	0.1	4.2	4.3	17.5	-	58.6	59.6	56.2	57.1

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	94.3	1.0	1.9	1.3	2.7	0.9	32.1	4.6	131.8	2.7	7.2	1.6	
2015	12.4	93.6	1.6	1.9	1.4	3.3	2.6	32.6	6.0	133.9	4.2	4.8	2.2	
2016	12.1	93.3	1.8	1.8	5.9	4.3	4.5	33.2	8.0	133.9	3.9	6.0	1.9	
2016 T4	12.1	93.3	1.4	1.8	6.5	4.3	4.5	33.2	8.0	133.9	3.9	5.5	1.9	
2017 T1	12.1	93.0	1.6	1.8	10.2	4.6	4.6	33.4	7.6	133.6	4.4	9.5	2.2	
T2	12.1	93.1	1.3	2.0	5.4	4.9	4.8	33.1	6.9	132.8	4.1	10.0	2.2	
T3	12.0	93.0	1.6	2.1	6.2	5.0	5.4	33.3	7.0	131.4	4.2	4.1	2.3	

Fontes: BCE e Eurostat.

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

3 Atividade económica

3.8 Balança de pagamentos 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
2017 T1	959.3	868.2	91.1	558.6	479.3	206.1	188.4	167.6	143.9	27.0	56.6	7.4	17.7
T2	965.0	884.1	80.9	559.9	477.3	207.8	190.4	170.8	146.1	26.4	70.3	7.0	17.2
T3	991.0	866.9	124.2	575.7	477.1	210.8	184.6	177.9	139.2	26.7	65.9	6.5	8.4
T4	982.7	887.5	95.2	582.8	495.1	211.5	191.9	161.4	135.6	26.9	64.8	11.6	7.7
2017 Jul.	326.1	288.1	38.0	188.0	159.0	69.8	61.5	59.4	44.9	8.9	22.7	2.5	2.7
Ago.	333.0	289.5	43.5	191.6	159.5	70.2	61.2	62.1	48.3	9.1	20.6	1.9	2.6
Set.	331.9	289.3	42.7	196.0	158.7	70.8	61.9	56.4	46.1	8.7	22.6	2.1	3.1
Out.	317.4	287.0	30.3	187.7	161.4	69.2	62.3	52.1	42.5	8.3	20.8	3.0	1.6
Nov.	329.4	294.5	35.0	195.5	165.0	70.0	64.6	55.3	42.7	8.7	22.1	2.8	1.8
Dez.	335.9	306.0	29.9	199.7	168.7	72.3	65.0	54.1	50.4	9.8	21.8	5.9	4.4
<i>transações acumuladas de 12 meses</i>													
2017 Dez.	3 898.0	3 506.6	391.4	2 277.0	1 928.9	836.2	755.3	677.7	564.9	107.0	257.6	32.6	51.0
<i>transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>													
2017 Dez.	34.9	31.4	3.5	20.4	17.3	7.5	6.8	6.1	5.1	1.0	2.3	0.3	0.5

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

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

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	Total (n.c.s.)		Exportações (f.o.b.)					Importações (c.i.f.)					
	Expor- tações	Impor- tações	Total			Por memória: Indústria transfor- madora	Total			Por memória:			
			Bens intermédios	Bens de investi- mento	Bens de consumo		Bens intermédios	Bens de investi- mento	Bens de consumo	Indústria transfor- madora	Petróleo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valores (EUR mil milhões; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>													
2017 T1	11.0	13.9	539.5	258.7	110.1	161.2	449.2	486.0	279.1	78.5	120.4	344.4	59.8
T2	5.4	9.9	544.7	257.0	112.6	162.7	455.6	486.7	275.3	80.6	123.3	353.1	52.2
T3	6.0	7.8	547.0	256.8	114.1	164.3	459.5	484.8	272.7	80.3	122.8	354.2	48.3
T4	6.2	7.2	562.9	.	.	.	471.6	498.0	.	.	.	357.3	.
2017 Jul.	5.9	9.1	178.7	83.9	36.8	53.8	149.7	161.2	90.5	26.5	40.9	117.6	15.8
Ago.	6.9	9.0	183.3	86.1	38.1	55.5	154.2	162.4	91.4	27.0	41.1	119.4	16.0
Set.	5.2	5.5	185.1	86.9	39.2	55.0	155.6	161.2	90.8	26.8	40.8	117.2	16.5
Out.	9.1	10.4	181.6	86.6	36.5	54.1	152.0	162.4	92.2	26.5	41.3	118.7	17.6
Nov.	8.5	8.6	189.0	90.2	38.6	56.4	158.2	167.0	94.8	26.9	42.2	119.6	19.5
Dez.	1.0	2.5	192.3	.	.	.	161.4	168.5	.	.	.	119.0	.
<i>Índices de volumes (2000 = 100; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>													
2017 T1	6.5	3.2	121.0	121.4	118.8	124.4	120.5	110.3	111.3	108.3	110.2	112.3	109.4
T2	1.6	2.2	122.5	121.3	121.7	125.5	122.1	112.6	112.7	111.9	114.1	115.8	104.5
T3	3.8	3.4	124.1	122.1	124.5	128.1	124.2	114.4	114.1	114.7	114.4	117.7	100.2
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Jun.	1.8	1.8	122.9	120.8	122.1	125.3	122.5	112.5	112.2	109.9	114.8	115.1	106.3
Jul.	3.4	3.8	121.2	119.5	119.5	125.6	120.8	113.6	113.5	111.6	113.8	116.1	101.8
Ago.	4.9	5.1	124.9	122.5	125.5	129.9	125.1	115.5	115.3	117.3	114.7	119.6	100.6
Set.	3.2	1.4	126.2	124.2	128.5	128.8	126.6	114.1	113.4	115.2	114.8	117.4	98.3
Out.	7.2	7.3	123.5	123.1	120.4	126.4	123.4	114.4	114.4	113.7	115.5	118.8	102.5
Nov.	7.0	3.7	128.1	127.2	125.7	132.9	128.2	114.9	114.1	113.1	117.1	118.0	104.8

Fontes: BCE e Eurostat.

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

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

4 Preços e custos

4.1 Índice Harmonizado de Preços no Consumidor ¹⁾

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

	Total					Total (c.s.; variação em percentagem face ao período anterior) ²⁾						Por memória: Preços administrados		
	Índice: 2015 = 100	Total			Bens	Serviços	Total	Produtos alimentares transformados	Produtos alimentares não transformados	Produtos industriais não energéticos	Produtos energéticos (n.c.s.)	Serviços	IHPC total excluindo preços administrados	Preços administrados
		1	2	Total excl. produtos alimentares e produtos energéticos											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% do total em 2018	100.0	100.0	70.7	55.6	44.4	100.0	12.1	7.5	26.3	9.7	44.4	86.6	13.4	
2015	100.0	0.0	0.8	-0.8	1.2	-	-	-	-	-	-	-0.1	1.0	
2016	100.2	0.2	0.9	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.3	
2017	101.8	1.5	1.0	1.7	1.4	-	-	-	-	-	-	1.6	1.0	
2017 T1	101.0	1.8	0.8	2.3	1.1	0.7	0.3	2.0	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	0.5	1.6	1.3	
T3	101.8	1.4	1.2	1.4	1.5	0.2	0.7	0.4	0.2	-0.9	0.3	1.5	1.1	
T4	102.4	1.4	0.9	1.6	1.2	0.4	0.5	1.1	0.1	2.6	0.0	1.5	1.2	
2017 Set.	102.1	1.5	1.1	1.6	1.5	0.1	0.1	0.1	0.0	1.0	0.1	1.6	1.0	
Out.	102.2	1.4	0.9	1.5	1.2	0.1	0.1	0.8	0.0	0.7	-0.1	1.4	1.1	
Nov.	102.3	1.5	0.9	1.8	1.2	0.2	0.2	0.0	0.1	1.5	0.1	1.6	1.2	
Dez.	102.7	1.4	0.9	1.5	1.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	1.4	1.2	
2018 Jan.	101.8	1.3	1.0	1.4	1.2	0.3	0.3	0.1	0.1	1.8	0.1	1.2	1.8	
Fev. ³⁾	102.0	1.2	1.0	.	1.3	0.1	0.0	-0.3	0.1	-0.3	0.2	.	.	

	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
2015	1.0	0.6	1.6	-1.8	0.3	-6.8	1.2	1.1	1.3	-0.8	1.5	1.2
2016	0.9	0.6	1.4	-1.1	0.4	-5.1	1.1	1.1	0.8	0.0	1.4	1.2
2017	1.8	1.6	2.2	1.6	0.4	4.9	1.3	1.2	2.1	-1.5	2.1	0.7
2017 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
T3	1.6	2.0	0.9	1.3	0.5	3.4	1.3	1.2	2.3	-1.8	2.4	0.8
T4	2.2	2.1	2.3	1.3	0.4	3.5	1.2	1.2	1.7	-1.7	2.0	0.4
2017 Set.	1.9	2.0	1.5	1.4	0.5	3.9	1.3	1.2	2.1	-1.8	2.4	0.9
Out.	2.3	2.1	2.8	1.1	0.4	3.0	1.3	1.2	1.5	-1.8	2.1	0.4
Nov.	2.2	2.1	2.4	1.6	0.4	4.7	1.3	1.2	1.7	-1.6	2.0	0.4
Dez.	2.1	2.2	1.9	1.2	0.5	2.9	1.2	1.2	1.9	-1.7	1.9	0.4
2018 Jan.	1.9	2.5	1.1	1.0	0.6	2.2	1.3	1.2	1.5	-1.0	1.6	1.2
Fev. ³⁾	1.1	2.4	-0.9	.	0.7	2.1	.	.	.	.	.	.

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

2) Em maio de 2016, o BCE deu início à publicação de séries melhoradas do IHPC corrigidas de sazonalidade para a área do euro, no seguimento de uma revisão da abordagem da correção de sazonalidade como descrito na Caixa 1, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016 (https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201603_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	Produtos não alimentares	Produtos alimentares, bebidas e tabaco				
			Indústria transformadora	Total	Bens intermédios	Bens de investimento	Bens de consumo							
							Total							Prod. alimentares, bebidas e tabaco
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
% do total em 2015	100.0	100.0	77.2	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9				
2015	100.0	-2.8	-2.4	-0.5	-1.3	0.7	-0.6	-0.9	0.2	-8.6	0.4	1.6	3.2	
2016	97.7	-2.3	-1.5	-0.6	-1.7	0.4	0.0	0.0	0.1	-7.1	0.6	3.2	5.3	
2017	100.7	3.1	3.1	2.2	3.2	0.9	1.9	2.8	0.2	5.9	.	.	.	
2017 T1	100.7	4.2	4.1	2.0	3.1	0.8	1.7	2.5	0.1	10.7	2.0	3.8	3.5	
T2	100.2	3.4	3.1	2.4	3.5	0.9	2.3	3.4	0.2	6.2	2.0	3.9	5.2	
T3	100.4	2.4	2.7	2.2	3.0	1.0	2.2	3.1	0.3	3.2	2.1	4.3	5.4	
T4	101.6	2.5	2.6	2.1	3.3	0.9	1.6	2.0	0.3	3.6	.	.	.	
2017 Ago.	100.4	2.6	2.7	2.2	3.0	1.0	2.2	3.2	0.3	3.4	-	-	-	
Set.	100.8	2.9	3.0	2.3	3.2	1.0	2.2	3.0	0.3	4.4	-	-	-	
Out.	101.2	2.5	2.6	2.3	3.5	0.9	1.8	2.4	0.2	3.1	-	-	-	
Nov.	101.8	2.8	3.0	2.1	3.2	1.0	1.6	2.1	0.3	5.1	-	-	-	
Dez.	101.9	2.2	2.2	1.9	3.0	0.9	1.4	1.7	0.4	2.7	-	-	-	
2018 Jan.	102.3	1.5	2.0	1.9	2.8	1.1	1.2	1.3	0.6	0.5	-	-	-	

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	
2015	106.0	1.4	0.4	0.3	0.5	0.8	0.3	-2.0	47.1	0.0	4.2	-4.5	2.9	7.0	-2.7
2016	106.8	0.8	0.4	0.4	0.6	0.8	-1.5	-2.5	39.9	-3.5	-3.9	-3.2	-7.3	-10.3	-2.9
2017	108.0	1.1	1.5	1.4	1.1	1.4	1.9	2.8	48.1	5.9	-3.3	16.3	5.5	-3.1	17.2
2017 T1	107.4	0.8	1.5	1.6	1.0	1.3	2.5	4.5	50.8	18.3	5.9	33.2	13.0	0.1	32.4
T2	107.9	1.2	1.5	1.4	1.1	1.4	2.4	3.2	45.6	6.8	-2.7	18.2	6.7	-2.4	19.9
T3	108.3	1.3	1.6	1.3	1.2	1.5	1.5	2.0	44.0	1.7	-7.4	11.9	2.4	-5.7	13.0
T4	108.6	1.2	1.5	1.3	1.2	1.5	1.2	1.7	52.2	-2.4	-8.9	4.4	0.1	-4.7	5.9
2017 Set.	-	-	-	-	-	-	-	-	46.3	3.1	-7.2	14.7	4.1	-4.8	15.8
Out.	-	-	-	-	-	-	-	-	49.0	2.6	-6.1	12.0	5.2	-1.2	13.2
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.3	-2.6	-8.3	3.2	0.3	-3.5	4.8
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	54.2	-6.6	-12.2	-1.2	-4.7	-9.2	0.4
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	56.6	-7.9	-15.3	-0.5	-6.3	-12.7	1.2
Fev.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.0	.	.	.	.	.	.

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
1999-2014	4.4	-	-	-3.0	33.5	57.2	56.5	-	49.8
2015	-2.7	1.3	2.7	-13.3	-0.2	48.9	53.5	49.6	49.0
2016	-0.3	1.7	4.4	-7.2	0.2	49.8	53.9	49.3	49.6
2017	9.1	5.5	6.9	2.6	12.3	64.6	56.3	55.1	51.6
2017 T1	9.0	5.4	6.4	-3.5	12.9	67.8	56.7	55.0	51.4
T2	7.9	4.2	5.9	2.0	12.3	62.5	55.9	54.6	51.5
T3	8.7	4.8	6.8	3.5	10.4	60.4	55.7	54.4	51.4
T4	10.9	7.6	8.4	8.3	13.8	67.9	56.9	56.3	52.1
2017 Set.	10.5	6.1	8.0	4.5	11.4	64.0	56.3	55.2	51.8
Out.	8.7	8.4	8.6	8.1	13.0	66.4	56.7	55.8	52.1
Nov.	11.1	7.5	8.2	8.2	14.7	69.4	56.9	56.8	52.1
Dez.	13.0	6.8	8.3	8.6	13.6	67.9	57.1	56.3	52.0
2018 Jan.	12.4	7.5	9.8	10.8	17.3	70.7	58.4	58.1	53.6
Fev.	12.6	7.0	9.5	10.1	18.3	68.7	56.9	58.4	52.9

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	
2015	104.3	1.6	1.9	0.7	1.6	1.6	1.5
2016	105.8	1.5	1.5	1.6	1.4	1.5	1.4
2017	.	.	.	.	.	.	1.5
2017 T1	100.5	1.4	1.3	1.6	1.3	1.7	1.6
T2	111.2	1.8	2.1	0.8	1.9	1.4	1.5
T3	104.2	1.6	1.7	1.6	2.0	0.9	1.5
T4	.	.	.	.	.	.	1.6

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

4 Preços e custos

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por atividade económica									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Custos unitários do trabalho												
2014	104.4	0.7	-1.4	-1.0	1.3	0.3	-1.4	3.0	1.7	1.3	1.6	1.6
2015	104.8	0.4	-3.4	-1.8	0.5	1.0	0.9	0.7	2.1	1.6	1.3	1.4
2016	105.6	0.8	2.2	0.0	-0.5	1.1	0.1	2.0	4.3	0.8	1.2	1.3
2016 T4	106.0	0.8	3.8	-0.5	-0.4	1.0	-0.6	2.4	4.9	1.0	1.2	1.4
2017 T1	106.3	0.9	0.8	0.4	0.0	0.4	-1.0	1.8	4.2	1.8	1.6	1.8
T2	106.3	0.8	0.7	-0.4	-0.2	0.0	0.1	0.7	5.9	2.4	1.7	2.3
T3	106.5	0.7	-0.1	-1.0	-0.2	0.5	1.1	0.0	4.0	2.0	1.3	1.9
Remuneração por empregado												
2014	106.6	1.4	0.2	2.1	1.6	1.2	2.2	2.0	1.9	1.7	1.1	1.0
2015	108.1	1.4	0.8	1.9	0.9	1.5	2.8	0.7	1.4	1.6	1.2	1.9
2016	109.5	1.2	1.5	1.3	1.4	1.4	0.6	2.2	3.4	0.8	1.2	1.5
2016 T4	110.2	1.4	1.5	1.4	0.9	1.6	0.6	2.2	3.4	0.9	1.5	1.9
2017 T1	110.6	1.4	0.2	1.4	0.9	1.4	0.6	1.8	3.5	2.1	1.6	1.5
T2	111.0	1.6	0.6	1.5	1.4	1.4	1.6	1.6	5.1	2.2	1.8	1.4
T3	111.5	1.6	1.0	1.5	0.6	1.8	2.4	1.2	3.5	2.8	1.7	1.2
Produtividade do trabalho por pessoa empregada												
2014	102.1	0.7	1.7	3.1	0.3	0.9	3.6	-0.9	0.2	0.4	-0.5	-0.6
2015	103.2	1.0	4.4	3.7	0.4	0.5	1.9	0.0	-0.7	0.1	-0.1	0.5
2016	103.7	0.5	-0.8	1.3	1.9	0.3	0.6	0.2	-0.9	0.0	0.0	0.1
2016 T4	103.9	0.6	-2.2	2.0	1.3	0.5	1.2	-0.3	-1.4	-0.1	0.2	0.5
2017 T1	104.1	0.5	-0.5	0.9	0.9	1.1	1.7	-0.1	-0.6	0.3	-0.1	-0.3
T2	104.4	0.8	-0.2	1.9	1.6	1.5	1.6	0.9	-0.8	-0.1	0.1	-0.9
T3	104.7	1.0	1.1	2.6	0.7	1.3	1.3	1.2	-0.5	0.7	0.4	-0.7
Remuneração por hora trabalhada												
2014	108.5	1.3	1.1	1.7	1.1	1.4	2.0	2.0	1.7	1.3	0.8	1.4
2015	109.9	1.3	0.7	1.5	0.3	1.6	1.8	0.7	0.6	1.2	1.3	1.8
2016	111.4	1.3	0.9	1.2	1.4	1.4	1.0	1.7	3.5	0.7	1.5	1.6
2016 T4	112.2	1.6	2.2	1.3	1.2	1.8	1.1	2.2	4.3	1.0	1.8	2.3
2017 T1	112.4	1.5	0.7	1.2	0.6	1.6	0.8	1.5	3.5	2.0	1.9	1.5
T2	112.8	1.6	1.8	1.1	1.1	1.6	1.9	2.3	5.5	2.3	2.0	1.2
T3	113.2	1.4	0.1	1.0	0.0	1.6	2.6	1.0	3.6	2.7	1.8	0.5
Produtividade horária do trabalho												
2014	104.2	0.8	2.0	2.8	-0.1	1.3	3.7	-0.9	0.5	0.3	-0.8	-0.1
2015	105.2	1.0	3.4	3.3	-0.2	0.9	0.9	-0.1	-1.0	0.0	0.0	0.2
2016	105.8	0.6	-0.8	1.2	1.7	0.4	1.0	-0.4	-1.1	0.0	0.3	0.3
2016 T4	106.2	0.9	-1.1	1.8	1.7	0.9	1.8	-0.4	-1.3	0.1	0.6	0.9
2017 T1	106.2	0.7	1.0	0.8	0.8	1.5	2.0	-0.3	-1.1	0.6	0.2	-0.3
T2	106.5	0.9	0.9	1.6	1.4	1.5	1.9	1.5	-0.7	0.3	0.3	-0.9
T3	106.8	0.9	1.1	2.1	0.6	1.2	1.9	1.0	-0.4	0.8	0.5	-1.0

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												
2015	1 037.7	5 575.8	6 613.5	1 444.1	2 159.7	3 603.8	10 217.2	74.5	485.1	75.6	635.2	10 852.4
2016	1 075.1	6 084.2	7 159.3	1 328.6	2 221.2	3 549.9	10 709.1	70.4	523.2	95.7	689.2	11 398.3
2017	1 112.0	6 636.5	7 748.5	1 193.1	2 261.2	3 454.3	11 202.8	75.8	509.4	75.8	660.9	11 863.8
2017 T1	1 087.2	6 248.3	7 335.4	1 304.7	2 225.7	3 530.4	10 865.8	74.4	531.6	100.2	706.2	11 572.0
T2	1 094.9	6 383.7	7 478.6	1 258.1	2 237.4	3 495.6	10 974.2	68.2	513.7	80.1	662.1	11 636.3
T3	1 103.9	6 532.5	7 636.4	1 222.3	2 251.4	3 473.7	11 110.0	66.6	530.6	80.1	677.4	11 787.4
T4	1 112.0	6 636.5	7 748.5	1 193.1	2 261.2	3 454.3	11 202.8	75.8	509.4	75.8	660.9	11 863.8
2017 Ago.	1 099.5	6 486.7	7 586.2	1 238.7	2 248.0	3 486.7	11 072.8	70.5	521.0	76.8	668.3	11 741.1
Set.	1 103.9	6 532.5	7 636.4	1 222.3	2 251.4	3 473.7	11 110.0	66.6	530.6	80.1	677.4	11 787.4
Out.	1 110.0	6 549.2	7 659.2	1 216.5	2 258.6	3 475.1	11 134.3	68.9	528.1	68.4	665.4	11 799.8
Nov.	1 110.2	6 614.7	7 724.8	1 200.4	2 258.9	3 459.3	11 184.2	78.4	518.8	77.4	674.6	11 858.8
Dez.	1 112.0	6 636.5	7 748.5	1 193.1	2 261.2	3 454.3	11 202.8	75.8	509.4	75.8	660.9	11 863.8
2018 Jan. ^(p)	1 114.5	6 683.1	7 797.6	1 199.4	2 263.7	3 463.2	11 260.8	72.3	513.3	58.7	644.3	11 905.1
Transações												
2015	66.5	566.9	633.3	-134.5	12.3	-122.2	511.2	-47.4	49.7	-27.2	-25.0	486.1
2016	37.5	541.9	579.5	-105.8	16.0	-89.7	489.7	-4.2	38.0	16.1	49.8	539.6
2017	37.1	586.7	623.8	-112.2	36.3	-75.9	547.9	6.8	-13.7	-22.8	-29.6	518.3
2017 T1	12.1	166.9	178.9	-21.6	4.4	-17.2	161.7	4.1	8.5	4.0	16.5	178.2
T2	7.8	154.9	162.7	-36.8	11.3	-25.5	137.2	-5.6	-17.5	-20.8	-44.0	93.2
T3	9.1	157.6	166.7	-32.7	10.8	-21.9	144.8	-1.1	16.8	2.7	18.4	163.2
T4	8.2	107.3	115.5	-21.1	9.8	-11.3	104.2	9.5	-21.4	-8.6	-20.6	83.6
2017 Ago.	4.6	62.6	67.2	-6.1	5.0	-1.1	66.1	4.5	2.8	-2.0	5.3	71.4
Set.	4.4	45.0	49.4	-16.5	3.4	-13.1	36.3	-3.9	9.7	5.5	11.3	47.6
Out.	6.2	13.6	19.8	-6.9	7.2	0.3	20.1	2.2	-2.6	-11.8	-12.2	7.8
Nov.	0.1	69.3	69.4	-8.0	0.4	-7.6	61.9	9.8	-9.4	5.0	5.5	67.3
Dez.	1.9	24.3	26.2	-6.2	2.3	-4.0	22.2	-2.5	-9.5	-1.8	-13.8	8.4
2018 Jan. ^(p)	2.4	53.7	56.1	8.9	4.2	13.0	69.2	-3.1	3.9	-16.0	-15.2	53.9
Taxas de crescimento												
2015	6.8	11.3	10.6	-8.5	0.6	-3.3	5.3	-38.9	11.4	-25.4	-3.8	4.7
2016	3.6	9.7	8.8	-7.4	0.7	-2.5	4.8	-5.7	7.8	21.0	7.8	5.0
2017	3.4	9.7	8.7	-8.5	1.6	-2.1	5.1	9.8	-2.6	-24.0	-4.3	4.6
2017 T1	3.7	9.9	9.0	-7.6	0.7	-2.6	5.0	-14.5	12.9	3.9	7.9	5.1
T2	3.8	10.6	9.6	-9.4	1.0	-3.1	5.2	-18.6	5.0	-16.4	-1.0	4.8
T3	3.5	11.0	9.9	-10.5	1.4	-3.2	5.4	-13.2	5.6	-12.0	1.1	5.2
T4	3.4	9.7	8.7	-8.5	1.6	-2.1	5.1	9.8	-2.6	-24.0	-4.3	4.6
2017 Ago.	3.5	10.7	9.6	-9.2	1.2	-2.8	5.4	-11.3	6.2	-24.9	-0.6	5.0
Set.	3.5	11.0	9.9	-10.5	1.4	-3.2	5.4	-13.2	5.6	-12.0	1.1	5.2
Out.	3.5	10.5	9.5	-9.8	1.7	-2.7	5.4	-6.1	3.5	-24.4	-1.2	5.0
Nov.	3.3	10.2	9.2	-9.4	1.7	-2.5	5.3	10.0	1.4	-23.2	-1.2	4.9
Dez.	3.4	9.7	8.7	-8.5	1.6	-2.1	5.1	9.8	-2.6	-24.0	-4.3	4.6
2018 Jan. ^(p)	3.1	9.9	8.9	-7.9	1.7	-1.9	5.3	-4.7	-1.2	-37.8	-6.6	4.6

Fonte: BCE.

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

5 Moeda e crédito

5.2 Depósitos no M3¹⁾

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

	Sociedades não financeiras ²⁾					Famílias ³⁾					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													
2015	1 953.2	1 503.9	323.6	117.4	8.3	5 750.7	3 060.7	695.0	1 992.3	2.7	957.9	226.6	365.5
2016	2 082.3	1 617.4	296.2	160.3	8.4	6 051.6	3 401.2	643.8	2 004.7	1.9	989.1	198.2	383.2
2017	2 243.2	1 786.8	287.1	159.8	9.5	6 302.0	3 699.1	560.2	2 042.0	0.6	1 011.1	200.4	409.9
2017 T1	2 160.4	1 694.9	301.4	157.6	6.5	6 136.0	3 498.1	620.5	2 014.8	2.6	972.9	191.5	392.2
T2	2 189.9	1 732.0	293.5	158.0	6.4	6 187.6	3 560.6	599.2	2 025.5	2.3	970.3	196.5	403.1
T3	2 219.8	1 770.4	285.9	158.3	5.3	6 255.7	3 635.2	582.0	2 036.6	2.0	977.1	201.0	419.2
T4	2 243.2	1 786.8	287.1	159.8	9.5	6 302.0	3 699.1	560.2	2 042.0	0.6	1 011.1	200.4	409.9
2017 Ago.	2 207.1	1 756.5	286.8	158.2	5.7	6 231.9	3 607.2	588.4	2 034.3	2.0	988.4	199.3	417.0
Set.	2 219.8	1 770.4	285.9	158.3	5.3	6 255.7	3 635.2	582.0	2 036.6	2.0	977.1	201.0	419.2
Out.	2 231.4	1 786.0	280.5	159.3	5.5	6 293.9	3 675.1	574.4	2 042.2	2.2	946.0	202.7	419.3
Nov.	2 247.7	1 797.9	282.2	159.6	7.9	6 295.3	3 683.7	567.1	2 042.5	2.0	989.3	208.1	412.1
Dez.	2 243.2	1 786.8	287.1	159.8	9.5	6 302.0	3 699.1	560.2	2 042.0	0.6	1 011.1	200.4	409.9
2018 Jan. ^(p)	2 283.7	1 823.3	291.4	158.5	10.5	6 329.7	3 726.1	554.6	2 047.3	1.7	988.5	202.1	414.7
Transações													
2015	85.1	124.3	-32.9	4.9	-11.2	194.7	303.8	-109.8	1.2	-0.4	88.3	-0.5	29.6
2016	128.0	151.8	-24.2	0.2	0.2	299.9	333.6	-46.5	13.7	-0.8	30.9	-29.6	18.8
2017	178.8	180.3	-2.6	-0.1	1.1	254.0	304.1	-82.2	33.4	-1.3	53.8	4.1	27.0
2017 T1	81.1	79.0	6.5	-2.6	-1.9	84.6	97.4	-23.6	10.0	0.7	-14.6	-6.4	9.0
T2	39.1	43.1	-4.8	0.7	0.0	54.8	65.7	-20.4	9.9	-0.3	14.0	5.3	10.7
T3	35.2	41.8	-5.8	0.3	-1.1	66.4	75.6	-16.8	8.0	-0.3	12.1	4.8	16.2
T4	23.5	16.3	1.5	1.5	4.2	48.2	65.4	-21.4	5.5	-1.3	42.3	0.4	-8.9
2017 Ago.	14.4	16.3	-2.3	0.8	-0.4	27.1	28.9	-4.7	3.0	0.0	12.2	4.6	7.7
Set.	12.1	13.2	-0.7	0.1	-0.5	23.8	28.0	-6.4	2.2	-0.1	-11.7	1.7	2.1
Out.	9.7	14.3	-5.9	1.0	0.3	37.6	39.4	-7.7	5.6	0.2	-32.8	1.7	0.0
Nov.	18.0	13.1	2.1	0.3	2.4	2.3	9.3	-7.1	0.3	-0.2	52.2	5.6	-6.5
Dez.	-4.2	-11.1	5.3	0.1	1.5	8.3	16.7	-6.7	-0.4	-1.4	22.9	-6.8	-2.3
2018 Jan. ^(p)	44.6	39.5	5.3	-1.3	1.1	30.7	28.0	-5.1	6.8	1.0	-18.4	1.9	4.8
Taxas de crescimento													
2015	4.6	9.0	-9.2	4.4	-57.6	3.5	11.0	-13.6	0.1	-13.2	10.2	-0.2	8.8
2016	6.7	10.1	-7.5	0.2	2.1	5.2	10.9	-6.7	0.6	-29.9	3.1	-13.0	5.2
2017	8.6	11.2	-0.9	0.0	13.8	4.2	8.9	-12.8	1.7	-65.9	5.6	2.1	7.0
2017 T1	7.8	11.5	-5.4	-1.4	-32.6	5.3	11.4	-10.1	1.0	1.6	1.4	-13.0	4.1
T2	8.1	11.5	-4.3	-1.6	-21.4	4.8	10.7	-12.4	1.3	-25.3	3.2	-6.2	6.1
T3	8.1	12.2	-7.3	-1.8	-42.3	4.6	9.9	-12.6	1.6	-25.3	5.7	-2.0	9.0
T4	8.6	11.2	-0.9	0.0	13.8	4.2	8.9	-12.8	1.7	-65.9	5.6	2.1	7.0
2017 Ago.	8.2	11.7	-5.1	-1.3	-32.2	4.5	9.9	-12.4	1.5	-28.8	6.3	-5.9	8.7
Set.	8.1	12.2	-7.3	-1.8	-42.3	4.6	9.9	-12.6	1.6	-25.3	5.7	-2.0	9.0
Out.	8.4	12.2	-7.1	-1.1	-20.0	4.8	10.1	-12.9	1.8	-21.3	4.2	-1.5	7.3
Nov.	8.5	11.9	-5.7	-0.1	-4.9	4.4	9.4	-12.9	1.7	-17.5	6.2	1.1	7.6
Dez.	8.6	11.2	-0.9	0.0	13.8	4.2	8.9	-12.8	1.7	-65.9	5.6	2.1	7.0
2018 Jan. ^(p)	8.5	10.8	-0.8	0.2	48.5	4.1	8.6	-12.6	1.7	-37.1	7.6	4.2	5.9

Fonte: BCE.

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

2) De acordo com o SEC 2010, em dezembro de 2014 as sociedades gestoras de participações sociais de grupos não financeiros foram reclassificadas do setor das sociedades não financeiras para o setor das sociedades financeiras. Estas entidades estão incluídas nas estatísticas do balanço das IFM com as sociedades financeiras exceto IFM e 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													
2015	3 901.3	1 113.5	2 785.4	12 599.8	10 509.6	10 805.0	4 290.2	5 308.7	787.1	123.8	1 307.8	782.4	
2016	4 393.6	1 083.3	3 297.1	12 840.2	10 670.8	10 978.6	4 313.6	5 409.8	834.6	112.7	1 385.4	784.0	
2017	4 631.1	1 032.5	3 584.7	13 114.3	10 872.9	11 170.0	4 325.0	5 597.9	841.1	108.8	1 439.9	801.5	
2017 T1	4 434.5	1 071.6	3 348.8	12 968.5	10 752.7	11 046.5	4 332.8	5 456.8	850.3	112.9	1 423.2	792.6	
T2	4 463.9	1 064.5	3 385.2	12 966.1	10 731.8	11 049.2	4 301.9	5 485.1	832.1	112.7	1 437.8	796.5	
T3	4 548.3	1 050.5	3 483.7	13 018.5	10 785.6	11 103.7	4 306.3	5 522.6	844.7	111.9	1 438.8	794.1	
T4	4 631.1	1 032.5	3 584.7	13 114.3	10 872.9	11 170.0	4 325.0	5 597.9	841.1	108.8	1 439.9	801.5	
2017 Ago.	4 541.5	1 057.1	3 470.0	12 993.7	10 762.9	11 085.5	4 306.1	5 506.8	835.3	114.7	1 440.5	790.4	
Set.	4 548.3	1 050.5	3 483.7	13 018.5	10 785.6	11 103.7	4 306.3	5 522.6	844.7	111.9	1 438.8	794.1	
Out.	4 559.0	1 044.7	3 500.5	13 063.2	10 830.3	11 147.3	4 331.9	5 534.6	851.6	112.1	1 432.6	800.4	
Nov.	4 581.9	1 041.6	3 526.4	13 091.1	10 858.4	11 170.0	4 344.6	5 550.7	848.1	115.0	1 426.9	805.8	
Dez.	4 631.1	1 032.5	3 584.7	13 114.3	10 872.9	11 170.0	4 325.0	5 597.9	841.1	108.8	1 439.9	801.5	
2018 Jan. ^(p)	4 596.9	1 030.7	3 552.0	13 183.6	10 930.9	11 226.8	4 352.6	5 604.1	861.6	112.6	1 450.1	802.6	
Transações													
2015	295.3	-21.0	316.0	82.9	55.9	76.0	-15.0	98.5	-22.0	-5.7	25.6	1.5	
2016	488.3	-34.6	522.8	316.5	233.7	258.3	81.6	119.6	43.6	-11.1	78.8	4.1	
2017	290.1	-43.4	332.9	367.0	278.1	316.1	80.0	179.6	22.1	-3.6	64.0	25.0	
2017 T1	77.4	-11.1	88.0	143.3	96.4	86.4	26.4	49.2	20.6	0.2	36.7	10.1	
T2	34.6	-5.2	39.8	58.5	27.2	49.6	0.1	37.6	-10.5	0.0	19.4	12.0	
T3	88.7	-10.8	99.6	77.1	78.8	86.8	22.1	42.6	14.8	-0.7	2.1	-3.8	
T4	89.4	-16.3	105.5	88.1	75.7	93.4	31.3	50.2	-2.8	-3.0	5.8	6.7	
2017 Ago.	39.3	-1.3	40.5	17.7	33.3	22.4	4.6	23.5	4.6	0.6	-14.4	-1.2	
Set.	16.6	-3.5	20.4	25.4	27.4	27.3	5.9	17.5	6.7	-2.8	-1.5	-0.5	
Out.	4.2	-5.7	9.9	38.3	44.4	44.8	26.2	12.6	5.3	0.2	-8.8	2.7	
Nov.	20.8	-1.4	22.2	43.9	35.5	32.9	16.0	18.4	-1.8	2.9	0.3	8.1	
Dez.	64.4	-9.1	73.4	6.0	-4.2	15.7	-10.9	19.1	-6.2	-6.2	14.2	-4.1	
2018 Jan. ^(p)	-30.0	-1.0	-29.3	77.8	66.9	65.5	32.4	7.5	23.2	3.9	11.1	-0.3	
Taxas de crescimento													
2015	8.2	-1.8	12.8	0.7	0.5	0.7	-0.3	1.9	-2.7	-4.4	2.0	0.2	
2016	12.5	-3.1	18.7	2.5	2.2	2.4	1.9	2.3	5.5	-9.0	6.0	0.5	
2017	6.7	-4.0	10.2	2.9	2.6	2.9	1.9	3.3	2.7	-3.2	4.6	3.2	
2017 T1	10.9	-4.2	16.8	3.1	2.4	2.7	1.7	2.5	4.8	3.6	8.2	4.7	
T2	8.2	-3.8	12.6	3.1	2.4	2.5	1.2	3.0	3.7	8.4	7.2	6.4	
T3	8.4	-4.0	12.8	2.8	2.5	2.7	1.5	3.1	3.6	2.0	5.6	2.6	
T4	6.7	-4.0	10.2	2.9	2.6	2.9	1.9	3.3	2.7	-3.2	4.6	3.2	
2017 Ago.	8.4	-3.9	12.9	2.8	2.4	2.6	1.4	3.1	3.5	4.0	6.0	2.6	
Set.	8.4	-4.0	12.8	2.8	2.5	2.7	1.5	3.1	3.6	2.0	5.6	2.6	
Out.	7.4	-4.2	11.5	2.8	2.6	2.8	1.7	3.2	3.6	-1.6	4.4	2.8	
Nov.	6.8	-3.8	10.5	2.8	2.6	2.9	1.8	3.2	3.2	0.1	3.9	4.4	
Dez.	6.7	-4.0	10.2	2.9	2.6	2.9	1.9	3.3	2.7	-3.2	4.6	3.2	
2018 Jan. ^(p)	5.4	-4.4	8.7	3.1	3.0	3.3	2.2	3.2	5.5	-1.0	4.5	2.5	

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										
2015	4 290.2	4 272.8	1 043.1	761.8	2 485.2	5 308.7	5 641.5	595.4	3 949.4	763.9
2016	4 313.6	4 313.1	1 002.2	797.7	2 513.6	5 409.8	5 726.5	615.3	4 046.2	748.4
2017	4 325.0	4 365.0	979.3	819.0	2 526.7	5 597.9	5 865.6	650.2	4 222.1	725.6
2017 T1	4 332.8	4 333.9	1 006.0	802.5	2 524.3	5 456.8	5 767.9	626.6	4 085.7	744.5
T2	4 301.9	4 316.1	990.8	798.6	2 512.5	5 485.1	5 797.7	635.0	4 112.9	737.1
T3	4 306.3	4 327.6	978.2	812.4	2 515.8	5 522.6	5 827.3	644.4	4 148.7	729.5
T4	4 325.0	4 365.0	979.3	819.0	2 526.7	5 597.9	5 865.6	650.2	4 222.1	725.6
2017 Ago.	4 306.1	4 327.9	982.7	804.8	2 518.6	5 506.8	5 818.9	642.6	4 132.0	732.2
Set.	4 306.3	4 327.6	978.2	812.4	2 515.8	5 522.6	5 827.3	644.4	4 148.7	729.5
Out.	4 331.9	4 352.6	992.4	816.9	2 522.7	5 534.6	5 840.4	647.4	4 156.5	730.7
Nov.	4 344.6	4 365.8	987.9	822.7	2 534.0	5 550.7	5 853.1	652.0	4 167.2	731.5
Dez.	4 325.0	4 365.0	979.3	819.0	2 526.7	5 597.9	5 865.6	650.2	4 222.1	725.6
2018 Jan. ^(p)	4 352.6	4 386.4	997.0	823.7	2 531.9	5 604.1	5 879.7	655.8	4 222.9	725.3
Transações										
2015	-15.0	22.8	-62.1	31.9	15.2	98.5	76.9	21.8	80.2	-3.5
2016	81.6	98.8	-17.3	44.2	54.7	119.6	114.4	23.6	105.2	-9.2
2017	80.0	131.7	3.2	34.8	41.9	179.6	166.3	43.7	140.1	-4.1
2017 T1	26.4	31.4	6.2	6.3	14.0	49.2	43.5	11.2	38.9	-0.8
T2	0.1	11.3	-1.8	2.3	-0.4	37.6	40.2	10.3	27.9	-0.6
T3	22.1	34.6	-6.3	17.1	11.4	42.6	34.8	10.7	36.6	-4.7
T4	31.3	54.4	5.2	9.2	17.0	50.2	47.8	11.5	36.7	1.9
2017 Ago.	4.6	5.3	-1.8	3.3	3.2	23.5	12.0	3.5	20.4	-0.3
Set.	5.9	8.9	-3.3	8.1	1.2	17.5	10.1	2.4	16.9	-1.7
Out.	26.2	26.9	14.0	4.7	7.4	12.6	14.0	3.4	7.6	1.6
Nov.	16.0	17.6	-2.5	6.8	11.7	18.4	16.6	5.8	11.4	1.1
Dez.	-10.9	9.9	-6.4	-2.4	-2.1	19.1	17.2	2.3	17.6	-0.8
2018 Jan. ^(p)	32.4	24.4	19.9	6.0	6.6	7.5	17.0	5.7	1.4	0.4
Taxas de crescimento										
2015	-0.3	0.5	-5.6	4.4	0.6	1.9	1.4	3.9	2.1	-0.5
2016	1.9	2.3	-1.7	5.8	2.2	2.3	2.0	4.0	2.7	-1.2
2017	1.9	3.1	0.3	4.4	1.7	3.3	2.9	7.1	3.5	-0.6
2017 T1	1.7	2.4	-2.7	4.9	2.6	2.5	2.4	4.5	2.9	-1.2
T2	1.2	2.0	-2.5	3.8	2.0	3.0	2.6	6.0	3.3	-1.1
T3	1.5	2.5	-1.2	4.2	1.7	3.1	2.7	6.8	3.4	-1.3
T4	1.9	3.1	0.3	4.4	1.7	3.3	2.9	7.1	3.5	-0.6
2017 Ago.	1.4	2.4	-1.8	3.8	1.9	3.1	2.7	6.7	3.3	-1.3
Set.	1.5	2.5	-1.2	4.2	1.7	3.1	2.7	6.8	3.4	-1.3
Out.	1.7	2.9	-0.7	4.6	1.9	3.2	2.7	6.7	3.4	-0.9
Nov.	1.8	3.1	-1.0	4.7	2.0	3.2	2.8	7.2	3.3	-0.8
Dez.	1.9	3.1	0.3	4.4	1.7	3.3	2.9	7.1	3.5	-0.6
2018 Jan. ^(p)	2.2	3.4	1.1	4.9	1.8	3.2	2.9	7.3	3.3	-0.6

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										
2015	284.7	6 999.1	2 119.4	80.0	2 255.8	2 543.9	1 350.6	284.5	205.9	135.6
2016	314.2	6 920.0	2 054.1	70.9	2 146.7	2 648.4	1 136.9	261.9	205.9	121.6
2017	356.2	6 748.1	1 968.7	59.7	2 016.1	2 703.6	933.1	289.6	143.9	93.6
2017 T1	308.2	6 881.6	2 031.7	69.3	2 106.5	2 674.2	1 103.9	254.9	183.1	111.8
T2	305.7	6 767.1	2 002.0	66.8	2 066.4	2 631.9	1 031.3	247.7	154.2	109.7
T3	365.3	6 701.0	1 977.0	61.5	2 016.2	2 646.3	1 023.9	263.0	140.6	85.4
T3	356.2	6 748.1	1 968.7	59.7	2 016.1	2 703.6	933.1	289.6	143.9	93.6
2017 Ago.	348.5	6 727.5	1 982.2	62.5	2 036.3	2 646.5	1 030.6	251.2	124.4	69.0
Set.	365.3	6 701.0	1 977.0	61.5	2 016.2	2 646.3	1 023.9	263.0	140.6	85.4
Out.	341.8	6 689.9	1 952.8	60.8	2 012.7	2 663.5	965.6	243.5	158.3	109.5
Nov.	308.9	6 666.4	1 934.5	60.1	2 016.2	2 655.6	951.8	209.3	167.6	132.7
Dez.	356.2	6 748.1	1 968.7	59.7	2 016.1	2 703.6	933.1	289.6	143.9	93.6
2018 Jan. ^(p)	316.2	6 729.8	1 957.7	60.4	2 019.5	2 692.2	817.4	353.3	132.3	85.8
Transações										
2015	8.9	-216.1	-106.3	-13.5	-215.4	119.0	-86.0	-13.3	21.4	-4.0
2016	26.7	-114.4	-70.2	-9.1	-110.4	75.4	-276.2	-76.8	12.8	-12.0
2017	45.6	-72.5	-78.0	-8.7	-71.8	86.0	-103.1	-62.6	-60.8	-27.3
2017 T1	-7.5	-11.9	-16.3	-1.5	-27.3	33.3	-33.6	-28.2	-21.6	-9.1
T2	-2.6	-8.1	-22.1	-2.4	-3.2	19.6	-13.7	3.1	-28.9	-2.1
T3	64.9	-20.3	-22.1	-2.9	-30.0	34.6	23.0	19.0	-13.6	-24.3
T4	-9.2	-32.2	-17.5	-1.8	-11.3	-1.6	-78.8	-56.5	3.3	8.2
2017 Ago.	23.6	-2.9	-7.8	-0.8	-9.2	14.9	-12.1	47.2	-3.7	-7.5
Set.	22.3	-12.6	-5.4	-1.0	-22.0	15.9	5.1	10.3	16.2	16.5
Out.	-23.3	-28.3	-25.1	-0.7	-9.5	6.9	-66.5	-19.8	17.7	24.1
Nov.	-33.0	-3.4	2.3	-0.7	-7.2	2.2	0.0	-33.8	9.3	23.2
Dez.	47.2	-0.5	5.2	-0.5	5.5	-10.6	-12.4	-2.8	-23.7	-39.1
2018 Jan. ^(p)	-39.8	10.5	-9.1	-0.7	17.2	3.0	-29.4	6.3	-11.6	-7.8
Taxas de crescimento										
2015	3.5	-3.0	-4.8	-14.4	-8.8	4.8	-	-	11.6	-2.9
2016	9.4	-1.6	-3.3	-11.5	-4.9	2.9	-	-	6.3	-9.0
2017	14.4	-1.1	-3.8	-12.4	-3.4	3.3	-	-	-29.6	-22.6
2017 T1	-4.3	-1.1	-3.9	-10.1	-4.5	4.4	-	-	-20.8	-25.3
T2	-7.7	-1.1	-3.9	-10.9	-3.7	3.6	-	-	-30.7	-22.6
T3	22.0	-0.7	-3.9	-12.5	-3.4	4.3	-	-	-31.2	-33.4
T4	14.4	-1.1	-3.8	-12.4	-3.4	3.3	-	-	-29.6	-22.6
2017 Ago.	9.0	-0.8	-4.1	-11.8	-2.9	3.9	-	-	-38.2	-48.0
Set.	22.0	-0.7	-3.9	-12.5	-3.4	4.3	-	-	-31.2	-33.4
Out.	8.6	-1.3	-5.0	-12.6	-3.7	3.9	-	-	-17.4	-17.6
Nov.	4.0	-1.2	-4.4	-12.7	-3.8	3.6	-	-	-13.1	10.0
Dez.	14.4	-1.1	-3.8	-12.4	-3.4	3.3	-	-	-29.6	-22.6
2018 Jan. ^(p)	5.0	-0.8	-3.8	-12.4	-2.4	3.3	-	-	-25.0	-19.3

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	-0.1	0.1
2015	-2.1	-2.0	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2016	-1.5	-1.7	-0.1	0.2	0.0	0.6
2016 T4	-1.5	.	.	.	.	0.6
2017 T1	-1.3	.	.	.	.	0.8
T2	-1.2	.	.	.	.	0.9
T3	-0.9	.	.	.	.	1.1

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

6.2 Receita e despesa

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

	Receita						Despesa						
	Total	Receita corrente			Receita de capital	Total	Despesa corrente				Despesa de capital		
		Impostos diretos	Impostos indiretos	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	49.8	45.6	10.4	5.3	2.8	23.0	4.2
2014	46.7	46.2	12.5	13.1	15.4	0.5	49.2	45.3	10.3	5.3	2.6	23.0	3.9
2015	46.2	45.7	12.5	13.0	15.2	0.5	48.3	44.4	10.1	5.2	2.4	22.7	3.9
2016	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.5	47.6	44.1	10.0	5.2	2.2	22.7	3.5
2016 T4	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.4	47.6	44.1	10.0	5.2	2.2	22.7	3.5
2017 T1	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.5	47.4	43.9	9.9	5.1	2.2	22.7	3.5
T2	46.1	45.7	12.7	13.0	15.3	0.4	47.4	43.8	9.9	5.1	2.1	22.7	3.5
T3	46.1	45.7	12.8	12.9	15.3	0.4	47.1	43.5	9.9	5.1	2.0	22.6	3.6

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

6.3 Rácio da dívida pública em relação ao PIB

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

	Total	Instrumento financeiro			Detentor			Prazo original		Prazo residual			Moedas	
		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	91.3	2.6	17.5	71.2	45.4	26.4	45.9	10.4	81.0	19.4	32.1	39.9	89.3	2.1
2014	91.8	2.7	17.1	72.0	44.1	25.8	47.7	10.0	81.9	18.8	31.8	41.2	89.7	2.1
2015	89.9	2.8	16.1	71.0	44.3	27.3	45.6	9.3	80.7	17.6	31.2	41.1	87.9	2.1
2016	88.9	2.7	15.4	70.8	46.2	30.7	42.7	8.9	80.0	17.1	29.8	41.9	86.9	2.1
2016 T4	88.9	2.7	15.4	70.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 T1	89.2	2.6	15.1	71.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	89.0	2.7	14.8	71.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	88.1	2.8	14.6	70.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolução orçamental

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

	Variação do rácio da dívida em relação ao PIB ²⁾	Défice (+)/excedente (-) primário	Ajustamento défice-dívida								Diferencial juros-crescimento	Por memória: Necessidades de financiamento
			Total	Transações dos principais ativos financeiros				Efeitos de reavaliação e outras variações de volume	Outros			
				Total	Numerário e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida			Ações e outras participações		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	1.9	0.2	-0.3	-0.8	-0.5	-0.4	-0.2	0.4	0.2	0.3	1.9	2.6
2014	0.5	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.6	2.4
2015	-1.9	-0.3	-0.9	-0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	-0.8	1.3
2016	-1.0	-0.6	-0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	1.6
2016 T4	-1.0	-0.6	-0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	1.6
2017 T1	-1.7	-0.8	-0.5	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.2	-0.3	-0.2	-0.3	1.0
T2	-1.7	-0.9	-0.6	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.8
T3	-1.6	-1.1	0.2	0.7	0.8	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.4	-0.6	1.2

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

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

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

6.5 Títulos de dívida pública ¹⁾

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

	Serviço da dívida a 1 ano ²⁾					Prazo residual médio em anos ³⁾	Taxas de rendibilidade nominais médias ⁴⁾						
	Total	Capital		Juros			Saldos				Transações		
		Prazos até 3 meses	Prazos até 3 meses	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	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
2015	14.1	12.4	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2016	13.3	11.6	4.3	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2016 T4	14.1	12.4	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2017 T1	14.3	12.6	4.3	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.2	3.0	2.9	0.2	1.1
T2	14.3	12.6	4.4	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.2
T3	13.4	11.7	3.9	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.1
2017 Ago.	13.7	12.0	4.3	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.2
Set.	13.4	11.7	3.9	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.1
Out.	13.3	11.6	3.8	1.7	0.4	7.2	2.5	1.1	-0.2	2.8	2.4	0.2	1.2
Nov.	13.3	11.6	4.0	1.7	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.4	0.2	1.2
Dez.	13.3	11.6	4.3	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2018 Jan.	13.1	11.4	4.3	1.7	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.4	1.2

Fonte: BCE.

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

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

3) Prazo residual no final do período.

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

6 Evolução orçamental

6.6 Evolução orçamental nos países da área do euro

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

	Bélgica	Alemanha	Estónia	Irlanda	Grécia	Espanha	França	Itália	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Défice (-)/excedente (+) público									
2013	-3.1	-0.1	-0.2	-6.1	-13.2	-7.0	-4.1	-2.9	-5.1
2014	-3.1	0.3	0.7	-3.6	-3.6	-6.0	-3.9	-3.0	-8.8
2015	-2.5	0.6	0.1	-1.9	-5.7	-5.3	-3.6	-2.6	-1.2
2016	-2.5	0.8	-0.3	-0.7	0.5	-4.5	-3.4	-2.5	0.5
2016 T4	-2.5	0.8	-0.3	-0.7	0.5	-4.5	-3.4	-2.5	0.5
2017 T1	-2.0	1.0	-0.5	-0.5	1.0	-4.2	-3.4	-2.4	0.5
T2	-1.5	0.9	-0.7	-0.6	1.0	-3.6	-3.2	-2.4	0.9
T3	-1.1	1.4	-0.7	-0.5	1.2	-3.1	-3.1	-2.3	1.9
Dívida pública									
2013	105.5	77.4	10.2	119.4	177.4	95.5	92.4	129.0	102.6
2014	106.8	74.6	10.7	104.5	179.0	100.4	95.0	131.8	107.5
2015	106.0	70.9	10.0	76.9	176.8	99.4	95.8	131.5	107.5
2016	105.7	68.1	9.4	72.8	180.8	99.0	96.5	132.0	107.1
2016 T4	105.7	68.1	9.4	72.8	180.8	99.0	96.5	132.0	107.1
2017 T1	107.4	66.5	9.2	74.5	177.7	100.0	98.8	134.0	106.2
T2	106.1	65.9	8.9	74.0	176.1	99.8	99.3	134.7	106.1
T3	107.0	65.1	8.9	72.1	177.4	98.7	98.4	134.1	103.2

	Letónia	Lituânia	Luxemburgo	Malta	Países Baixos	Áustria	Portugal	Eslovénia	Eslováquia	Finlândia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Défice (-)/excedente (+) público										
2013	-1.0	-2.6	1.0	-2.4	-2.4	-2.0	-4.8	-14.7	-2.7	-2.6
2014	-1.2	-0.6	1.3	-1.8	-2.3	-2.7	-7.2	-5.3	-2.7	-3.2
2015	-1.2	-0.2	1.4	-1.1	-2.1	-1.0	-4.4	-2.9	-2.7	-2.7
2016	0.0	0.3	1.6	1.1	0.4	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2016 T4	0.0	0.3	1.6	1.1	0.4	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2017 T1	0.0	0.7	0.7	2.2	1.0	-1.2	-1.6	-1.4	-2.0	-1.4
T2	0.4	0.8	0.7	2.1	1.1	-1.3	-1.3	-1.2	-1.6	-0.7
T3	0.5	1.0	0.9	3.3	1.2	-1.2	-0.1	-0.8	-1.6	-0.8
Dívida pública										
2013	39.0	38.8	23.7	68.4	67.8	81.0	129.0	70.4	54.7	56.5
2014	40.9	40.5	22.7	63.8	68.0	83.8	130.6	80.3	53.5	60.2
2015	36.9	42.6	22.0	60.3	64.6	84.3	128.8	82.6	52.3	63.6
2016	40.6	40.1	20.8	57.6	61.8	83.6	130.1	78.5	51.8	63.1
2016 T4	40.5	40.1	20.8	57.7	61.8	83.6	130.1	78.5	51.8	63.1
2017 T1	39.4	39.2	23.9	58.2	59.6	81.7	130.5	80.2	53.3	62.7
T2	40.0	41.7	23.4	56.5	58.7	81.3	132.1	79.8	51.7	61.7
T3	38.3	39.4	23.4	54.9	57.0	80.4	130.8	78.4	51.3	60.4

Fonte: Eurostat.

© **Banco Central Europeu, 2018**

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 7 de março de 2018.

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-18-002-PT-N (pdf)