



**BANCO CENTRAL EUROPEU**  
EUROSISTEMA

# Boletim Económico

**Número 2 / 2017**



# Índice

<b>Evolução económica e monetária</b>	<b>2</b>
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	5
2 Evolução financeira	12
3 Atividade económica	17
4 Preços e custos	23
5 Moeda e crédito	28
6 Evolução orçamental	35
<b>Caixas</b>	<b>39</b>
1 Evolução nos mercados financeiros de EME após as eleições presidenciais nos Estados Unidos de 2016 em comparação com a evolução após o episódio de reação excessiva do mercado de 2013	39
2 Análise das saídas líquidas de investimento de carteira da área do euro	43
3 Impacto das medidas não convencionais do BCE sobre as condições de financiamento: análise da evidência recente	49
4 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 26 de outubro de 2016 a 24 de janeiro de 2017	56
5 Novas estatísticas da área do euro relativas a sociedades de seguros	61
6 Questões conceituais em torno da medição da margem orçamental	63
7 O procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos referente a 2017 e a implementação das recomendações específicas por país de 2016	67
<b>Estatísticas</b>	<b>E1</b>

# Evolução económica e monetária

## Apreciação global

**Na sua reunião de política monetária de 9 de março de 2017, o Conselho do BCE concluiu que é ainda necessário um grau bastante substancial de acomodação monetária para que as pressões de inflação subjacente se intensifiquem e apoiem a inflação global no médio prazo.** As medidas de política monetária do BCE continuaram a preservar as condições de financiamento muito favoráveis necessárias para garantir uma convergência sustentada das taxas de inflação para níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. A atual transmissão destas medidas para as condições de financiamento às empresas e famílias beneficiam a criação de crédito e apoiam a recuperação da economia da área do euro, que se consolida de forma constante. A inflação global aumentou de novo, devido em larga medida ao aumento da inflação dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. Contudo, as pressões da inflação subjacente continuaram a manter-se moderadas. O Conselho do BCE continuará a analisar as alterações da inflação medida pelo IHPC, se forem consideradas transitórias e sem implicações para as perspetivas a médio prazo da estabilidade de preços.

## Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 9 de março de 2017

**A atividade mundial prossegue a sua recuperação.** O crescimento mundial melhorou na segunda metade do ano anterior e ter-se-á mantido estável no início de 2017, embora a um ritmo moderado de uma perspetiva histórica. A inflação global mundial aumentou nos últimos meses, após uma recuperação dos preços do petróleo, enquanto a capacidade produtiva disponível em lenta redução deverá de algum modo apoiar a inflação subjacente a médio prazo.

**Desde a reunião de política monetária do Conselho do BCE em dezembro de 2016, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro aumentaram lentamente, revelando alguma volatilidade.** Os diferenciais das obrigações das empresas reduziram-se e mantiveram-se abaixo dos níveis registados no início de março de 2016, quando foi anunciado o programa de compra de ativos do setor empresarial. No geral, os preços das ações aumentaram na área do euro, tendo sido observado um aumento idêntico nos Estados Unidos. O valor do euro depreciou-se ligeiramente em termos ponderadas pelo comércio.

**A recuperação económica na área do euro está a consolidar-se de forma constante.** O PIB real da área do euro cresceu 0.4% em termos trimestrais em cadeia no quarto trimestre de 2016, seguindo um ritmo de crescimento idêntico ao registado no terceiro trimestre. Os dados recentemente divulgados, nomeadamente resultados de inquéritos, aumentaram a confiança do Conselho do BCE de que a consolidação e alargamento da atual expansão económica irão continuar.

**Em termos prospetivos, a transmissão das medidas de política monetária do BCE está a apoiar a procura interna e facilita o atual processo de desalavancagem.**

A recuperação do investimento continua a ser promovida por condições de financiamento muito favoráveis e melhorias na rendibilidade das empresas. Além disso, o crescimento do emprego, que beneficia também das anteriores reformas estruturais, tem um impacto positivo sobre o rendimento disponível real das famílias, apoiando assim o consumo privado. Além do mais, há sinais de uma recuperação mundial ligeiramente mais forte e de um crescimento do comércio mundial. No entanto, espera-se que o crescimento económico na área do euro seja atenuado por um ritmo lento de implementação de reformas estruturais e por ajustamentos remanescentes de balanços em vários setores.

**As projeções macroeconómicas de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE para a área do euro preveem que o PIB real anual aumente 1.8% em 2017, 1.7% em 2018 e 1.6% em 2019.**

Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2016, elaboradas por especialistas do Eurosistema, a projeção para o crescimento do PIB real foi revista ligeiramente em alta para 2017 e 2018. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento na área do euro tornaram-se menos pronunciados, mas mantêm-se enviesados no sentido descendente e estão predominantemente relacionados com fatores mundiais.

**De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro aumentou de novo para 2.0% em fevereiro,**

face a 1.8% em janeiro de 2017 e 1.1% em dezembro de 2016. Isto refletiu principalmente um forte aumento da inflação homóloga dos preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos, ainda sem sinais de uma tendência ascendente convincente da inflação subjacente. Em termos prospetivos, a inflação global deverá manter-se em níveis próximo de 2% nos próximos meses, refletindo em larga medida as movimentações da taxa de variação homóloga dos preços dos produtos energéticos.

**As medidas de inflação subjacente, porém, mantiveram-se baixas.** Deverão aumentar apenas gradualmente no médio prazo, apoiadas pelas medidas de política monetária do BCE, a continuação esperada da recuperação económica e a correspondente absorção gradual da margem disponível da economia.

**As projeções macroeconómicas para a área do euro de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.7% em 2017, 1.6% em 2018 e 1.7% em 2019.**

Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas quanto à inflação global medida pelo IHPC foram revistas em alta, significativamente para 2017 e ligeiramente para 2018, permanecendo inalteradas para 2019. As projeções elaboradas por especialistas dependem da plena implementação de todas as medidas de política monetária do BCE.

**As medidas de política monetária do BCE adotadas desde junho de 2014 estão a prestar um apoio significativo às condições de financiamento às empresas e famílias e, assim, aos fluxos de crédito em toda a área do euro.** O crescimento do agregado monetário largo manteve-se em geral estável em janeiro de 2017. Ao mesmo tempo, o crédito ao setor privado prosseguiu a sua recuperação gradual no quarto trimestre de 2016 e em janeiro. O nível reduzido das taxas de juro e os efeitos das medidas de política monetária não convencionais do BCE continuam a apoiar as condições de financiamento da economia real. O fluxo anual do financiamento externo total a sociedades não financeiras terá aumentado de novo no quarto trimestre de 2016.

**Nos próximos anos, projeta-se que os rácios do défice orçamental e da dívida pública para a área do euro continuem a registar uma trajetória descendente.** Projeta-se que a orientação orçamental da área do euro, que foi ligeiramente expansionista em 2016, se torne globalmente neutra no período de 2017 a 2019. Contudo, o seguimento pelos países da área do euro da revisão pela Comissão Europeia dos seus projetos de planos orçamentais para 2017 não foi satisfatório, visto que nenhum país considerado em risco de não cumprimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento adotou medidas significativas.

## Decisões de política monetária

**Com base numa análise económica e monetária regular, o Conselho do BCE confirmou a necessidade de continuação de um grau bastante elevado de acomodação monetária para garantir um regresso sustentado das taxas de inflação a níveis abaixo, mas próximo, de 2% sem demora injustificada.** 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 ou em níveis mais baixos por um período de tempo alargado, muito para além do horizonte temporal das compras de ativos líquidos. No que se refere a medidas de política monetária não convencionais, o Conselho do BCE confirmou que continuará a efetuar compras no âmbito do programa de compra de ativos (APP) ao ritmo mensal atual de €80 mil milhões até ao final de março de 2017 e que, a partir de abril de 2017, as compras de ativos líquidos irão continuar a um ritmo mensal de €60 mil milhões até ao final de dezembro de 2017, ou posteriormente, se for caso disso, e em qualquer caso até que o Conselho do BCE considere que um ajustamento sustentado do trajeto de inflação é consistente com o seu objetivo de inflação. As aquisições líquidas serão feitas em conjunto com reinvestimentos de pagamentos de capital dos títulos adquiridos no âmbito do APP, à medida que esses títulos atinjam o prazo de vencimento. Acresce que o Conselho do BCE confirmou que, se as perspetivas se tornarem menos favoráveis, ou se as condições financeiras se tornarem inconsistentes com maiores progressos no sentido de um ajustamento sustentado da trajetória da inflação, estará preparado para alargar o programa de compra de ativos em termos da sua dimensão e/ou duração.

## 1 Conjuntura externa

*A atividade mundial melhorou no segundo semestre do ano transato e o crescimento deverá permanecer sustentado no primeiro trimestre de 2017, ainda que a um ritmo moderado quando observado numa perspetiva histórica. A inflação global a nível mundial tem aumentado nos últimos meses na sequência da recuperação dos preços do petróleo, ao passo que a diminuição lenta da capacidade produtiva disponível deverá proporcionar algum apoio à inflação subjacente no médio prazo.*

### Atividade económica e comércio a nível mundial

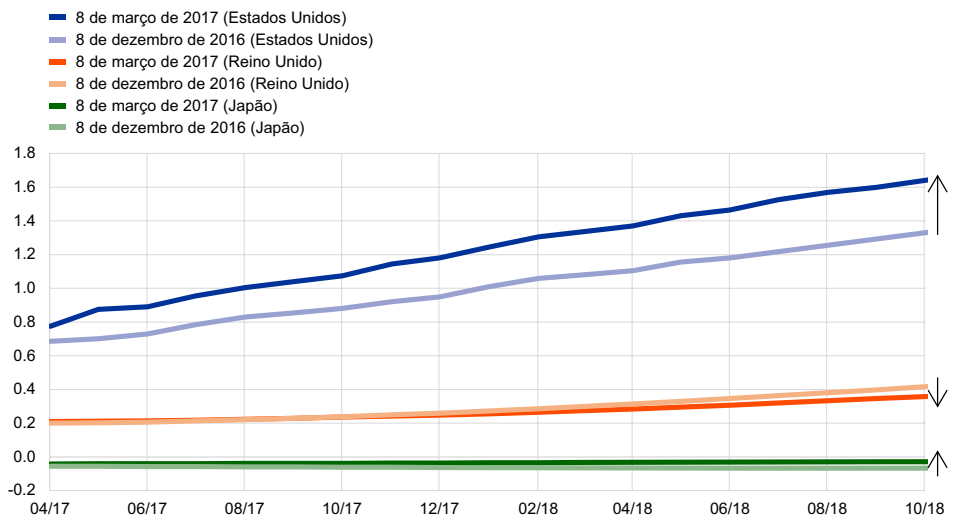
**Espera-se que o crescimento mundial permaneça sustentado, embora modesto em termos históricos.** Dados divulgados recentemente confirmam a melhoria da atividade económica a nível mundial no segundo semestre de 2016 e apontam para um crescimento sustentado no início de 2017. Numa análise prospetiva, tanto as economias avançadas como as economias de mercado emergentes (EME) deverão apoiar o crescimento. Espera-se, em particular, que o estímulo de política orçamental reforce a atividade nos Estados Unidos, enquanto o abrandamento gradual de recessões profundas em alguns dos principais exportadores de matérias-primas apoiará o crescimento nas EME. Contudo, a incerteza permanece elevada devido a um conjunto de fatores, designadamente as políticas concebidas pela nova administração dos Estados Unidos, bem como os efeitos das mesmas na economia norte-americana e eventuais repercussões na atividade mundial; a robustez da recuperação a nível dos exportadores de matérias-primas; o reequilíbrio gradual da economia chinesa; e as futuras relações entre o Reino Unido e a UE.

**Embora as condições financeiras se tenham mantido, em geral, favoráveis, assistiu-se a um aumento da restritividade em algumas EME.** A volatilidade permaneceu baixa nos mercados financeiros nas últimas semanas e os mercados bolsistas nas economias avançadas registaram novos ganhos. As taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo dos Estados Unidos aumentaram ligeiramente, permanecendo em níveis baixos em outras economias avançadas. Em contraste, as condições financeiras tornaram-se mais restritivas em algumas EME, com o aumento dos diferenciais das obrigações soberanas e a depreciação de moedas, em particular da lira turca e do peso mexicano. De um modo geral, as saídas de capital de EME registaram alguma atenuação, tendo sido menos persistentes do que em episódios anteriores de incerteza. No entanto, as saídas de capital da China foram significativas em dezembro, tendo sido apenas interrompidas por fortes medidas de controlo por parte das autoridades. A Caixa 1 analisa a evolução dos mercados financeiros nas EME desde as eleições nos Estados Unidos e compara-a com o episódio de “reação excessiva do mercado” (*taper tantrum*) ocorrido em 2013.

**As políticas monetárias permaneceram acomodáticas, mas a divergência entre as economias avançadas está a aumentar.** A curva dos futuros dos fundos do Sistema de Reserva Federal deslocou-se em sentido ascendente nos últimos meses, na sequência da decisão de dezembro do Comité de Operações de Mercado Aberto (Federal Open Market Committee – FOMC) do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos. Em contraste, o Bank of England e o banco central do Japão mantiveram uma orientação acomodática (ver Gráfico 1). Esta divergência, que espelha um desempenho económico heterogéneo nas economias avançadas, refletiu-se também em ajustamentos das taxas de câmbio.

**Gráfico 1**  
Expetativas sobre as taxas de política

(percentagens)



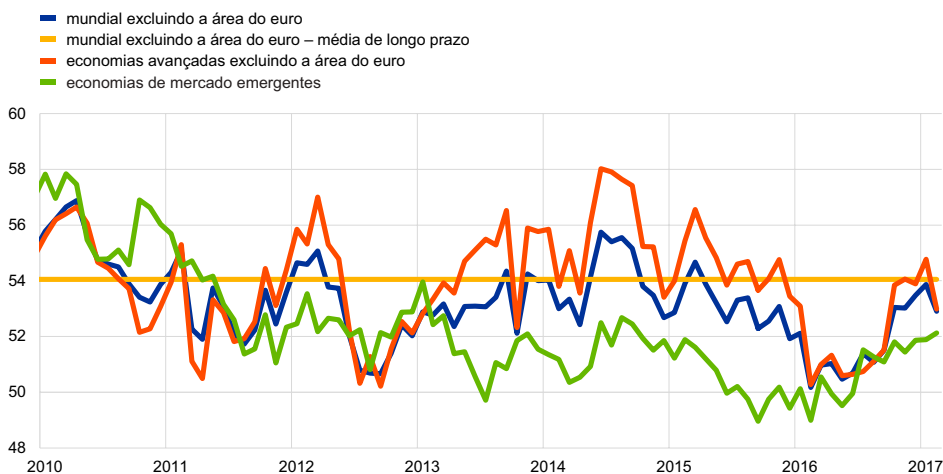
Fontes: Bloomberg e Bank of England.

**Dados recentemente divulgados confirmam o dinamismo sustentado do crescimento mundial no último trimestre de 2016.** Excluindo a área do euro, o Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto aumentou para 53.3 no quarto trimestre de 2016, face a 51.5 no trimestre precedente, o que aponta para uma recuperação do crescimento mundial no segundo semestre do ano passado. O IGC mundial compósito do produto no início de 2017 confirmou esta tendência (ver Gráfico 2). A nível dos países, os IGC trimestrais registaram subidas em todas as principais economias avançadas no último trimestre de 2016. No contexto das EME, os valores trimestrais também aumentaram na China e na Rússia, mas diminuíram na Índia – na sequência da recente política de desmonetização – e no Brasil, permanecendo abaixo do limiar do nível 50 em ambos os países. Em termos prospetivos, os indicadores avançados compósitos da Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos (OCDE) continuam a apontar para uma retoma do dinamismo de crescimento em várias economias avançadas e assinalam a intensificação do dinamismo de crescimento nas principais EME.

## Gráfico 2

### IGC mundial compósito do produto

(Índice de difusão)



Fontes: Haver Analytics e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2017. As economias de mercado emergentes correspondem a um agregado da China, Rússia, Brasil, Índia e Turquia. As economias avançadas incluem os Estados Unidos, o Reino Unido e o Japão. A média de longo prazo refere-se ao período entre janeiro de 1999 e fevereiro de 2017.

**A atividade económica nos Estados Unidos terminou o ano com mais solidez,** apoiada pelas despesas de consumo e pela recuperação do investimento, à medida que o ajustamento do setor dos produtos energéticos e os efeitos negativos de um dólar forte na rentabilidade das empresas diminuíram. A solidez das despesas de consumo e a recuperação do investimento privado deverão apoiar uma expansão moderada em 2017. Subsequentemente, a atividade económica deverá expandir-se a um ritmo mais forte, sobretudo em virtude da orientação orçamental mais expansionista que provavelmente será adotada pela nova administração.

**No Reino Unido, a atividade económica foi surpreendentemente resiliente na sequência do referendo sobre a permanência do país na UE.** O investimento estagnou no último trimestre de 2016 no contexto da incerteza relacionada com o *Brexit*, enquanto o consumo privado contribuiu significativamente para o crescimento do PIB, não obstante o seu abrandamento face ao trimestre anterior. Contudo, a expectativa é de que a atividade económica abrande no decurso de 2017. O aumento dos preços no consumidor impulsionado pelas taxas de câmbio deverá reduzir o consumo privado, ao passo que as decisões de investimento das empresas serão provavelmente afetadas pela incerteza em torno do *Brexit*.

**No Japão, o PIB real registou uma desaceleração no último trimestre de 2016, com o enfraquecimento da procura interna.** As exportações líquidas, apoiadas pelo iene mais fraco e a recuperação da atividade a nível externo, contribuíram mais para o crescimento do PIB real do que a procura interna. No horizonte de curto prazo, o crescimento deverá ser apoiado por estímulos significativos em termos de políticas orçamentais e monetárias, bem como pela procura externa. Numa análise prospetiva, à medida que desaparece gradualmente o apoio proporcionado pelo pacote de estímulo orçamental do ano passado, a atividade económica deverá desacelerar ao longo do tempo no sentido da taxa de crescimento do produto potencial.



**O crescimento na China fortaleceu-se no último trimestre de 2016, apoiado pelo forte consumo e pela recuperação do investimento privado.**

As perspetivas de curto prazo são dominadas pela dimensão do estímulo em termos de políticas, mas o crescimento económico deverá manter uma tendência gradual em sentido descendente no médio prazo. Em particular, o crescimento do investimento continuará a registar uma moderação, face à redução gradual do excesso de capacidade produtiva.

**O crescimento do PIB real nos países da Europa Central e de Leste registou uma desaceleração ao longo de 2016, em virtude da utilização mais lenta de fundos da UE no início do novo período orçamental.**

A procura externa mais fraca também contribuiu para o abrandamento. Todavia, no médio prazo, projeta-se que a atividade económica permaneça relativamente resiliente, em resultado da solidez das despesas de consumo, da melhoria dos mercados de trabalho e da maior absorção de fundos da UE.

**Os sinais de retoma face às recessões profundas nos grandes exportadores de matérias-primas são heterogéneos.**

Na Rússia, o crescimento trimestral do PIB real passou a ser positivo no terceiro trimestre de 2016, sendo apoiado sobretudo pelas exportações líquidas. Embora o banco central tenha mantido a taxa de juro diretora inalterada, o rublo russo registou um fortalecimento e os mercados acionistas subiram, em resultado da recuperação dos preços do petróleo. No entanto, em termos prospetivos, os desafios orçamentais deverão pesar sobre a conjuntura empresarial e a ausência de investimento fixo e de reformas estruturais poderá minar o potencial de crescimento. No Brasil, o PIB real registou uma descida superior ao esperado no segundo semestre de 2016. A atividade económica no curto prazo deverá beneficiar da estabilização lenta da confiança das empresas, da melhoria dos termos de troca e da menor restritividade das condições financeiras. Contudo, as incertezas políticas recorrentes e as necessidades de consolidação orçamental continuam a pesar sobre as perspetivas de médio prazo.

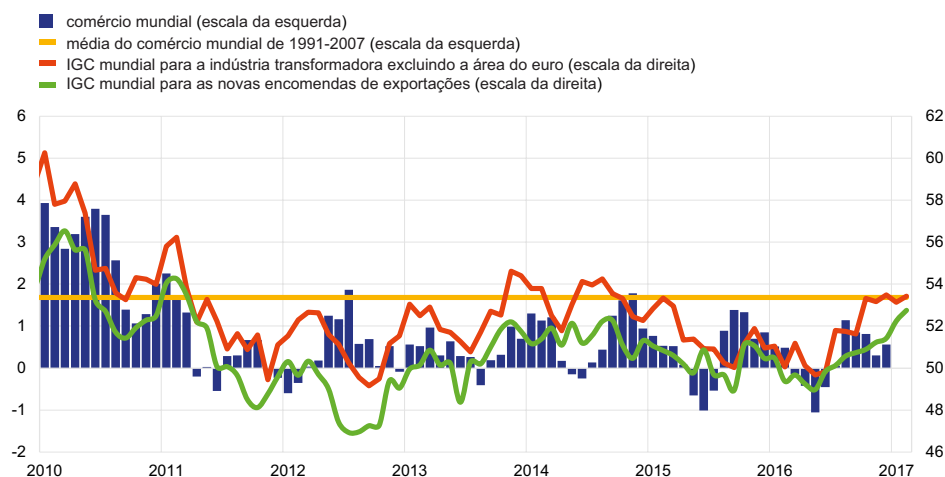
**O comércio mundial melhorou no segundo semestre de 2016 e deverá manter o seu dinamismo no primeiro trimestre deste ano.**

Excluindo a área do euro, as importações mundiais foram revistas ligeiramente em alta no que respeita ao terceiro trimestre de 2016, confirmando a recuperação face ao primeiro semestre, e os indicadores disponíveis sinalizam perspetivas de curto prazo positivas. De acordo com dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis, o volume das importações mundiais de bens aumentou 0.6% em dezembro (em termos trimestrais em cadeia), situando-se ligeiramente abaixo do ritmo observado no terceiro trimestre, mas ainda apontando para um crescimento sustentado (ver Gráfico 3). O IGC mundial para novas encomendas de exportações continuou a subir nos últimos meses, o que indica uma melhoria do dinamismo do comércio mundial no início do corrente ano. Numa análise prospetiva, embora as perspetivas estejam sujeitas a algumas incertezas no tocante às futuras políticas comerciais dos Estados Unidos, espera-se que o comércio internacional registe, em geral, uma expansão, em consonância com a atividade mundial.

### Gráfico 3

#### Comércio mundial de bens

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



Fontes: Markit, CPB e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2017 para os IGC e a dezembro de 2016 para o comércio mundial.

**Em termos gerais, projeta-se que o crescimento mundial aumente de forma gradual no período de 2016 a 2019.** De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento do PIB real mundial excluindo a área do euro deverá registar uma aceleração de 3.1% em 2016 para 3.5% em 2017 e 3.8% em 2018 e 2019. Espera-se que o crescimento da procura externa da área do euro aumente de 1.6% em 2016 para 2.8% em 2017, 3.4% em 2018 e 3.5% em 2019. Em comparação com as projeções de dezembro de 2016, o crescimento mundial foi revisto ligeiramente em alta, refletindo algumas revisões de dados e a inclusão da expectativa de alguns estímulos orçamentais na projeção de referência dos Estados Unidos. Entretanto, o crescimento da procura externa da área do euro foi revisto em sentido ascendente no tocante a 2016 e 2017, refletindo dados mais fortes relativos a importações no segundo semestre de 2016, mas ligeiramente em sentido descendente no que respeita a 2019, devido, em grande medida, a expectativas de um crescimento mais fraco das importações na América Latina e na China.

**A incerteza em torno das projeções de referência para a atividade mundial permanece elevada e o equilíbrio de riscos enviesado no sentido descendente.**

Os principais riscos em sentido descendente incluem um aumento do protecionismo comercial, que ganha força nas economias avançadas; uma maior restritividade desordenada das condições financeiras a nível mundial, que poderá afetar, em particular, as EME vulneráveis; possíveis perturbações associadas com o processo de reforma e liberalização na China; e, por último, possíveis perturbações causadas por incertezas políticas e geopolíticas, tais como as futuras relações entre o Reino Unido e a UE.

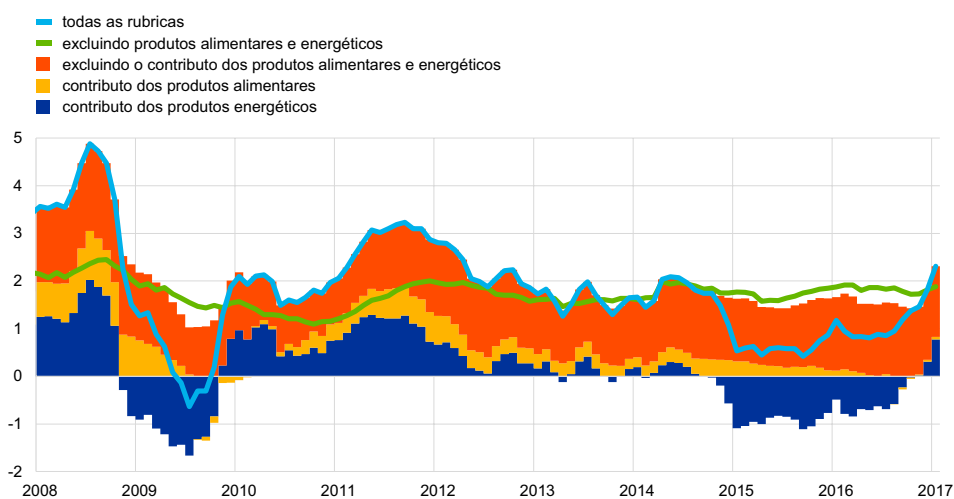
## Evolução dos preços a nível mundial

**A inflação global a nível mundial aumentou nos últimos meses, na sequência da recuperação dos preços do petróleo.** Nos países da OCDE, a inflação homóloga medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) aumentou para 2.3% em janeiro, situando-se em níveis não observados há quase cinco anos. Tal deveu-se principalmente ao aumento dos preços dos produtos energéticos, que subiram 8.5% em termos homólogos. Excluindo os produtos alimentares e os produtos energéticos, a inflação homóloga nos países da OCDE aumentou para 1.9% em janeiro, face a 1.8% em dezembro (ver Gráfico 4). A inflação dos preços no consumidor continuou a aumentar em todas as principais economias avançadas em janeiro. Em contrapartida, a inflação continuou a diminuir na maioria das principais economias não pertencentes à OCDE, à exceção da China, onde os preços no consumidor registaram uma recuperação.

### Gráfico 4

#### 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 2017.

**Os preços do petróleo bruto Brent oscilaram num intervalo entre USD 52 e USD 56 por barril desde que, em 30 de novembro de 2016, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) acordou em reduzir a produção.** A produção mundial de petróleo diminuiu em janeiro, espelhando descidas tanto em países da OPEP como em países não pertencentes à OPEP. Embora a produção da OPEP tenha registado um dos maiores cortes de produção da história, os países não pertencentes à OPEP que participaram no acordo de redução da produção também contribuíram para aquela que foi a maior descida mensal em cadeia da oferta mundial de petróleo desde setembro de 2008. Todavia, em termos prospetivos, a produção de países não pertencentes à OPEP deverá aumentar em 2017, impulsionada sobretudo por países que não assinaram o acordo de produção (Estados Unidos, Canadá e Brasil), sendo que

a produção de petróleo de xisto nos Estados Unidos já apresentou aumentos em dezembro de 2016. Os preços das matérias-primas não petrolíferas subiram cerca de 1% (em dólares dos Estados Unidos) nas últimas semanas, sendo sobretudo impulsionados pelo aumento do preço do minério de ferro para um valor próximo do máximo registado em três anos, que foi, em parte, compensado por uma descida dos preços dos produtos alimentares.

**Numa análise prospetiva, a inflação mundial deverá aumentar lentamente.**

Espera-se que o aumento recente dos preços do petróleo e de outras matérias-primas apoie a inflação global no curto prazo. Em termos prospetivos, a diminuição lenta da capacidade produtiva disponível a nível mundial deverá proporcionar algum apoio à inflação subjacente no médio prazo. Contudo, como a atual curva de futuros do petróleo aponta para preços do petróleo muito estáveis ao longo do horizonte de projeção, o futuro contributo dos preços dos produtos energéticos para a inflação deverá ser muito limitado.

## 2 Evolução financeira

Desde a reunião de política monetária do Conselho do BCE em dezembro, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro registaram uma ligeira subida e apresentaram alguma volatilidade. Os diferenciais das obrigações de empresas caíram e mantiveram-se em níveis abaixo do registado no início de março de 2016, quando foi anunciado o programa de compra de ativos do setor empresarial (CSPP). No geral, os preços das ações aumentaram na área do euro, tendo sido observado um aumento semelhante nos Estados Unidos. O valor do euro depreciou-se ligeiramente em termos ponderados pelo comércio.

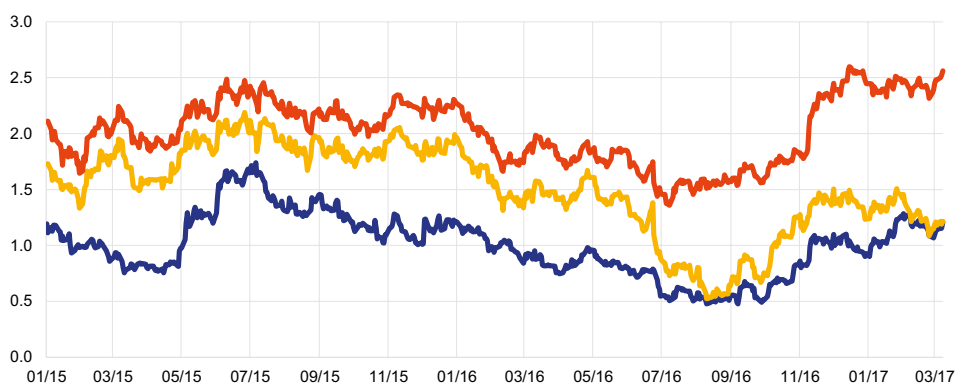
**As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo na área do euro aumentaram em geral desde o início de dezembro.** No período em análise (entre 8 de dezembro de 2016 e 8 de março de 2017), as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderadas pelo PIB aumentaram cerca de 15 pontos base, para aproximadamente 1.2% (ver Gráfico 5).

### Gráfico 5

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

(percentagens por ano)

■ área do euro  
■ Reino Unido  
■ Estados Unidos



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

Notas: Para a área do euro, é apresentada a média ponderada pelo PIB das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos na área do euro. A última observação refere-se a 8 de março de 2017.

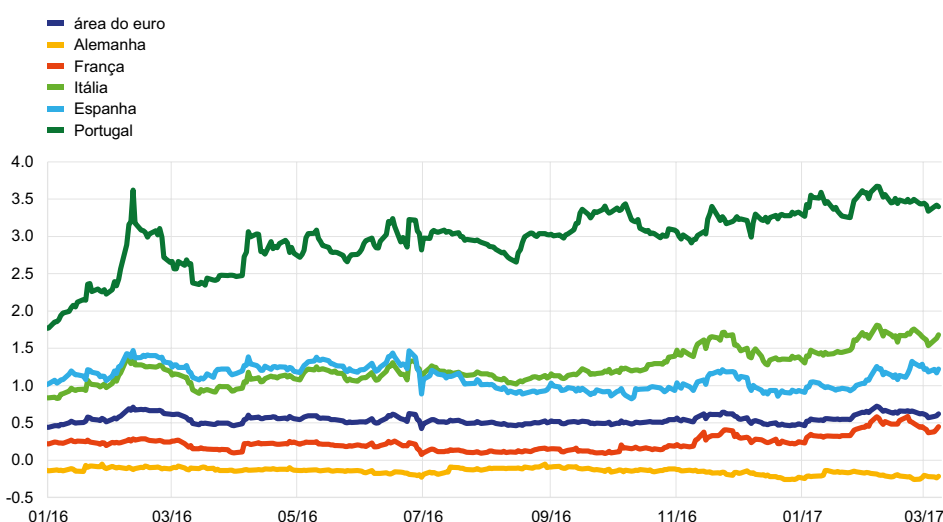
**Na área do euro, os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas aumentaram em resultado da incerteza política.** A evolução estável global da média ponderada pelo PIB das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas oculta alguns desenvolvimentos heterogéneos intra-área do euro. Os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas aumentaram em diversos países (ver Gráfico 6). Tal foi especialmente evidente em França, onde a maior incerteza política em torno das próximas eleições presidenciais levou a alguma volatilidade nos diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas. O diferencial das taxas de rendibilidade francesas a 10 anos em

relação à taxa sem risco dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* terminou o período em análise cerca de 20 pontos base mais elevado, após ter aumentado até 40 pontos base durante esse mesmo período. Em países com uma notação inferior, observou-se um aumento semelhante do diferencial.

### Gráfico 6

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

(percentagens por ano)

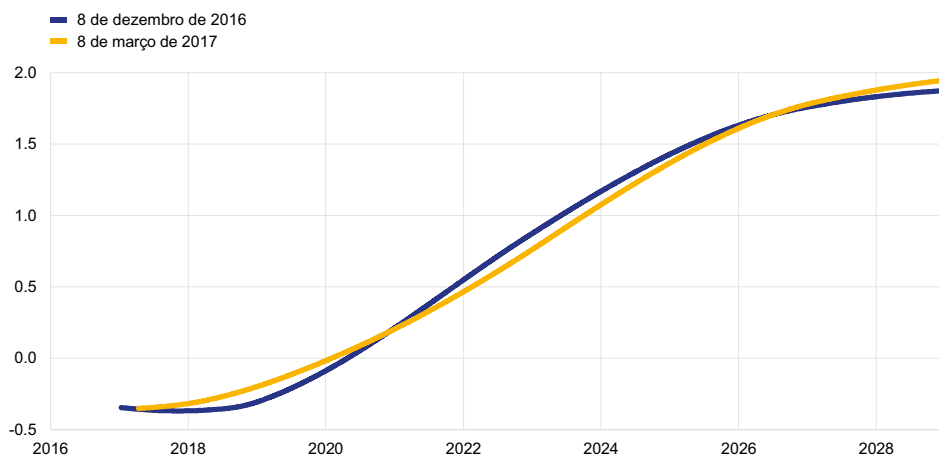


**A curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) manteve-se globalmente inalterada desde o início de dezembro, indicando não existirem expectativas do mercado de novas reduções da taxa da facilidade permanente de depósito.** O perfil ascendente gradual da curva a prazo da EONIA implica que os participantes no mercado continuam a esperar um período prolongado de taxas EONIA negativas, sem novos cortes da taxa da facilidade permanente de depósito (ver Gráfico 7). Tal contrasta acentuadamente com a situação no início de outubro de 2016, em que o segmento mais curto da curva tinha uma inclinação descendente e, por conseguinte, indicativa de expectativas de novas reduções na taxa da facilidade permanente de depósito.

## Gráfico 7

### Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

#### **A taxa EONIA manteve-se estável em torno de -35 pontos base no período em análise, à exceção de um pequeno aumento no final do ano.**

A liquidez excedentária registou um aumento de cerca de €165 mil milhões para aproximadamente €1356 mil milhões, no contexto das compras do Eurosistema ao abrigo do programa de compra de ativos. O aumento da liquidez excedentária também refletiu a participação na terceira operação de refinanciamento de prazo alargado direcionada (ORPA direcionada II), que ocorreu em dezembro de 2016. A Caixa 4 apresenta mais informações sobre as condições de liquidez.

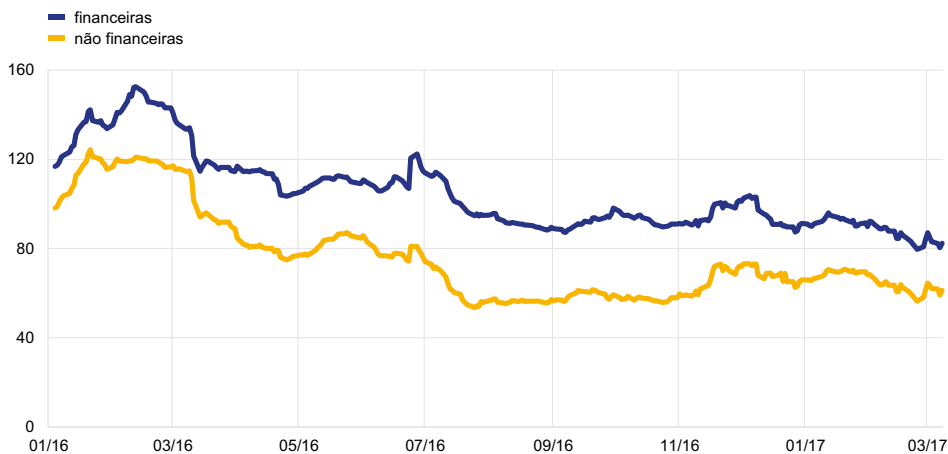
**Os diferenciais das obrigações emitidas por sociedades não financeiras (SNF) caíram em todas as classes de notação desde o início de dezembro (ver Gráfico 8).** A diminuição dos diferenciais (face à curva correspondente das obrigações com notação AAA da área do euro) foi apoiada por uma melhoria das perspetivas de crescimento da área do euro. Assim, os menores diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de empresas indicam uma redução da perceção de mercado dos riscos empresariais. Os diferenciais face às obrigações das SNF com grau de qualidade de investimento (classificação de *investment-grade*) situam-se atualmente cerca de 60 pontos base abaixo dos níveis correspondentes no início de março de 2016, altura em que o Conselho do BCE anunciou o lançamento do CSPP. No setor financeiro, os diferenciais das obrigações também diminuíram entre 5 e 20 pontos base em todas as classes de notação ao longo do período em análise.

**No geral, os preços das ações na área do euro registaram uma subida substancial desde o início de dezembro.** Os preços das ações de não-bancos aumentaram 7% durante o período em análise, ultrapassando os preços das ações de bancos, que aumentaram apenas 2% (ver Gráfico 9). Os não-bancos da área do euro registaram um desempenho superior às suas contrapartes dos Estados Unidos, enquanto os bancos da área do euro tiveram um desempenho inferior às suas contrapartes norte-americanas. Os aumentos foram apoiados por uma melhoria das perspetivas para o crescimento macroeconómico e a inflação. Num horizonte mais

### Gráfico 8

#### Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



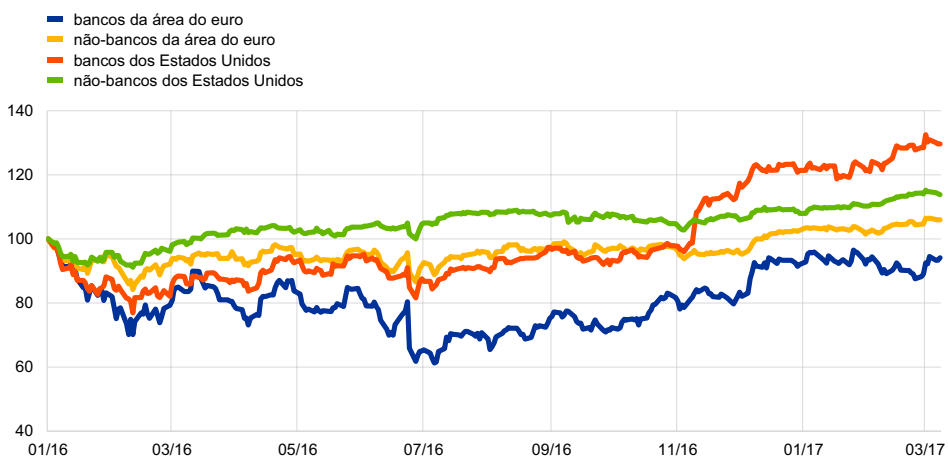
Fontes: Índices iBoxx e cálculos do BCE.  
Nota: A última observação refere-se a 8 de março de 2017.

alargado, e no que se refere aos mínimos que registaram na sequência do resultado do referendo relativo à permanência do Reino Unido na UE no final de junho de 2016, no geral, os preços das ações na área do euro registaram um aumento de cerca de 25% (dos quais cerca de 50% eram dos bancos). A incerteza nos mercados – medida pelas expectativas de volatilidade dos preços das ações – manteve-se, no geral, estável durante o período em análise. No início de março, a volatilidade implícita nos mercados acionistas na área do euro era de 15% numa base anualizada, enquanto nos Estados Unidos se situava em 12%. As volatilidades implícitas em ambas as áreas situam-se bastante abaixo das médias históricas, refletindo, em parte, volatilidades realizadas baixas nas oscilações dos preços das ações.

### Gráfico 9

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

(1 de janeiro de 2016 = 100)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.  
Nota: A última observação refere-se a 8 de março de 2017.



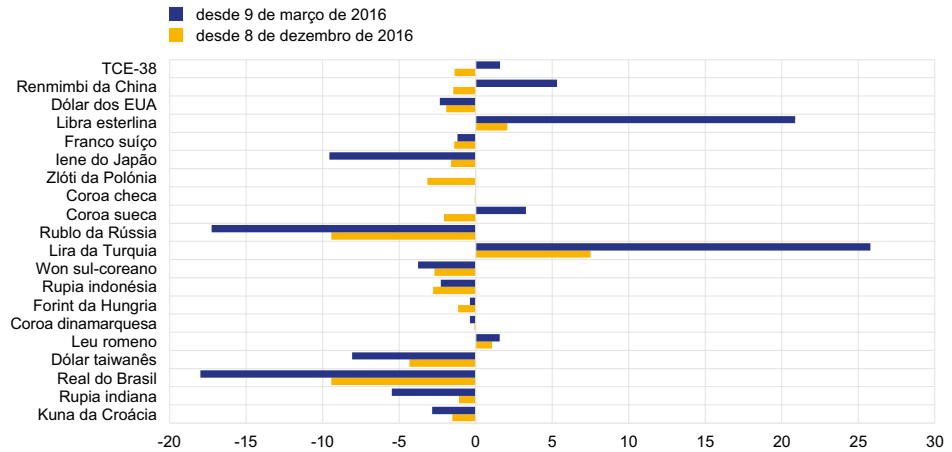
**Nos mercados cambiais, o euro depreciou-se ligeiramente em termos ponderados pelo comércio (ver Gráfico 10).**

A taxa de câmbio efetiva nominal do euro enfraqueceu 1.4% desde 8 de dezembro. Em termos bilaterais, ao longo do mesmo período o euro depreciou-se 1.9% face ao dólar dos Estados Unidos. O euro também enfraqueceu face a outras moedas importantes, incluindo o iene do Japão (1.6%) e o franco suíço (1.4%), tendo continuado a apreciar-se face à libra esterlina (2.1%). Ao mesmo tempo, a taxa de câmbio do euro também se depreciou face às moedas da maioria dos restantes Estados-Membros da UE fora da área do euro e às moedas das principais economias emergentes (incluindo o renminbi da China), à exceção da lira turca.

**Gráfico 10**

**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.

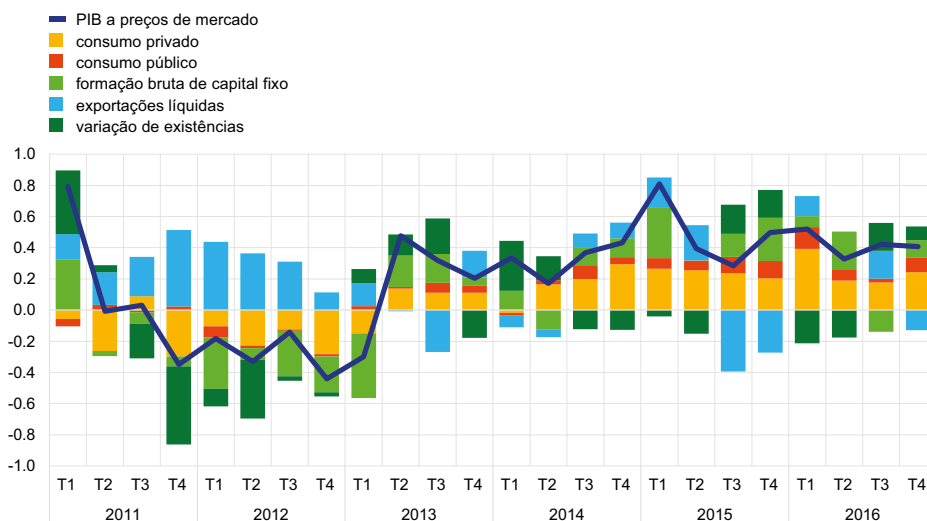
### 3 Atividade económica

A atual expansão económica continua a fortalecer-se, sendo principalmente apoiada pela procura interna na área do euro. Existem igualmente sinais de uma recuperação ligeiramente mais forte a nível mundial. As projeções macroeconómicas de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE preveem que o PIB real da área do euro cresça 1.8% em 2017, 1.7% em 2018 e 1.6% em 2019. Os riscos que rodeiam as perspetivas de crescimento para a área do euro tornaram-se menos pronunciados, embora se mantenham enviesados no sentido descendente e predominantemente relacionados com fatores mundiais.

**A expansão económica da área do euro prossegue, sendo apoiada pela procura interna.** O PIB real aumentou 0.4%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre do ano (ver Gráfico 11). A procura interna e a variação de existências contribuíram positivamente para o crescimento do PIB real, enquanto o comércio líquido deu um contributo negativo. O crescimento do produto no quarto trimestre conduziu a um aumento anual do PIB de 1.7% em 2016. A tendência da atividade económica para se fortalecer e expandir-se nos vários setores e países prosseguiu no quarto trimestre de 2016.

**Gráfico 11**  
PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fonte: Eurostat.

Nota: A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2016 para o PIB e os seus componentes.

#### **O consumo privado continua a ser o alicerce da atual expansão económica.**

As despesas de consumo reais aumentaram 0.4%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre. Este acréscimo, face ao terceiro trimestre, ocorreu não obstante um aumento dos preços do petróleo. A confiança dos consumidores permaneceu resiliente e muito acima da sua média de longo prazo em janeiro e fevereiro, sinalizando uma forte dinâmica subjacente das despesas de consumo no curto prazo. Além disso, o crescimento do consumo privado continuou a ser

alimentado por ganhos sólidos dos rendimentos das famílias, apoiados pela melhoria dos mercados de trabalho da área do euro.

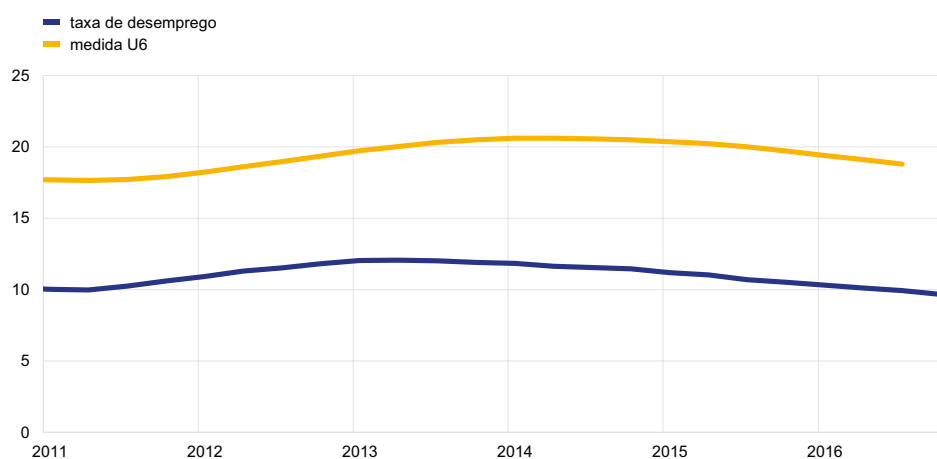
### O desemprego na área do euro diminuiu pelo 14.º trimestre consecutivo.

O desemprego da área do euro continuou a descer no quarto trimestre de 2016, tendo registado um pico no início de 2013. Em janeiro, situou-se em 9,6%, permanecendo no nível mais baixo desde o segundo trimestre de 2009. O crescimento do emprego na área do euro prosseguiu no terceiro trimestre de 2016, principalmente devido à criação de emprego no setor dos serviços. Os inquéritos recentemente divulgados sugerem novas melhorias nas condições no mercado de trabalho. Todos os principais indicadores refletem uma nova tendência positiva em fevereiro de 2017, exceto no setor da construção, onde permaneceram globalmente inalterados.

### Gráfico 12

A taxa de desemprego e uma medida mais ampla de subutilização do trabalho na área do euro

(percentagens)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

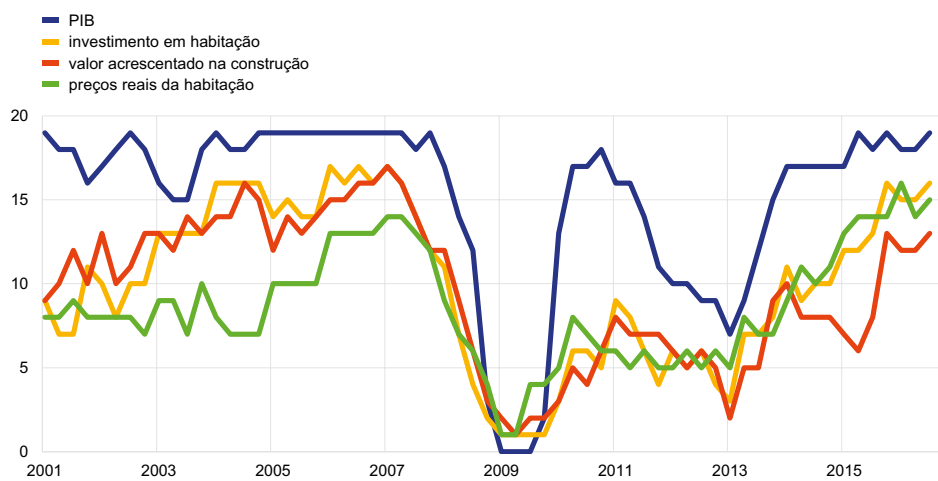
Notas: A observação mais recente refere-se ao quarto trimestre de 2016 para a taxa de desemprego e ao terceiro trimestre de 2016 para a "medida U6". U6 é uma medida mais ampla de subutilização do trabalho, que também toma em consideração estimativas de "inativos desencorajados, participantes no mercado de trabalho marginalmente ativos e trabalhadores a tempo parcial em situação de subdesemprego".

**Embora a tendência global do desemprego seja claramente positiva, a folga no mercado de trabalho permanece considerável, quando se toma em consideração medidas mais amplas de subutilização do trabalho.** Não obstante a existência de menos desempregados no mercado de trabalho, ainda existem muitos indivíduos que não são considerados desempregados, sendo capazes de concorrer a postos de trabalho, restringindo, assim, as pressões sobre os salários. As medidas mais amplas de subutilização do trabalho (conhecidas como medida U6 (*U6 measure*), que inclui estimativas relativas ao número de "inativos desencorajados", outros participantes no mercado, que podem ser mais marginalmente ativos, e os trabalhadores a tempo parcial em situação de subemprego, que, embora atualmente empregados, não trabalhem tantas horas por semana quanto gostariam) permanecem elevadas, registando uma diminuição inferior à da taxa de desemprego (ver Gráfico 12). Este facto sugere que ainda existe uma margem disponível considerável no mercado de trabalho da área do euro em geral.

**Os mercados da habitação da área do euro estão a apoiar cada vez mais o dinamismo de crescimento.** A recuperação dos mercados da habitação da área do euro tem sido mais desfasada e muito mais fraca, face à atividade económica global na área do euro. Porém, mais recentemente, um número crescente de países tem apresentado taxas de crescimento homólogas positivas nos principais indicadores do mercado da habitação (ver Gráfico 13). Parece, assim, que muitos mercados da habitação da área do euro estão a entrar numa fase expansionista. Contudo, a robustez desta recuperação permanece, em geral, relativamente moderada e heterogénea entre os vários países. Em termos prospetivos, a melhoria das condições financeiras, a maior confiança no setor da construção e um número crescente de licenças de construção emitidas apontam igualmente para a continuação da recuperação do investimento em construção em 2017.

### Gráfico 13

Número de países da área do euro com taxas de crescimento homólogas positivas nos indicadores do mercado da habitação



Fontes: Eurostat e BCE.

Notas: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2016. Os valores não são ponderados e podem oscilar entre 0 e 19.

**O investimento empresarial também parece ter registado uma expansão no quarto trimestre, embora provavelmente a um ritmo mais lento do que no terceiro trimestre,** uma vez que a produção de bens de investimento apenas cresceu modestamente. Simultaneamente, de acordo com o inquérito da Comissão Europeia realizado no primeiro trimestre de 2017, a procura percecionada como uma restrição à produção de bens de investimento caiu novamente, permanecendo no seu nível mais baixo desde o início da Grande Recessão. A utilização da capacidade produtiva também registou um aumento superior aos níveis médios pré-crise no primeiro trimestre de 2017.

**Em termos prospetivos, o investimento total deverá continuar a ser apoiado pela política monetária muito acomodatória do BCE.** As condições financeiras permanecem muito favoráveis e as margens de venda devem recuperar no contexto de um setor empresarial não financeiro que já dispõe de fortes recursos financeiros. Além disso, a considerável recuperação observada nos preços das ações e o crescimento moderado do financiamento por dívida reduziram o rácio

de alavancagem (dívida em relação ao total dos ativos). O aumento dos lucros das sociedades não financeiras deverá encorajar o investimento, em particular à luz da necessidade de substituir o capital após anos de formação de capital fixo fraco. Porém, a recuperação do investimento ainda continuará a ser travada por uma rigidez nos mercados do produto, expectativas de crescimento de longo prazo mais reduzidas do que no passado e a contínua necessidade de desalavancagem em alguns países da área do euro. Além disso, o atual ajustamento a alterações no enquadramento regulamentar, a baixa rentabilidade bancária e o volume ainda elevado de créditos não produtivos nos balanços dos bancos em vários países continuam a exercer pressões sobre a capacidade de intermediação dos bancos e, por seu turno, o financiamento do investimento das empresas no curto prazo.

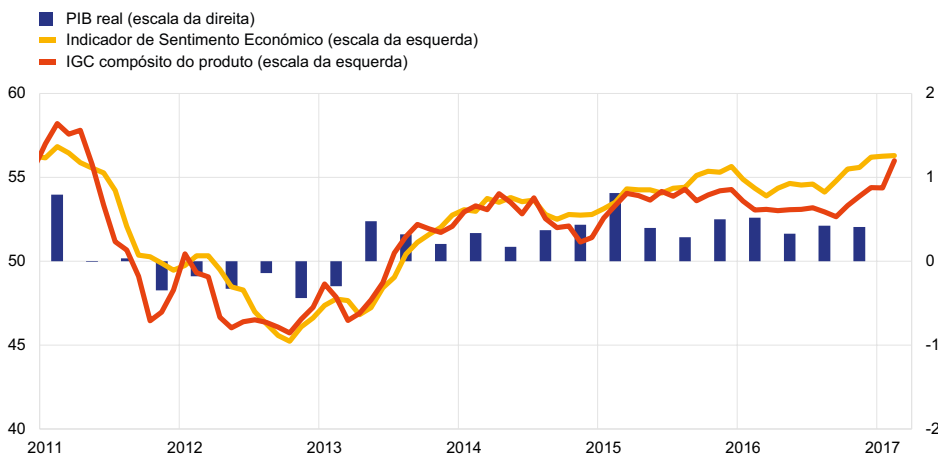
**O crescimento das exportações da área do euro continuou a recuperar, em resultado de uma melhoria gradual do comércio mundial.** O total das exportações da área do euro expandiu-se 1.5%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre, impulsionado pelo comércio de bens e serviços. Os dados mensais até dezembro de 2016 apontam para fortes aumentos (variações trimestrais em cadeia em percentagem) das exportações de bens para a China e para outros países asiáticos. Simultaneamente, a América Latina e os Estados Unidos deram um contributo positivo. Até novembro, as exportações para o Reino Unido registaram quedas, enquanto as exportações para outros países europeus aumentaram. Existem indícios de que as exportações de bens da área do euro ultrapassaram as importações mundiais de bens no quarto trimestre de 2016, sinalizando possíveis ganhos nas quotas de mercado das exportações da área do euro, no contexto de uma depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro. Os inquéritos e as novas encomendas de exportações com implicações para o primeiro trimestre de 2017 apontam para uma melhoria da dinâmica das exportações no curto prazo. Numa análise prospetiva, as exportações extra-área do euro deverão crescer no seguimento de uma recuperação gradual do comércio mundial. Contudo, os riscos para as perspetivas relativas ao comércio estão relacionados com possíveis efeitos adversos resultantes de um aumento da incerteza quanto às políticas comerciais a nível mundial.

**Em termos gerais, os inquéritos apontam para um dinamismo de crescimento robusto no primeiro trimestre de 2017.** O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia apresentou melhorias generalizadas em janeiro, mantendo-se inalterado, em níveis elevados, em fevereiro. Por sua vez, o Índice de Gestores de Compras (IGC) composto do produto permaneceu estável em janeiro, registando melhorias generalizadas em fevereiro. O aumento observado nos primeiros dois meses de 2017, face ao quarto trimestre de 2016, refletiu uma melhoria na avaliação da atual situação e uma entrada robusta na carteira de encomendas da indústria e construção. Ambos os inquéritos estão atualmente acima da respetiva média de longo prazo (ver Gráfico 14).

## Gráfico 14

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

(taxas de crescimento trimestrais, saldos percentuais normalizados e índices de difusão)



Fontes: Markit, Comissão Europeia e Eurostat.

Notas: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2016 para o PIB real e a fevereiro de 2017 para o Indicador de Sentimento Económico e o IGC, respetivamente.

#### **Espera-se que a expansão económica da área do euro prossiga, apoiada pelas medidas de política monetária que continuam a ser transmitidas à economia real.**

As melhorias na rentabilidade das empresas e as condições de financiamento muito favoráveis continuam a promover a recuperação do investimento. Progressos sustentados em termos de emprego, que continuam a ser impulsionados por anteriores reformas estruturais, proporcionam um apoio ao rendimento disponível real das famílias e, por conseguinte, ao consumo privado. Existem igualmente sinais de uma recuperação mundial ligeiramente mais forte e de um aumento do comércio mundial. No entanto, espera-se que o crescimento económico na área do euro seja atenuado por um ritmo lento de implementação de reformas estruturais e por ajustamentos remanescentes de balanços em vários setores.

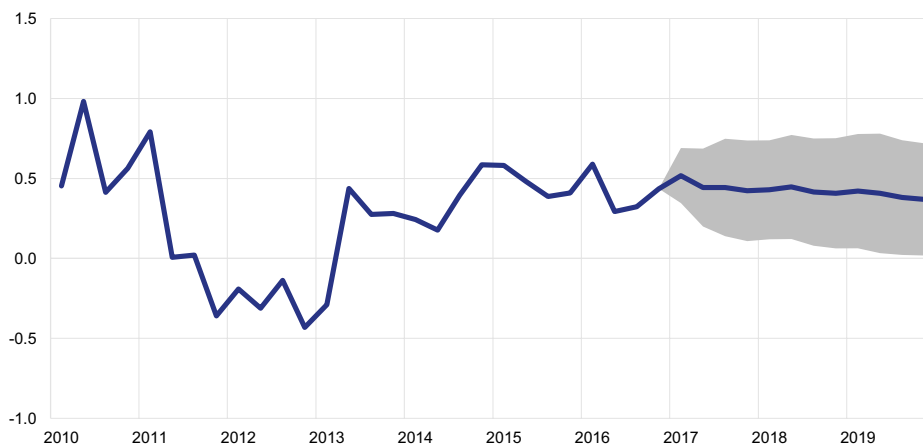
#### **As projeções macroeconómicas para a área do euro de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE preveem que o PIB real anual aumente 1.8% em 2017, 1.7% em 2018 e 1.6% em 2019 (ver Gráfico 15).**

Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB real foram revistas ligeiramente em alta, em 0.1 pontos percentuais, em 2017 e 2018, devido a uma procura externa ligeiramente mais forte no curto prazo, à taxa de câmbio do euro mais fraca e a um sentimento económico mais favorável. Os riscos que rodeiam as perspetivas de crescimento para a área do euro tornaram-se menos pronunciados, embora se mantenham enviesados no sentido descendente e predominantemente relacionados com fatores mundiais.

## Gráfico 15

### PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(taxas de variação trimestrais em cadeia)



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2017", publicado no sítio do BCE em 9 de março de 2017.

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

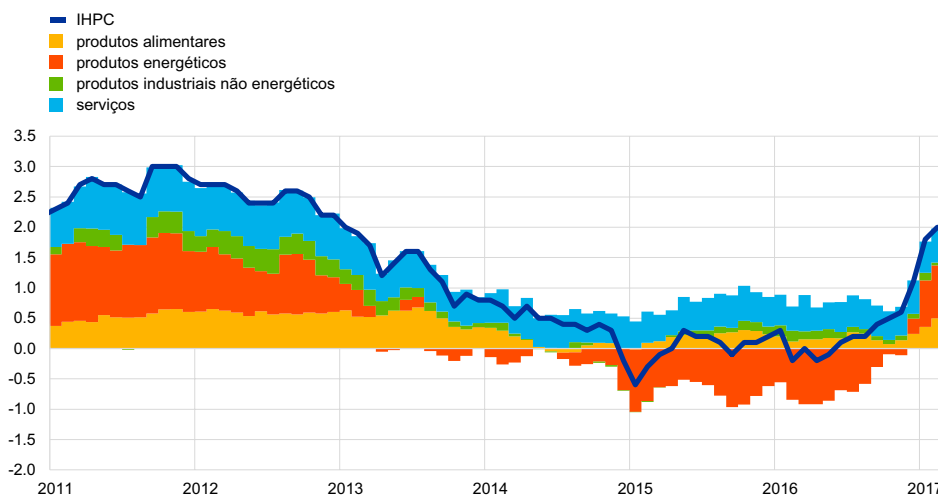
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro situou-se em 2.0% em fevereiro de 2017, face a 1.8% em janeiro. Numa análise prospetiva, com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que a inflação global permaneça em níveis próximos de 2% nos meses que se avizinham. Contudo, as medidas de inflação subjacente mantiveram-se baixas, esperando-se que aumentem apenas gradualmente no médio prazo. As projeções macroeconómicas de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE para a área do euro indicam que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1.7% em 2017, 1.6% em 2018 e 1.7% em 2019.

**A inflação global continuou a aumentar em fevereiro.** De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC aumentou novamente em fevereiro, situando-se em 2.0%, o que compara com 1.8% em janeiro e 1.1% em dezembro de 2016 (ver Gráfico 16). O aumento nos últimos meses foi impulsionado sobretudo pela inflação dos preços dos produtos energéticos e, em menor grau, pela inflação dos preços dos produtos alimentares, tendo levado a inflação global em fevereiro do corrente ano a atingir o nível mais elevado registado desde janeiro de 2013.

### Gráfico 16

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

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

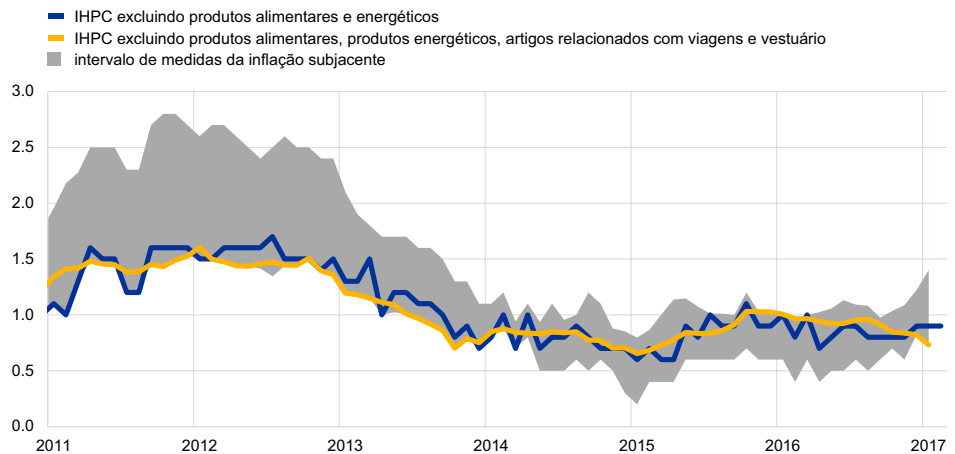
**No entanto, a inflação subjacente permaneceu moderada.** A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos situou-se em 0.9% em fevereiro de 2017, ou seja, substancialmente abaixo da sua média de longo prazo. A taxa manteve-se inalterada face a dezembro de 2016 e foi apenas ligeiramente superior ao valor de 0.8%, registado de agosto a novembro de 2016. A maioria das outras medidas de inflação subjacente também não mostrou



sinais de uma evolução mais dinâmica em sentido ascendente (ver Gráfico 17). O nível moderado da inflação subjacente pode refletir, em parte, os efeitos indiretos desfasados em sentido descendente de baixos preços do petróleo no passado, mas, mais importante ainda, também a margem disponível na economia e a continuação de fracas pressões internas sobre os custos.

### Gráfico 17 Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

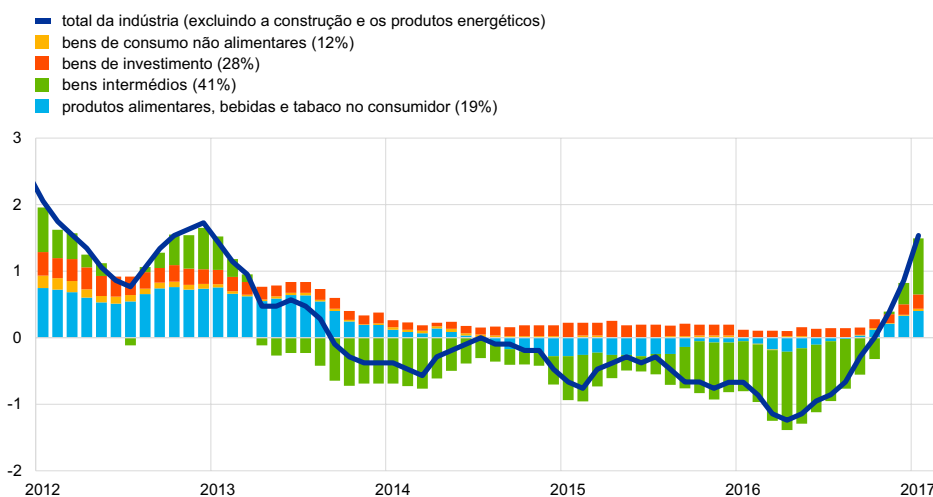
Notas: O intervalo de medidas da inflação subjacente inclui as seguintes: IHPC excluindo produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares, produtos energéticos, artigos relacionados com viagens e vestuário; média aparada a 10%; média aparada a 30%; mediana do IHPC; e a medida baseada no modelo de fatores dinâmicos. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2017 (IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) e a janeiro de 2017 (restantes medidas).

**Existem apenas sinais frágeis de acumulação de pressões em sentido ascendente sobre os preços.** Os fortes aumentos da inflação dos preços no produtor para o total da indústria (excluindo a construção e os produtos energéticos) desde a primavera de 2016 refletem principalmente subidas acentuadas dos preços no produtor de bens intermédios (ver Gráfico 18). Parte destes aumentos pode estar a transmitir-se – com algum desfasamento – aos preços dos bens de consumo não alimentares em fases mais avançadas da cadeia de produção e de preços. Além disso, a inflação dos preços das importações de bens de consumo não alimentares registou uma subida assinalável, situando-se em 0% em janeiro, o que compara com -0.1% em dezembro e -1.0% em novembro. Contudo, no início de 2017, a inflação dos preços no produtor internos dos bens de consumo não alimentares ainda não tinha exibido uma tendência clara em sentido ascendente, tendo apenas aumentado para 0.3% em janeiro, após ter oscilado em torno de 0.1% ao longo de 2016. Uma explicação possível prende-se com o facto de os custos e preços mais elevados a nível dos bens intermédios terem sido absorvidos por margens em diferentes fases do processo de produção e de o poder de fixação de preços das empresas se ter mantido contido pela forte concorrência mundial.

## Gráfico 18

### Contributo para os preços no produtor

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se janeiro de 2017.

### O crescimento dos salários permaneceu baixo em termos históricos.

O crescimento homólogo dos salários negociados na área do euro foi de 1.4% no quarto trimestre de 2016, tendo-se situado ligeiramente abaixo de 1.5% no segundo e terceiro trimestres de 2016. Os fatores que podem estar a pesar sobre o crescimento dos salários incluem uma margem disponível ainda significativa no mercado de trabalho, o fraco crescimento da produtividade e a continuação do impacto das reformas do mercado de trabalho implementadas em alguns países durante a crise<sup>1</sup>. Além disso, o contexto de inflação baixa nos últimos anos pode ainda contribuir para o menor crescimento dos salários através de mecanismos de indexação formais e informais.

### As medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação a longo prazo têm-se mantido globalmente estáveis desde o início de dezembro de 2016, permanecendo um pouco abaixo das medidas baseadas em inquéritos.

A tendência ascendente das medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação, observada desde o final de setembro, tornou-se mais horizontal após o início de dezembro. As expectativas de inflação a longo prazo baseadas no mercado mantiveram-se globalmente estáveis, tendo-se observado um aumento nos prazos curtos. Mais especificamente, a taxa a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos situa-se agora em torno de 1.71%, ou seja, cerca de 50 pontos base acima dos níveis baixos observados no outono de 2016 (ver Gráfico 19). Independentemente dos aumentos significativos nos diversos prazos desde setembro de 2016, as medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação ainda indicam apenas um retorno gradual a um nível de inflação de cerca de 2%, com, por exemplo, a taxa a prazo a 1 ano com uma antecedência de 4 anos ainda a oscilar em torno de 1.35%. As expectativas de inflação a longo prazo baseadas no

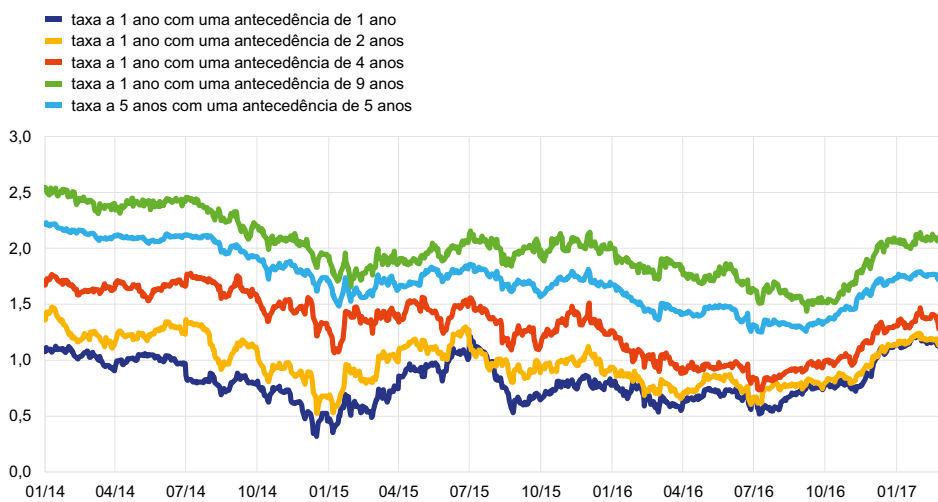
<sup>1</sup> Ver a caixa intitulada "Recent wage trends in the euro area", *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016.

mercado mais elevadas, quando comparadas com o outono passado, reduziram parcialmente o desvio face às medidas baseadas em inquéritos, as quais permaneceram estáveis em 1.8%, de acordo com o Inquérito do BCE a Analistas Profissionais relativo ao primeiro trimestre de 2017<sup>2</sup>.

### Gráfico 19

#### 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 3 de março de 2017.

**Numa análise prospetiva, as projeções elaboradas por especialistas do BCE indicam que a inflação medida pelo IHPC na área do euro aumentará de forma acentuada, passando de 0.2% em 2016 para 1.7% em 2017.** As perspetivas para a inflação global em 2017 foram significativamente revistas, após a recente subida dos preços do petróleo. Existem, contudo, padrões contrastantes na inflação dos preços dos produtos energéticos e não energéticos. Os preços dos produtos energéticos deverão constituir o principal fator impulsionador do reforço da inflação medida pelo IHPC entre 2016 e 2017. Tal, por seu turno, reflete efeitos de base em sentido ascendente, bem como recentes aumentos significativos dos preços do petróleo. Com base na informação disponível em meados de fevereiro, as projeções macroeconómicas de março de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE indicam que a inflação medida pelo IHPC se situará em 1.7% em 2017, 1.6% em 2018 e 1.7% em 2019 (ver Gráfico 20)<sup>3</sup>. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas significativamente em alta no que respeita a 2017 e ligeiramente em alta no tocante a 2018, permanecendo inalteradas no que concerne a 2019.

<sup>2</sup> Contrariamente às medidas baseadas em inquéritos das expetativas de inflação, as medidas baseadas no mercado incorporam um prémio de risco.

<sup>3</sup> Ver o artigo intitulado “Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2017”, publicado no sítio do BCE em 9 de março de 2017.

## Gráfico 20

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2017", publicado no sítio do BCE em 9 de março de 2017.

Nota: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2016 (dados observados) e ao quarto trimestre de 2019 (projeções).

**Em contraste com a inflação dos preços dos produtos energéticos, é provável que a subida esperada da inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares seja muito mais gradual ao longo do horizonte de projeção.** A inflação medida pelo IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares deverá aumentar de 0,9% em 2016 para 1,1% em 2017, situando-se em 1,6% em 2018 e 1,8% em 2019. Um dos principais fatores subjacentes a esta subida gradual é o aumento previsto dos salários e dos custos unitários do trabalho, à medida que a recuperação avança e se consolida. A diminuição da margem disponível no mercado de trabalho e o desvanecimento gradual dos fatores relacionados com a crise que refrearam o crescimento dos salários nos últimos anos deverão conduzir a uma recuperação do crescimento da remuneração por trabalhador e, dado que a projetada recuperação da produtividade é mais modesta, do crescimento dos custos unitários do trabalho. De um modo geral, a subida gradual da inflação subjacente deverá apoiar o nível da inflação global no período de 2017 a 2019.

## 5 Moeda e crédito

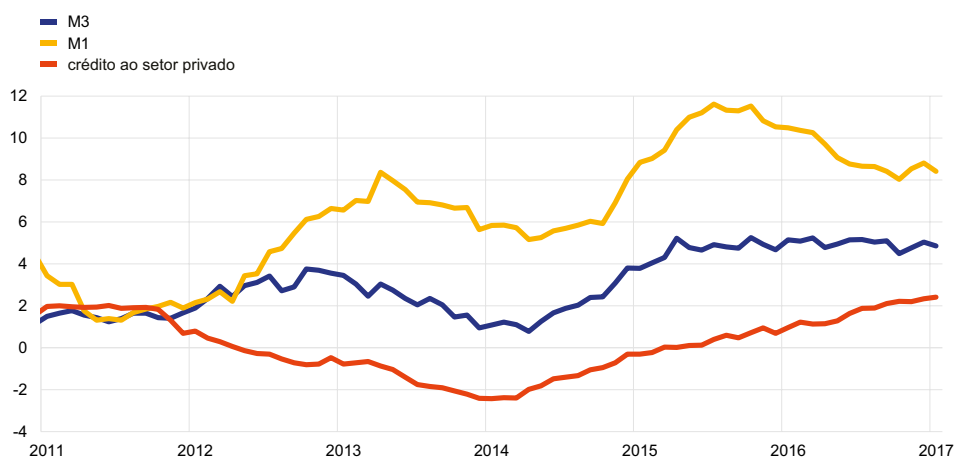
O crescimento do agregado monetário largo manteve-se globalmente estável em janeiro de 2017. Paralelamente, a recuperação gradual dos empréstimos ao setor privado prosseguiu no quarto trimestre de 2016 e em janeiro. Estima-se que o fluxo anual do financiamento externo total das sociedades não financeiras se tenha continuado a reforçar no quarto trimestre de 2016.

**O crescimento do agregado monetário largo manteve-se globalmente estável em janeiro, prolongando assim o ritmo robusto amplamente observado desde meados de 2015.** A taxa de crescimento homóloga do M3 situou-se em 4.9% em janeiro (ver Gráfico 21). Os baixos custos de oportunidade de detenção dos instrumentos mais líquidos numa conjuntura de taxas de juro muito reduzidas, bem como o impacto das medidas de política monetária do BCE, continuaram a sustentar o crescimento da moeda. Além disso, o crescimento homólogo do M1 permaneceu globalmente estável no quarto trimestre de 2016, enquanto a trajetória de moderação observada desde meados de 2015 foi interrompida, antes de diminuir ligeiramente em janeiro (8.4%, após 8.8% em dezembro de 2016).

### Gráfico 21

#### M3, M1 e crédito ao setor privado

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



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de venda, titularização e *notional cash pooling*. A última observação refere-se a janeiro de 2017.

**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 pelo prazo *overnight* detidos por famílias e sociedades não financeiras (SNF) aumentou no quarto trimestre de 2016 e em janeiro de 2017, para 11.4% e 10.5%, respetivamente, após um abrandamento durante o trimestre anterior. Em contraste, a taxa de crescimento homóloga volátil dos depósitos pelo prazo *overnight* detidos por intermediários financeiros (excluindo IFM) reduziu-se em janeiro. A taxa de crescimento homóloga da moeda em circulação manteve-se contida, não indicando assim uma tendência geral por parte do setor detentor de moeda de substituir os depósitos por numerário num contexto

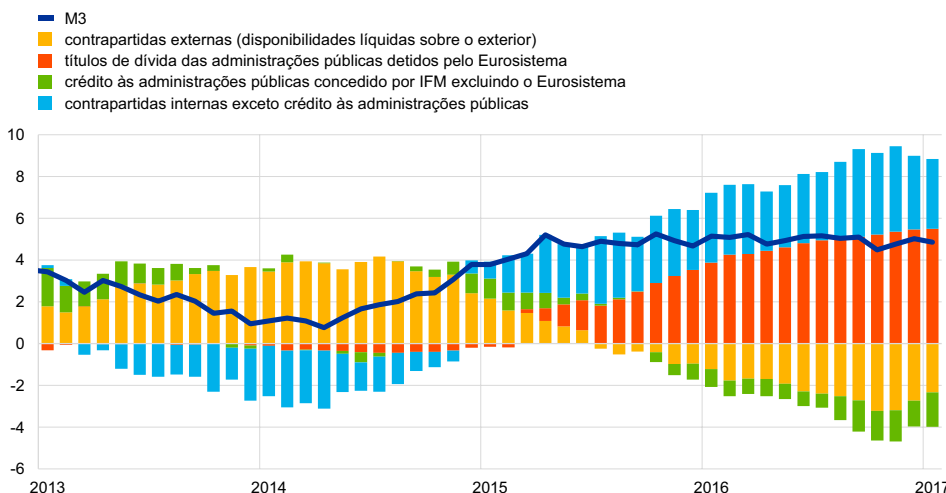
de taxas de juro muito baixas ou negativas. Os depósitos de curto prazo exceto depósitos *overnight* (ou seja, M2 menos M1) continuaram a exercer um impacto negativo sobre o M3 no quarto trimestre e em janeiro. A taxa de crescimento dos instrumentos negociáveis (ou seja, M3 menos M2), uma pequena componente do M3, fortaleceu-se no final do quarto trimestre e em janeiro, sustentada pelo crescimento robusto das ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário.

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

Entre as contrapartidas do M3 que deram um contributo positivo para o crescimento deste agregado contaram-se as compras de títulos de dívida das administrações públicas por parte do Eurosistema (ver a porção a vermelho nas barras do Gráfico 22), principalmente no contexto do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme – PSPP*) do BCE. Adicionalmente, o crescimento do M3 continuou a ser sustentado por contrapartidas internas excluindo o crédito às administrações públicas (ver a porção a azul nas barras do Gráfico 22). Tal ficou a dever-se à atual recuperação do crédito ao setor privado, em conjunto com a contração persistente das responsabilidades financeiras de mais longo prazo das IFM. Estas responsabilidades financeiras de mais longo prazo (excluindo capital e reservas), cuja taxa de variação homóloga foi negativa desde o segundo trimestre de 2012, registaram uma nova descida no quarto trimestre de 2016 e em janeiro. A taxa de crescimento homóloga negativa ficou a dever-se em parte ao impacto das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas do BCE (ORPA direcionadas II), que constituem um substituto do financiamento bancário a mais longo prazo baseado no mercado e reduzem o poder atrativo para os investidores da detenção de depósitos de longo prazo e de obrigações bancárias.

**Gráfico 22**  
M3 e suas componentes

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



Fonte: BCE.  
Nota: A última observação refere-se a janeiro de 2017.

### **As disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM continuaram a exercer fortes pressões em sentido descendente sobre o crescimento anual do M3.**

Registaram, porém, uma pequena entrada mensal positiva em dezembro e janeiro, o que reduziu a pressão em sentido descendente sobre o crescimento anual do M3 (ver a porção a amarelo nas barras do Gráfico 22) e poderá sugerir que a percentagem de vendas de obrigações por não residentes no contexto do PSPP se está a moderar. As vendas relacionadas com o PSPP de obrigações de dívida pública da área do euro por não residentes contribuíram para a redução homóloga das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM, dado que as respetivas receitas foram investidas sobretudo em instrumentos fora da área do euro. Em contraste, a percentagem das vendas de obrigações de dívida pública relacionadas com o PSPP detidas por IFM da área do euro excluindo o Eurosistema tem vindo a aumentar. As vendas de obrigações de dívida pública de IFM da área do euro excluindo o Eurosistema contribuíram para o crescimento homólogo negativo do crédito às administrações públicas por IFM excluindo o Eurosistema e atenuaram o crescimento do M3 (ver a porção a verde das barras no Gráfico 22).

### **Prosseguiu a recuperação gradual do crescimento dos empréstimos ao setor privado.**

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos das IFM ao setor privado (corrigida de vendas, titularização e *notional cash pooling* de empréstimos) aumentou no quarto trimestre de 2016 e em janeiro de 2017 (ver Gráfico 21). Entre setores, o crescimento homólogo de empréstimos a SNF aumentou novamente no quarto trimestre e permaneceu estável em janeiro, em 2.3% (ver Gráfico 23). Em termos globais, o crescimento dos empréstimos a SNF recuperou consideravelmente face ao mínimo registado no primeiro trimestre de 2014. Esta evolução foi generalizada aos maiores países, embora as taxas de crescimento dos empréstimos ainda sejam negativas em algumas jurisdições. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias aumentou no quarto trimestre de 2016, registando uma nova recuperação ligeira em janeiro, para 2.2%, face a 2.0% em dezembro (ver Gráfico 24). A descida substancial das taxas ativas bancárias registada em toda a área do euro desde o verão de 2014 (especialmente devido às medidas de política monetária não convencionais do BCE) e as melhorias globais na oferta e procura de empréstimos bancários sustentaram estas tendências. Além disso, os bancos obtiveram progressos na consolidação dos respetivos balanços, embora o nível de créditos não produtivos permaneça elevado em alguns países e possa restringir o crédito bancário.

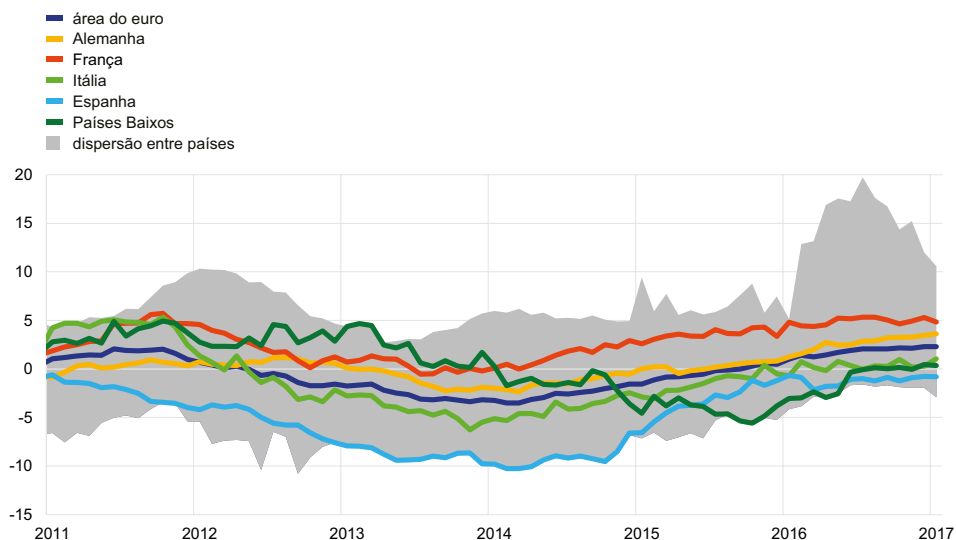
### **No quarto trimestre de 2016, o crescimento dos empréstimos continuou a ser suportado pelo aumento da procura em todas as categorias de empréstimos, enquanto os critérios de concessão de empréstimos às empresas e às famílias para aquisição de habitação se estabilizaram, no geral.**

De acordo com o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro de janeiro de 2017, as pressões competitivas continuaram a ter um impacto atenuante sobre os critérios de concessão de crédito às empresas e às famílias, enquanto a apetência dos bancos pelo risco aumentou a reestruturabilidade. As taxas de rejeição de pedidos de empréstimo diminuíram em todas as categorias de empréstimos. O nível geral reduzido das taxas de juros continuou a ser um fator fundamental subjacente ao aumento líquido da procura de empréstimos por parte das empresas e das famílias. Além disso, as necessidades de financiamento para fusões e

### Gráfico 23

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

(taxas de variação homólogas (%))



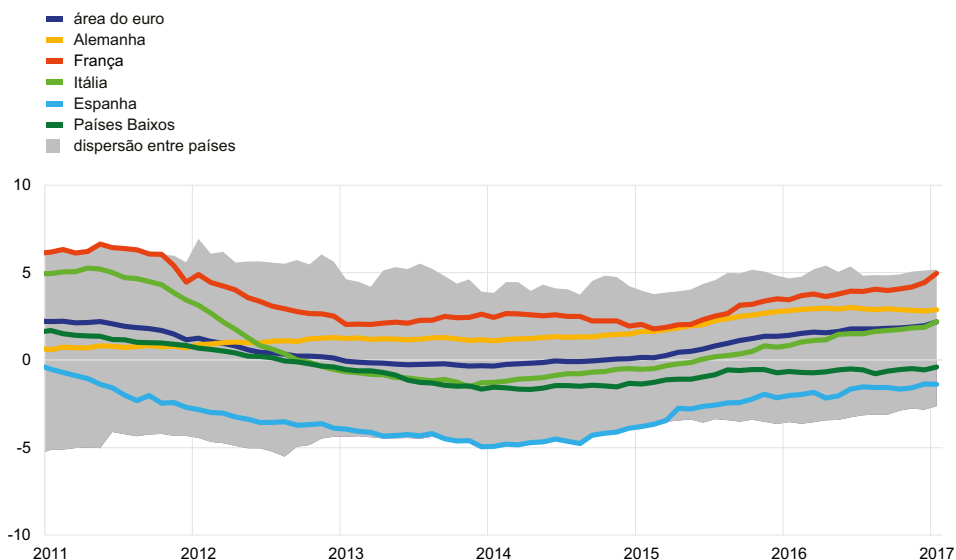
Fonte: BCE.

Notas: Dados corrigidos de vendas, titularização e *notional cash pooling* 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 2017.

### Gráfico 24

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

Notas: Dados corrigidos de vendas, titularização e *notional cash pooling* 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 2017.

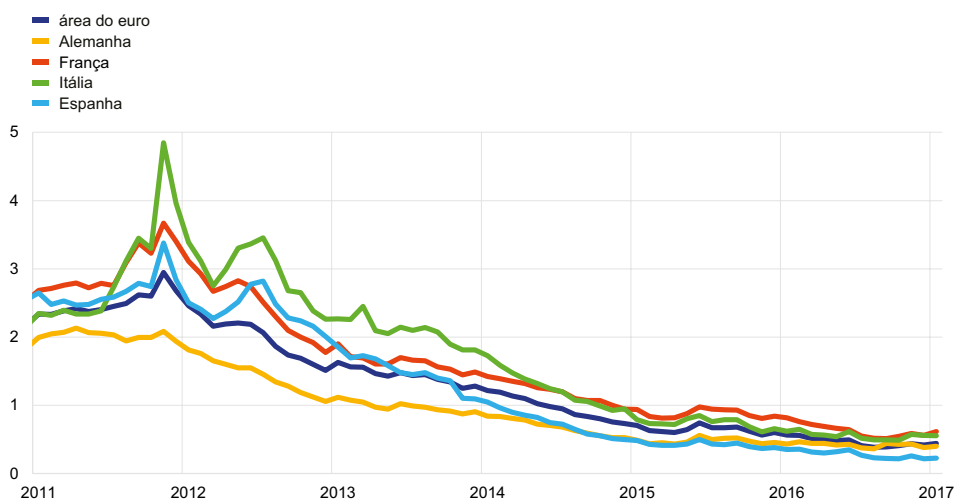
aquisições, as perspetivas favoráveis para o mercado da habitação e a confiança dos consumidores deram um contributo positivo para a procura de empréstimos (ver o [inquérito](#)). Neste contexto, os bancos inquiridos também indicaram que motivos relacionados com a rentabilidade foram a principal razão para a sua participação



## Gráfico 25

### Custo compósito do financiamento por dívida dos bancos

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



Fontes: BCE, *Merrill Lynch Global Index* e cálculos do BCE.

Notas: O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. A última observação refere-se a janeiro de 2017.

na terceira ORPA direcionada. Segundo os bancos, o principal efeito das anteriores ORPA direcionadas sobre a oferta de empréstimos foi uma redução da restritividade dos termos e condições de crédito, enquanto o impacto atenuante sobre os critérios de concessão de crédito aumentou.

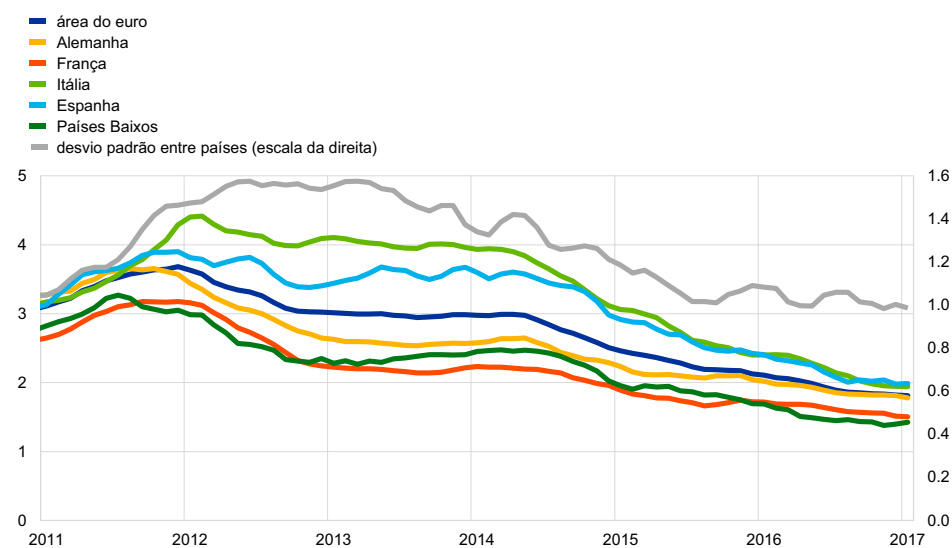
**As condições de financiamento dos bancos mantiveram-se favoráveis.** O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos aumentou ligeiramente no quarto trimestre de 2016 e em janeiro de 2017 (ver Gráfico 25). Esta subida foi impulsionada por um aumento das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias, enquanto o custo dos depósitos permaneceu estável. Não obstante o recente aumento, o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos continuou a situar-se em níveis historicamente reduzidos. A orientação de política monetária acomodatória do BCE, o reembolso líquido das responsabilidades financeiras de mais longo prazo das IFM, o reforço dos balanços dos bancos e a menor fragmentação dos mercados financeiros contribuíram para estes desenvolvimentos.

**As taxas ativas bancárias das SNF e das famílias permaneceram em níveis muito reduzidos no quarto trimestre de 2016 e em janeiro de 2017 (ver Gráficos 26 e 27).** A taxa ativa compósita para as SNF diminuiu ligeiramente no quarto trimestre de 2016 e permaneceu globalmente estável em janeiro, num novo mínimo histórico. Ao longo do mesmo período, a taxa ativa compósita para as famílias para aquisição de habitação registou, mais uma vez, uma ligeira descida no quarto trimestre de 2016, atingindo um novo mínimo histórico em dezembro, mas acabou por aumentar ligeiramente em janeiro. Desde o anúncio pelo BCE das medidas de redução da restritividade do crédito em junho de 2014, as taxas ativas bancárias compósitas para as SNF e as famílias têm vindo a diminuir muito mais significativamente do que as taxas de referência do mercado, o que assinala

## Gráfico 26

### Indicador compósito do custo do financiamento para as SNF

(variação em percentagem por ano; médias móveis de 3 meses)



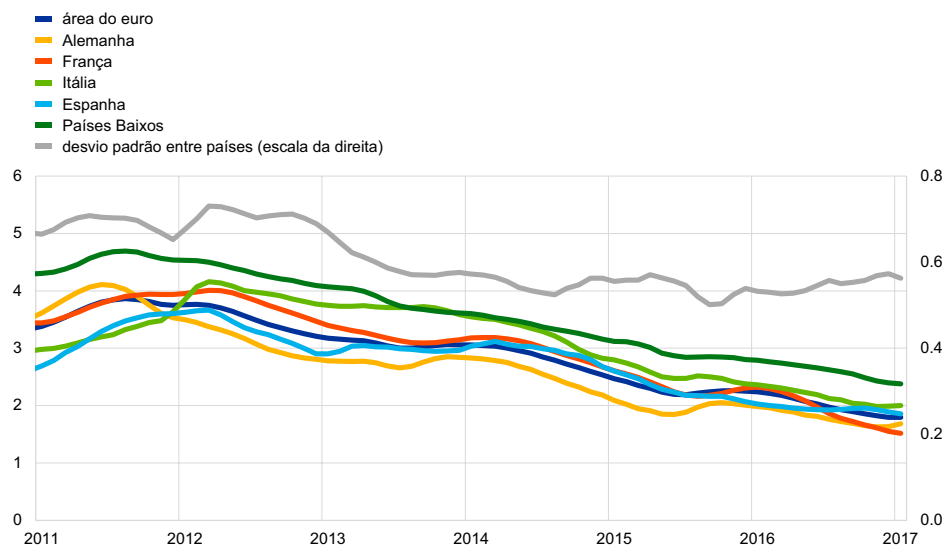
Fonte: BCE.

Notas: O indicador para o custo total do financiamento dos bancos é calculado através da agregação das taxas de curto e longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. O desvio padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a janeiro de 2017.

## Gráfico 27

### Indicador compósito do crédito às famílias para aquisição de habitação

(variação em percentagem por ano; médias móveis de 3 meses)



Fonte: BCE.

Notas: O indicador para o custo total do financiamento dos bancos é calculado através da agregação das taxas de curto e longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. O desvio padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a janeiro de 2017.

uma melhoria na transmissão das medidas de política monetária às taxas ativas bancárias. A redução dos custos compósitos do financiamento dos bancos sustentou a descida das taxas ativas compósitas. Entre maio de 2014 e janeiro de 2017, as taxas ativas compósitas para as SNF e as famílias diminuíram cerca de 110 pontos base. A redução das taxas ativas bancárias para as SNF foi particularmente considerável em países vulneráveis, contribuindo assim para a mitigação de

anteriores assimetrias na transmissão da política monetária entre países. Ao longo do mesmo período, o diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos de muito pequena dimensão (isto é, até €0.25 milhões) e as taxas de juro dos empréstimos de grande dimensão (isto é, acima de €1 milhão) na área do euro estreitou-se consideravelmente e flutuou em torno dos níveis baixos atingidos no quarto trimestre de 2016 e em janeiro de 2017. Tal indica que as pequenas e médias empresas têm vindo, no geral, a beneficiar mais da diminuição das taxas ativas bancárias do que as grandes empresas.

**Estima-se que o fluxo anual do financiamento externo total às SNF da área do euro se tenha fortalecido no quarto trimestre de 2016, após um abrandamento temporário no trimestre anterior.** O financiamento externo das SNF situa-se agora em níveis observados no início de 2005 (imediatamente antes do início do período de crescimento excessivo do crédito). A recuperação do financiamento externo das SNF observada desde o início de 2014 foi suportada pelo fortalecimento da atividade económica, por novas descidas do custo dos empréstimos bancários, pela redução da restritividade dos critérios de concessão de crédito bancário, pelo custo muito reduzido da dívida baseada no mercado e por um maior número de fusões e aquisições. Paralelamente, as detenções de numerário por SNF, que atingiram um número recorde, reduziram a necessidade de financiamento externo.

**A emissão líquida de títulos de dívida por SNF aumentou novamente no início de 2017, após um abrandamento na parte final de 2016.** Os dados mais recentes do BCE mostram que a atividade emissora diminuiu em dezembro, devido sobretudo a fatores sazonais. Dados preliminares sugerem que a atividade emissora aumentou novamente em janeiro e fevereiro, tendo continuado a ser sustentada pelas compras de obrigações de empresas pelo BCE, entre outros fatores. A emissão líquida de ações cotadas por SNF registou uma contração no quarto trimestre de 2016 em resultado da recompra significativa de ações, que ascendeu a aproximadamente €7½ mil milhões em novembro e dezembro.

**Os custos de financiamento das SNF mantêm-se muito favoráveis.** Estima-se que o custo nominal global do financiamento externo das SNF tenha aumentado ligeiramente, em média, em janeiro e fevereiro de 2017, após um regresso em dezembro ao mínimo histórico de julho de 2016. O aumento do custo global de financiamento ficou a dever-se a uma subida modesta do custo das ações, em resultado de um ligeiro aumento da taxa isenta de risco, enquanto os prémios de risco das ações se mantiveram globalmente inalterados.

## 6 Evolução orçamental

No período de 2017 a 2019, projeta-se que os rácios do défice orçamental e da dívida pública para a área do euro continuem a exibir uma trajetória descendente. A orientação orçamental da área do euro, que foi ligeiramente expansionista em 2016, deverá tornar-se globalmente neutra no período de 2017 a 2019. No entanto, o seguimento pelos países da área do euro da análise da Comissão Europeia dos seus projetos de planos orçamentais para 2017 não foi satisfatório, uma vez que nenhum dos países considerados em risco de não cumprimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) aplicou medidas significativas.

**Prevê-se que o défice orçamental das administrações públicas da área do euro diminua ao longo do horizonte de projeção.** De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE<sup>4</sup>, o défice orçamental deverá diminuir de 1.6% do PIB em 2016 para 0.9% do PIB em 2019 (ver o quadro). A redução projetada foi motivada por uma nova descida nos pagamentos de juros e um excedente orçamental primário mais elevado, refletindo também as condições cíclicas. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas orçamentais são mais favoráveis. Receitas extraordinárias inesperadas em alguns países resultaram em melhores resultados do que o esperado em 2016. Isto terá um efeito positivo nos resultados em 2017, o que, juntamente com menores despesas primárias, explica as perspetivas orçamentais mais favoráveis para o período de 2017 a 2019.

### Quadro

#### Evolução orçamental na área do euro

(percentagens do PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>a. Receita total</b>	46.8	46.5	46.3	46.0	45.9	45.8
<b>b. Despesa total</b>	49.4	48.5	47.9	47.4	47.1	46.7
da qual:						
<b>c. Despesa com juros</b>	2.7	2.4	2.2	2.0	1.9	1.8
<b>d. Despesa primária (b-c)</b>	46.7	46.1	45.8	45.4	45.2	45.0
<b>Saldo orçamental (a-b)</b>	-2.6	-2.1	-1.6	-1.4	-1.2	-0.9
<b>Saldo orçamental primário (a-d)</b>	0.1	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8
<b>Saldo orçamental corrigido do ciclo</b>	-1.9	-1.7	-1.6	-1.5	-1.4	-1.1
<b>Saldo estrutural</b>	1.0	0.8	0.5	0.4	0.5	0.6
<b>Dívida bruta</b>	92.0	90.4	89.3	88.0	86.4	84.5
<b>Por memória: PIB real (variações em percentagem)</b>	1.2	1.9	1.7	1.8	1.7	1.6

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

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

<sup>4</sup> Consultar as [Projeções macroeconómicas de março de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE](#).

**A orientação orçamental foi ligeiramente expansionista em 2016 e projeta-se que se torne globalmente neutra no período de 2017 a 2019<sup>5</sup>.**

As principais medidas de estímulo em 2016 incluíram cortes nos impostos diretos em diversos países. No período entre 2017 e 2019, espera-se que novas medidas que aumentam o défice do lado da receita sejam compensadas por um crescimento menos dinâmico da despesa pública. Em particular, a remuneração dos trabalhadores e o consumo intermédio deverão registar um aumento inferior às taxas de crescimento tendencial do PIB em termos nominais, enquanto outras rubricas, como o investimento público, deverão observar um crescimento acima do potencial. As alterações face às projeções de dezembro de 2016 são bastante limitadas. Dada a necessidade de encontrar um equilíbrio entre estabilização económica e sustentabilidade orçamental em diversos países da área do euro, uma orientação orçamental globalmente neutra no futuro próximo pode ser considerada apropriada.

**Segundo a projeção, o elevado nível de dívida pública agregada da área do euro continuará a diminuir de forma gradual.** Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro, que registou um pico em 2014, diminua de 89.3% em 2016 para 84.5% no final de 2019. A redução da dívida tem origem em larga medida no diferencial favorável entre crescimento e taxas de juro, que reflete melhores condições cíclicas e taxas de juro baixas. Pequenos excedentes primários deverão também ter um impacto favorável na trajetória projetada da dívida. Em comparação com as projeções de dezembro de 2016, o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro foi revisto em baixa ao longo de todo o horizonte de projeção, devido às melhores perspetivas orçamentais e a um maior contributo para a redução da dívida do diferencial entre crescimento e taxas de juro. Não obstante, projeta-se que os rácios de mais de metade dos países da área do euro irão exceder o valor de referência de 60% do PIB até ao final do horizonte de projeção e, em alguns casos, deverão mesmo aumentar durante esse horizonte.

**São necessários mais esforços de consolidação, nomeadamente em países com elevados níveis de dívida.** É necessário que estes países coloquem o respetivo rácio da dívida pública numa trajetória descendente firme, uma vez que são particularmente vulneráveis em caso de nova instabilidade no mercado financeiro ou de uma recuperação das taxas de juro. A plena conformidade com o PEC asseguraria a correção dos desequilíbrios orçamentais e o cumprimento de uma trajetória de dívida sustentável. Em contraste, os países da área do euro com margem orçamental podem fazer uso da margem de manobra disponível, por exemplo, expandindo o investimento público. Esforços no sentido de tornar a composição dos orçamentos públicos mais favorável ao crescimento seriam benéficos para todos os países. Ver a Caixa 6, para uma discussão do conceito de margem orçamental.

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

**O seguimento pelos países da área do euro da análise dos seus projetos de planos orçamentais para 2017 não foi satisfatório**<sup>6</sup>. Em 16 de novembro, com base na sua previsão do outono de 2016, a Comissão Europeia concluiu que os projetos de planos orçamentais de oito dos 18 Estados-Membros que participaram na análise estavam em risco de não cumprimento das disposições do PEC. Eram estes a Bélgica, Itália, Chipre, Lituânia, Eslovénia e Finlândia, ao abrigo da vertente preventiva do PEC, e Espanha e Portugal, ao abrigo da sua vertente corretiva<sup>7</sup>. Em meados de janeiro de 2017, a Comissão reviu a sua avaliação de Espanha, para refletir o facto de a atualização de dezembro do governo do respetivo projeto de plano orçamental estar globalmente conforme ao PEC. Nas posteriores reuniões do Eurogrupo, os governos dos países considerados em risco de não cumprimento comprometeram-se a adotar as medidas necessárias para assegurar o cumprimento das regras orçamentais da UE. Contudo, com base nas previsões do inverno de 2017 da Comissão Europeia, nenhum destes países aplicou medidas significativas para abordar os desvios de consolidação identificados.

**Em 22 de fevereiro de 2017, a Comissão publicou o seu relatório sobre o cumprimento pela Itália do critério da dívida, concluindo que o critério não está atualmente a ser cumprido**<sup>8</sup>. De acordo com a prática anterior, a observância da vertente preventiva do PEC poderá ser um fator atenuante na avaliação do cumprimento do valor de referência para a redução da dívida. No entanto, de acordo com as previsões do inverno de 2017 da Comissão Europeia, as finanças públicas de Itália são avaliadas como estando em risco de um desvio significativo dos requisitos da vertente preventiva do PEC. De acordo com o relatório da Comissão, um esforço orçamental adicional de 0.2% do PIB em 2017 seria crucial para a Itália retornar à trajetória de ajustamento no sentido do objetivo de médio prazo (OMP) em 2017. Todavia, tendo em consideração todas as disposições relevantes do PEC em termos de flexibilidade, este ajustamento seria apenas suficiente para assegurar conformidade “global” com os requisitos da vertente preventiva em 2017. Além disso, segundo a Comissão, o investimento público terá diminuído ligeiramente em Itália em 2016, enquanto o nível de investimento deverá ser, pelo menos, preservado, a fim de ser elegível para a “cláusula do investimento”. A Comissão tomará uma decisão final sobre se recomendará a abertura de um PDE para Itália na primavera, com base nos dados finais para 2016 e nas previsões da primavera de 2017 da Comissão, e também na execução dos compromissos orçamentais assumidos pelas autoridades italianas em fevereiro de 2017.

**É importante que os instrumentos do quadro de governação reforçado sejam aplicados de modo eficaz e consistente ao longo do tempo e nos diversos países.** É essencial que estas ferramentas sejam utilizadas da forma pretendida, com vista a assegurar posições orçamentais sustentáveis nos países da área

<sup>6</sup> Ver a caixa intitulada “Análise dos projetos de planos orçamentais para 2017 e da situação orçamental no conjunto da área do euro”, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2016.

<sup>7</sup> Os planos orçamentais da Lituânia e da Finlândia tornar-se-ão globalmente conformes ao PEC se a redução do ritmo necessário do ajustamento estrutural ao OMP solicitada por estes países ao abrigo das cláusulas das reformas estruturais e do investimento for concedida; na primavera, a Comissão reavaliará a elegibilidade destes países para estas cláusulas com base nos respetivos programas de estabilidade.

<sup>8</sup> Ver [https://ec.europa.eu/info/publications/italy-report-prepared-accordance-article-126-3-treaty\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/italy-report-prepared-accordance-article-126-3-treaty_en) (apenas disponível na versão inglesa).

do euro. Em particular, a norma da dívida está em risco de passar para segundo plano, caso seja de facto subordinada à vertente preventiva, o que poderá não dar importância suficiente a preocupações com a sustentabilidade da dívida. Em última instância, a execução plena e consistente do PEC é fulcral para a confiança no quadro orçamental europeu.

**Além disso, em 22 de fevereiro de 2017, a Comissão publicou também a sua avaliação da transposição do pacto orçamental para a legislação nacional<sup>9</sup>.**

O Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária (TECG) inclui como principal disposição o requisito de ter uma regra de equilíbrio orçamental na legislação nacional – o designado pacto orçamental<sup>10</sup>. O TECG entrou em vigor em 1 de janeiro de 2013, com um prazo de um ano para a transposição para a legislação nacional (ou seja, até 1 de janeiro de 2014). Nos termos do artigo 8.º, n.º 1, do TECG, a Comissão deverá apresentar em tempo oportuno um relatório sobre a transposição do pacto orçamental para a legislação nacional. A avaliação da Comissão, publicada em 22 de fevereiro de 2017, apenas considera a transposição do pacto orçamental para a legislação, não a sua aplicação prática. A Comissão concluiu que “todas as partes contratantes adaptaram de forma significativa os respetivos quadros orçamentais aos requisitos do pacto orçamental”, não obstante as diferenças nacionais. Em particular, considerou-se que todas as partes contratantes instituíram uma regra de equilíbrio orçamental vinculativa, apoiada por um mecanismo de correção que será ativado automaticamente em caso de desvios significativos do OMP ou da trajetória de ajustamento para o atingir. Além disso, a Comissão confirmou que o cumprimento da regra é acompanhado por uma instituição orçamental nacional independente. Contudo, para um número significativo de países, a avaliação de “conformes” da Comissão está condicionada pelos compromissos formais assumidos pelas autoridades nacionais de execução das restantes partes do pacto orçamental. Estas reservas prendem-se, em particular, com o conteúdo da regra de equilíbrio orçamental, a aplicação do “princípio de cumprir ou justificar” caso os governos não sigam as recomendações das instituições de controlo independentes e os procedimentos que regem a ativação do mecanismo de correção. Dado que estes são elementos centrais do pacto orçamental, resta verificar se a forma como o pacto orçamental foi estabelecido será satisfatória e suficiente para que os quadros orçamentais nacionais sejam eficazes.

---

<sup>9</sup> O Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária (TECG) é um tratado intergovernamental que foi assinado por 25 países, dos quais 22 (isto é, os 19 países da área do euro, mais a Bulgária, Dinamarca e Roménia) estão formalmente vinculados ao pacto orçamental.

<sup>10</sup> Ver também o artigo intitulado “A fiscal compact for a stronger economic and monetary union”, na versão inglesa do *Boletim Mensal*, BCE, maio de 2012, e a caixa intitulada “Principais elementos do pacto orçamental”, *Boletim Mensal*, BCE, março de 2012.

# Caixas

## 1 Evolução nos mercados financeiros de EME após as eleições presidenciais nos Estados Unidos de 2016 em comparação com a evolução após o episódio de reação excessiva do mercado de 2013

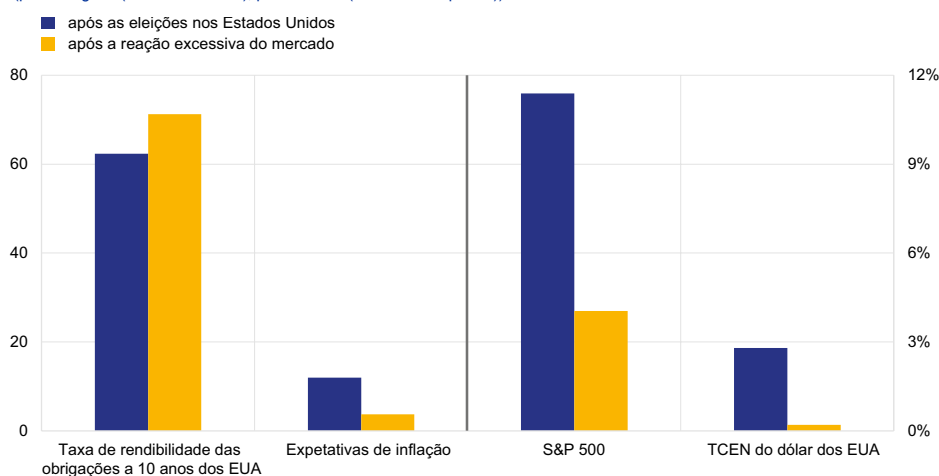
A presente caixa compara as reações dos mercados financeiros nos Estados Unidos e nas economias de mercado emergentes (EME) desde as eleições presidenciais nos Estados Unidos de 2016 com a evolução durante o episódio de reação excessiva do mercado (“tapering talk episode”) de 2013 e enfatiza os riscos para as perspectivas das EME resultantes das políticas norte-americanas.

**Em ambos os episódios, as expectativas de um ritmo mais acelerado da normalização da política monetária norte-americana estiveram associadas a movimentos significativos nos mercados financeiros dos Estados Unidos (ver Gráfico A).** Em maio de 2013, comentários pronunciados por Ben Bernanke, Presidente do Sistema de Reserva Federal, anunciando que o Sistema começaria a abrandar as aquisições de ativos ao abrigo do seu programa QE3, originaram um aumento acentuado das taxas de rendibilidade das obrigações nos Estados Unidos. Desde as eleições presidenciais nos Estados Unidos de 2016, as taxas de rendibilidade das obrigações norte-americanas registaram um aumento de

### Gráfico A

Variações das ações, taxas de rendibilidade e expectativas de inflação nos Estados Unidos e da taxa de câmbio do dólar dos Estados Unidos após as eleições de 2016 em comparação com as variações na sequência da reação excessiva do mercado

(percentagens (escala da direita); pontos base (escala da esquerda))



Fontes: Bloomberg, Federal Reserve Board e cálculos do BCE.

Nota: A expressão “expectativas de inflação” refere-se à série “US Inflation Compensation: Coupon Equivalent Forward Rate: 5-10 years”, a expressão “TCEN do dólar dos EUA” refere-se a variações registadas entre 8 de novembro de 2016 (a data da reunião do Comité de Operações de Mercado Aberto (Federal Open Market Committee – FOMC)) e 3 de março de 2017, e a expressão “após a reação excessiva do mercado” refere-se a variações entre 22 de maio e 19 de setembro de 2013.



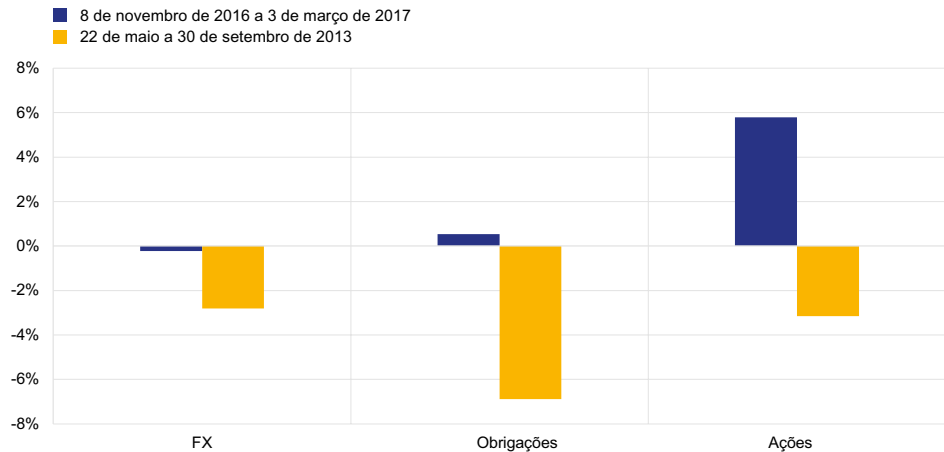
magnitude semelhante. Em contraste com o episódio de 2013, porém, os mercados bolsistas nos Estados Unidos recuperaram, as medidas baseadas no mercado das expectativas quanto à inflação nos Estados Unidos aumentaram e o dólar dos Estados Unidos fortaleceu-se. Em ambos os episódios, a curva de rendimentos movimentou-se em sentido ascendente em todo o espectro de prazos.

**No entanto, as razões subjacentes ao aumento das taxas de rentabilidade das obrigações nos Estados Unidos parecem ter sido diferentes em cada um dos casos.** No atual episódio, a interação dos preços das ações nos Estados Unidos, das taxas de rentabilidade das obrigações e da taxa de câmbio do dólar dos Estados Unidos sugere que um choque positivo no lado da procura está a impulsionar a evolução no mercado de ativos norte-americano. O aumento dos preços das ações e a queda dos preços das obrigações, em particular, parecem ter refletido as expectativas de mercado quanto a medidas de estímulo orçamental. Ao que parece, no entanto, no seguimento da reação excessiva do mercado em 2013, um choque de política monetária – uma mudança nas expectativas de mercado quanto à futura trajetória da política monetária – originou a subida das taxas de rentabilidade das obrigações nos Estados Unidos.

### Gráfico B

Variações dos preços dos ativos financeiros nas EME após as eleições nos Estados Unidos de 2016 e após a reação excessiva do mercado

(variações em percentagem)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

Notas: A expressão "FX" refere-se ao índice de moedas emergentes do JP Morgan ponderado pelo comércio. A expressão "obrigações" refere-se ao índice de preços das obrigações do JP Morgan para a dívida soberana denominada em dólares dos Estados Unidos. A expressão "ações" refere-se ao índice MSCI mundial para moedas emergentes.

**Consequentemente, a reação dos mercados financeiros de EME nos últimos meses foi, no geral, mais modesta do que no decurso do episódio de reação excessiva do mercado.** Nas semanas que se seguiram às eleições

presidenciais nos Estados Unidos, as moedas das EME depreciaram-se, os preços das obrigações diminuíram (isto é, as taxas de rentabilidade aumentaram) e os preços das ações registaram uma queda acentuada. A descida inicial dos preços das obrigações e das ações em EME inverteu-se após essa data, tendo os preços das ações nas EME aumentado, inclusive, para os níveis prevaletentes antes das eleições, e as moedas das EME recuperado. Pelo contrário, durante o episódio

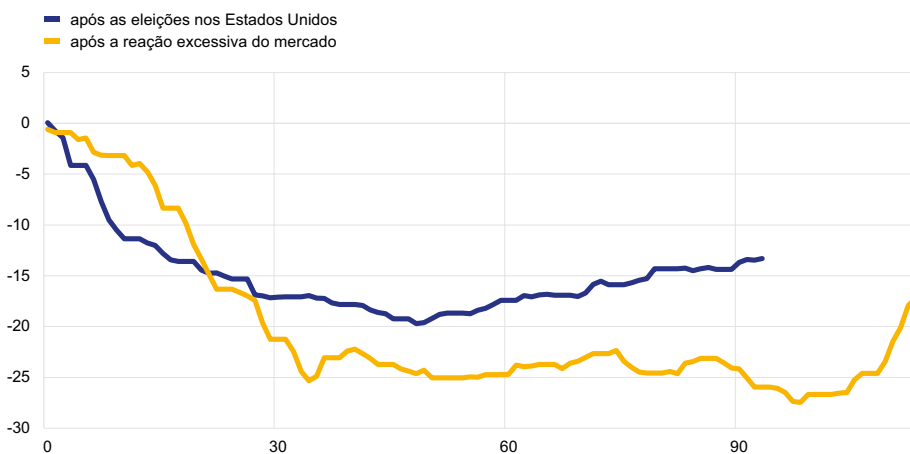
de reação excessiva do mercado, a descida das taxas de câmbio nas EME e dos preços das obrigações e das ações foi significativamente mais persistente (ver Gráfico B). De facto, a venda generalizada em maio de 2013 marcou o início de uma tendência descendente de longo prazo dos preços de ativos nas EME que persistiu até ao início de 2016.

**As recentes saídas nos mercados de ações e obrigações nas EME ficaram aquém dos níveis observados durante o episódio de reação excessiva do mercado.** As saídas de carteira acumuladas nas EME durante o mês que se seguiu às eleições nos Estados Unidos atingiram USD 17 mil milhões (de acordo com os dados do Institute of International Finance), apenas ligeiramente abaixo das saídas ao longo de igual período após a reação excessiva do mercado, as quais ascenderam a USD 21 mil milhões (ver Gráfico C). Os recentes desenvolvimentos ficaram a dever-se amplamente ao desinvestimento estrangeiro de mercados obrigacionistas nas EME, refletindo a subida acentuada das taxas de rendibilidade nos Estados Unidos. No início deste ano, porém, estes fluxos de capital inverteram-se, o que ajudou a estabilizar os mercados acionistas nas EME. Em ambos os episódios, as saídas de carteira de não residentes registaram uma retoma célere, não tendo ocorrido nenhuma interrupção repentina.

### Gráfico C

#### Saídas de carteiras detidas por não residentes de EME após as eleições nos Estados Unidos de 2016 e após a reação excessiva do mercado

(eixo dos x: dias desde o início do episódio; fluxos diários acumulados em USD mil milhões)



Fontes: Institute of International Finance e cálculos do BCE.

Notas: A expressão "após as eleições nos Estados Unidos" refere-se às variações acumuladas entre 8 de novembro de 2016 e 9 de fevereiro de 2017, enquanto a expressão "após a reação excessiva do mercado" se refere às variações acumuladas entre 23 de maio e 13 de setembro de 2013. Os fluxos agregados têm por base oito EME que publicam informações diárias sobre as responsabilidades em carteira: Indonésia, Índia, Coreia do Sul, Tailândia, África do Sul, Brasil, Filipinas e Turquia.

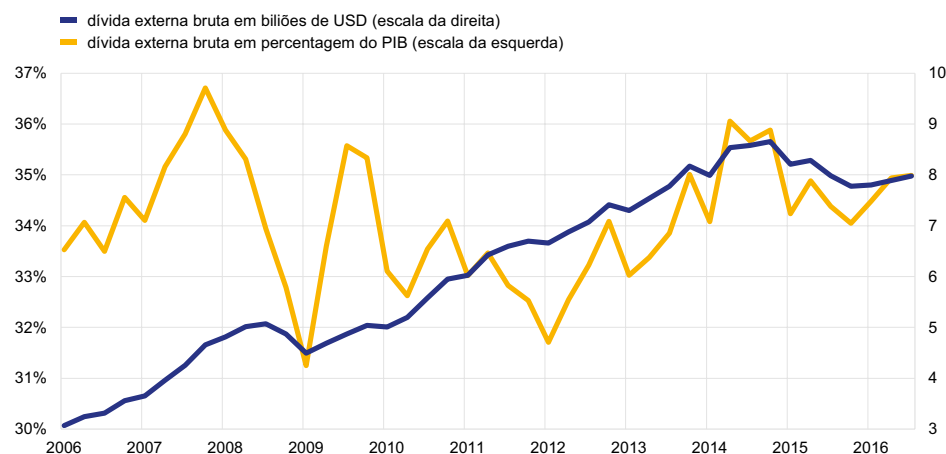
**Não obstante a evolução nos mercados financeiros globalmente benigna, persistem os riscos descendentes para a atividade nas EME, relacionados em particular com um possível aumento do sentimento protecionista dirigido às principais EME, o que poderia prejudicar o comércio mundial.** Caso fossem aplicadas, as medidas protecionistas poderiam mais do que compensar os ganhos potenciais da maior robustez da atividade nos Estados Unidos e, no geral, poderiam

pesar sobre o crescimento económico nas EME. Por exemplo, a possibilidade de um aumento do protecionismo já contribuiu para uma maior incerteza quanto às perspetivas do comércio futuro do México com os Estados Unidos, o que tem um impacto negativo sobre as perspetivas de crescimento do país. Além disso, as exportações de muitas EME têm, tipicamente, um elevado conteúdo importado. Estas cadeias de oferta estreitamente interligadas implicam que qualquer aumento nas barreiras ao comércio terá repercussões significativas e originará ciclos de retroação mundiais.

**Além disso, a acumulação de dívida externa nas EME, a par da preferência das empresas e dos bancos nas EME por financiamento em dólares dos Estados Unidos, poderá deixar as EME numa posição vulnerável.** A dívida externa de muitas EME dilatou-se após a crise financeira mundial e tem continuado a expandir-se desde o episódio de reação excessiva do mercado, devido sobretudo a condições financeiras mundiais pouco restritivas (ver Gráfico D). À medida que o dólar dos Estados Unidos se fortalece e as taxas de juro aumentam por todo o mundo, os pagamentos relativos ao serviço da dívida tornam-se cada vez mais onerosos. Acresce que, nos países confrontados com maiores pressões inflacionistas devido à depreciação acentuada das respetivas moedas, os bancos centrais poderão ter de tornar a orientação de política monetária mais restritiva, aumentando ainda mais os encargos com o serviço da dívida resultantes do crédito denominado na moeda nacional. Em termos globais, o rácio do serviço da dívida mais elevado poderia pesar sobre a atividade económica, acarretando assim consequências negativas para o consumo e o investimento nas EME em causa.

**Gráfico D**  
Dívida externa bruta nas EME

(percentagens do PIB; USD biliões)



Fontes: Banco Mundial e fontes nacionais para o PIB.

Nota: Esta série é um agregado de 14 países (Argentina, Brasil, China, Índia, Indonésia, México, Rússia, África do Sul, Coreia do Sul, Turquia, Hong Kong, Malásia, Singapura e Tailândia).

## Análise das saídas líquidas de investimento de carteira da área do euro

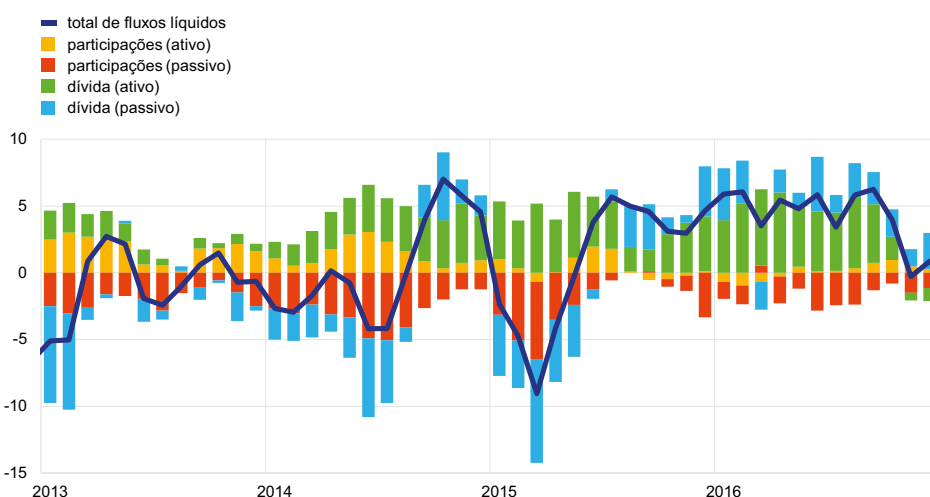
**A presente caixa analisa a recente evolução dos fluxos de investimento de carteira na balança financeira da área do euro.** Em 2016, o excedente da balança corrente da área do euro refletiu-se principalmente na conta financeira da balança de pagamentos através de saídas líquidas de investimento de carteira e – em menor grau – de investimento direto.

**Em 2016, a área do euro registou saídas líquidas de investimento de carteira, devido a um reequilíbrio no sentido de títulos de dívida de fora da área do euro por parte tanto de investidores da área do euro como de investidores externos (ver Gráfico A).** No que respeita a residentes na área do euro, esta evolução representou uma continuação da preferência marcada por títulos de dívida de fora da área do euro, observada desde o segundo semestre de 2014. As compras líquidas anuais de títulos de dívida de fora da área do euro por investidores da área do euro totalizaram €364 mil milhões em 2016, situando-se apenas ligeiramente abaixo do máximo histórico de €382 mil milhões registado em 2015. No entanto, tal oculta o facto de, no quarto trimestre de 2016, os investidores da área do euro se terem tornado vendedores de títulos de dívida de fora da área do euro, sendo a primeira vez que tal se verificou desde o segundo trimestre de 2012. As vendas líquidas de títulos de dívida de fora da área do euro ascenderam a €26 mil milhões nesse trimestre. O investimento líquido dos residentes na área do euro em títulos de participação no capital de fora da área do euro permaneceu fraco em 2016, totalizando €12 mil milhões.

### Gráfico A

#### Desagregação dos fluxos de investimento de carteira da área do euro

(em percentagem do PIB; médias móveis de três meses)



Fontes: BCE e Eurostat.

Notas: No ativo, um valor positivo (negativo) indica as compras (vendas) líquidas de títulos de fora da área do euro por investidores da área do euro. No passivo, um valor positivo (negativo) indica as vendas (compras) líquidas de títulos da área do euro por investidores de países não pertencentes à área do euro. Em termos de fluxos líquidos, um valor positivo (negativo) indica saídas (entradas) líquidas de (para) a área do euro. "Participações" inclui ações/unidades de participação em fundos de investimento. A última observação refere-se a dezembro de 2016.

**Os investidores de países não pertencentes à área do euro foram vendedores líquidos de títulos de dívida da área do euro em 2016 – sendo a primeira vez que tal acontece desde a introdução do euro.** As suas vendas líquidas ascenderam a €192 mil milhões em 2016, o que compara com compras líquidas de €30 mil milhões em 2015. Tal resultou sobretudo de vendas líquidas de títulos de dívida pública (que totalizaram €116 mil milhões e refletiram, em grande medida, vendas relacionadas com o programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP)) e vendas líquidas de títulos de dívida emitidos por instituições financeiras monetárias (IFM) da área do euro (num total de €63 mil milhões). Por seu lado, os investidores externos permaneceram compradores líquidos de títulos de participação no capital da área do euro, ainda que as suas compras líquidas tenham diminuído, passando de €268 mil milhões em 2015 para €126 mil milhões em 2016.

**Os diferenciais de taxa de juro persistentemente negativos face a outras economias avançadas foram uma determinante importante das saídas líquidas de investimento de carteira em títulos de dívida em 2016 (ver Gráfico B).** Um exercício empírico destinado a estimar as contribuições mutáveis no tempo de um conjunto selecionado de variáveis económicas e financeiras para a evolução dos fluxos líquidos de investimento de carteira em títulos de dívida da área do euro indica que os diferenciais de taxa de juro desempenharam um papel significativo em 2016<sup>11</sup>. Por exemplo, nesse ano, o diferencial de taxa de rendibilidade médio entre obrigações de dívida pública da área do euro e dos Estados Unidos ponderadas pelo PIB foi de cerca de -1.0 pontos percentuais para as obrigações de dívida pública a dez anos e de 1.4 pontos percentuais para as obrigações de dívida pública a cinco anos. Além disso, estas estimativas sugerem que a aversão dos investidores ao risco contribuiu ligeiramente para as saídas líquidas de investimento de carteira em títulos de dívida no segundo semestre de 2016, o que poderá estar associado aos aumentos temporários verificados nos indicadores de tensão financeira, na sequência do referendo no Reino Unido sobre a permanência na UE em junho de 2016.

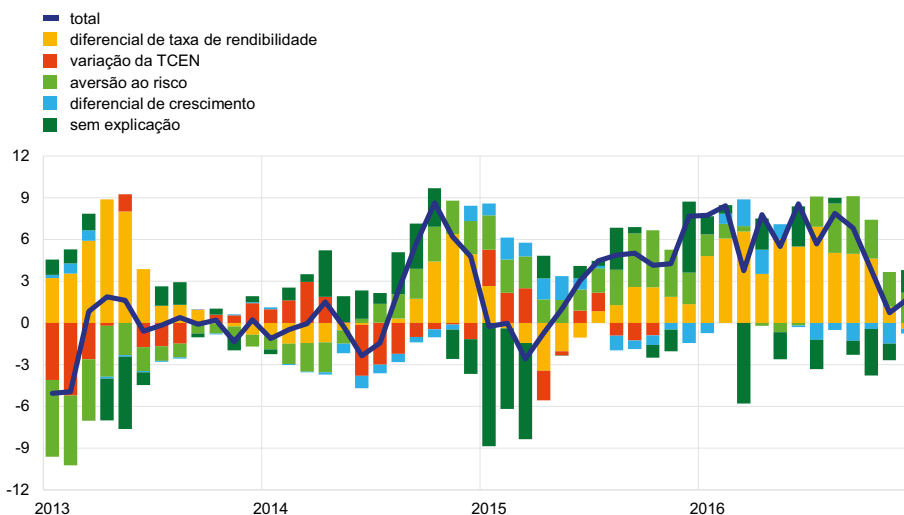
---

<sup>11</sup> As estimativas dos fatores impulsionadores variáveis no tempo dos fluxos líquidos de investimento de carteira da área do euro baseiam-se num modelo de forma reduzida, com coeficientes de regressão mutáveis no tempo, que capta alterações no sentimento dos mercados, bem como variações nas correlações condicionais entre fundamentos e fluxos financeiros. Os fundamentos incluem: i) o indicador composto de tensão sistémica (*composite indicator of systemic stress* – CISS) do BCE, como uma medida aproximada do grau de aversão ao risco entre os investidores; ii) a taxa de câmbio efetiva nominal (TCEN) do euro face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro; iii) a diferença entre as economias avançadas da área do euro e de fora da área do euro em termos de crescimento da produção industrial; e iv) o diferencial de taxa de rendibilidade entre obrigações de dívida pública da área do euro e obrigações de dívida pública de economias avançadas não pertencentes à área do euro. As estimativas por modelização são efetuadas com uma frequência mensal, aplicando o filtro de Kalman com uma probabilidade máxima. Para mais pormenores sobre a matéria, ver a Caixa 4 do artigo intitulado “Euro area cross-border financial flows”, edição de fevereiro de 2012 do *Boletim Mensal do BCE*.

## Gráfico B

### Estimativas por modelização dos fatores impulsionadores das saídas líquidas de investimento de carteira em títulos de dívida

(em percentagem do PIB; médias móveis de três meses; contribuições das variáveis)



Fontes: BCE e Eurostat.

Notas: Um valor positivo (negativo) indica saídas (entradas) líquidas de (para) a área do euro. Para mais informação sobre as variáveis, ver a nota de rodapé 1 da presente caixa. A última observação refere-se a dezembro de 2016.

**De acordo com os dados disponíveis relativos aos três primeiros trimestres de 2016, as compras líquidas de títulos de dívida de fora da área do euro por residentes na área do euro no período em questão consistiram quase exclusivamente em instrumentos de dívida de longo prazo e corresponderam sobretudo a transações por “outras sociedades financeiras”.** Este grupo de sociedades – que inclui fundos de investimento e de pensões, bem como companhias de seguros – representou cerca de 74% das compras líquidas da área do euro de instrumentos de dívida de fora da área do euro no período, representando as “outras entidades privadas”<sup>12</sup> e as IFM excluindo o Eurosistema 14% e 7%, respetivamente. Cerca de 40% dos títulos de dívida de fora da área do euro adquiridos por residentes na área do euro foram emitidos pelas administrações públicas de países não pertencentes à área do euro, tendo os restantes títulos sido emitidos por IFM, outras sociedades financeiras e outras entidades privadas de países não pertencentes à área do euro (aproximadamente 20% cada).

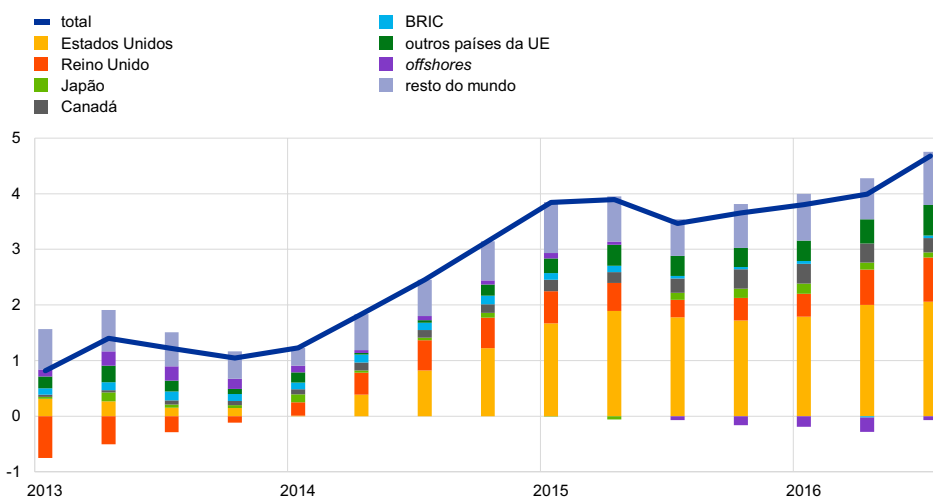
**Em 2016, o investimento de carteira em títulos de dívida de fora da área do euro dos investidores da área do euro manteve-se concentrado em outras economias avançadas (ver Gráfico C).** No período, segundo os dados disponíveis relativos aos três primeiros trimestres de 2016, 46% das compras líquidas de títulos de dívida de fora da área do euro por investidores da área do euro envolveram títulos emitidos pelos Estados Unidos, seguindo-se títulos emitidos pelo Reino Unido (17%), por outros Estados-Membros da UE (13%) e pelo Canadá (4%). As compras líquidas agregadas de títulos

<sup>12</sup> Estes incluem sociedades não financeiras, famílias e instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias (ISFLSF).

## Gráfico C

### Desagregação geográfica das compras líquidas de títulos de dívida de fora da área do euro por investidores da área do euro

(em percentagem do PIB da área do euro; médias móveis de quatro trimestres)



Fontes: BCE e Eurostat.

Notas: O grupo de países designando "BRIC" corresponde a: Brasil, Rússia, Índia e China. "Outros países da UE" refere-se a Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, excluindo o Reino Unido. A última observação diz respeito ao terceiro trimestre de 2016.

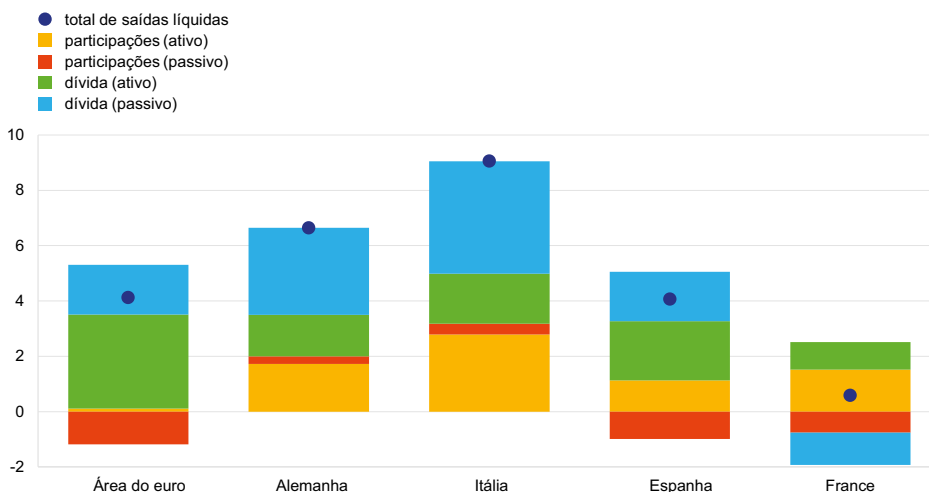
de dívida emitidos pelo Brasil, China, Índia e Rússia continuaram a representar menos de 1% do total de compras líquidas.

**Dados a nível dos países mostram saídas líquidas de investimento de carteira para os países de maior dimensão da área do euro, impulsionadas por vendas líquidas de títulos de dívida interna por parte de investidores externos e por compras líquidas de ativos externos por parte dos investidores internos (ver Gráfico D).** As vendas líquidas mais elevadas de títulos de dívida por investidores externos foram registadas em Itália (4.1% do PIB), seguindo-se a Alemanha (3.1% do PIB) e Espanha (1.8% do PIB), embora os investidores externos tenham sido compradores líquidos de títulos de dívida franceses (com compras líquidas correspondentes a 1.2% do PIB). Espanha e França também registaram entradas líquidas de investimento de carteira em títulos de participação no capital por parte de investidores externos. Ao contrário do observado na balança financeira da área do euro, verificaram-se acentuados fluxos líquidos transfronteiras de investimento de carteira em títulos de participação no capital a nível dos países, que podem ser explicados pelos fortes fluxos transfronteiras intra-área do euro para fundos de investimento – registados sobretudo nos centros financeiros da área do euro. Em 2016, os fluxos líquidos transfronteiras para fundos de investimento representaram a maioria dos fluxos de investimento de carteira em títulos de participação no capital observados nos vários países da área do euro, tendo Itália registado os fluxos mais elevados. Além disso, no mesmo ano, os investidores na Alemanha, França, Itália e Espanha foram compradores líquidos de títulos de dívida externa, com compras líquidas num total correspondente a entre 1 e 2% do PIB.

## Gráfico D

### Desagregação dos fluxos líquidos de investimento de carteira em 2016

(em percentagem do PIB)



Fonte: BCE.

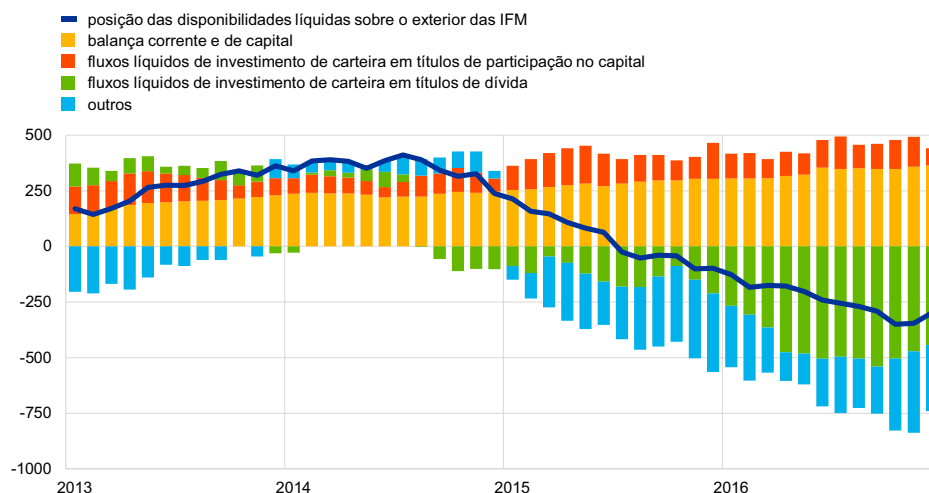
Notas: No ativo, um valor positivo (negativo) indica as compras (vendas) líquidas de títulos externos por investidores internos. No passivo, um valor positivo (negativo) indica as vendas (compras) líquidas de títulos internos por investidores externos. Em termos de fluxos líquidos, um valor positivo (negativo) indica saídas (entradas) líquidas de (para) o país relevante/área do euro. "Participações" inclui ações/unidades de participação em fundos de investimento.

**No setor não monetário, as alterações de carteira em detrimento dos títulos de dívida da área do euro continuaram a pesar sobre a posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM da área do euro em 2016 (ver Gráfico E).** Os fluxos de investimento da carteira da área do euro, excluindo o sector das IFM, seguiu de perto a trajetória da economia no seu conjunto, como ilustrado no Gráfico A. A posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior

## Gráfico E

### Apresentação monetária da balança de pagamentos

(EUR mil milhões; somas móveis de 12 meses dos fluxos mensais)



Fonte: BCE.

Notas: Um valor positivo (negativo) refere-se a uma entrada (saída) líquida/aumento (diminuição) das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM. Todas as transações da balança de pagamentos estão relacionadas com o setor não monetário. "Outros" abrange fluxos de investimento direto estrangeiro, outro investimento e derivados financeiros, bem como discrepâncias entre a balança de pagamentos e as estatísticas monetárias, assim como erros e omissões. A última observação refere-se a dezembro de 2016.



das IFM reflete as transações resultantes das trocas comerciais e dos fluxos financeiros do setor não monetário. Como revela a apresentação monetária da balança de pagamentos, as saídas líquidas de investimento de carteira em títulos de dívida no setor não monetário tiveram um impacto cada vez mais negativo na taxa de crescimento homóloga do M3 na área do euro em 2016, por via da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM. Em contrapartida, as disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM continuaram a ser apoiadas por transações das sociedades do setor não monetário relacionadas com o excedente da balança corrente da área do euro e, em menor grau, por entradas líquidas de títulos de participação no capital.

### 3 Impacto das medidas não convencionais do BCE sobre as condições de financiamento: análise da evidência recente

**Desde junho de 2014, o BCE adotou uma série de medidas de política monetária não convencionais para reconduzir as taxas de inflação para níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.** Estas medidas incluíram operações de refinanciamento de mais longo prazo direcionadas (ORPA direcionadas); redução da taxa da facilidade permanente de depósito para território negativo; e um programa de compra de ativos alargado (APP) visando uma variedade de títulos dos setores privado e público com grau de qualidade de investimento (classificação de *investment-grade*). Este conjunto de medidas foi sustentado pela orientação para o futuro (*Forward Guidance*) das taxas de juro diretoras do BCE, as quais se espera “permaneçam nos níveis atuais ou em níveis inferiores por um período de tempo alargado e muito para além do horizonte das compras de ativos líquidos”; e das compras de ativos, que se pretende continuem ao ritmo atual “até ao final de dezembro de 2017, ou até mais tarde, se necessário, e, em qualquer caso, 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”. No contexto da sua orientação para o futuro, o BCE também reiterou a sua prontidão para aumentar as compras de ativos em termos de dimensão e/ou duração, caso perspetivas menos favoráveis ou uma maior restritividade injustificada das condições financeiras se concretizem.

**A presente caixa analisa a evidência recente sobre a eficácia destas medidas no apoio às condições de financiamento e à intermediação de crédito.** A adoção de medidas de política monetária não convencionais pelos principais bancos centrais, bem como os seus efeitos e os mecanismos em que estas operam, foram objeto de muita investigação académica nos últimos anos<sup>13</sup>. Esta caixa analisa algumas lições chave que se podem retirar desta investigação sobre a área do euro, com o enfoque em ajustamentos dos preços no mercado financeiro e no comportamento em termos de concessão de empréstimos bancários, que constituem as fases iniciais essenciais do processo de transmissão da política monetária<sup>14</sup>. A caixa organiza a evidência empírica em três canais de transmissão estilizados, nomeadamente o canal de sinalização, o canal de transmissão direta e o canal de reequilíbrio de carteiras.

**Através do canal de sinalização, as medidas não convencionais sustentaram a intenção do BCE de manter as taxas de juro de curto prazo baixas por um período de tempo alargado e apoiaram as expetativas de inflação.** A redução da

<sup>13</sup> Para os Estados Unidos, ver, por exemplo, Krishnamurthy, A. e Vissing-Jorgensen, A., “The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates”, *Brookings Papers on Economic Activity*, outono de 2011, pp. 215-265, e Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. e Sack, B., “The Financial Market Effects of the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases”, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7(1), 2011, pp.3-43; para o Reino Unido, ver Joyce, M.A.S., Lasasosa, A., Stevens, I. e Tong, M., “The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom”, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7(3), 2011, pp. 113-161.

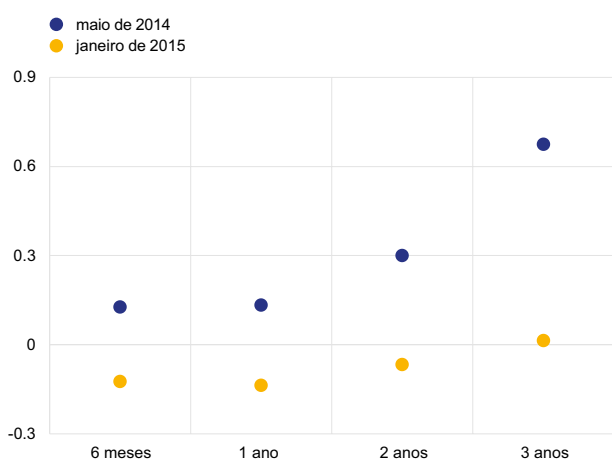
<sup>14</sup> Para uma análise abrangente anterior das medidas não convencionais do BCE, consultar o artigo intitulado “The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures”, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2015.

taxa da facilidade permanente de depósito para níveis inferiores a zero foi um poderoso instrumento de sinalização que as taxas de juro de curto prazo podem permanecer baixas, ou mesmo ser reduzidas para níveis inferiores por um período mais longo do que de outra forma se previa; tal reforçou o efeito do APP do BCE sobre toda a curva de rendimentos.

### Gráfico A

#### Taxas (dos swaps indexados pelo prazo *overnight*) a 3 meses implícitas nos contratos a prazo da EONIA

percentagens por ano, horizonte)



Fonte: BCE.

Uma parte substancial da descida da trajetória esperada das taxas de juro de curto prazo pode ser atribuída às medidas de política monetária não convencionais. O Gráfico A compara dois panoramas de taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* implícitas nos contratos a prazo a 3 meses (que são uma aproximação das expectativas do mercado relativas à evolução das taxas de juro nominais de curto prazo)<sup>15</sup>. O primeiro panorama é observado em maio de 2014, ou seja, mesmo antes do lançamento das medidas não convencionais; o segundo panorama é observado imediatamente após a reunião do Conselho do BCE de 22 de janeiro de 2015, quando o APP foi anunciado. No período entre maio de 2014 e janeiro de 2015, as expectativas do mercado relativamente às taxas de juro foram revistas em baixa de forma marcada, como se refletiu, por exemplo, na descida das taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight*

com uma antecedência de 3 anos, que caíram cerca de 70 pontos base. Além das medidas de política monetária, uma variedade de fatores poderá ter contribuído para estas alterações nas expectativas do mercado. Na literatura, um método utilizado para identificar o contributo das medidas do BCE é analisar as variações nos preços dos ativos perto das datas de anúncios de política (abordagem frequentemente referida como “evidência baseada no estudo de eventos”)<sup>16</sup>. Esta abordagem confirma que uma parte importante da descida da trajetória esperada das taxas de curto prazo pode ser atribuída às medidas de política monetária não convencionais<sup>17</sup>. Além disso, esta abordagem mostra que as medidas exerceram efeitos de sinalização sobre as expectativas de inflação, que aumentaram acentuadamente, em particular perto das várias datas de

<sup>15</sup> Em princípio, as taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* implícitas nos contratos a prazo podem não refletir totalmente as taxas de curto prazo esperadas no futuro, porque podem incorporar uma componente de prémio de prazo. Dado o enfoque sobre os prazos curto e médio, esta consideração é ligeiramente menos pertinente, uma vez que para estes prazos a compensação pelo risco de prazo tende a ser mais contida.

<sup>16</sup> Dado que os mercados financeiros são prospetivos, os preços dos ativos irão reagir às medidas de política quando as expectativas dessas medidas forem formadas e revistas, nomeadamente perto da data de anúncios de política. Foram utilizadas abordagens semelhantes de estudo de eventos para avaliar as medidas de política adotadas nos Estados Unidos e no Reino Unido. Para os Estados Unidos, ver, por exemplo, Krishnamurthy, A. e Vissing-Jorgensen, A., op. cit.; e, para o Reino Unido, ver Joyce, M.A.S., Lasaosa, A., Stevens, I. e Tong, M., op. cit.

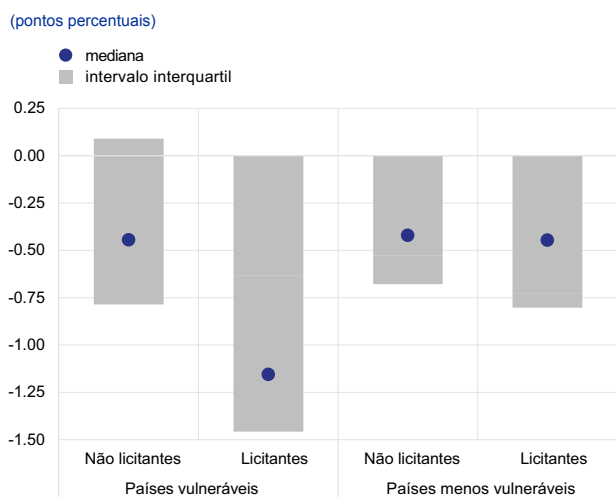
<sup>17</sup> O canal de sinalização também contribuiu para reduzir a incerteza em torno das taxas de juro futuras. Como a menor volatilidade das taxas de juro diminui a probabilidade de grandes oscilações na taxa de juro, também diminui o risco das obrigações com prazos mais longos e, por conseguinte, induz uma compressão dos prémios de prazo.

anúncio do APP<sup>18</sup>. Este reancorar das expetativas de inflação é fundamental para atingir um ajustamento sustentado da trajetória da inflação<sup>19</sup>.

**Através do canal de transmissão direta, a política monetária induziu uma nova e pronunciada redução da restritividade nos segmentos de mercado visados pelas medidas não convencionais.** Além de induzir uma redução generalizada da restritividade nas condições financeiras, as medidas de política do BCE foram concebidas para melhorar diretamente a forma como o estímulo resultante se transmite às condições de financiamento das empresas e famílias. A eficácia deste canal é mais evidente no caso das ORPA direcionadas, que possuem mecanismos de incentivo incorporados para assegurar que os custos de financiamento favoráveis que oferecem aos bancos são transferidos aos mutuários finais<sup>20</sup>.

### Gráfico B

Variações nas taxas ativas das sociedades não financeiras: operações das ORPA direcionadas I

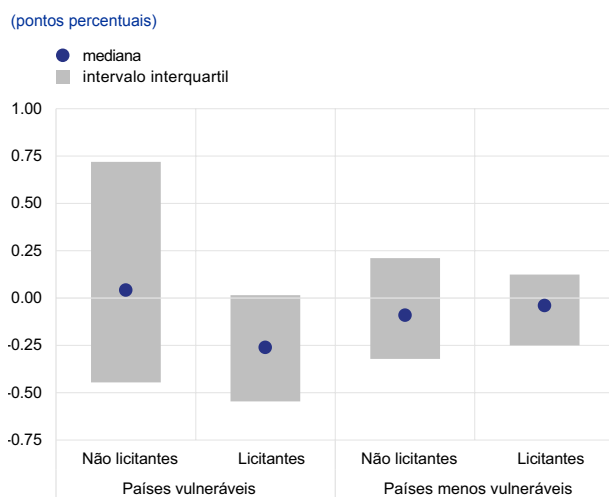


Fonte: BCE.

Notas: Este gráfico abrange o período entre junho de 2014 e julho de 2015. Entre os países "vulneráveis", o grupo de "não licitantes" é composto por 10 bancos e o de "licitantes" por 49 bancos. Entre os países "menos vulneráveis", o grupo de "não licitantes" é composto por 71 bancos e o de "licitantes" por 43 bancos.

### Gráfico C

Variações nas taxas ativas das sociedades não financeiras: operações das ORPA direcionadas II



Fonte: BCE.

Notas: Este gráfico abrange o período entre março e dezembro de 2016. Entre os países "vulneráveis", o grupo de "não licitantes" é composto por 24 bancos e o de "licitantes" por 47 bancos. Entre os países "menos vulneráveis", o grupo de "não licitantes" é composto por 73 bancos e o de "licitantes" por 51 bancos.

<sup>18</sup> Por exemplo, constatou-se que o anúncio do APP em janeiro de 2015 aumentou as expetativas de inflação em todos os prazos, com um impacto entre os 10 e os 30 pontos base para um prazo de 5 anos sobre as expetativas de inflação resultantes de contratos de swap indexados à inflação. Ver Altavilla, C., Carboni, G. e Motto, R., "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 1864, BCE, 2015; e Ambler, S. e Rumler, F., "The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study", *Documentos de Trabalho do Oesterreichische Nationalbank*, n.º 212, Oesterreichische Nationalbank, 2017.

<sup>19</sup> Especificamente, uma avaliação com base em modelos sugere que este canal de reancoramento pode representar um terço do impacto do APP sobre a inflação. Ver Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F. e Karadi, P., "The ECB's asset purchase programme: an early assessment", *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 1956, BCE, 2016.

<sup>20</sup> As ORPA direcionadas são operações direcionadas, porque o montante que os bancos podem obter em empréstimo está relacionado com os respetivos empréstimos a sociedades não financeiras e famílias. O mecanismo de incentivo funciona através de efeitos sobre os preços ao abrigo das ORPA direcionadas II: se os bancos participantes ultrapassarem o seu valor de referência quantitativo específico para a criação de crédito, a taxa de juro dos seus empréstimos nas ORPA direcionadas II diminui relativamente ao custo padrão de financiamento – igual à taxa da operação principal de refinanciamento aplicável à data de liquidação – e pode cair para o nível da taxa de juro da facilidade permanente de depósito aplicável na mesma altura.

Os Gráficos B e C fornecem evidência sobre este canal utilizando informações sobre as taxas bancárias ativas e o respetivo comportamento em termos de licitação nas duas séries das ORPA direcionadas. A evidência sugere que os bancos localizados em países vulneráveis que participaram em ORPA direcionadas reduziram as suas taxas ativas mais do que os bancos não participantes<sup>21</sup>. Tal ajudou a orientar o estímulo monetário para os mutuários do setor privado da área do euro que mais necessitaram de acomodação.

**Por último, através do canal de reequilíbrio de carteiras, as medidas não convencionais do BCE comprimiram os prémios de risco em todo um vasto leque de classes de ativos.** As compras de ativos pelos bancos centrais acarretam tipicamente a absorção de obrigações de médio a mais longo prazo em troca de reservas dos bancos centrais com “duração zero”. Consequentemente, os investidores têm um incentivo para reequilibrar as respetivas carteiras no sentido de outros segmentos de mercado com maior risco, enquanto aceitam remunerações mais baixas para deterem este risco. Isto acontece porque as compras dos bancos centrais libertam capacidade de assunção de risco no setor privado, fazendo baixar a rendibilidade corrigida do risco dos ativos visados pelos programas de compras, induzindo assim os investidores a considerarem investimentos alternativos. A fim de clarificar este canal, os Gráficos D e E apresentam variações nas taxas de rendibilidade dos títulos de alguns soberanos da área do euro durante a conferência de imprensa de 22 de janeiro de 2015 em que foi anunciado o APP<sup>22</sup>. Como a teoria prevê, quanto mais longo o prazo até ao vencimento, mais acentuada foi a descida das taxas de rendibilidade. Reações mais abrangentes dos preços dos ativos são também consistentes com a ideia de que as medidas do BCE originaram uma redução da restritividade das condições financeiras, evidente na melhoria nos mercados acionistas e na descida das taxas de rendibilidade das obrigações de empresas perto deste anúncio. Provavelmente, restringir a avaliação à reação do mercado em 22 de janeiro de 2015 quando o anúncio oficial foi feito não capta a evidência que o facto de as comunicações do BCE aludirem ao lançamento iminente de um programa de compras começou a afetar as expectativas do mercado logo em setembro de 2014. Quando estes efeitos de antecipação são contabilizados, a reação dos preços dos ativos é qualitativamente semelhante à reação observada após o anúncio do APP em 22 de janeiro de 2015; quantitativamente, o APP explica a maior parte da descida observada nas taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo da área do euro desde

---

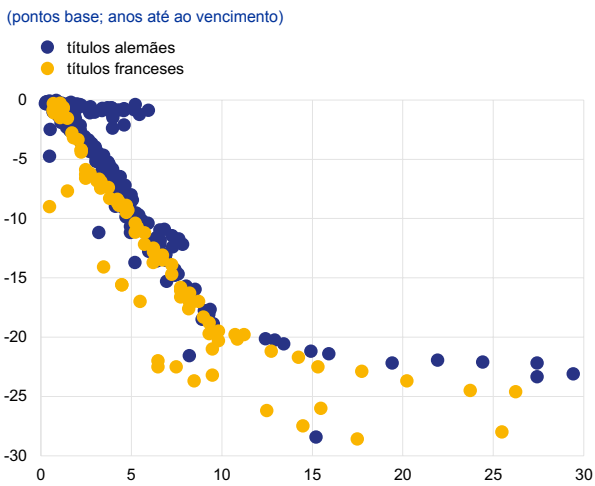
<sup>21</sup> Em toda a presente caixa, a expressão “países vulneráveis” refere-se à Irlanda, Grécia, Espanha, Itália, Chipre, Portugal e Eslovénia, e a expressão “países menos vulneráveis” refere-se aos restantes países da área do euro.

<sup>22</sup> Os Gráficos D e E apresentam variações nas taxas de rendibilidade entre as 14h30 e as 16h00 (hora da Europa Central) em 22 de janeiro de 2015 – ou seja, entre o início da conferência de imprensa e imediatamente após esta ter terminado.

setembro de 2014<sup>23</sup>. Acresce que os prémios de risco foram comprimidos em todo um vasto leque de classes de ativos, sugerindo repercussões em ativos não abrangidos. No caso de recalibrações posteriores do APP, tornou-se cada vez mais desafiante identificar os respetivos efeitos através de estudos de evento, uma vez que os participantes no mercado reviram gradualmente ao longo do tempo as suas expectativas relativamente aos pacotes de política com base no fluxo contínuo de divulgações de dados económicos<sup>24</sup>. Ao mesmo tempo, os estudos disponíveis que procuram abordar este desafio utilizando séries temporais e variações transversais nos preços dos ativos e nos volumes de compras de ativos também confirmam que as medidas do BCE explicam a maior parte da descida observada nos prémios de risco de longo prazo da área do euro desde setembro de 2014<sup>25</sup>.

### Gráfico D

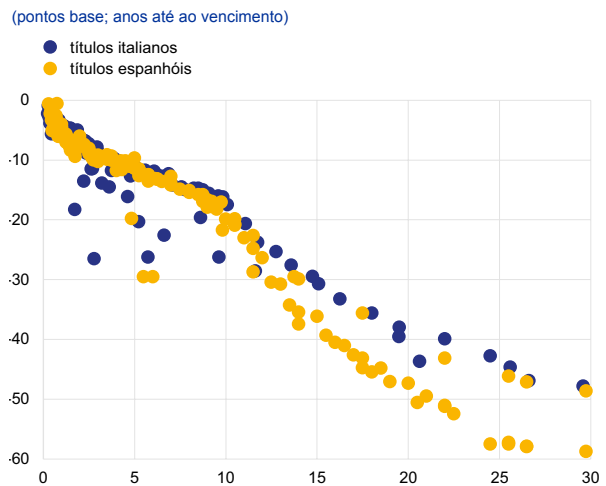
Variações nas taxas de rendibilidade de títulos alemães e franceses após o anúncio do APP em 22 de janeiro de 2015



Fonte: Cálculos do BCE.

### Gráfico E

Variações nas taxas de rendibilidade de títulos italianos e espanhóis após o anúncio do APP em 22 de janeiro de 2015



Fonte: Cálculos do BCE.

**O canal de reequilíbrio não só afetou os ativos financeiros como também deu aos bancos incentivos para melhorarem as condições de crédito tanto às famílias como às sociedades não financeiras.** Diversas análises empíricas sublinham que as diferentes medidas tiveram um impacto de reforço mútuo sobre as

<sup>23</sup> A maior parte do impacto atribuído ao APP prende-se com “efeitos de *stock*” – isto é, as variações persistentes em taxas de rendibilidade que estejam associadas à absorção de títulos pelos bancos centrais. Ver, por exemplo, Altavilla, C., Carboni, G. e Motto, R., op. cit.; Blattner, S.T. e Joyce, M.A.S., “Net debt supply shocks in the euro area and the implications for QE”, *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 1957, BCE, 2016; De Santis, R., “Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news”, *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 1939, BCE, 2016; eKojien, R.S.J., Koulischer, F., Nguyen, B. e Yogo, M., “Quantitative easing in the euro area: The dynamics of risk exposure and the impact on asset prices”, *Documentos de Trabalho do Banque de France*, n.º 601, Banque de France, 2016. O impacto da execução efetiva das compras (“efeitos de fluxos”) é também significativo, embora mais limitado do que os efeitos de *stock*. Ver Holm-Hadulla, F. e De Santis, R., “Flow effects of ECB sovereign bond purchases: evidence from a natural experiment”, *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, BCE, a publicar.

<sup>24</sup> Tal foi evidente, por exemplo, no contexto da recalibração mais recente da orientação da política monetária do BCE na reunião do Conselho do BCE de 8 de dezembro de 2016, que foi amplamente antecipada pelo mercado, como confirmado por informação baseada em inquéritos.

<sup>25</sup> Ver, por exemplo, Blattner, S.T. e Joyce, M.A.S., op. cit.

condições de concessão de crédito bancário<sup>26</sup>. Por exemplo, do lado do passivo, as ORPA direcionadas trouxeram alívio em termos de financiamento aos bancos participantes nas operações; ao mesmo tempo, o APP e os cortes nas taxas de juro levaram a uma compressão dos custos de financiamento para o sistema bancário no seu conjunto. Do lado do ativo, as taxas de juro negativas da liquidez excedentária reforçaram os efeitos de reequilíbrio de carteiras, porque o custo implícito aplicado às reservas excedentárias aumentou a velocidade de circulação destas reservas no mercado monetário e, por conseguinte, melhorou a atratividade relativa para os bancos da concessão de empréstimos ou detenção de títulos com remuneração mais elevada. Paralelamente, os padrões exatos das melhorias resultantes nas condições de crédito variaram entre os diferentes tipos de banco e/ou entre países.

**No caso de bancos com maior recurso às ORPA direcionadas e restrições de balanço mais rigorosas, as medidas tenderam a ser transmitidas como uma redução das taxas ativas.** Por exemplo, os bancos localizados em países vulneráveis com elevados níveis de participação nas ORPA direcionadas reagiram às medidas de política principalmente reduzindo as taxas de juro do crédito a sociedades não financeiras<sup>27</sup>. Nestes casos, o fluxo de crédito recuperou de forma apenas gradual, no contexto de uma necessidade estrutural de desalavancagem e de uma fraca procura cíclica, com base numa recuperação económica lenta nos países vulneráveis, entre outros. A forte transmissão às taxas ativas nos países mais atingidos pela crise financeira reflete em larga medida uma normalização face a debilidades anteriores. Tal também resultou numa redução da dispersão das taxas bancárias ativas e numa fragmentação decrescente em termos das condições de financiamento nos países da área do euro<sup>28</sup>.

**No caso dos bancos que detenham liquidez excedentária e que enfrentem uma procura significativa de crédito, o estímulo tendeu a resultar numa melhoria dos volumes de crédito.** Em resultado das medidas do BCE, os bancos localizados em países onde a recuperação económica se está a fortalecer mais rapidamente reequilibraram as suas carteiras alargando a concessão de crédito. Nestes países, o impacto sobre o custo do financiamento é menos significativo do que em países mais vulneráveis, possivelmente porque os diferenciais e os prémios já estavam comprimidos. Além do mais, as posições

---

<sup>26</sup> Ver, por exemplo, Albertazzi, U., Becker, B. e Boucinha, M., "Portfolio Rebalancing and the Transmission of Large-Scale Asset Programs: Evidence from the Euro Area", disponível como documento de conferência em *Monetary policy pass-through and credit markets - ECB conference 27-28 October 2016*, BCE, Frankfurt am Main, 2016; Altavilla, C., Canova, F. e Ciccarelli, M., "Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through", *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 1978, BCE, 2016; e Boeckx, J., De Sola Perea, M. e Peersman, G., "The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area", *Working Paper Research*, n.º 302, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, 2016.

<sup>27</sup> Por exemplo, até ao final de dezembro de 2015, as medidas não convencionais tinham contribuído em 40 pontos base para a manutenção das taxas de juro de novos empréstimos às empresas num nível baixo. Ver Altavilla, C., Canova, F. e Ciccarelli, M., op. cit. Ver também Albertazzi, U., Nobili, A. e Signoretti, F., "The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy", *Documentos de Trabalho do Banca d'Italia*, n.º 1094, Banca d'Italia, 2016.

<sup>28</sup> Ver o artigo intitulado "MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy", *Boletim Económico*, BCE, Número 1, 2017.

relativamente sólidas dos balanços dos bancos nas economias menos vulneráveis deram margem para a expansão dos ativos. Por último, evidência complementar sugere que as taxas de política negativas amplificaram iniciativas de reequilíbrio de carteiras, dado que os aumentos dos volumes de crédito foram considerados particularmente significativos no caso de bancos com elevados níveis de liquidez excedentária<sup>29</sup>.

**Em conjunto, a evidência apoia a “perspetiva da concessão de crédito” da transmissão da política monetária, de acordo com a qual as condições dos balanços dos bancos afetam os termos e condições do crédito bancário.**

A evidência mostra também que a transmissão das compras de ativos num sistema baseado nos bancos como a área do euro não é mais fraca do que em sistemas em que os mercados de capitais desempenham o papel principal. Juntamente com taxas de juro negativas e operações ativas direcionadas, o estímulo do BCE levou a melhorias tangíveis nas condições de financiamento à economia real.

---

<sup>29</sup> Demiralp, S., Eisenschmidt, J. e Vlassopoulos, T., “Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: banks’ reaction to unconventional monetary policy in the euro area”, *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, BCE, a publicar.



## Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 26 de outubro de 2016 a 24 de janeiro de 2017

**A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante o sétimo e oitavo períodos de manutenção de reservas de 2016, que decorreram, respetivamente, de 26 de outubro a 13 de dezembro de 2016 e de 14 de dezembro de 2016 a 24 de janeiro de 2017.** No período em análise, as taxas de juro das operações principais de refinanciamento (OPR), da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito permaneceram inalteradas em 0.00%, 0.25% e -0.40%, respetivamente.

Em 21 de dezembro, foi liquidada a terceira operação, num montante de €62.2 mil milhões, da segunda série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas II). A liquidez injetada através desta operação foi parcialmente compensada por reembolsos voluntários, num montante de €14.2 mil milhões, relativos à segunda operação da primeira série de ORPA direcionadas (ORPA direcionadas I). A injeção de liquidez no montante de €48.0 mil milhões, em termos líquidos, resultou num saldo total de €545.7 mil milhões para ambas as séries de ORPA direcionadas, no final do período em análise. Além disso, o Eurosistema continuou a comprar títulos de dívida do setor público, obrigações com ativos subjacentes, instrumentos de dívida titularizados e títulos emitidos pelo setor empresarial como parte do seu programa de compra de ativos alargado, com um montante-alvo de aquisições de, em média, €80 mil milhões por mês.

### Necessidades de liquidez

**No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos e reservas mínimas obrigatórias, situavam-se em €993.2 mil milhões, o que representa um aumento de €85.2 mil milhões, em comparação com o período em análise anterior (ou seja, o quinto e sexto períodos de manutenção de 2016).** As necessidades de liquidez mais elevadas devem-se quase exclusivamente a um aumento dos fatores autónomos líquidos médios, os quais subiram €84.3 mil milhões, situando-se num valor máximo histórico de €875.2 mil milhões, ao passo que as reservas mínimas obrigatórias registaram apenas uma ligeira subida (ver o quadro).

## Quadro

### Situação de liquidez no Eurosistema

	26 de outubro de 2016 a 24 de janeiro de 2017		27 de julho de 2016 a 25 de outubro de 2016		Oitavo período de manutenção		Sétimo período de manutenção	
<b>Passivo – necessidades de liquidez (médias; EUR mil milhões)</b>								
<b>Fatores de liquidez autónomos</b>	<b>1 944.8</b>	<b>(+28.1)</b>	<b>1 916.7</b>	<b>1 942.8</b>	<b>(-3.7)</b>	<b>1 946.5</b>	<b>(+8.1)</b>	
Notas em circulação	1 110.5	(+14.9)	1 095.5	1 119.1	(+16.1)	1 103.1	(+8.3)	
Depósitos das administrações públicas	152.0	(+0.1)	151.9	143.0	(-16.6)	159.7	(-8.6)	
Outros fatores autónomos	682.3	(+13.0)	669.3	680.6	(-3.2)	683.7	(+8.4)	
<b>Instrumentos de política monetária</b>								
Depósitos à ordem	867.8	(+105.8)	762.0	919.0	(+95.2)	823.9	(+46.5)	
Reservas mínimas obrigatórias	118.0	(+0.8)	117.2	118.8	(+1.4)	117.4	(-0.4)	
Facilidade permanente de depósito	437.1	(+67.2)	369.9	434.4	(-4.9)	439.4	(+52.1)	
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0.0	(+0.0)	0.0	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	
<b>Ativo – cedência de liquidez (médias; EUR mil milhões)</b>								
<b>Fatores de liquidez autónomos</b>	<b>1 070.0</b>	<b>(-56.2)</b>	<b>1 126.2</b>	<b>1 042.1</b>	<b>(-51.8)</b>	<b>1 093.9</b>	<b>(-21.6)</b>	
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	681.5	(-4.7)	686.3	674.7	(-12.8)	687.4	(-0.4)	
Ativos líquidos denominados em euros	388.4	(-51.5)	439.9	367.4	(-39.1)	406.5	(-21.3)	
<b>Instrumentos de política monetária</b>								
Operações de mercado aberto	2 179.9	(+257.2)	1 922.7	2 254.3	(+138.3)	2 116.0	(+128.1)	
Operações de leilão	563.2	(+29.7)	533.5	583.5	(+37.8)	545.8	(+4.9)	
OPR	34.3	(-6.4)	40.6	34.6	(+0.6)	34.0	(-3.4)	
ORPA com prazo de 3 meses	13.3	(-6.1)	19.3	11.7	(-2.9)	14.6	(-3.1)	
ORPA direcionadas I	47.2	(-13.1)	60.3	40.8	(-11.8)	52.6	(-3.7)	
ORPA direcionadas II	468.5	(+55.2)	413.2	496.4	(+51.8)	444.6	(+15.1)	
Carteiras definitivas	1 616.7	(+227.4)	1 389.2	1 670.8	(+100.6)	1 570.2	(+123.2)	
Primeiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	13.1	(-2.8)	15.9	12.5	(-1.0)	13.5	(-1.7)	
Segundo programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	7.0	(-0.4)	7.4	6.9	(-0.1)	7.0	(-0.2)	
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	202.7	(+11.2)	191.6	205.0	(+4.2)	200.8	(+6.1)	
Programa dos mercados de títulos de dívida	102.2	(-4.9)	107.1	102.2	(-0.0)	102.2	(-3.2)	
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	22.4	(+1.9)	20.5	23.0	(+1.0)	21.9	(+1.2)	
Programa de compra de ativos do setor público	1 221.2	(+198.2)	1 023.0	1 268.6	(+88.0)	1 180.6	(+107.7)	
Programa de compra de ativos do setor empresarial	48.0	(+24.2)	23.9	52.6	(+8.5)	44.1	(+13.3)	
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0.2	(+0.1)	0.1	0.2	(+0.1)	0.2	(+0.1)	
<b>Outras informações com base na liquidez (médias; EUR mil milhões)</b>								
Necessidades de liquidez em termos agregados	993.2	(+85.2)	908.0	1 019.9	(+49.5)	970.3	(+29.3)	
Fatores autónomos <sup>1</sup>	875.2	(+84.3)	790.8	901.1	(+48.2)	852.9	(+29.6)	
Liquidez excedentária	1 186.7	(+172.0)	1 014.7	1 234.5	(+88.8)	1 145.7	(+98.9)	
<b>Evolução das taxas de juro (médias; percentagens)</b>								
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	-0.350	(-0.008)	-0.342	-0.351	(-0.003)	-0.348	(-0.003)	

Fonte: BCE.

Nota: Uma vez que todos os valores no quadro foram arredondados, em alguns casos o valor indicado como a alteração relativa ao período anterior não representa a diferença entre os valores arredondados apresentados para os dois períodos (diferindo em €0,1 mil milhões).

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

**A subida dos fatores autónomos resultou, em grande medida, do aumento dos fatores de absorção de liquidez.** O principal contributo para esse aumento foi a procura média de notas, que subiu €14.9 mil milhões, situando-se em €1110.5 mil milhões, sendo globalmente consistente com os padrões habituais de final do ano. Os outros fatores autónomos médios também aumentaram, subindo €13.0 mil milhões e situando-se em €682.3 mil milhões. Os depósitos médios das administrações públicas permaneceram praticamente inalterados, aumentando apenas €0.1 mil milhões e situando-se em €152.0 mil milhões.

**Os fatores autónomos de cedência de liquidez diminuíram ao longo do período em análise, em resultado da continuação do decréscimo dos ativos líquidos denominados em euros, aliada a uma ligeira descida das disponibilidades líquidas sobre o exterior.** Os ativos líquidos médios denominados em euros baixaram para €388.4 mil milhões, tendo diminuído €51.5 mil milhões em relação ao período analisado precedente, devido a uma descida dos ativos financeiros detidos pelo Eurosistema não relacionados com fins de política monetária, combinada com um aumento das responsabilidades dos bancos centrais nacionais para com instituições oficiais estrangeiras. É provável que estas instituições tenham aumentado as respetivas detenções, em virtude das limitadas oportunidades de investimento no mercado. As disponibilidades líquidas sobre o exterior médias diminuíram €4.7 mil milhões, passando para €681.5 mil milhões.

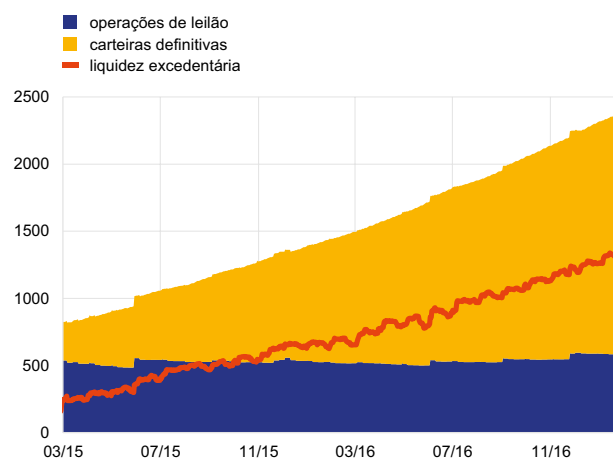
**A volatilidade dos fatores autónomos permaneceu elevada e globalmente inalterada face ao anterior período analisado.** Essa volatilidade refletiu sobretudo flutuações tanto nos depósitos das administrações públicas como nos ativos líquidos denominados em euros.

## Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

### Gráfico

Evolução dos instrumentos de política monetária e da liquidez excedentária

(milhões de barris por dia)



Fonte: BCE.

**O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – tanto operações de leilão como operações no âmbito dos programas de compra de ativos – subiu €257.2 mil milhões, situando-se em €2179.9 mil milhões (ver o gráfico).** Este aumento deveu-se principalmente ao programa de compra de ativos alargado do BCE.

**O montante médio de liquidez cedida através de operações de leilão aumentou €29.7 mil milhões, situando-se em €563.2 mil milhões.** O aumento da liquidez cedida através das ORPA direcionadas mais do que compensou a diminuição da liquidez fornecida por meio das operações regulares. A liquidez média cedida nas OPR e nas ORPA com prazo de 3 meses diminuiu, respetivamente, €6.4 mil milhões e €6.1 mil milhões, ao passo que o saldo médio das ORPA direcionadas aumentou €42.1 mil milhões, em grande medida como

um efeito líquido da liquidação da terceira operação das ORPA direcionadas II e do reembolso antecipado voluntário dos fundos disponibilizados na segunda operação das ORPA direcionadas I.

**A liquidez média cedida através do programa de compra de ativos alargado aumentou €227.4 mil milhões, situando-se em €1616.7 mil milhões, principalmente em virtude do programa de compra de ativos do setor público.**

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, respetivamente, €198.2 mil milhões, €11.2 mil milhões, €1.9 mil milhões e €24.2 mil milhões. O reembolso de obrigações detidas ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e dos dois anteriores programas de compra de obrigações com ativos subjacentes totalizou €8.1 mil milhões.

## Liquidez excedentária

**Como consequência da evolução acima descrita, a liquidez excedentária média aumentou €172.0 mil milhões, situando-se em €1 186.7 mil milhões no período em análise (ver o gráfico).** No sétimo período de manutenção, a liquidez excedentária média registou uma subida de €98.9 mil milhões, em virtude da liquidez cedida ao abrigo do programa de compra de ativos alargado. O aumento mais reduzido, de €88.8 mil milhões, no oitavo período de manutenção resultou sobretudo de uma descida, no montante de €51.8 mil milhões, dos fatores autónomos de cedência de liquidez, a qual compensou parcialmente a liquidez disponibilizada no âmbito do programa de compra de ativos alargado. Além disso, o ritmo das aquisições de ativos ao abrigo dos programas de compra de ativos foi um pouco mais lento no oitavo período de manutenção, devido ao período de Natal.

A maior liquidez excedentária refletiu-se principalmente em detenções médias em depósitos à ordem mais elevadas, as quais aumentaram €105.8 mil milhões, situando-se em €867.8 mil milhões no período em análise. O recurso médio à facilidade permanente de depósito aumentou €67.2 mil milhões, situando-se em €437.1 mil milhões.

## Evolução das taxas de juro

**As taxas *overnight* do mercado monetário permaneceram próximo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito (com algumas taxas a situar-se abaixo da mesma), tendo sido observadas taxas historicamente baixas no período de final do ano no mercado de operações de reporte.** No mercado sem garantia, a EONIA (o índice *overnight* médio do euro) situou-se, em média, em -0.350%, tendo descido ligeiramente de uma média de -0.342% no período analisado precedente. A EONIA oscilou num intervalo relativamente estreito, com

um máximo de -0.329% no último dia de 2016 e um mínimo de -0.356%. Além disso, no mercado com garantia, as taxas médias *overnight* das operações de reporte no mercado GC Pooling diminuíram ligeiramente, situando-se em -0.405% e -0.399%, no que respeita, respetivamente, aos cabazes de ativos de garantia normalizados e alargados, registando ambos uma descida de 0.004 pontos percentuais em relação ao período analisado anterior.

As taxas dos ativos de garantia subjacentes atingiram níveis historicamente baixos, no período de final do ano, no contexto de restrições na oferta. Por exemplo, a *RepoFunds Rate* a 1 dia dos ativos de garantia alemães atingiu -4.9% no período de final do ano, ao passo que a taxa equivalente dos ativos de garantia franceses alcançou -5.3%. Comparativamente, a *RepoFunds Rate* a 1 dia dos ativos de garantia alemães situou-se, em média, em -0.86% no conjunto do período em análise, ao passo que a taxa dos ativos de garantia franceses se situou, em média, em -0.75%. As taxas dos ativos de garantia italianos e espanhóis registaram descidas mais moderadas no período de final do ano. Após o final do ano, as taxas das operações de reporte regressaram aos níveis observados em novembro.

Desde 8 de dezembro, os bancos centrais do Eurosistema podem também aceitar numerário como garantia no âmbito das facilidades de cedência de títulos previstas no contexto do programa de compra de ativos do setor público, sem a necessidade de o reinvestir de forma neutra em termos de numerário. Esta medida visa apoiar a liquidez e o funcionamento do mercado das operações de reporte na área do euro e ajuda a aliviar potenciais tensões no mercado relacionadas com ativos de garantia.

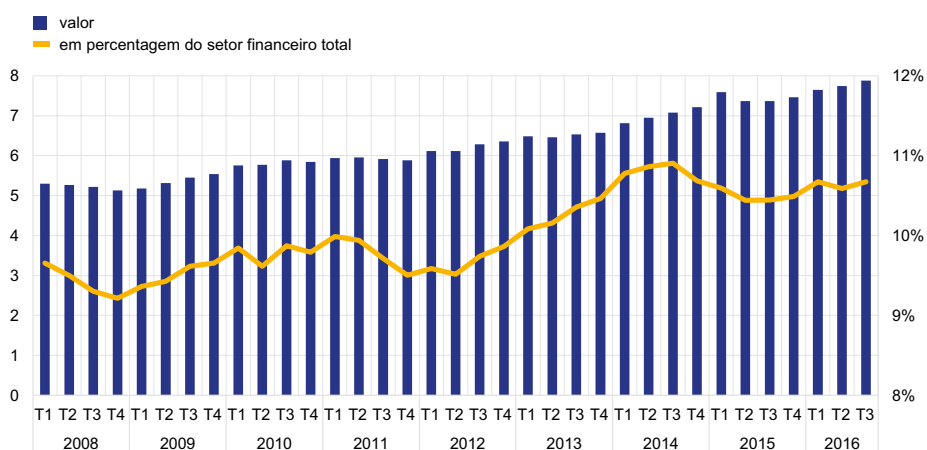
## 5 Novas estatísticas da área do euro relativas a sociedades de seguros

**As sociedades de seguros constituem um considerável subsector no setor financeiro da área do euro, representando 11% do total de ativos no terceiro trimestre de 2016.** Este subsector tem registado um crescimento estável nos últimos anos, com um total de ativos que ascendeu a €7.9 biliões no terceiro trimestre de 2016 (o que equivale a 74% do PIB anual da área do euro), como se mostra no Gráfico.

### Gráfico

Total de ativos das sociedades de seguros da área do euro

(EUR biliões, percentagens)



Fontes: BCE e cálculos do BCE.

**Em Fevereiro de 2017, o BCE publicou, pela primeira vez, estatísticas harmonizadas relativas às sociedades de seguros.** O conjunto de dados consiste em ativos e passivos de sociedades de seguros da área do euro agregados trimestralmente em toda a área do euro, tendo início com os dados para o terceiro trimestre de 2016. Estes dados (juntamente com um novo conjunto de dados separado relativo aos fundos de pensões) levaram a uma nova melhoria da qualidade, cobertura e granularidade das estatísticas do BCE relativas ao sector financeiro da área do euro. Nesta fase inicial, o conjunto de dados abrange as posições das sociedades de seguros; futuramente, estão previstas novas melhorias, como a inclusão de dados relativos a transações, desagregações mais detalhadas e publicações de dados mais atualizados.

**O conjunto de dados relativos a sociedades de seguros e fundos de pensões da área do euro publicado pelo BCE entre junho de 2011 e outubro de 2016 tinha algumas lacunas.** Em particular, os dados não se encontravam harmonizados em toda a área do euro. Além disso, foram estimados alguns dados quando não estavam disponíveis dados observados a nível nacional. Este conjunto de dados foi interrompido após a publicação de dados para o segundo trimestre de 2016. Contudo, os utilizadores de estatísticas relativas a sociedades de seguros podem

recorrer a uma ligação entre os conjuntos de dados antigos e novos, uma vez que os dados relativos às sociedades de seguros para o terceiro trimestre de 2016 do enquadramento anterior foram também disponibilizados como estimativas.

**As novas estatísticas relativas a sociedades de seguros melhoram os anteriores conjuntos de dados em diversas aspetos.** O novo conjunto de dados apresenta i) conceitos harmonizados que cumprem as normas estatísticas internacionais; ii) uma total cobertura das instituições; iii) desagregações detalhadas de ativos e passivos; iv) desagregações por tipo de sociedade de seguro no ramo vida, não vida, sociedades mistas e de resseguro; e v) publicações de dados mais atualizados.

**Na conceção do quadro de compilação de estatísticas para o novo conjunto de dados, o BCE desenvolveu esforços concertados para minimizar o esforço de prestação de informação das sociedades de seguros, integrando os requisitos europeus de reporte estatístico e de supervisão.** Desta forma, o quadro de compilação de dados estatísticos permite que a informação estatística seja, em grande medida, obtida a partir de dados reportados para efeitos de supervisão ao abrigo do Quadro de Solvência II da UE. Muitas autoridades competentes nacionais optaram por receber um único fluxo de comunicação para os dados estatísticos e de supervisão, com base em modelos de reporte preparados pelo BCE – em estreita cooperação com a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares (EIOPA) –, consolidando os requisitos de reporte estatístico e de supervisão. A fim de facilitar a integração, foi criado pela EIOPA um quadro técnico único, com base no sistema taxonómico XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*).

## Questões conceituais em torno da medição da margem orçamental

**As recomendações para a condução de políticas orçamentais referem-se frequentemente à “margem orçamental” dos países.** Por exemplo, em 5 de dezembro de 2016, o Eurogrupo salientou que “existem diferenças significativas entre os Estados-Membros em termos de margem orçamental e necessidades de consolidação orçamental”<sup>30</sup>. Assim, as recomendações de política referem-se frequentemente à forma como a margem orçamental pode ser gerada, por exemplo através da implementação de reformas estruturais favoráveis ao crescimento<sup>31</sup>.

**A margem orçamental descreve geralmente a margem de manobra orçamental dos governos, preservando a solidez orçamental global.** Porém, não foi ainda acordada uma abordagem comum para a sua medição. Ao invés, as estimativas de “margem orçamental” diferem, dependendo do método ou modelo utilizado. As diferentes abordagens evoluíram em recentes discussões de política. Podem ser agrupadas em três categorias alargadas, dependendo de terem ou não em conta possíveis restrições sobre as políticas orçamentais decorrentes: i) dos quadros orçamentais existentes, ii) dos riscos para a sustentabilidade da dívida ou iii) dos chamados “limites da dívida”, ou seja, estimativas dos rácios da dívida, para além dos quais se torna questionável a capacidade dos governos para honrar as obrigações da dívida<sup>32</sup>. A presente caixa revê e avalia estes diferentes conceitos no contexto do quadro de governação orçamental da UE.

**Partindo da primeira restrição, a margem orçamental dos Estados-Membros da UE deriva do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) e dos quadros orçamentais nacionais.** As disposições do PEC orientam os países no sentido de posições orçamentais sustentáveis a médio prazo. Estas são captadas pelos chamados “objetivos orçamentais de médio prazo (OMP)”, que são definidos como saldos orçamentais estruturais, ou seja, corrigidos do impacto do ciclo económico e das medidas temporárias. Os OMP são específicos por país e estabelecidos pelos governos, dependendo do seu respeito pelos valores mínimos calculados de acordo com uma metodologia comum<sup>33</sup>. Neste contexto, a medida mais simples de margem orçamental no âmbito do PEC consiste na distância entre o saldo estrutural de um país e o OMP. As previsões de inverno de 2017 da Comissão Europeia preveem apenas 3 países da área do euro (Alemanha, Luxemburgo e Países Baixos) deverão ultrapassar os seus OMP em 2017 (ver Quadro). Para os países que não cumpriram ainda os seus OMP, o PEC recomenda um esforço

<sup>30</sup> Ver os principais resultados da [reunião do Eurogrupo de 5 de dezembro de 2016](#).

<sup>31</sup> Ver, por exemplo, *Priorities for structural reforms in G20 countries*, documento de referência dos especialistas para um documento sobre supervisão do G20, FMI, Washington, 2016.

<sup>32</sup> Para uma outra forma de categorizar as abordagens existentes, ver “Using the fiscal levers to escape the low-growth trap”, *Economic Outlook*, OCDE, novembro de 2016.

<sup>33</sup> Nos termos do PEC, os OMP destinam-se a servir três objetivos: i) os Estados-Membros mantêm uma margem de segurança que os impede de exceder o valor de referência do défice de 3% estabelecido no Tratado de Maastricht durante períodos de abrandamento cíclicos; ii) as dívidas dos Estados-Membros são sustentáveis tendo em conta o impacto económico e orçamental do envelhecimento da população; e iii) os Estados-Membros têm margem de manobra em termos orçamentais, em particular no que respeita à salvaguarda do investimento público.



adequado nesse sentido<sup>34</sup>. Em comparação com as recomendações específicas por país para 2017, prevê-se que os esforços estruturais no sentido de se alcançarem posições orçamentais sólidas fiquem aquém dos compromissos ao abrigo do PEC em muitos países (ver Quadro). Assim, é provável que apenas alguns países tenham qualquer margem orçamental – limitada – em relação dos requisitos de ajustamento para o presente ano.

## Quadro

### Indicadores de margem orçamental

	Saldo estrutural (2017)	Objetivo orçamental a médio prazo (OMP)	Esforços estruturais em 2017 (variação do saldo estrutural em pontos percentuais do PIB)	Compromisso de esforço estrutural ao abrigo do PEC (em pontos percentuais do PIB)*	Margem orçamental			
					Distância do OMP	Insuficiência face ao compromisso de esforço estrutural	Critério da dívida: distância do valor de referência de 60%	Sustentabilidade da dívida - avaliação global da CE**
<b>Vertente preventiva do PEC</b>								
Bélgica	-2.0	0.0	0.6	0.6	-2.0	0.0	46.5	ELEVADA
Alemanha	0.4	-0.5	-0.3	-	0.9	0.0	5.5	BAIXA
Estónia	-0.4	0.0	-0.7	-	-0.4	0.0	-49.9	BAIXA
Irlanda	-1.4	-0.5	0.5	0.6	-0.9	-0.1	13.6	MÉDIA
Itália	-2.0	0.0	-0.4	0.6	-2.0	-1.0	73.3	ELEVADA
Chipre	-0.7	0.0	-1.3	-0.6	-0.7	-0.7	43.2	ELEVADA
Letónia	-1.6	-1.0	-0.9	-1.0	-0.6	0.1	-23.5	BAIXA
Lituânia	-1.4	-1.0	-0.4	-0.2	-0.4	-0.2	-16.5	BAIXA
Luxemburgo	0.4	-0.5	-1.8	-	0.9	0.0	-36.9	BAIXA
Malta	-0.7	0.0	0.7	0.6	-0.7	0.1	-2.0	BAIXA
Países Baixos	0.0	-0.5	-0.1	-	0.5	0.0	0.2	BAIXA
Áustria	-0.8	-0.5	0.1	0.3	-0.3	-0.2	21.3	MÉDIA
Eslovénia	-2.1	0.25	-0.2	0.6	-2.4	-0.8	18.9	ELEVADA
Eslováquia	-1.3	-0.5	0.7	0.5	-0.8	0.2	-8.2	BAIXA
Finlândia	-1.5	-0.5	-0.3	0.6	-1.0	-0.9	5.6	ELEVADA
<b>Vertente corretiva do PEC</b>								
Espanha	-3.6	0.0	0.2	0.5	-3.6	-0.3	40.0	ELEVADA
França	-2.3	-0.4	0.2	0.9	-1.9	-0.7	36.7	ELEVADA
Portugal	-2.3	0.25	-0.1	0.6	-2.0	-0.7	68.9	ELEVADA

Fontes: Previsões de inverno de 2017 da Comissão Europeia e *Debt Sustainability Monitor 2016* (ver [https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en)).

Notas: O quadro exclui a Grécia, que se encontra abrangida por um programa de assistência financeira. Os requisitos de esforço estrutural referem-se aos descritos nas recomendações específicas por país para 2017; podem ser menores se for dada flexibilidade aos países, nomeadamente, para a implementação de reformas estruturais ou investimento público. Por seu lado, os requisitos de ajustamento são mais elevados para os países cujo valor de referência para a redução da dívida é o requisito obrigatório ao abrigo do PEC. Isso tem como objetivo assegurar suficientes progressos na redução dos elevados níveis da dívida para 60% do valor de referência da dívida em relação ao PIB. \*\*Este agrupamento em categorias de risco refere-se aos riscos identificados na análise da sustentabilidade da dívida "a médio prazo" da Comissão. O quadro de sustentabilidade da Comissão inclui uma análise da sustentabilidade da dívida "a médio prazo" abrangente (ao longo de um horizonte de 10 anos) aliada ao indicador "S1". A Comissão Europeia utiliza dois indicadores adicionais para captar os riscos: o indicador "S0" (para riscos a curto prazo) e o indicador "S2" (para riscos a (muito) longo prazo). Em particular, o "S2" calcula o ajustamento orçamental antecipado necessário para estabilizar o rácio da dívida em relação ao PIB ao longo de um horizonte de duração infinita, incluindo o financiamento para qualquer despesa adicional decorrente do envelhecimento da população.

<sup>34</sup> Para mais pormenores, ver a caixa intitulada "Eficácia do objetivo orçamental de médio prazo como âncora das políticas orçamentais", *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2015.

**O quadro orçamental da UE é assimétrico.** Os países que ficam aquém dos requisitos de ajustamento devem intensificar os esforços de consolidação. Além disso, em alguns países, os quadros orçamentais nacionais podem impor ajustamentos orçamentais que são mais exigentes do que ao abrigo do PEC. Pelo contrário, o PEC não solicita aos países que têm margem de manobra que a utilizem.

**A disponibilidade da margem orçamental ao abrigo das regras orçamentais da UE reflete também desenvolvimentos económicos e outros.** Várias disposições do PEC permitem explicitamente desenvolvimentos cíclicos e outros fatores. Após a comunicação da Comissão de janeiro de 2015 sobre a flexibilidade no quadro orçamental da UE, os requisitos de ajustamento ao abrigo da vertente preventiva do PEC passaram a estar dependentes do desvio do produto. Ajustamentos no sentido do OMP podem ser também realizados mais lentamente caso os países implementem reformas estruturais ou aumentem o investimento<sup>35</sup>. No que se refere aos requisitos de redução da dívida, vários fatores relevantes, como inflação e crescimento baixos, podem reduzir as necessidades de ajustamento necessárias<sup>36</sup>. Além disso, a “cláusula de exceção geral”, que até à data nunca foi aplicada, permite, em princípio, alterações ao ajustamento orçamental, em caso de um abrandamento económico grave, desde que não seja ameaçada a sustentabilidade da dívida no médio prazo.

**Quando à segunda restrição, pode ser obtida margem orçamental disponível a partir de uma análise abrangente da sustentabilidade da dívida.** Não existe uma medida única para determinar se, na prática, a dívida é sustentável. Uma análise da sustentabilidade da dívida abrangente apresenta a dinâmica da dívida projetada e o nível em que a dívida estabiliza num cenário central (de referência) e na presença de vários choques adversos. A análise da sustentabilidade da dívida considera também outros indicadores relevantes, como as necessidades de financiamento por grosso dos governos, o seu quadro orçamental, a estrutura de prazos da dívida pública, a margem de passivos contingentes, a qualidade das instituições e os riscos políticos<sup>37</sup>. Dada a necessidade de projetar os desenvolvimentos da dívida em horizontes longos, qualquer análise da sustentabilidade da dívida é sensível aos pressupostos aplicados. De acordo com o mais recente Controlo de Sustentabilidade da Dívida da Comissão Europeia<sup>38</sup>, um número considerável de países enfrentam riscos altos ou elevados face à sustentabilidade da dívida no médio prazo (ver o quadro)<sup>39</sup>. Assim, a maioria dos países da área do euro tem muito pouca, ou nenhuma, margem de manobra orçamental de acordo com esta metodologia. Como se pode ver no quadro, os resultados de acordo com

<sup>35</sup> Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Flexibility within the Stability and Growth Pact”, *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2015.

<sup>36</sup> Ver também os artigos “Government debt reduction strategies in the euro area”, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016 e “The euro area fiscal stance”, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

<sup>37</sup> Ver também, por exemplo, Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Warmendinger, T., de Stefani, R., Drudi, F., Setzer, R., Westphal, A: *Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework*, Documento de Trabalho Ocasional a publicar, BCE, 2017.

<sup>38</sup> Ver [https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en) e o quadro.

<sup>39</sup> Nenhum país da área do euro enfrenta riscos elevados no curto prazo, de acordo com os resultados baseados no indicador “S0” e apenas um país enfrenta riscos elevados no (muito) longo prazo, de acordo com os resultados baseados no indicador “S2”.

esta abordagem estão estreitamente relacionados com os derivados da margem orçamental com base em regras: em geral, os países com alta ou elevada sustentabilidade do risco em relação à dívida são também os aqueles cujas dívidas ultrapassam o valor de referência de 60% do PIB com uma margem maior e cuja posição orçamental estrutural está mais afastada do OMP<sup>40</sup>.

**No que se refere à terceira restrição, o conceito de margem orçamental em relação aos “limites da dívida” captam a margem de manobra orçamental como a distância entre o atual rácio da dívida e um nível além do qual os riscos soberanos não honram as suas obrigações da dívida<sup>41</sup>.** A especificação destes limites da dívida é quer direcionada para a capacidade do governo em aumentar a receita, quer avaliada de uma forma mais alargada como o ponto em que a fadiga política deve evitar as medidas de consolidação necessárias para estabilizar a crescente dívida. Diferentes abordagens modelam os choques que se prevê venham a atingir as economias, o historial de políticas orçamentais dos governos e as suas respostas à crescente dívida. De um modo geral, dado que variam significativamente consoante os pressupostos subjacentes, os resultados empíricos e com base em modelos para os limites da dívida estão sujeitos a um grau elevado de incerteza. Isto coloca uma interrogação sobre a sua aplicabilidade concreta para o aconselhamento em termos de política.

**Para efeitos de política, a margem orçamental com base em regras é diretamente relevante para o planeamento orçamental dos países da área do euro e menos exposta a revisões extremas do que outras medidas.**

Satisfaz assim a necessidade que as políticas orçamentais na União Económica e Monetária têm de errar no lado da precaução. Ao mesmo tempo, a análise de diferentes conceitos para a medição da margem orçamental implica que a margem de manobra orçamental pode ser gerada com a ajuda de políticas devidamente concebidas<sup>42</sup>. Estas variam entre consolidação adicional e uma composição de políticas orçamentais promotoras do crescimento, bem como reformas estruturais para aumentar o potencial crescimento do produto. Todos os países da área do euro têm margem a este respeito.

---

<sup>40</sup> Em princípio, um contexto de baixa taxa de juro aumenta a margem orçamental dos governos, calculada a partir do PEC e das restrições associadas ao nível da dívida: menores pagamentos de juros melhoram o saldo estrutural e a sustentabilidade da dívida.

<sup>41</sup> Ver, por exemplo, Gosh, A.R., Kim, J.I., Mendoza, E., Ostry, J.D. e Quereshi, M.: “Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies”, *Economic Journal*, Vol. 123, 2013. Uma outra abordagem prende-se com o nível estacionário da dívida a captar, ou seja, o rácio da dívida em relação ao PIB para o qual a economia tende a convergir no longo prazo. É posta em prática descontando os saldos primários históricos por um diferencial positivo do juro face ao crescimento. Em Gosh et al., estimativas de rácios da dívida sustentável assim calculadas oscilam entre 62% e 74% do PIB nos países da área do euro.

<sup>42</sup> Ver também a Caixa 3 em Bankowski, K. e Ferdinandusse, M. “Euro area fiscal stance”, Série de Documentos de Trabalho Ocasionais, n.º 182, BCE, janeiro de 2017.

## O procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos referente a 2017 e a implementação das recomendações específicas por país de 2016

**Em 22 de fevereiro de 2017, a Comissão Europeia publicou o Pacote de Inverno do Semestre Europeu**, que inclui as conclusões alcançadas após a aplicação do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM), bem como uma avaliação dos progressos realizados com as reformas em cada Estado-Membro desde a adoção, em julho de 2016, das recomendações específicas por país (REP) pertinentes.

### Resultados da avaliação da Comissão Europeia relativa ao PDM referente a 2017

**O PDM foi introduzido em 2011 e encontra-se atualmente no seu sexto ano de aplicação.** Este procedimento tem por objetivo a prevenção do surgimento de desequilíbrios macroeconómicos prejudiciais em países da UE e a sua correção nos casos em que se revelem excessivos. No seguimento de um exercício de análise conduzido no outono de cada ano com base num conjunto de indicadores, a Comissão Europeia realiza apreciações aprofundadas de países selecionados (incluídos nos relatórios anuais por país), a fim de aferir a gravidade de eventuais desequilíbrios. Caso se verifique que os desequilíbrios existem de facto, o Estado-Membro em questão recebe recomendações de política do Conselho da União Europeia – com base em recomendações da Comissão –, ao abrigo da vertente preventiva do procedimento. Caso se considere que os desequilíbrios são excessivos, poderá ser iniciado o procedimento por desequilíbrio excessivo, na sequência de uma recomendação da Comissão ao Conselho<sup>43</sup>. Ao abrigo desta vertente corretiva do procedimento, terá de ser apresentado um plano de medidas corretivas, que explique de que modo se fará frente a estes desequilíbrios excessivos. Em caso de persistência na não apresentação de um plano adequado ou de incumprimento de um plano aprovado, o Conselho poderá impor sanções financeiras ao país da área do euro em questão.

**No contexto da sua avaliação, a Comissão Europeia identificou seis países com desequilíbrios excessivos: Bulgária, França, Croácia, Itália, Chipre e Portugal (ver Quadro A).** Desde 2015, têm sido identificados desequilíbrios excessivos nestes países, à exceção de Chipre. Chipre passou a integrar esta lista em 2016, após a sua saída do programa de ajustamento económico e financeiro, em março desse ano. Numa análise retrospectiva de um período mais alargado, o número de países avaliados pela Comissão como tendo desequilíbrios excessivos aumentou anualmente desde 2012 e só estabilizou este ano (ver Gráfico A). Esta tendência tem sido, em certa medida, impulsionada por países que concluíram os seus programas de ajustamento económico e que, por conseguinte, foram

<sup>43</sup> Ver o considerando 22 do Regulamento (UE) n.º 1176/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de novembro de 2011, sobre prevenção e correção dos desequilíbrios macroeconómicos.

automaticamente reintegrados nos processos regulares de supervisão da UE. Embora os programas de ajustamento tenham ajudado a reduzir os desequilíbrios, as vulnerabilidades gerais nesses países permanecem elevadas, sendo, portanto, ainda essencial um acompanhamento atento. Contudo, mesmo à luz dessas inclusões “automáticas”, o número de países com desequilíbrios excessivos não diminuiu. Tal parece ser consistente com os resultados da avaliação da implementação das REP efetuada em 2016 (ver abaixo), segundo os quais as reformas permanecem lentas, não obstante os desafios enfrentados pelos países em questão. Só a Espanha e a Eslovénia conseguiram sair da categoria dos “desequilíbrios excessivos”, ao passo que Itália integra esta categoria há quatro anos.

### Quadro A

#### Conclusões da Comissão Europeia sobre o PDM referente a 2017

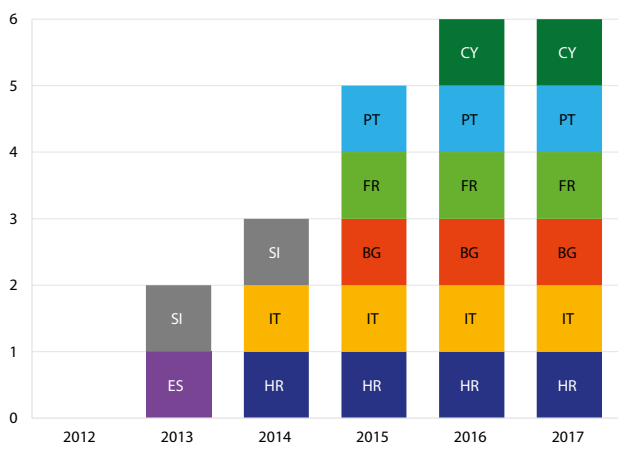
(1) Ausência de desequilíbrios				(2) Desequilíbrios		(3) Desequilíbrios excessivos		(4) Desequilíbrios excessivos e aplicação da vertente corretiva (procedimento por desequilíbrio excessivo)	
2016		2017		2016	2017	2016	2017	2016	2017
BE*	HU*	BE	HU	DE	DE	BG	BG	-	-
CZ	MT	CZ	MT	IE	IE	FR	FR		
DK	AT*	DK	AT	ES	ES	HR**	HR		
EE*	PL	EE	PL	NL	NL	IT	IT**		
LV	RO*	LV	RO	SI	SI	PT**	PT**		
LT	SK	LT	SK	FI		CY	CY**		
LU	UK*	LU	UK	SE	SE				
			FI*						

Fonte: Comissão Europeia.

Notas: \* Todos estes países foram objeto de uma análise aprofundada em 2017. Os restantes países da coluna (1) foram avaliados no relatório sobre o mecanismo de alerta (que constitui a primeira fase do PDM) como não registando desequilíbrios. \*\* No caso de Itália, Chipre e Portugal, a Comissão analisará especificamente se os respetivos Programas Nacionais de Reformas contêm medidas de política suficientemente ambiciosas. Se considerar satisfeita esta condição, a Comissão abster-se-á de acionar a vertente corretiva do PDM relativamente ao país em causa. Foi também esta a abordagem aplicada no caso da Croácia e de Portugal em 2016.

## Gráfico A

Aumento do número de países com desequilíbrios excessivos desde 2012



Fonte: Comissão Europeia.

Notas: O gráfico exibe os países que a Comissão Europeia identificou como registando "desequilíbrios excessivos" em cada ano. Um país sujeito a um programa de ajustamento económico entra automaticamente no PDM após a conclusão do programa. Em 2012, nenhum país foi considerado como tendo desequilíbrios excessivos.

**Tal como no ano anterior, a Comissão voltou a identificar desequilíbrios (embora não excessivos) na Alemanha, Irlanda, Espanha, Países Baixos, Eslovênia e Suécia.** Em contraste, no caso da

Finlândia, a Comissão encerrou o procedimento após ter concluído que os desequilíbrios identificados no ano precedente já não se verificavam, devido (entre outros aspetos) a fortes medidas de política implementadas pelo governo no sentido de restaurar a competitividade.

**Embora se possa observar um aumento do número de países sem desequilíbrios em 2016, tal não significa que os esforços de implementação de reformas devam cessar.** A maioria dos países da área do euro ainda está longe de alcançar as

melhores práticas em termos do bom funcionamento das políticas do mercado de trabalho e do produto<sup>44</sup>. O trabalho empírico sugere igualmente que existe uma forte ligação entre instituições de elevada qualidade e tanto uma maior resiliência a choques como um melhor desempenho do crescimento<sup>45</sup>. Por conseguinte,

esses países necessitam de mais reformas para aumentar a resiliência e a competitividade.

**Embora tenha identificado desequilíbrios excessivos em seis países, a Comissão Europeia não propõe nesta fase a ativação do procedimento por desequilíbrio excessivo (ou seja, a vertente corretiva do procedimento).**

Desde a criação deste procedimento, o BCE considera que os instrumentos do PDM – incluindo a sua vertente corretiva – devem ser aplicados na íntegra em relação aos países com desequilíbrios excessivos. Os cinco Presidentes fizeram também um apelo explícito nesse sentido no seu relatório de 2015<sup>46</sup>. A utilização destes instrumentos é desejável, não só para aumentar as perspetivas económicas do país em causa, mas também para ajudar a facilitar os processos de ajustamento económico na área do euro e reduzir as vulnerabilidades ao nível da mesma. A utilização dos referidos instrumentos é, portanto, do interesse do conjunto da área do euro.

**Embora não tenha ainda ativado a vertente corretiva do procedimento, a Comissão anunciou que foi pedido a três dos países com desequilíbrios excessivos (Itália, Chipre e Portugal) que propusessem medidas de política particularmente ambiciosas nos respetivos Programas Nacionais de Reformas (a apresentar até abril de 2017).** Caso esses programas não contenham as medidas de política exigidas, poderá ser acionado o procedimento por desequilíbrio excessivo em maio. Relativamente a cada país avaliado como registando um

<sup>44</sup> "Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU", *Boletim Económico*, Número 5, 2016.

<sup>45</sup> *ibid.*

<sup>46</sup> Juncker, J.-C. et al., *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, junho de 2015.

desequilíbrio ou um desequilíbrio excessivo, a Comissão realizará uma missão de acompanhamento específico, em consonância com a gravidade do desequilíbrio.

## Avaliação da implementação das REP de 2016

**Em termos globais, os Estados-Membros da UE ainda não fizeram o suficiente para implementar reformas no seguimento das REP efetuadas em 2016 (ver Quadro B).** A Comissão Europeia concluiu que, na grande maioria (mais de 90%) das recomendações de reforma, se observaram meramente “alguns” progressos ou progressos “limitados” em termos de implementação, enquanto apenas duas REP (de cerca de 90) foram implementadas de modo substancial e nenhuma foi plenamente implementada. Este fraco ímpeto em termos de reformas contrasta vivamente com a constatação de que o número de países com desequilíbrios excessivos não diminuiu. Não obstante a sua maior vulnerabilidade, os seis países identificados no ano passado como tendo desequilíbrios excessivos não obtiveram, em média, à exceção da França, taxas de implementação significativamente mais elevadas do que um Estado-Membro da UE médio. Tal é particularmente surpreendente no caso de Portugal e da Croácia, visto que estes países se comprometeram com uma agenda de reformas ambiciosa em 2016, tendo a Comissão decidido não aplicar o procedimento por desequilíbrio excessivo por esse motivo.

### Quadro B

Avaliação da implementação das REP de 2016 realizada pela Comissão Europeia

	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*	Orange	Orange	Orange	Grey	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
REP 2	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
REP 3	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
REP 4	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
REP 5	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
Cat. PDM 2017	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(1)	(2)	(1)	

Fonte: Comissão Europeia.

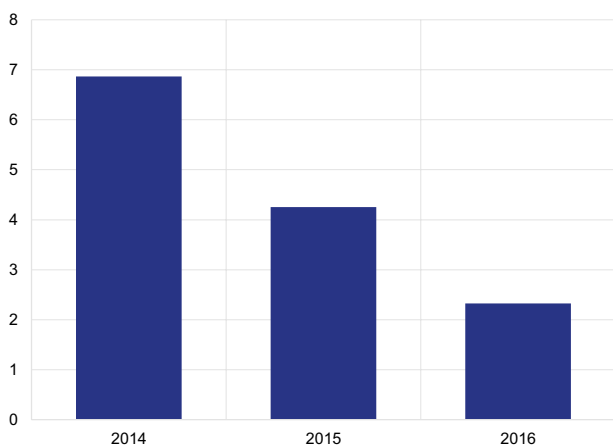
Notas: \* A avaliação das REP 1 exclui a conformidade dos planos com o Pacto de Estabilidade e Crescimento, que será avaliada pela Comissão na primavera de 2017.

A Grécia (GR) não foi incluída no Semestre Europeu em 2016, uma vez que está abrangida por um programa de ajustamento económico, não tendo, por conseguinte, recebido quaisquer REP. “Ausência de progressos” significa que o Estado-Membro não anunciou nem adotou de forma credível quaisquer medidas em resposta às REP. Esta categoria também se aplica nos casos em que um Estado-Membro encarregou um grupo de estudo de avaliar possíveis medidas. “Progressos limitados” significa que o Estado-Membro i) anunciou algumas medidas, mas estas só dão resposta às REP até certo ponto, ii) e/ou apresentou atos legislativos a nível executivo ou legislativo, mas estes ainda não foram adotados, sendo necessário um trabalho substancial na esfera não legislativa antes da implementação das REP, iii) e/ou apresentou atos não legislativos, mas sem seguimento em termos da implementação necessária para dar resposta às REP. “Alguns progressos” significa que o Estado-Membro adotou medidas que, em parte, dão resposta às REP e/ou adotou medidas que dão resposta às REP, mas é ainda necessário um trabalho considerável para dar integralmente resposta às REP, visto que apenas algumas das medidas adotadas foram implementadas. “Progressos substanciais” significa que o Estado-Membro adotou medidas que contribuem substancialmente para dar resposta às REP, tendo a maioria já sido implementada. “Plenamente executada” significa que o Estado-Membro implementou todas as medidas necessárias para dar resposta às REP de forma adequada. “Não avaliada” aplica-se aos casos em que a REP 1 diz respeito em grande medida ou exclusivamente ao Pacto de Estabilidade e Crescimento (ver acima). Para as classificações de categorias de PDM referentes a 2017, ver o Quadro A.

## Gráfico B

Diminuição da percentagem de REP plenamente executadas ou com progressos substanciais em termos de implementação

(percentagens)



Fonte: Comissão Europeia.

Nota: O gráfico ilustra a percentagem de REP gerais (por oposição aos seus elementos pormenorizados) que foram plenamente executadas ou relativamente às quais foram efetuados progressos substanciais em termos de implementação em cada ano (ver as notas ao Quadro B para as definições detalhadas de "plenamente executada" e "progressos substanciais").

**Numa análise retrospectiva da implementação das REP durante os três últimos anos, verificou-se uma continuação do enfraquecimento dos esforços de reforma, apesar da diminuição do número de REP.**

No ano transato, a Comissão concluiu que a maioria dos países tinha registado apenas "alguns progressos" ou "progressos limitados" na implementação das REP efetuadas em 2015. No presente ano, o número de casos em que se observaram "progressos substanciais" ou em que as REP foram "plenamente executadas" é ainda menor (ver Gráfico B). A decisão da Comissão de reduzir significativamente o número de REP efetuadas em 2015 para permitir que os Estados-Membros se centrassem em questões prioritárias com relevância macroeconómica e social não surtiu o efeito pretendido de aumentar os esforços de reforma.

**De um modo geral, os Estados-Membros implementaram proporcionalmente menos recomendações relativas a políticas do mercado do produto do que recomendações referentes a políticas do mercado de trabalho.** De acordo com a avaliação da Comissão, a implementação de reformas no mercado do produto foi particularmente

fraca, quando comparada com outras áreas de política (por exemplo, reformas no mercado de trabalho). Exemplos de REP relacionadas com o mercado do produto incluem apelos aos Estados-Membros para que: i) reduzam barreiras que impeçam a entrada de novas empresas nos setores que operam em rede (energia, transportes, comunicações, etc.); ii) fomentem a abertura de profissões reguladas; e iii) melhorem os respetivos quadros regulamentares para promover a concorrência. A melhoria de todas estas áreas é essencial para a consecução de um crescimento mais forte da produtividade e a promoção do investimento.

**É necessária uma utilização plena e eficaz de todos os instrumentos disponíveis ao abrigo do PDM – incluindo a sua vertente corretiva – para aumentar o dinamismo das reformas.** O novo abrandamento na implementação de reformas contrasta significativamente com a necessidade de fazer face às principais vulnerabilidades que persistem em muitos países da área do euro e de aumentar a resiliência. O fraco historial dos países nesta matéria sugere que os compromissos de política assumidos pelos Estados-Membros nos respetivos Programas Nacionais de Reformas e os sucessivos apelos à aplicação de medidas decisivas por parte da Comissão são insuficientes para a execução das reformas. Os instrumentos disponíveis ao abrigo da vertente corretiva do PDM são adequados para incrementar os esforços de reforma, aumentando, assim, a resiliência dos países e melhorando o funcionamento da União Económica e Monetária.



# 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
- .
- ... nulo ou irrelevante
- (p) provisório
- c.s. corrigido de sazonalidade
- n.c.s. não corrigido de sazonalidade

# 1 Conjuntura externa

## 1.1 Principais parceiros comerciais, PIB e IPC

	PIB <sup>1)</sup> (variações percentuais em cadeia)						IPC (taxas de variação homólogas (%))						
	G20 <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China	Por memória: área do euro	Países da OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IHPC)	Japão	China	Por memória: área do euro <sup>3)</sup> (IHPC)
							Total	excluindo produtos alimentares e energéticos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3.4	2.4	3.1	0.2	7.3	1.2	1.7	1.8	1.6	1.5	2.7	2.0	0.4
2015	3.3	2.6	2.2	1.3	6.9	2.0	0.6	1.7	0.1	0.0	0.8	1.4	0.0
2016	.	1.6	1.8	1.0	6.7	1.7	1.1	1.8	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2
2016 T1	0.8	0.2	0.2	0.6	1.3	0.5	1.0	1.9	1.1	0.3	0.0	2.1	0.0
T2	0.7	0.4	0.6	0.4	1.9	0.3	0.8	1.8	1.0	0.4	-0.4	2.1	-0.1
T3	0.8	0.9	0.6	0.3	1.8	0.4	1.0	1.8	1.1	0.7	-0.5	1.7	0.3
T4	.	0.5	0.7	0.2	1.7	0.4	1.6	1.8	1.8	1.2	0.3	2.2	0.7
2016 Set.	-	-	-	-	-	-	1.2	1.8	1.5	1.0	-0.5	1.9	0.4
Out.	-	-	-	-	-	-	1.4	1.7	1.6	0.9	0.1	2.1	0.5
Nov.	-	-	-	-	-	-	1.5	1.7	1.7	1.2	0.5	2.3	0.6
Dez.	-	-	-	-	-	-	1.8	1.8	2.1	1.6	0.3	2.1	1.1
2017 Jan.	-	-	-	-	-	-	2.3	1.9	2.5	1.8	0.4	2.5	1.8
Fev. <sup>4)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.0

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

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

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

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

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

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

	Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão; c.s.)						Importações de mercadorias <sup>1)</sup>					
	Índice de Gestores de Compras composto					Por memória: área do euro	Índice de Gestores de Compras mundial <sup>2)</sup>			de mercadorias <sup>1)</sup>		
	Mundial <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China		Índustria transformadora	Serviços	Novas encomendas de exportação	Mundiais	Economias avançadas	Economias de mercado emergentes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54.1	57.3	57.9	50.9	51.1	52.7	53.2	54.0	51.5	2.6	3.8	1.7
2015	53.1	55.8	56.3	51.4	50.4	53.8	51.8	53.7	50.4	1.3	3.8	-0.3
2016	51.6	52.4	53.5	50.5	51.4	53.3	51.8	51.9	50.2	0.9	1.2	0.6
2016 T1	51.1	51.5	54.1	51.2	50.3	53.2	50.8	51.2	49.4	-0.6	0.6	-1.4
T2	50.7	51.5	52.5	49.0	50.5	53.1	49.9	51.0	48.8	-0.3	0.1	-0.5
T3	51.3	51.9	51.6	49.6	51.7	52.9	51.7	51.2	50.1	1.1	1.1	1.1
T4	53.2	54.6	55.6	52.0	53.1	53.8	53.3	53.1	50.6	0.7	-1.3	2.1
2016 Set.	51.5	52.3	53.9	48.9	51.4	52.6	51.6	51.5	50.2	1.1	1.1	1.1
Out.	53.0	54.9	54.8	51.3	52.9	53.3	53.3	52.9	50.4	0.9	0.2	1.4
Nov.	53.0	54.9	55.3	52.0	52.9	53.9	53.2	53.0	50.6	0.3	-1.0	1.2
Dez.	53.5	54.1	56.7	52.8	53.5	54.4	53.5	53.5	50.7	0.7	-1.3	2.1
2017 Jan.	53.9	55.8	55.4	52.3	52.2	54.4	53.1	54.1	51.6	.	.	.
Fev.	52.9	54.1	53.8	52.2	52.6	56.0	53.4	52.7	52.2	.	.	.

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

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

2) Excluindo a área do euro.

## 2 Evolução financeira

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

	Área do euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japão
	Depósitos overnight (EONIA)	Depósitos a 1 mês (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (EURIBOR)	Depósitos a 6 meses (EURIBOR)	Depósitos a 12 meses (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2014	0.09	0.13	0.21	0.31	0.48	0.23	0.13
2015	-0.11	-0.07	-0.02	0.05	0.17	0.32	0.09
2016	-0.32	-0.34	-0.26	-0.17	-0.03	0.74	-0.02
2016 Ago.	-0.34	-0.37	-0.30	-0.19	-0.05	0.81	-0.02
Set.	-0.34	-0.37	-0.30	-0.20	-0.06	0.85	-0.03
Out.	-0.35	-0.37	-0.31	-0.21	-0.07	0.88	-0.02
Nov.	-0.35	-0.37	-0.31	-0.21	-0.07	0.91	-0.06
Dez.	-0.35	-0.37	-0.32	-0.22	-0.08	0.98	-0.04
2017 Jan.	-0.35	-0.37	-0.33	-0.24	-0.09	1.03	-0.02
Fev.	-0.35	-0.37	-0.33	-0.24	-0.11	1.04	-0.01

Fonte: BCE.

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

### 2.2 Curvas de rendimentos

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

	Taxas à vista					Diferenciais			Taxas instantâneas dos contratos a prazo			
	Área do euro <sup>1), 2)</sup>					Área do euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Área do euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	-0.02	-0.09	-0.12	0.07	0.65	0.74	1.95	1.45	-0.15	-0.11	0.58	1.77
2015	-0.45	-0.40	-0.35	0.02	0.77	1.17	1.66	1.68	-0.35	-0.22	0.82	1.98
2016	-0.93	-0.82	-0.80	-0.47	0.26	1.08	1.63	1.17	-0.78	-0.75	0.35	1.35
2016 Ago.	-0.65	-0.64	-0.65	-0.54	-0.12	0.53	0.98	0.48	-0.65	-0.66	-0.16	0.64
Set.	-0.74	-0.72	-0.72	-0.59	-0.16	0.56	1.00	0.60	-0.71	-0.71	-0.22	0.64
Out.	-0.82	-0.74	-0.66	-0.38	0.14	0.88	1.18	1.03	-0.65	-0.51	0.17	1.03
Nov.	-0.80	-0.80	-0.78	-0.42	0.27	1.07	1.60	1.30	-0.80	-0.69	0.39	1.29
Dez.	-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 Jan.	-0.70	-0.70	-0.69	-0.28	0.50	1.20	1.69	1.36	-0.72	-0.60	0.64	1.63
Fev.	-0.87	-0.88	-0.90	-0.54	0.25	1.13	1.56	1.05	-0.92	-0.86	0.34	1.46

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	Nikkei
	Índice alargado	50	Matérias-primas	Serviços de consumo	Bens de consumo	Petróleo e gás	Finan- ceiros	Indus- triais	Tecno- logias	Serviços básicos	Teleco- muni- cações	Cuida- dos de saúde	500	225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	318.7	3 145.3	644.3	216.6	510.6	335.5	180.0	452.9	310.8	279.2	306.7	668.1	1 931.4	15 460.4
2015	356.2	3 444.1	717.4	261.9	628.2	299.9	189.8	500.6	373.2	278.0	377.7	821.3	2 061.1	19 203.8
2016	321.6	3 003.7	620.7	250.9	600.1	278.9	148.7	496.0	375.8	248.6	326.9	770.9	2 094.7	16 920.5
2016 Ago.	323.2	2 992.9	637.9	253.0	621.1	284.0	138.3	510.9	391.9	255.4	320.0	785.4	2 177.5	16 586.1
Set.	325.5	3 012.1	635.6	255.4	617.6	281.3	142.8	518.7	396.1	251.6	321.0	780.1	2 157.7	16 737.0
Out.	327.9	3 042.3	649.8	253.5	620.8	291.0	146.7	519.1	393.0	247.2	318.4	768.8	2 143.0	17 044.5
Nov.	324.5	3 026.4	654.4	247.7	594.1	286.0	152.5	515.1	378.7	231.5	306.9	778.3	2 165.0	17 689.5
Dez.	342.6	3 207.3	698.1	253.7	619.1	313.6	165.7	541.6	396.0	237.1	320.9	797.3	2 246.6	19 066.0
2017 Jan.	352.4	3 298.8	720.9	258.4	637.7	321.1	170.1	557.7	412.7	240.1	337.5	817.4	2 275.1	19 194.1
Fev.	353.2	3 293.1	728.9	257.0	644.9	312.5	166.6	563.0	431.7	239.1	334.6	839.5	2 329.9	19 188.7

Fonte: BCE.

## 2 Evolução financeira

### 2.4 Taxas de juro das IFM dos empréstimos e depósitos de famílias (novas operações) <sup>1), 2)</sup> (percentagens por ano; média do período, salvo indicação em contrário)

		Depósitos		Empréstimos renováveis e descobertos	Crédito renovado de cartão de crédito	Crédito ao consumo			Empréstimos a empresas individuais e sociedades irregulares	Crédito à habitação				Indicador composto do custo dos empréstimos			
		Over-night	Reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses			Com prazo acordado		Por fixação inicial de taxa		TAEG <sup>3)</sup>	Por período de fixação inicial de taxa de juro						
						Até 2 anos	Superior a 2 anos				Taxa variável e até 1 ano	Superior a 1 ano	Taxa variável e até 1 ano		Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 e até 10 anos	Superior a 10 anos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2016	Fev.	0.12	0.60	0.60	0.89	6.66	16.89	5.01	6.13	6.46	2.62	2.00	2.20	2.23	2.33	2.49	2.19
	Mar.	0.11	0.58	0.59	0.88	6.63	16.88	5.14	5.97	6.34	2.53	1.90	2.10	2.10	2.24	2.38	2.11
	Abr.	0.11	0.57	0.58	0.85	6.54	16.82	5.19	5.99	6.33	2.56	1.86	2.09	2.17	2.23	2.41	2.09
	Mai	0.10	0.56	0.54	0.87	6.56	16.75	5.21	6.09	6.46	2.56	1.85	2.03	2.06	2.12	2.37	2.02
	Jun.	0.09	0.54	0.56	0.85	6.54	16.80	4.96	5.87	6.18	2.44	1.81	2.00	1.97	2.01	2.32	1.97
	Jul.	0.09	0.52	0.50	0.92	6.46	16.80	5.14	5.96	6.29	2.39	1.82	1.96	1.96	1.96	2.33	1.92
	Ago.	0.08	0.51	0.52	0.84	6.48	16.78	5.43	6.01	6.37	2.40	1.87	1.96	1.86	1.88	2.31	1.90
	Set.	0.08	0.50	0.50	0.79	6.50	16.78	5.16	5.75	6.14	2.35	1.80	1.98	1.85	1.85	2.28	1.86
	Out.	0.08	0.49	0.44	0.76	6.43	16.78	5.17	5.69	6.11	2.43	1.78	1.90	1.80	1.81	2.25	1.81
	Nov.	0.08	0.49	0.43	0.78	6.40	16.71	4.91	5.74	6.12	2.43	1.76	1.91	1.76	1.79	2.24	1.79
	Dez.	0.08	0.49	0.43	0.76	6.34	16.68	4.78	5.48	5.87	2.31	1.77	1.88	1.80	1.76	2.24	1.78
2017	Jan. <sup>(p)</sup>	0.07	0.48	0.42	0.76	6.36	16.67	5.06	5.85	6.21	2.27	1.75	1.87	1.80	1.76	2.29	1.81

Fonte: BCE.

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

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

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

### 2.5 Taxas de juro das IFM dos empréstimos e depósitos de sociedades não financeiras (novas operações) <sup>1), 2)</sup> (percentagens por ano; média do período, salvo indicação em contrário)

		Depósitos		Empréstimos renováveis e descobertos	Outros empréstimos por dimensão e período de fixação inicial de taxa									Indicador composto do custo dos empréstimos	
		Over-night	Com prazo acordado		de valor até 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	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2016	Fev.	0.13	0.24	0.70	2.93	3.16	3.28	2.76	1.97	2.11	2.09	1.37	1.48	1.74	2.03
	Mar.	0.13	0.16	0.87	2.89	3.03	3.20	2.68	1.92	2.03	2.02	1.38	1.74	1.77	2.04
	Abr.	0.12	0.19	0.64	2.80	2.99	3.12	2.66	1.93	1.96	1.98	1.38	1.59	1.81	2.01
	Mai	0.11	0.13	0.63	2.76	2.91	3.10	2.61	1.91	1.94	1.92	1.27	1.68	1.74	1.92
	Jun.	0.11	0.15	0.64	2.75	2.66	3.01	2.52	1.85	1.91	1.85	1.34	1.60	1.64	1.89
	Jul.	0.09	0.16	0.42	2.70	2.73	3.07	2.47	1.87	1.91	1.80	1.28	1.56	1.69	1.87
	Ago.	0.09	0.16	0.47	2.74	2.69	3.01	2.46	1.86	1.94	1.79	1.22	1.48	1.54	1.83
	Set.	0.09	0.12	0.47	2.72	2.65	2.96	2.42	1.82	1.85	1.73	1.28	1.61	1.63	1.86
	Out.	0.08	0.15	0.49	2.68	2.63	3.04	2.37	1.81	1.83	1.72	1.28	1.40	1.63	1.83
	Nov.	0.07	0.12	0.42	2.64	2.60	2.91	2.38	1.82	1.82	1.68	1.28	1.43	1.52	1.82
	Dez.	0.07	0.12	0.59	2.64	2.58	2.84	2.30	1.84	1.84	1.68	1.33	1.46	1.62	1.81
2017	Jan. <sup>(p)</sup>	0.06	0.12	0.51	2.69	2.67	2.83	2.30	1.81	1.85	1.73	1.22	1.45	1.63	1.80

Fonte: BCE.

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

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

## 2 Evolução financeira

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

	Saldos							Emissões brutas <sup>1)</sup>						
	Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário		Administrações públicas		
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Sociedades de titularização	Administração central	Outras administrações públicas			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Administração central	Outras administrações públicas	
														3
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Curto prazo</b>														
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 278	517	156	.	62	478	65	338	153	37	.	33	82	34
2016	1 241	521	133	.	59	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016 Ago.	1 301	526	151	.	71	484	70	321	142	51	.	24	77	27
Set.	1 315	540	149	.	69	492	66	355	159	44	.	30	86	36
Out.	1 291	531	139	.	71	484	67	340	155	43	.	35	69	37
Nov.	1 304	537	145	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
Dez.	1 241	521	133	.	59	466	62	303	128	69	.	31	50	25
2017 Jan.	1 273	537	134	.	71	469	62	390	187	37	.	38	88	41
<b>Longo prazo</b>														
2014	15 135	4 050	3 167	.	990	6 285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15 242	3 783	3 285	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15 255	3 645	3 191	.	1 133	6 635	651	207	59	45	.	17	77	9
2016 Ago.	15 167	3 696	3 125	.	1 078	6 629	640	99	32	17	.	3	42	5
Set.	15 184	3 677	3 141	.	1 097	6 630	638	217	52	46	.	29	84	7
Out.	15 214	3 673	3 169	.	1 103	6 618	651	239	56	61	.	22	82	18
Nov.	15 276	3 666	3 177	.	1 129	6 653	652	216	43	64	.	26	76	7
Dez.	15 255	3 645	3 191	.	1 133	6 635	651	156	45	71	.	13	25	2
2017 Jan.	15 311	3 647	3 203	.	1 135	6 679	648	287	94	62	.	15	107	9

Fonte: BCE.

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

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

(EUR mil milhões; variações em percentagem)

	Títulos de dívida							Ações cotadas			
	Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM	Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Sociedades de titularização	Administração central	Outras administrações públicas				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Saldo</b>											
2014	16 455.1	4 593.1	3 297.3	.	1 048.8	6 823.2	692.7	5 958.0	591.1	780.6	4 586.3
2015	16 520.7	4 300.6	3 441.5	.	1 116.6	6 960.0	702.1	6 744.7	586.1	910.5	5 248.1
2016	16 496.0	4 165.6	3 324.7	.	1 192.2	7 100.2	713.3	7 029.1	538.7	1 022.8	5 467.6
2016 Ago.	16 468.4	4 221.7	3 276.1	.	1 148.3	7 112.6	709.7	6 535.7	444.7	880.6	5 210.3
Set.	16 498.3	4 216.3	3 289.9	.	1 165.9	7 122.3	703.9	6 593.0	427.5	877.3	5 288.2
Out.	16 504.4	4 203.1	3 307.7	.	1 174.4	7 101.5	717.6	6 665.7	479.2	912.2	5 274.4
Nov.	16 579.9	4 203.0	3 321.6	.	1 198.8	7 140.0	716.4	6 651.0	482.3	957.1	5 211.6
Dez.	16 496.0	4 165.6	3 324.7	.	1 192.2	7 100.2	713.3	7 029.1	538.7	1 022.8	5 467.6
2017 Jan.	16 583.7	4 183.7	3 336.8	.	1 205.8	7 147.5	709.9	7 015.2	542.3	1 020.9	5 452.0
<b>Taxa de crescimento</b>											
2014	-0.7	-8.1	0.4	.	4.9	3.1	1.1	1.6	7.2	2.0	0.7
2015	0.3	-7.0	5.7	.	4.7	1.8	0.6	1.1	4.5	1.5	0.6
2016	0.0	-2.9	-2.8	.	6.9	2.0	1.4	0.5	1.2	1.0	0.4
2016 Ago.	0.1	-4.5	0.1	.	3.9	2.1	2.1	0.9	2.8	1.6	0.6
Set.	0.0	-3.8	-0.9	.	5.5	1.6	1.9	0.9	2.8	1.7	0.6
Out.	-0.3	-4.0	-1.7	.	6.2	1.3	3.1	0.9	2.8	1.4	0.7
Nov.	-0.2	-4.2	-1.2	.	7.1	1.5	1.0	0.8	2.8	1.0	0.5
Dez.	0.0	-2.9	-2.8	.	6.9	2.0	1.4	0.5	1.2	1.0	0.4
2017 Jan.	0.6	-2.0	-1.7	.	8.6	2.0	1.1	0.6	1.5	1.1	0.4

Fonte: BCE.

## 2 Evolução financeira

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

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

	TCE-19						TCE-38		
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPP 3	Deflador do PIB real 4	Real, CUTIT <sup>2)</sup> 5	Real, CUTCE 6	Nominal 7	Real, IPC 8	
2014	101.8	97.8	97.0	91.9	98.5	100.0	114.7	96.1	
2015	92.4	88.4	89.3	83.7	85.0	90.9	106.5	87.8	
2016	94.8	90.1	91.4	.	.	.	110.4	90.0	
2016 T1	94.1	89.5	91.0	85.6	85.4	91.9	110.4	90.1	
T2	94.9	90.3	91.7	86.1	85.5	92.2	110.8	90.4	
T3	95.2	90.5	91.7	86.2	86.1	92.2	110.6	90.1	
T4	94.9	90.2	91.1	.	.	.	110.0	89.6	
2016 Set.	95.4	90.6	91.8	-	-	-	110.9	90.3	
Out.	95.5	90.8	91.8	-	-	-	110.6	90.1	
Nov.	95.0	90.2	91.1	-	-	-	110.3	89.7	
Dez.	94.2	89.6	90.4	-	-	-	109.2	88.9	
2017 Jan.	94.4	89.7	90.4	-	-	-	109.7	89.1	
Fev.	93.9	89.2	89.8	-	-	-	108.8	88.3	
				<i>Varição (%) face ao mês anterior</i>					
2017 Fev.	-0.5	-0.5	-0.6	-	-	-	-0.8	-0.9	
				<i>Varição (%) face ao ano anterior</i>					
2017 Fev.	-0.9	-0.8	-2.0	-	-	-	-2.2	-2.8	

Fonte: BCE.

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

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

### 2.9 Taxas de câmbio bilaterais

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

	Renminbi da China 1	Kuna da Croácia 2	Coroa checa 3	Coroa dinamar- quesa 4	Forint da Hungria 5	Iene do Japão 6	Złóti da Polónia 7	Libra esterlina 8	Leu da Roménia 9	Coroa sueca 10	Franco suíço 11	Dólar dos Estados Unidos 12
2014	8.186	7.634	27.536	7.455	308.706	140.306	4.184	0.806	4.4437	9.099	1.215	1.329
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
2016 T1	7.210	7.617	27.040	7.461	312.024	126.997	4.365	0.770	4.4924	9.327	1.096	1.102
T2	7.379	7.504	27.040	7.439	313.371	121.949	4.372	0.787	4.4986	9.278	1.096	1.129
T3	7.443	7.493	27.029	7.442	311.016	114.292	4.338	0.850	4.4646	9.511	1.089	1.117
T4	7.369	7.523	27.029	7.439	309.342	117.918	4.378	0.869	4.5069	9.757	1.080	1.079
2016 Set.	7.482	7.500	27.022	7.447	308.678	114.218	4.321	0.852	4.4502	9.565	1.092	1.121
Out.	7.420	7.507	27.022	7.440	307.000	114.473	4.308	0.894	4.4942	9.707	1.089	1.103
Nov.	7.388	7.521	27.033	7.441	308.816	116.933	4.391	0.869	4.5100	9.851	1.076	1.080
Dez.	7.298	7.540	27.031	7.436	312.235	122.395	4.436	0.844	4.5164	9.709	1.075	1.054
2017 Jan.	7.319	7.530	27.021	7.435	308.987	122.136	4.367	0.861	4.5018	9.511	1.071	1.061
Fev.	7.314	7.448	27.021	7.435	308.502	120.168	4.308	0.853	4.5136	9.476	1.066	1.064
					<i>Varição (%) face ao mês anterior</i>							
2017 Fev.	-0.1	-1.1	0.0	0.0	-0.2	-1.6	-1.4	-1.0	0.3	-0.4	-0.5	0.3
					<i>Varição (%) face ao ano anterior</i>							
2017 Fev.	0.7	-2.5	-0.1	-0.4	-0.6	-5.6	-2.0	9.9	0.7	0.7	-3.3	-4.1

Fonte: BCE.

## 2 Evolução financeira

### 2.10 Balança de pagamentos da área do euro, balança financeira

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

	Total <sup>1)</sup>			Investimento direto		Investimento de carteira		Derivados financeiros líquidos	Outro investimento		Ativos de reserva	Por memória: Dívida externa bruta
	Ativo	Passivo	Líquido	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo		Ativo	Passivo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos (posição de investimento internacional)</b>												
2015 T4	22 234.9	23 309.5	-1 074.5	9 813.6	8 082.4	7 175.8	10 301.2	-44.6	4 645.8	4 925.9	644.2	13 003.5
2016 T1	22 100.4	23 177.4	-1 077.0	9 675.5	7 997.6	7 111.3	10 108.7	-21.8	4 660.0	5 071.1	675.3	13 236.7
T2	22 655.4	23 592.2	-936.9	9 808.6	8 199.1	7 428.4	10 144.1	-54.0	4 750.5	5 249.0	721.8	13 379.8
T3	22 850.8	23 717.5	-866.6	9 746.7	8 053.4	7 689.8	10 288.3	-49.2	4 736.5	5 375.8	727.0	13 362.6
<b>Saldos em percentagem do PIB</b>												
2016 T3	214.0	222.2	-8.1	91.3	75.4	72.0	96.4	-0.5	44.4	50.4	6.8	125.2
<b>Transações</b>												
2016 T1	385.6	381.0	4.6	113.8	74.8	134.1	40.6	27.3	109.3	265.6	1.0	-
T2	205.9	143.7	62.3	-13.5	24.6	122.3	-34.2	-44.6	139.5	153.3	2.2	-
T3	205.0	39.3	165.7	37.5	-87.8	138.2	-29.6	26.0	-4.4	156.7	7.7	-
T4	103.1	-52.1	155.2	154.6	1.9	-18.5	-42.0	17.1	-54.5	-12.0	4.3	-
2016 Jul.	135.6	111.2	24.4	5.1	-26.7	53.6	-5.2	14.7	63.0	143.2	-0.9	-
Ago.	126.1	74.2	51.9	44.5	2.3	54.2	-16.2	6.7	18.8	88.1	1.8	-
Set.	-56.7	-146.1	89.5	-12.2	-63.4	30.4	-8.2	4.6	-86.3	-74.6	6.8	-
Out.	243.7	252.8	-9.1	95.7	24.7	-12.0	-9.0	8.7	155.3	237.2	-4.1	-
Nov.	43.0	22.7	20.3	51.6	22.3	-20.6	22.4	2.3	7.5	-22.0	2.2	-
Dez.	-183.6	-327.6	144.1	7.3	-45.1	14.2	-55.4	6.1	-217.3	-227.2	6.1	-
<b>Transações acumuladas de 12 meses</b>												
2016 Dez.	899.6	511.9	387.8	292.4	13.5	376.2	-65.2	25.9	190.0	563.5	15.2	-
<b>Transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</b>												
2016 Dez.	8.4	4.8	3.6	2.7	0.1	3.5	-0.6	0.2	1.8	5.3	0.1	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Atividade económica

### 3.1 PIB e componentes da despesa

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

		PIB								Saldo externo <sup>1)</sup>			
		Procura interna							Variação de existências <sup>2)</sup>	Total	Expor- tações <sup>1)</sup>	Impor- tações <sup>1)</sup>	
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo			Produtos de propriedade intelectual					
					Cons- trução - total	Máquinas - total	Variação de existências <sup>2)</sup>						
		1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11
<b>Preços correntes (EUR mil milhões)</b>													
2014		10 135.2	9 776.8	5 632.5	2 125.5	1 988.6	1 000.5	598.7	382.2	30.3	358.3	4 532.5	4 174.2
2015		10 459.6	9 986.9	5 743.3	2 164.6	2 066.3	1 018.6	631.9	407.6	12.7	472.7	4 833.4	4 360.7
2016		10 733.2	10 233.2	5 875.7	2 221.5	2 138.1	.	.	.	-2.1	500.0	4 902.6	4 402.6
2016	T1	2 660.3	2 534.3	1 455.0	551.5	527.1	259.8	163.1	102.0	0.7	126.0	1 200.3	1 074.3
	T2	2 671.4	2 547.7	1 462.9	553.8	534.7	260.2	164.4	107.4	-3.6	123.7	1 215.5	1 091.8
	T3	2 686.7	2 560.7	1 469.9	556.6	533.6	263.2	165.1	102.9	0.6	126.1	1 223.8	1 097.7
	T4	2 707.8	2 586.1	1 483.2	559.6	539.0	.	.	.	4.3	121.8	1 253.4	1 131.7
<i>em percentagem do PIB</i>													
2016		100.0	95.3	54.7	20.7	19.9	.	.	.	0.0	4.7	-	-
<b>Volumes encadeados (preços do ano anterior)</b>													
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>													
2016	T1	0.5	0.4	0.7	0.7	0.3	1.0	0.0	-0.6	-	-	0.2	-0.1
	T2	0.3	0.3	0.3	0.3	1.2	-0.6	1.0	5.7	-	-	1.3	1.4
	T3	0.4	0.3	0.3	0.1	-0.7	0.9	-0.2	-4.6	-	-	0.3	-0.1
	T4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.6	.	.	.	-	-	1.5	2.0
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2014		1.2	1.2	0.8	0.6	1.5	-0.9	4.4	3.1	-	-	4.4	4.9
2015		2.0	1.9	1.8	1.3	3.2	1.3	4.7	5.6	-	-	6.5	6.5
2016		1.7	2.0	2.0	1.8	2.6	.	.	.	-	-	2.9	3.5
2016	T1	1.7	2.1	2.0	2.0	2.5	2.1	4.1	0.7	-	-	2.5	3.4
	T2	1.6	2.3	1.9	2.0	3.8	2.1	5.2	5.0	-	-	2.5	4.0
	T3	1.8	1.8	1.8	1.6	2.3	2.6	3.9	-1.0	-	-	2.6	2.8
	T4	1.7	1.6	1.8	1.6	1.5	.	.	.	-	-	3.3	3.2
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do PIB; pontos percentuais</i>													
2016	T1	0.5	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.2	0.1	-	-
	T2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.2	0.0	-	-
	T3	0.4	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.2	0.2	-	-
	T4	0.4	0.5	0.2	0.1	0.1	.	.	.	0.1	-0.1	-	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do PIB; pontos percentuais</i>													
2014		1.2	1.2	0.4	0.1	0.3	-0.1	0.3	0.1	0.3	0.0	-	-
2015		2.0	1.8	1.0	0.3	0.6	0.1	0.3	0.2	-0.1	0.2	-	-
2016		1.7	1.9	1.1	0.4	0.5	.	.	.	-0.1	-0.1	-	-
2016	T1	1.7	2.0	1.1	0.4	0.5	0.2	0.2	0.0	0.0	-0.3	-	-
	T2	1.6	2.1	1.0	0.4	0.7	0.2	0.3	0.2	0.0	-0.5	-	-
	T3	1.8	1.7	1.0	0.3	0.5	0.3	0.2	0.0	0.0	0.1	-	-
	T4	1.7	1.5	1.0	0.3	0.3	.	.	.	-0.1	0.2	-	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

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



## 3 Atividade económica

### 3.2 Valor acrescentado por atividade económica

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

	Valor acrescentado bruto (preços de base)											Impostos líquidos de subsídios sobre produtos
	Total	Agricultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Construção	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração	Informação e comunicação	Atividades financeiras e de seguros	Atividades imobiliárias	Serviços profissionais, empresariais e de apoio	Administração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Preços correntes (EUR mil milhões)</b>												
2014	9 100.9	150.0	1 777.2	461.1	1 711.3	415.4	461.5	1 044.9	979.2	1 778.7	321.5	1 034.3
2015	9 387.7	150.6	1 886.6	466.7	1 766.6	428.2	459.9	1 062.9	1 021.8	1 817.6	326.9	1 071.9
2016	9 626.0	145.8	1 923.6	486.1	1 819.8	443.0	451.6	1 090.2	1 063.8	1 865.8	336.4	1 107.1
2016 T1	2 387.0	36.1	478.9	120.2	450.0	109.6	113.6	269.9	262.7	462.5	83.5	273.4
T2	2 396.0	36.0	476.7	120.8	452.7	110.5	113.0	271.9	265.4	465.2	83.8	275.5
T3	2 409.3	36.3	480.3	121.7	455.0	111.0	112.8	273.3	267.0	467.8	84.1	277.5
T4	2 426.9	37.4	484.8	123.0	460.0	111.5	112.2	275.1	268.1	470.0	84.6	281.0
<i>percentagem do valor acrescentado</i>												
2016	100.0	1.5	20.0	5.0	18.9	4.6	4.7	11.3	11.1	19.4	3.5	-
<b>Volumes encadeados (preços do ano anterior)</b>												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2016 T1	0.6	-1.3	0.2	1.1	0.9	1.0	0.9	0.2	0.8	0.4	0.5	0.2
T2	0.3	-0.8	0.1	-0.1	0.4	1.3	-0.6	0.3	1.1	0.2	0.1	0.5
T3	0.4	-0.7	0.7	0.4	0.4	1.1	0.1	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5
T4	0.4	0.1	0.4	0.6	0.7	0.6	0.0	0.3	0.3	0.2	0.3	0.5
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2014	1.2	1.2	2.4	-1.1	1.2	3.5	-1.2	0.5	2.5	0.5	0.1	1.1
2015	1.9	-0.6	4.3	-0.1	2.1	2.8	-0.3	0.8	2.8	1.0	0.0	3.2
2016	1.6	-2.0	1.4	1.8	2.4	3.1	0.2	1.0	2.9	1.1	1.2	2.6
2016 T1	1.5	-1.7	1.7	1.4	2.2	2.5	0.3	0.8	2.7	0.9	0.9	3.3
T2	1.5	-1.8	1.1	1.5	2.3	3.1	-0.3	1.0	3.3	1.0	1.3	2.4
T3	1.7	-2.1	1.2	2.4	2.3	3.6	0.5	1.0	3.1	1.2	1.4	2.6
T4	1.7	-2.6	1.4	2.1	2.5	4.1	0.4	1.1	2.5	1.1	1.3	1.7
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2016 T1	0.6	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
T2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
T3	0.4	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
T4	0.4	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2014	1.2	0.0	0.5	-0.1	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	-
2015	1.9	0.0	0.8	0.0	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016	1.6	0.0	0.3	0.1	0.5	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016 T1	1.5	0.0	0.3	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
T2	1.5	0.0	0.2	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
T3	1.7	0.0	0.2	0.1	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
T4	1.7	0.0	0.3	0.1	0.5	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

## 3 Atividade económica

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

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

	Total	Por situação na profissão		Por atividade económica									
	1	Trabalhadores por conta de outrem 2	Trabalhadores por conta própria 3	Agricultura, silvicultura e pesca 4	Indústria transformadora, energia e serviços básicos 5	Construção 6	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração 7	Informação e comunicação 8	Atividades financeiras e de seguros 9	Atividades imobiliárias 10	Serviços profissionais, empresariais e de apoio 11	Administração pública, educação, saúde e ação social 12	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços 13
<b>Pessoas empregadas</b>													
<i>em percentagem do total de pessoas empregadas</i>													
2013	100.0	85.0	15.0	3.4	15.2	6.2	24.7	2.7	2.7	1.0	12.9	24.1	7.1
2014	100.0	85.0	15.0	3.4	15.1	6.1	24.8	2.7	2.7	1.0	13.1	24.2	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	24.1	7.1
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2013	-0.6	-0.6	-0.8	-1.8	-1.3	-3.6	-0.9	0.4	-1.3	-1.4	0.4	0.3	0.4
2014	0.6	0.6	0.1	0.0	-0.4	-1.7	0.7	0.6	-0.8	0.8	2.1	1.0	0.5
2015	1.0	1.2	0.0	-0.9	0.1	0.0	1.1	1.2	-0.5	0.8	3.0	0.9	1.1
2015 T4	1.2	1.5	-0.3	-1.0	0.3	0.0	1.5	1.7	-0.7	0.2	3.2	1.0	1.6
2016 T1	1.4	1.7	-0.5	-0.9	0.7	-0.1	1.7	2.4	-0.4	1.1	3.3	1.0	1.9
T2	1.4	1.6	-0.1	-0.4	0.6	-0.2	1.9	2.0	-0.4	0.3	3.0	1.1	1.6
T3	1.2	1.4	-0.1	0.3	0.6	-0.1	1.7	1.8	-0.3	1.4	2.6	1.0	1.2
<b>Horas trabalhadas</b>													
<i>em percentagem do total de horas trabalhadas</i>													
2013	100.0	80.1	19.9	4.4	15.7	6.9	25.7	2.8	2.7	1.0	12.5	21.8	6.3
2014	100.0	80.3	19.7	4.4	15.6	6.8	25.7	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
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2013	-1.4	-1.3	-1.7	-1.5	-1.5	-5.0	-1.7	0.1	-1.9	-2.7	-0.6	-0.2	-1.0
2014	0.5	0.8	-0.5	-0.5	0.0	-1.4	0.4	0.6	-0.9	0.6	2.2	1.1	0.2
2015	1.1	1.4	0.2	0.2	0.5	0.6	0.9	2.1	-0.5	1.1	3.2	1.1	1.1
2015 T4	1.2	1.4	0.2	0.1	0.1	0.7	1.3	2.2	-0.4	-0.6	3.2	1.1	1.6
2016 T1	1.5	1.8	0.2	0.7	0.9	0.4	1.7	3.0	0.0	1.0	3.9	1.0	1.1
T2	1.5	1.7	1.0	0.5	1.0	0.0	2.0	2.5	0.4	0.4	3.6	0.9	1.8
T3	1.1	1.3	-0.1	0.5	0.6	-0.2	1.7	1.7	-0.2	0.1	2.2	0.7	0.7
<b>Horas trabalhadas por pessoa empregada</b>													
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2013	-0.8	-0.7	-0.9	0.2	-0.2	-1.5	-0.8	-0.2	-0.7	-1.4	-1.1	-0.5	-1.4
2014	0.0	0.1	-0.6	-0.6	0.4	0.3	-0.3	0.0	-0.1	-0.2	0.1	0.1	-0.3
2015	0.1	0.2	0.2	1.2	0.4	0.5	-0.2	0.9	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0
2015 T4	0.0	-0.1	0.6	1.1	-0.2	0.7	-0.3	0.4	0.3	-0.8	0.0	0.0	0.0
2016 T1	0.2	0.1	0.7	1.6	0.3	0.5	0.0	0.6	0.3	-0.1	0.6	-0.1	-0.8
T2	0.2	0.0	1.1	0.8	0.4	0.2	0.0	0.4	0.8	0.2	0.6	-0.2	0.2
T3	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.1	-1.3	-0.4	-0.3	-0.4

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

## 3 Atividade económica

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

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	População ativa, milhões <sup>1)</sup>	Subemprego, % da população ativa <sup>1)</sup>	Desemprego										Taxa de oferta de emprego <sup>2)</sup>	
			Total		Desemprego de longa duração, % da população ativa <sup>1)</sup>	Por idade				Por sexo				
			Milhões	% da população ativa		Adultos		Jovens		Homens		Mulheres		
						Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões		% da população ativa
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% do total em 2016			100.0			81.8		18.2		52.2		47.8		
2014	160.334	4.6	18.636	11.6	6.1	15.216	10.4	3.421	23.7	9.933	11.5	8.703	11.8	1.5
2015	160.600	4.6	17.443	10.9	5.6	14.293	9.8	3.149	22.3	9.252	10.7	8.190	11.0	1.5
2016	.	.	16.233	10.0	.	13.283	9.0	2.950	20.9	8.471	9.7	7.761	10.4	1.7
2016 T1	161.013	4.5	16.633	10.3	5.2	13.627	9.2	3.006	21.5	8.712	10.0	7.921	10.6	1.7
T2	161.849	4.5	16.387	10.1	5.1	13.406	9.1	2.981	21.0	8.518	9.8	7.869	10.5	1.7
T3	162.465	4.1	16.130	9.9	4.8	13.202	8.9	2.929	20.7	8.389	9.6	7.741	10.3	1.6
T4	.	.	15.779	9.7	.	12.897	8.7	2.882	20.4	8.265	9.4	7.514	10.0	1.7
2016 Ago.	-	-	16.153	9.9	-	13.218	8.9	2.936	20.7	8.386	9.6	7.767	10.4	-
Set.	-	-	16.042	9.9	-	13.148	8.9	2.894	20.5	8.361	9.6	7.680	10.2	-
Out.	-	-	15.860	9.8	-	12.990	8.8	2.870	20.4	8.305	9.5	7.555	10.1	-
Nov.	-	-	15.802	9.7	-	12.899	8.7	2.903	20.5	8.295	9.5	7.507	10.0	-
Dez.	-	-	15.676	9.6	-	12.803	8.6	2.874	20.3	8.195	9.3	7.481	10.0	-
2017 Jan.	-	-	15.620	9.6	-	12.794	8.6	2.826	20.0	8.152	9.3	7.468	10.0	-

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	100.0	86.0	33.6	29.2	22.5	14.7	100.0	100.0	100.0	39.3	51.5	9.1	100.0
taxas de variação homólogas (%)													
2014	0.9	1.8	1.3	1.8	2.6	-5.3	2.0	3.1	1.5	0.7	2.4	-0.1	3.8
2015	2.0	2.3	1.0	3.6	2.3	0.8	-0.8	3.6	2.7	1.7	3.5	2.4	8.8
2016	1.4	1.5	1.7	1.7	1.0	-0.1	1.9	0.4	1.9	1.3	2.5	1.8	7.2
2016 T1	1.3	2.0	1.9	2.9	1.0	-3.7	2.6	0.4	2.2	1.7	2.8	1.4	9.5
T2	1.1	1.1	1.2	1.3	1.1	-0.9	-0.1	-2.3	1.8	0.6	2.8	2.2	8.5
T3	1.0	1.2	1.5	0.9	1.3	-0.5	3.1	0.2	1.4	1.3	1.5	2.3	6.5
T4	2.0	1.6	2.3	1.6	0.7	4.8	2.2	3.3	2.2	1.5	3.1	1.3	4.0
2016 Ago.	2.4	2.5	2.7	3.4	0.6	2.1	2.1	2.0	1.2	0.5	1.9	1.7	3.9
Set.	1.3	1.3	1.5	1.2	1.3	1.4	1.8	1.8	1.1	1.9	0.3	2.3	9.4
Out.	0.8	0.6	0.9	1.3	-0.8	2.0	1.7	3.2	2.9	2.4	3.9	1.4	4.2
Nov.	3.2	2.8	2.9	3.3	2.5	5.8	0.6	2.4	2.7	1.7	3.7	2.2	4.5
Dez.	2.0	1.3	3.4	-0.1	0.5	6.5	3.2	4.1	1.2	0.6	1.9	0.2	3.1
2017 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	1.2	0.3	2.2	0.6	3.0
taxas de variação mensais em cadeia (%) (c.s.)													
2016 Ago.	2.0	2.1	1.8	4.2	0.0	3.5	0.2	2.4	-0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.6
Set.	-0.8	-1.0	-0.5	-2.1	-0.7	-0.1	-0.9	-1.1	-0.1	0.5	-1.1	0.0	4.1
Out.	0.2	0.0	-0.3	1.4	-0.9	0.8	0.7	2.6	1.2	0.2	2.6	-0.7	-3.9
Nov.	1.5	1.6	1.9	0.2	1.7	1.3	0.9	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4	0.5	2.4
Dez.	-1.6	-1.7	-0.2	-3.3	-0.8	-1.4	-0.2	2.4	-0.5	-0.2	-0.4	-0.5	2.3
2017 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0.1	-0.1	-0.2	0.8	0.8

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

## 3 Atividade económica

### 3.6 Inquéritos de opinião

(dados corrigidos de sazonalidade)

	Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores (saldos de respostas extremas, salvo indicação em contrário)							Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão)				
	Indicador de sentimento económico (média a longo prazo = 100)	Indústria transformadora		Indicador de confiança dos consumidores	Indicador de confiança na construção	Indicador de confiança no comércio a retalho	Setor dos serviços		Índice de Gestores de Compras para a indústria transformadora	Produção na indústria transformadora	Atividade económica nos serviços	Produto composto
		Indicador de confiança na indústria	Utilização da capacidade produtiva (%)				Indicador de confiança nos serviços	Utilização da capacidade produtiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100.0	-6.1	80.7	-12.8	-13.6	-8.7	7.0	-	51.0	52.4	52.9	52.7
2014	101.4	-3.8	80.5	-10.2	-26.6	-3.1	4.9	87.7	51.8	53.3	52.5	52.7
2015	104.2	-3.1	81.4	-6.2	-22.4	1.6	9.3	88.4	52.2	53.4	54.0	53.8
2016	104.8	-2.6	81.9	-7.7	-16.6	1.5	11.2	89.1	52.5	53.6	53.1	53.3
2016 T1	103.9	-3.8	81.7	-8.3	-18.9	2.0	10.7	88.8	51.7	52.9	53.3	53.2
T2	104.2	-3.4	81.6	-7.8	-18.4	1.8	11.2	89.0	52.0	53.0	53.1	53.1
T3	104.2	-2.9	82.0	-8.2	-16.0	0.3	10.3	89.2	52.1	53.7	52.6	52.9
T4	106.9	-0.6	82.4	-6.4	-13.1	1.8	12.4	89.4	54.0	54.9	53.5	53.8
2016 Set.	104.8	-1.8	-	-8.2	-15.7	0.5	9.9	-	52.6	53.8	52.2	52.6
Out.	106.3	-0.7	82.3	-8.0	-14.4	0.4	12.1	89.4	53.5	54.6	52.8	53.3
Nov.	106.5	-1.1	-	-6.2	-12.9	1.5	12.2	-	53.7	54.1	53.8	53.9
Dez.	107.8	0.0	-	-5.1	-12.1	3.5	12.9	-	54.9	56.1	53.7	54.4
2017 Jan.	107.9	0.8	82.5	-4.8	-12.9	2.3	12.8	89.4	55.2	56.1	53.7	54.4
Fev.	108.0	1.3	-	-6.2	-10.3	1.9	13.8	-	55.4	57.3	55.5	56.0

Fontes: Comissão Europeia (Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros) (colunas 1-8) e Markit (colunas 9-12).

### 3.7 Síntese das contas das famílias e das sociedades não financeiras

(preços correntes, salvo indicação em contrário; dados não corrigidos de sazonalidade)

	Famílias							Sociedades não financeiras					
	Rácio de poupança (bruto) <sup>1)</sup>	Rácio da dívida	Rendimento disponível bruto real	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Património líquido <sup>2)</sup>	Património imobiliário	Participação nos lucros <sup>3)</sup>	Rácio de poupança (líquido)	Rácio da dívida <sup>4)</sup>	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Financiamento
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	12.5	95.6	-0.5	1.2	-4.9	0.9	-1.4	32.5	4.2	129.6	2.0	-0.1	0.7
2014	12.5	94.7	0.7	1.8	0.6	2.6	1.0	33.0	4.8	130.9	2.4	6.5	1.3
2015	12.3	94.1	1.8	2.0	2.4	3.4	2.7	34.2	6.1	133.4	3.8	2.5	2.1
2015 T4	12.3	94.1	1.8	2.0	5.4	3.4	2.7	34.2	6.1	133.4	3.8	4.6	2.1
2016 T1	12.3	93.5	2.4	1.9	3.7	2.1	3.4	33.5	5.8	132.8	3.7	4.8	2.1
T2	12.5	93.6	2.5	2.3	5.6	3.2	3.8	33.7	6.1	133.4	3.9	4.5	2.2
T3	12.5	93.5	1.7	2.2	5.7	4.4	4.3	33.5	6.1	131.8	3.5	3.0	1.9

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 <sup>1)</sup>	
	Total			Bens		Serviços		Rendimento primário		Rendimento secundário		Crédito	Débito
	Crédito	Débito	Líquido	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 T1	878.7	793.7	84.9	515.4	426.1	194.6	177.5	143.6	135.6	25.1	54.6	9.8	11.1
T2	887.3	792.2	95.1	518.8	421.3	191.0	178.0	152.1	140.4	25.4	52.6	7.3	6.9
T3	896.4	807.5	88.8	524.4	427.6	196.0	175.8	150.5	141.7	25.5	62.4	6.5	5.7
T4	913.9	818.2	95.8	541.5	452.9	197.4	178.5	151.9	128.1	23.2	58.6	13.8	7.8
2016 Jul.	294.6	264.5	30.1	171.8	142.2	63.2	57.2	50.7	46.4	8.9	18.6	2.6	2.0
Ago.	300.7	271.2	29.5	176.4	143.7	65.5	58.7	50.5	47.6	8.4	21.1	1.7	1.7
Set.	301.1	271.8	29.3	176.3	141.7	67.3	59.8	49.3	47.7	8.2	22.6	2.2	2.0
Out.	297.2	268.8	28.4	174.9	148.9	66.4	57.5	48.5	42.1	7.4	20.3	3.1	2.0
Nov.	311.1	274.7	36.4	182.5	151.7	66.0	60.7	55.1	42.9	7.5	19.3	3.4	2.0
Dez.	305.6	274.6	31.0	184.1	152.3	64.9	60.3	48.3	43.0	8.4	19.0	7.3	3.8
<i>transações acumuladas de 12 meses</i>													
2016 Dez.	3 576.3	3 211.7	364.7	2 100.1	1 727.9	779.0	709.9	598.1	545.7	99.1	228.1	37.4	31.5
<i>transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>													
2016 Dez.	33.3	29.9	3.4	19.6	16.1	7.3	6.6	5.6	5.1	0.9	2.1	0.3	0.3

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

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

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	Total (n.c.s.)		Exportações (f.o.b.)				Importações (c.i.f.)						
	Expor- tações	Impor- tações	Total			Por memória: Indústria transfor- madora	Total			Por memória:			
			Bens interméd- ios	Bens de investi- mento	Bens de consumo		Bens interméd- ios	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>													
2016 T1	-0.9	-2.5	502.2	233.1	104.2	151.2	421.6	438.5	240.8	72.5	116.8	326.7	37.4
T2	0.0	-3.7	502.9	231.7	106.1	153.6	432.9	431.9	236.8	71.7	115.4	325.7	42.4
T3	-0.2	-2.2	506.5	236.6	102.9	153.7	427.5	440.8	242.5	71.2	116.7	326.9	43.7
T4	2.2	1.9	523.9	.	.	.	438.7	457.4	.	.	.	332.7	.
2016 Jul.	-9.4	-8.0	166.4	77.6	33.6	50.4	135.1	146.6	80.6	23.6	38.8	104.8	15.0
Ago.	8.4	3.8	170.5	79.3	35.0	52.0	147.1	147.7	81.2	24.1	39.2	112.0	14.4
Set.	2.2	-1.7	169.7	79.7	34.3	51.3	145.3	146.5	80.7	23.6	38.8	110.0	14.4
Out.	-4.5	-3.0	169.5	78.9	34.7	51.2	136.4	149.8	82.4	24.9	39.3	107.0	15.6
Nov.	5.7	4.9	174.7	82.2	34.7	52.8	148.3	152.5	85.1	24.1	39.7	112.5	16.4
Dez.	5.9	4.2	179.6	.	.	.	154.0	155.1	.	.	.	113.1	.
<i>Índices de volumes (2000=100; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>													
2016 T1	-0.8	2.5	118.3	115.6	117.5	121.7	116.9	109.9	110.8	107.0	110.0	111.3	110.7
T2	2.3	4.5	118.3	114.2	119.8	124.0	120.1	107.7	107.0	105.7	110.7	112.5	101.2
T3	0.5	1.1	118.3	115.6	115.1	123.6	117.9	108.4	107.4	105.0	110.8	111.9	100.1
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Jun.	0.1	2.7	117.6	112.8	118.3	124.5	120.8	107.6	106.8	106.4	110.6	113.5	97.0
Jul.	-8.3	-3.7	116.9	113.9	113.6	121.7	112.0	108.7	107.5	105.0	110.6	108.1	102.4
Ago.	9.1	7.1	119.1	116.1	116.5	125.0	121.3	109.0	108.1	106.4	111.5	114.8	99.8
Set.	2.4	0.5	119.0	116.9	115.2	124.2	120.5	107.6	106.6	103.5	110.3	112.8	98.2
Out.	-4.8	-2.6	118.3	114.8	115.6	124.0	112.8	108.8	107.3	108.4	111.5	108.9	100.5
Nov.	4.8	4.0	121.1	119.3	115.9	125.6	121.8	109.9	109.7	104.2	111.8	113.7	107.3

Fontes: BCE e Eurostat.

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

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

## 4 Preços e custos

### 4.1 Índice Harmonizado de Preços no Consumidor <sup>1)</sup>

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

	Total					Total (c.s.; variação em percentagem face ao período anterior) <sup>2)</sup>						Por memória: Preços administrados		
	Índice: 2015 = 100	Total			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										
% do total em 2017	100.0	100.0	70.9	55.4	44.6	100.0	12.1	7.5	26.3	9.5	44.6	86.8	13.2	
2014	100.0	0.4	0.8	-0.2	1.2	-	-	-	-	-	-	0.2	1.9	
2015	100.0	0.0	0.8	-0.8	1.2	-	-	-	-	-	-	-0.1	0.9	
2016	100.2	0.2	0.9	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.2	
2016 T1	99.2	0.0	1.0	-0.8	1.1	-0.4	0.1	-1.0	0.1	-4.4	0.2	0.0	0.3	
T2	100.4	-0.1	0.8	-0.9	1.0	0.4	0.2	0.8	0.1	2.0	0.3	-0.1	0.0	
T3	100.3	0.3	0.8	-0.4	1.1	0.3	0.1	1.2	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	
T4	101.0	0.7	0.8	0.4	1.1	0.4	0.3	0.0	0.1	2.4	0.3	0.8	0.3	
2016 Set.	100.6	0.4	0.8	-0.2	1.1	0.1	0.0	-0.8	0.0	1.0	0.1	0.4	0.4	
Out.	100.9	0.5	0.8	0.1	1.1	0.2	0.1	0.0	0.0	1.6	0.1	0.6	0.2	
Nov.	100.8	0.6	0.8	0.2	1.1	0.0	0.2	0.1	0.1	-0.2	0.0	0.6	0.3	
Dez.	101.3	1.1	0.9	1.0	1.3	0.4	0.1	0.7	0.1	1.8	0.2	1.3	0.3	
2017 Jan.	100.5	1.8	0.9	2.2	1.2	0.3	0.1	0.8	0.1	2.5	0.0	2.0	0.4	
Fev. <sup>3)</sup>	100.8	2.0	0.9	.	1.3	0.1	0.1	1.6	-0.2	-0.2	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
% do total em 2017	19.6	12.1	7.5	35.8	26.3	9.5	10.7	6.5	7.3	3.2	15.1	8.2
2014	0.5	1.2	-0.8	-0.5	0.1	-1.9	1.7	1.4	1.7	-2.8	1.5	1.3
2015	1.0	0.6	1.6	-1.8	0.3	-6.8	1.2	1.1	1.3	-0.8	1.5	1.2
2016	0.9	0.6	1.4	-1.1	0.4	-5.1	1.1	1.1	0.8	0.0	1.4	1.2
2016 T1	0.8	0.6	1.1	-1.7	0.6	-7.4	1.1	1.0	0.6	0.0	1.6	1.2
T2	0.9	0.5	1.4	-1.9	0.5	-7.7	1.1	1.0	0.6	0.0	1.3	1.2
T3	1.1	0.5	2.1	-1.3	0.3	-5.1	1.1	1.0	0.9	0.0	1.5	1.3
T4	0.8	0.6	1.0	0.2	0.3	0.2	1.2	1.2	1.2	-0.1	1.3	1.2
2016 Set.	0.7	0.5	1.1	-0.6	0.3	-3.0	1.1	1.1	0.9	0.0	1.5	1.3
Out.	0.4	0.5	0.2	-0.1	0.3	-0.9	1.1	1.2	1.0	0.0	1.2	1.1
Nov.	0.7	0.7	0.7	-0.1	0.3	-1.1	1.2	1.2	1.1	-0.1	1.1	1.2
Dez.	1.2	0.7	2.1	0.9	0.3	2.6	1.2	1.3	1.4	-0.3	1.6	1.2
2017 Jan.	1.8	0.7	3.5	2.5	0.5	8.1	1.3	1.3	1.3	-1.0	1.7	0.7
Fev. <sup>3)</sup>	2.5	0.9	5.2	.	0.2	9.2	.	.	.	.	.	.

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

2) Em maio de 2016, o BCE deu início à publicação de séries melhoradas do IHPC corrigidas de sazonalidade para a área do euro, no seguimento de uma revisão da abordagem da correção de sazonalidade como descrito na Caixa 1, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016 ([https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201603\\_focus01.en.pdf](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										Construção	Preços dos edifícios residenciais <sup>1)</sup>	Indicador experimental dos preços dos edifícios comerciais <sup>1)</sup>
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Indústria excluindo construção e produtos energéticos				Produtos energéticos		Produtos não alimentares			
		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 2010	100.0	100.0	78.1	72.1	29.4	20.1	22.6	13.8	8.9	27.9			
2014	106.9	-1.5	-0.9	-0.3	-1.1	0.4	0.1	-0.2	0.3	-4.3	0.3	0.4	1.3
2015	104.0	-2.7	-2.4	-0.5	-1.3	0.7	-0.6	-1.0	0.2	-8.2	0.2	1.6	4.5
2016	101.6	-2.3	-1.5	-0.5	-1.7	0.4	0.0	-0.1	0.1	-6.9	.	.	.
2016 T1	100.6	-3.7	-2.7	-0.9	-2.2	0.4	-0.4	-0.5	0.0	-11.1	-0.3	2.8	5.8
T2	100.9	-3.8	-2.8	-1.1	-2.7	0.4	-0.5	-0.8	0.1	-10.7	0.2	3.1	3.5
T3	101.9	-2.0	-1.3	-0.6	-1.8	0.4	0.0	-0.1	0.1	-5.9	0.5	3.4	.
T4	103.1	0.4	1.0	0.4	0.0	0.5	0.8	1.2	0.1	0.4	.	.	.
2016 Ago.	101.8	-1.9	-1.3	-0.7	-1.8	0.5	0.0	-0.1	0.1	-5.7	-	-	-
Set.	101.9	-1.5	-0.7	-0.3	-1.4	0.4	0.1	0.2	0.1	-4.5	-	-	-
Out.	102.6	-0.5	0.3	0.0	-0.8	0.5	0.6	0.6	0.2	-1.6	-	-	-
Nov.	102.9	0.0	0.5	0.4	0.1	0.5	0.7	1.1	0.1	-0.8	-	-	-
Dez.	103.7	1.6	2.3	0.9	0.8	0.6	1.2	1.7	0.1	3.8	-	-	-
2017 Jan.	104.4	3.5	3.7	1.5	2.1	0.8	1.5	2.1	0.3	9.7	-	-	-

Fontes: Eurostat, cálculos do BCE, e cálculos do BCE com base em dados do MSCI e fontes nacionais (coluna 13).

1) Dados experimentais com base em fontes não harmonizadas (para mais pormenores, consultar <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

### 4.3 Preços das matérias-primas e deflatores do PIB

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

	Deflatores do PIB								Preços do petróleo (EUR por barril)	Preços das matérias-primas não energéticas (EUR)					
	Total (c.s.; índice: 2010 = 100)	Total	Procura interna				Exportações <sup>1)</sup>	Importações <sup>1)</sup>		Ponderados pelas importações <sup>2)</sup>			Ponderados pela utilização <sup>2)</sup>		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo				Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares	Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% do total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2014	104.6	0.9	0.6	0.5	0.9	0.6	-0.7	-1.5	74.1	-3.4	2.0	-8.5	-0.4	4.6	-6.4
2015	105.8	1.1	0.3	0.1	0.5	0.7	0.1	-1.9	47.1	0.0	4.2	-4.5	2.9	7.0	-2.7
2016	106.7	0.9	0.5	0.3	0.8	0.8	-1.4	-2.5	39.9	-3.6	-3.9	-3.2	-7.3	-10.3	-2.9
2016 T1	106.4	1.1	0.4	0.3	0.9	0.7	-1.5	-3.3	31.2	-12.2	-8.5	-16.4	-12.9	-11.1	-15.4
T2	106.5	0.9	0.2	0.1	0.7	0.7	-2.3	-4.1	40.8	-9.0	-5.7	-12.5	-12.5	-12.6	-12.3
T3	106.7	0.8	0.6	0.3	0.9	0.9	-1.5	-2.2	41.0	-0.5	-2.1	1.4	-5.8	-10.6	1.3
T4	107.1	0.7	0.9	0.7	0.8	1.0	-0.1	0.0	46.5	9.1	1.1	18.6	3.3	-6.7	18.5
2016 Set.	-	-	-	-	-	-	-	-	41.2	1.2	0.7	1.7	-4.5	-8.9	1.9
Out.	-	-	-	-	-	-	-	-	45.1	3.1	-0.3	7.1	-2.9	-10.3	8.3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43.1	8.5	-0.1	19.0	2.4	-8.1	18.7
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	51.3	15.7	3.9	30.2	10.6	-1.4	28.8
2017 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51.6	19.4	7.5	34.0	13.3	1.0	32.0
Fev.	-	-	-	-	-	-	-	-	52.2	21.0	7.7	37.0	15.2	1.7	35.6

Fontes: Eurostat, cálculos do BCE e Bloomberg (coluna 9).

1) Os deflatores para as exportações e importações referem-se a bens e serviços e incluem o comércio transfronteiras intra-área do euro.

2) Ponderados pelas importações: ponderados de acordo com a estrutura média das importações de 2009-2011; ponderados pela utilização: ponderados de acordo com a estrutura média da procura interna de 2009-2011.

## 4 Preços e custos

### 4.4 Inquéritos de opinião relacionados com os preços

(dados corrigidos de sazonalidade)

	Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores (saldos de respostas extremas)					Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão)			
	Expetativas dos preços de venda (para os 3 meses seguintes)				Tendências dos preços no consumidor nos últimos 12 meses	Preços dos fatores de produção		Preços cobrados	
	Indústria transforma- dora	Comércio a retalho	Serviços	Construção		Indústria transforma- dora	Serviços	Indústria transforma- dora	Serviços
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4.7	-	-	-2.0	34.0	57.7	56.7	-	49.9
2014	-0.9	-1.5	0.9	-17.4	14.2	49.6	53.5	49.7	48.2
2015	-2.8	1.3	2.6	-13.2	-1.2	48.9	53.5	49.6	49.0
2016	-0.4	1.7	4.4	-7.3	-0.7	49.8	53.9	49.3	49.6
2016 T1	-4.8	0.7	3.7	-9.1	-1.8	41.5	52.5	47.7	49.0
T2	-1.0	1.9	4.6	-8.1	-2.2	47.5	54.4	48.5	49.0
T3	-0.2	1.0	4.5	-6.6	-0.3	51.4	54.0	49.6	49.8
T4	4.6	3.1	4.9	-5.4	1.6	58.6	54.9	51.6	50.5
2016 Set.	-0.1	0.9	4.5	-7.5	0.4	52.4	54.0	49.9	50.0
Out.	3.5	2.6	4.5	-5.0	0.0	53.9	54.3	50.8	49.7
Nov.	4.9	2.8	5.3	-6.0	1.8	58.8	54.4	51.4	50.3
Dez.	5.4	4.0	4.9	-5.1	2.8	63.2	56.0	52.5	51.4
2017 Jan.	8.3	4.9	6.7	-5.1	8.3	67.0	56.4	54.0	50.9
Fev.	9.0	6.1	6.4	-3.1	12.9	68.3	56.9	55.4	51.1

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

### 4.5 Índices de custos do trabalho

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

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componente		Para atividades económicas selecionadas		Por memória: Indicador dos acordos salariais <sup>1)</sup>
			Ordenados e salários	Contribuições sociais dos empregadores	Setor empresarial	Sobretudo setor não empresarial	
	1	2	3	4	5	6	7
% do total em 2012	100.0	100.0	74.6	25.4	69.3	30.7	
2014	102.7	1.3	1.3	1.1	1.3	1.2	1.7
2015	104.3	1.6	2.0	0.6	1.6	1.6	1.5
2016	.	.	.	.	.	.	1.4
2016 T1	99.0	1.5	1.6	1.4	1.6	1.6	1.4
T2	109.3	1.0	0.8	1.4	0.9	1.2	1.5
T3	102.6	1.6	1.7	1.2	1.4	1.7	1.5
T4	.	.	.	.	.	.	1.4

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Dados experimentais baseados em fontes não harmonizadas (para mais pormenores, consultar <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.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
<b>Custos unitários do trabalho</b>												
2013	103.8	1.2	-1.6	2.0	1.4	1.0	-0.8	-0.2	-2.7	1.4	1.6	2.1
2014	104.6	0.7	-1.0	-0.7	1.1	0.5	-0.6	2.1	1.8	1.2	1.6	1.4
2015	104.8	0.2	1.4	-2.3	1.1	0.5	0.8	0.2	2.6	1.8	1.1	2.1
2015 T4	105.3	0.4	0.8	-2.1	-0.1	1.4	1.6	0.3	2.7	1.9	1.3	2.3
2016 T1	105.4	1.0	2.6	0.4	-0.1	0.7	1.1	1.3	4.0	2.0	1.4	2.5
T2	105.6	0.9	3.9	0.5	-0.3	0.9	0.2	1.4	2.4	0.8	1.4	1.3
T3	105.8	0.8	3.7	0.8	-0.8	0.6	-0.6	0.9	2.6	0.7	1.4	1.3
<b>Remuneração por empregado</b>												
2013	105.1	1.5	2.6	2.7	1.3	1.0	0.8	1.6	0.1	1.3	1.5	0.8
2014	106.5	1.3	0.1	2.0	1.8	1.1	2.2	1.7	1.5	1.6	1.1	1.1
2015	107.9	1.3	1.8	1.7	0.9	1.4	2.4	0.4	2.6	1.6	1.1	1.1
2015 T4	108.5	1.2	2.0	1.5	0.8	1.7	1.9	0.3	3.4	1.5	1.2	1.1
2016 T1	108.9	1.3	1.8	1.4	1.4	1.3	1.3	1.9	3.8	1.5	1.3	1.5
T2	109.0	1.1	2.4	1.0	1.4	1.3	1.2	1.5	3.1	1.2	1.3	0.9
T3	109.5	1.3	1.2	1.4	1.7	1.2	1.1	1.8	2.2	1.2	1.6	1.5
<b>Produtividade do trabalho por pessoa empregada</b>												
2013	101.3	0.3	4.3	0.6	-0.1	0.0	1.5	1.8	2.8	-0.1	-0.1	-1.3
2014	101.9	0.6	1.2	2.8	0.6	0.5	2.8	-0.4	-0.3	0.4	-0.5	-0.3
2015	102.9	1.0	0.3	4.1	-0.2	0.9	1.6	0.2	0.0	-0.2	0.1	-1.0
2015 T4	103.1	0.8	1.2	3.7	0.9	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.3	-0.1	-1.2
2016 T1	103.3	0.3	-0.8	1.0	1.5	0.5	0.2	0.7	-0.3	-0.5	-0.1	-1.0
T2	103.3	0.3	-1.4	0.5	1.7	0.3	1.0	0.1	0.7	0.4	-0.1	-0.4
T3	103.5	0.5	-2.4	0.6	2.5	0.6	1.7	0.8	-0.3	0.4	0.2	0.2
<b>Remuneração por hora trabalhada</b>												
2013	107.2	2.3	2.4	2.8	2.8	1.9	0.7	2.1	1.5	2.4	1.9	2.3
2014	108.5	1.2	1.1	1.5	1.3	1.2	2.0	1.6	1.3	1.2	0.9	1.2
2015	109.7	1.1	1.2	1.3	0.3	1.5	1.4	0.5	2.2	1.2	1.0	1.2
2015 T4	110.2	1.3	1.4	1.6	0.4	2.0	1.3	0.2	3.3	1.3	1.3	1.2
2016 T1	110.5	1.2	0.2	1.1	1.2	1.2	0.8	1.5	3.3	0.8	1.4	2.4
T2	110.6	1.1	1.8	0.7	1.5	1.3	0.7	1.0	2.8	0.8	1.6	0.8
T3	111.2	1.5	1.3	1.4	2.0	1.2	1.1	1.7	3.4	1.3	1.8	2.0
<b>Produtividade horária do trabalho</b>												
2013	103.4	1.1	4.0	0.8	1.4	0.8	1.8	2.4	4.2	1.0	0.4	0.1
2014	104.1	0.7	1.8	2.4	0.3	0.9	2.8	-0.3	-0.1	0.3	-0.6	0.0
2015	105.0	0.9	-0.8	3.8	-0.7	1.2	0.7	0.2	-0.3	-0.4	-0.1	-1.0
2015 T4	105.0	0.8	0.1	3.9	0.2	0.6	-0.2	-0.2	1.4	-0.3	-0.1	-1.2
2016 T1	105.2	0.2	-2.4	0.7	1.0	0.5	-0.4	0.3	-0.2	-1.1	0.0	-0.2
T2	105.0	0.1	-2.2	0.1	1.5	0.3	0.6	-0.7	0.5	-0.2	0.1	-0.6
T3	105.5	0.7	-2.6	0.6	2.6	0.6	1.9	0.7	0.9	0.9	0.5	0.7

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

## 5 Moeda e crédito

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

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Acordos de reporte	Ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário	Títulos de dívida com prazo até 2 anos	10	11		
	Circulação monetária	Depósitos overnight	Depósitos com prazo acordado até 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	6						7	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
<b>Saldos</b>												
2014	969.5	4 970.5	5 939.9	1 581.7	2 149.8	3 731.5	9 671.4	121.5	422.2	107.0	650.7	10 322.1
2015	1 036.5	5 566.3	6 602.8	1 439.2	2 161.8	3 601.0	10 203.8	74.6	479.0	73.6	627.2	10 831.1
2016	1 073.1	6 117.1	7 190.2	1 320.3	2 175.8	3 496.1	10 686.3	70.4	521.5	96.4	688.4	11 374.7
2016 T1	1 049.6	5 711.9	6 761.6	1 421.0	2 164.8	3 585.8	10 347.3	85.3	465.5	94.9	645.8	10 993.1
T2	1 054.6	5 821.2	6 875.8	1 411.0	2 171.9	3 582.9	10 458.7	84.2	481.7	94.8	660.7	11 119.4
T3	1 066.6	5 946.7	7 013.3	1 393.3	2 174.5	3 567.8	10 581.1	80.5	496.0	93.8	670.2	11 251.3
T4	1 073.1	6 117.1	7 190.2	1 320.3	2 175.8	3 496.1	10 686.3	70.4	521.5	96.4	688.4	11 374.7
2016 Ago.	1 061.5	5 922.6	6 984.1	1 393.0	2 173.9	3 566.9	10 551.0	82.3	481.0	98.8	662.1	11 213.1
Set.	1 066.6	5 946.7	7 013.3	1 393.3	2 174.5	3 567.8	10 581.1	80.5	496.0	93.8	670.2	11 251.3
Out.	1 072.4	5 981.7	7 054.1	1 361.2	2 175.0	3 536.2	10 590.3	74.4	503.7	91.4	669.5	11 259.8
Nov.	1 075.2	6 069.9	7 145.1	1 350.4	2 171.9	3 522.4	10 667.5	72.5	506.1	98.7	677.3	11 344.7
Dez.	1 073.1	6 117.1	7 190.2	1 320.3	2 175.8	3 496.1	10 686.3	70.4	521.5	96.4	688.4	11 374.7
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	1 081.8	6 156.0	7 237.9	1 329.6	2 178.3	3 507.9	10 745.8	75.1	517.4	98.1	690.6	11 436.4
<b>Transações</b>												
2014	59.0	374.9	433.9	-91.8	3.7	-88.1	345.8	3.6	10.4	13.3	27.3	373.1
2015	65.9	562.6	628.5	-135.4	12.2	-123.2	505.3	-48.0	51.4	-26.3	-22.9	482.5
2016	36.7	544.7	581.4	-108.5	16.0	-92.5	488.8	-4.3	42.3	17.6	55.7	544.5
2016 T1	13.3	156.1	169.4	-14.0	3.1	-10.9	158.6	11.2	-13.4	19.2	17.0	175.6
T2	5.0	104.4	109.3	-12.7	7.2	-5.5	103.8	-1.4	15.5	-1.4	12.7	116.6
T3	12.0	127.9	139.9	-15.7	2.3	-13.4	126.5	-3.7	14.7	-2.4	8.6	135.2
T4	6.5	156.2	162.7	-66.2	3.4	-62.8	99.9	-10.4	25.5	2.1	17.3	117.2
2016 Ago.	3.3	44.6	47.9	-11.8	1.0	-10.8	37.1	-0.1	-5.7	1.0	-4.7	32.4
Set.	5.0	25.1	30.2	0.6	0.3	0.9	31.0	-1.8	15.0	-5.7	7.5	38.5
Out.	5.9	28.4	34.2	-25.0	0.7	-24.3	9.9	-6.2	7.7	-3.8	-2.3	7.7
Nov.	2.8	81.3	84.0	-12.8	-1.2	-14.0	70.0	-2.1	2.4	8.1	8.4	78.3
Dez.	-2.1	46.6	44.5	-28.3	3.9	-24.5	20.0	-2.1	15.4	-2.1	11.2	31.2
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	8.7	42.7	51.4	11.9	2.4	14.3	65.7	4.8	-4.1	0.9	1.7	67.4
<b>Taxas de crescimento</b>												
2014	6.5	8.4	8.0	-5.4	0.2	-2.3	3.7	2.9	2.5	19.9	4.4	3.8
2015	6.8	11.3	10.5	-8.6	0.6	-3.3	5.2	-39.1	12.0	-25.3	-3.5	4.7
2016	3.5	9.8	8.8	-7.6	0.7	-2.6	4.8	-5.8	8.8	23.8	8.8	5.0
2016 T1	6.0	11.1	10.3	-6.2	0.6	-2.2	5.6	-25.9	6.6	-1.1	-0.4	5.2
T2	4.0	9.7	8.8	-4.1	0.6	-1.3	5.1	1.1	9.2	-3.0	6.1	5.1
T3	3.7	9.3	8.4	-3.3	0.5	-1.0	5.0	-12.8	8.4	13.7	5.9	5.1
T4	3.5	9.8	8.8	-7.6	0.7	-2.6	4.8	-5.8	8.8	23.8	8.8	5.0
2016 Ago.	3.6	9.6	8.6	-4.1	0.5	-1.3	5.0	-8.0	5.0	19.0	5.0	5.0
Set.	3.7	9.3	8.4	-3.3	0.5	-1.0	5.0	-12.8	8.4	13.7	5.9	5.1
Out.	4.0	8.8	8.0	-4.7	0.6	-1.5	4.6	-27.3	6.8	13.6	2.2	4.5
Nov.	3.8	9.4	8.5	-5.5	0.6	-1.9	4.9	-15.8	4.9	12.1	3.1	4.8
Dez.	3.5	9.8	8.8	-7.6	0.7	-2.6	4.8	-5.8	8.8	23.8	8.8	5.0
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	3.6	9.3	8.4	-6.8	0.8	-2.2	4.7	-7.3	9.3	11.2	7.5	4.9

Fonte: BCE.

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

## 5 Moeda e crédito

### 5.2 Depósitos no M3<sup>1)</sup>

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

	Sociedades não financeiras <sup>2)</sup>					Famílias <sup>3)</sup>					So- ciedades financi- eiras exceto IFM e so- ciedades de seguros e fundos de pensões <sup>2)</sup>	So- ciedades de seguros e fundos de pensões	Outras adminis- trações públicas <sup>4)</sup>
	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
<b>Saldos</b>													
2014	1 845.1	1 349.1	365.1	111.6	19.4	5 557.7	2 749.5	812.1	1 993.2	2.8	865.5	222.2	332.9
2015	1 930.5	1 483.9	321.7	116.4	8.4	5 750.9	3 059.7	695.1	1 993.7	2.4	970.1	225.8	364.7
2016	2 056.1	1 636.7	293.9	117.0	8.6	6 049.7	3 399.7	643.6	2 004.8	1.7	1 000.7	196.5	380.6
2016 T1	1 984.8	1 536.6	322.7	116.0	9.4	5 829.7	3 137.1	693.6	1 996.3	2.7	973.7	218.9	375.9
T2	2 013.7	1 574.3	314.0	117.1	8.4	5 906.0	3 214.2	688.8	2 000.0	3.0	978.0	210.7	379.9
T3	2 047.5	1 602.5	317.8	118.1	9.1	5 979.5	3 301.8	672.0	2 003.1	2.6	975.5	206.2	386.3
T4	2 056.1	1 636.7	293.9	117.0	8.6	6 049.7	3 399.7	643.6	2 004.8	1.7	1 000.7	196.5	380.6
2016 Ago.	2 032.2	1 596.3	310.1	117.0	8.7	5 960.8	3 277.2	677.6	2 003.2	2.8	979.4	213.4	386.0
Set.	2 047.5	1 602.5	317.8	118.1	9.1	5 979.5	3 301.8	672.0	2 003.1	2.6	975.5	206.2	386.3
Out.	2 037.3	1 604.6	307.6	118.1	7.0	6 001.8	3 334.4	660.0	2 004.6	2.8	953.4	206.5	393.2
Nov.	2 064.6	1 634.0	305.1	117.1	8.5	6 029.6	3 372.2	652.0	2 002.9	2.5	981.1	206.3	383.1
Dez.	2 056.1	1 636.7	293.9	117.0	8.6	6 049.7	3 399.7	643.6	2 004.8	1.7	1 000.7	196.5	380.6
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	2 099.4	1 677.3	299.1	116.0	7.0	6 087.9	3 438.5	636.1	2 010.7	2.7	962.6	194.5	394.5
<b>Transações</b>													
2014	68.7	91.1	-26.7	1.5	2.8	140.7	208.8	-65.0	-1.4	-1.7	52.7	7.3	21.0
2015	81.8	121.7	-33.5	4.9	-11.2	193.4	303.0	-109.9	0.8	-0.4	86.1	-0.1	30.3
2016	128.9	152.8	-24.1	0.0	0.2	301.4	335.5	-46.8	13.4	-0.8	29.7	-29.3	17.1
2016 T1	61.2	57.8	2.7	-0.4	1.1	80.9	78.5	-0.6	2.8	0.3	8.8	-6.5	12.1
T2	27.3	36.3	-8.9	1.0	-1.1	75.5	76.2	-5.1	4.0	0.4	-0.5	-8.5	3.7
T3	34.8	29.5	4.0	0.6	0.7	73.7	87.7	-16.6	3.1	-0.5	0.4	-4.2	6.2
T4	5.6	29.3	-21.9	-1.3	-0.5	71.3	93.1	-24.4	3.5	-0.9	21.1	-10.0	-4.9
2016 Ago.	2.5	5.5	-3.9	0.5	0.3	28.2	32.1	-6.4	2.6	-0.1	4.1	-1.2	0.2
Set.	15.7	6.8	7.8	0.7	0.4	18.7	24.6	-5.5	-0.1	-0.2	-3.4	-7.0	0.2
Out.	-9.3	0.6	-7.8	-0.1	-2.1	23.4	29.1	-7.3	1.4	0.2	-23.9	0.2	7.5
Nov.	23.8	26.4	-3.0	-1.1	1.5	28.1	36.8	-8.6	0.2	-0.3	23.7	-0.4	-10.1
Dez.	-8.8	2.2	-11.1	-0.1	0.1	19.8	27.3	-8.5	1.9	-0.8	21.2	-9.8	-2.4
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	45.9	42.4	6.1	-1.0	-1.6	38.9	39.4	-7.3	5.8	1.0	-35.2	-1.8	14.0
<b>Taxas de crescimento</b>													
2014	4.0	7.6	-6.7	1.3	15.9	2.6	8.2	-7.4	-0.1	-37.8	6.5	3.9	7.0
2015	4.4	9.0	-9.4	4.4	-57.4	3.5	11.0	-13.6	0.0	-15.1	9.8	0.0	9.1
2016	6.7	10.3	-7.6	0.0	2.2	5.2	11.0	-6.8	0.7	-31.2	3.1	-13.0	4.7
2016 T1	7.4	11.0	-4.5	3.8	-31.3	4.2	10.7	-8.8	0.2	-30.6	6.2	-3.3	10.3
T2	8.0	11.1	-2.9	3.9	-27.8	4.6	10.4	-5.9	0.1	0.3	4.2	-8.5	10.3
T3	7.4	9.9	-1.3	1.7	-8.5	5.1	10.6	-4.9	0.4	-18.2	1.1	-5.7	7.7
T4	6.7	10.3	-7.6	0.0	2.2	5.2	11.0	-6.8	0.7	-31.2	3.1	-13.0	4.7
2016 Ago.	7.3	10.2	-4.1	2.2	11.9	5.2	10.8	-4.8	0.4	-12.1	1.4	-6.2	8.9
Set.	7.4	9.9	-1.3	1.7	-8.5	5.1	10.6	-4.9	0.4	-18.2	1.1	-5.7	7.7
Out.	5.5	7.9	-2.8	0.9	-29.6	5.2	10.7	-5.5	0.6	-19.8	-1.0	-9.4	7.8
Nov.	7.1	10.1	-3.7	-0.1	-5.3	5.4	11.1	-6.0	0.7	-32.6	0.5	-8.0	3.1
Dez.	6.7	10.3	-7.6	0.0	2.2	5.2	11.0	-6.8	0.7	-31.2	3.1	-13.0	4.7
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	7.1	10.5	-5.5	-0.2	-26.8	5.5	11.4	-7.7	1.0	-19.6	-1.1	-13.5	6.0

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 <sup>1)</sup>

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

	Crédito às administrações públicas			Crédito a outros residentes na área do euro								Títulos de dívida	Ações/ unidades de participação em fundos de investimento exceto fundos do mercado monetário
	Total	Empréstimos	Títulos de dívida	Total	Empréstimos					Títulos de dívida			
					Total Empréstimos corrigidos <sup>2)</sup>	A sociedades não financeiras <sup>3)</sup>	A famílias <sup>4)</sup>	A sociedades financeiras exceto IFM e sociedades de seguros e fundos de pensões <sup>3)</sup>	A sociedades de seguros e fundos de pensões				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Saldos</b>													
2014	3 615.6	1 135.0	2 478.5	12 504.8	10 454.5	10 726.7	4 299.6	5 200.7	825.1	129.0	1 280.0	770.3	
2015	3 904.2	1 112.3	2 789.5	12 599.4	10 512.0	10 807.4	4 274.5	5 307.6	806.3	123.5	1 305.1	782.3	
2016	4 397.5	1 082.0	3 302.3	12 846.6	10 675.2	10 982.9	4 302.2	5 409.6	851.0	112.5	1 385.2	786.2	
2016 T1	4 053.6	1 115.9	2 924.6	12 629.6	10 561.2	10 824.5	4 288.8	5 338.9	824.8	108.8	1 312.2	756.2	
T2	4 191.8	1 112.5	3 066.2	12 664.0	10 566.1	10 870.4	4 297.1	5 348.3	816.8	103.9	1 342.5	755.4	
T3	4 272.2	1 105.2	3 153.6	12 769.1	10 623.5	10 927.4	4 289.6	5 379.3	845.5	109.1	1 365.2	780.5	
T4	4 397.5	1 082.0	3 302.3	12 846.6	10 675.2	10 982.9	4 302.2	5 409.6	851.0	112.5	1 385.2	786.2	
2016 Ago.	4 255.8	1 107.7	3 134.8	12 744.2	10 602.0	10 907.7	4 296.1	5 366.0	829.4	110.5	1 364.5	777.7	
Set.	4 272.2	1 105.2	3 153.6	12 769.1	10 623.5	10 927.4	4 289.6	5 379.3	845.5	109.1	1 365.2	780.5	
Out.	4 291.1	1 099.6	3 178.1	12 810.3	10 656.5	10 956.9	4 302.9	5 388.3	850.8	114.5	1 373.1	780.7	
Nov.	4 320.9	1 092.5	3 215.0	12 851.3	10 699.4	10 981.8	4 321.0	5 407.2	855.3	115.9	1 379.0	772.9	
Dez.	4 397.5	1 082.0	3 302.3	12 846.6	10 675.2	10 982.9	4 302.2	5 409.6	851.0	112.5	1 385.2	786.2	
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	4 388.3	1 087.3	3 287.3	12 882.9	10 692.5	10 988.4	4 313.0	5 422.7	842.4	114.5	1 403.2	787.2	
<b>Transações</b>													
2014	73.8	16.4	57.4	-102.0	-47.1	-33.3	-61.1	-14.9	17.2	11.7	-89.8	35.0	
2015	284.9	-21.1	305.7	86.7	58.1	73.2	-13.1	98.2	-21.4	-5.7	25.1	3.5	
2016	458.9	-34.9	493.7	318.1	232.2	250.8	81.7	119.0	42.7	-11.1	80.6	5.3	
2016 T1	120.0	1.5	118.5	69.3	79.3	52.2	35.9	36.2	21.8	-14.6	11.0	-21.0	
T2	116.4	-8.9	125.2	54.8	22.1	64.6	19.5	14.5	-6.9	-5.0	31.1	1.6	
T3	69.3	-7.3	76.3	113.3	70.3	72.1	6.6	33.8	24.8	5.2	20.9	22.1	
T4	153.2	-20.3	173.7	80.7	60.6	61.8	19.7	34.5	3.1	3.3	17.6	2.6	
2016 Ago.	9.0	-1.5	10.5	35.7	13.3	18.2	-4.0	11.5	5.7	0.1	4.7	17.7	
Set.	12.2	-2.6	14.8	24.2	20.7	22.2	-1.3	14.7	8.7	-1.4	1.2	2.3	
Out.	38.8	-5.5	44.3	44.0	33.7	30.0	16.0	7.2	5.0	5.5	7.7	2.6	
Nov.	45.3	-7.0	52.3	36.3	37.6	20.6	16.1	18.9	1.3	1.3	5.5	-6.8	
Dez.	69.0	-7.8	77.1	0.4	-10.7	11.1	-12.4	8.3	-3.2	-3.5	4.3	6.8	
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	15.8	5.3	10.1	54.8	29.6	23.4	17.6	14.1	-4.2	2.1	18.7	6.5	
<b>Taxas de crescimento</b>													
2014	2.1	1.5	2.4	-0.8	-0.4	-0.3	-1.4	-0.3	1.8	11.9	-6.6	4.4	
2015	7.9	-1.9	12.3	0.7	0.6	0.7	-0.3	1.9	-2.6	-4.4	2.0	0.4	
2016	11.7	-3.1	17.6	2.5	2.2	2.3	1.9	2.2	5.3	-9.0	6.2	0.7	
2016 T1	10.2	-2.8	16.1	1.2	1.2	1.1	0.9	2.2	0.1	-19.2	3.1	-2.3	
T2	11.7	-2.8	18.1	1.5	1.2	1.6	1.3	1.9	0.3	-23.6	7.2	-2.9	
T3	10.1	-2.5	15.3	2.0	1.9	2.1	1.5	2.1	4.9	-10.7	3.5	0.8	
T4	11.7	-3.1	17.6	2.5	2.2	2.3	1.9	2.2	5.3	-9.0	6.2	0.7	
2016 Ago.	10.9	-2.8	16.7	1.6	1.5	1.9	1.2	2.0	1.7	-14.0	4.1	-0.5	
Set.	10.1	-2.5	15.3	2.0	1.9	2.1	1.5	2.1	4.9	-10.7	3.5	0.8	
Out.	10.6	-2.6	16.0	2.3	2.0	2.2	1.7	1.9	5.6	-7.8	5.4	0.5	
Nov.	10.7	-3.0	16.3	2.4	2.1	2.2	1.8	2.1	4.2	-6.7	7.4	-0.7	
Dez.	11.7	-3.1	17.6	2.5	2.2	2.3	1.9	2.2	5.3	-9.0	6.2	0.7	
2017 Dez. <sup>(p)</sup>	10.5	-2.9	15.8	2.7	2.2	2.4	1.7	2.4	4.5	-8.6	7.0	3.0	

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 <sup>1)</sup>

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

	Sociedades não financeiras <sup>2)</sup>					Famílias <sup>3)</sup>				
	Total	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Total	Crédito ao consumo	Crédito à habitação	Outros empréstimos		
	Empréstimos corrigidos <sup>4)</sup>				Empréstimos corrigidos <sup>4)</sup>					
	1	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Saldos</b>										
2014	4 299.6	4 253.9	1 109.8	720.7	2 469.1	5 200.7	5 546.1	563.5	3 860.9	776.4
2015	4 274.5	4 257.7	1 038.4	758.5	2 477.6	5 307.6	5 640.6	595.9	3 948.4	763.3
2016	4 302.2	4 303.0	997.8	796.4	2 508.0	5 409.6	5 726.2	616.6	4 042.7	750.3
2016 T1	4 288.8	4 261.6	1 048.5	768.6	2 471.6	5 338.9	5 659.1	602.6	3 974.9	761.4
T2	4 297.1	4 278.6	1 040.4	774.9	2 481.8	5 348.3	5 683.5	604.1	3 986.3	757.9
T3	4 289.6	4 279.7	1 009.4	786.9	2 493.3	5 379.3	5 701.1	608.5	4 018.2	752.6
T4	4 302.2	4 303.0	997.8	796.4	2 508.0	5 409.6	5 726.2	616.6	4 042.7	750.3
2016 Ago.	4 296.1	4 279.5	1 023.0	782.4	2 490.8	5 366.0	5 700.1	607.8	4 003.4	754.8
Set.	4 289.6	4 279.7	1 009.4	786.9	2 493.3	5 379.3	5 701.1	608.5	4 018.2	752.6
Out.	4 302.9	4 288.6	1 022.9	787.3	2 492.7	5 388.3	5 712.5	612.8	4 019.3	756.2
Nov.	4 321.0	4 298.0	1 030.8	794.8	2 495.3	5 407.2	5 723.1	614.9	4 035.8	756.5
Dez.	4 302.2	4 303.0	997.8	796.4	2 508.0	5 409.6	5 726.2	616.6	4 042.7	750.3
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	4 313.0	4 304.4	1 010.7	796.5	2 505.8	5 422.7	5 743.5	618.7	4 050.6	753.4
<b>Transações</b>										
2014	-61.1	-68.4	-14.2	2.3	-49.2	-14.9	5.6	-3.0	-3.2	-8.7
2015	-13.1	21.1	-64.3	32.4	18.9	98.2	76.1	21.9	79.9	-3.6
2016	81.7	97.1	-17.4	45.2	54.0	119.0	110.9	23.4	105.9	-10.4
2016 T1	35.9	28.1	19.2	13.2	3.5	36.2	24.7	8.0	28.6	-0.4
T2	19.5	28.5	-4.1	8.6	15.0	14.5	29.5	1.6	13.5	-0.6
T3	6.6	10.8	-23.1	14.9	14.8	33.8	27.4	5.1	32.5	-3.8
T4	19.7	29.7	-9.4	8.5	20.6	34.5	29.2	8.7	31.4	-5.6
2016 Ago.	-4.0	1.3	-5.9	2.2	-0.3	11.5	8.4	3.3	9.3	-1.1
Set.	-1.3	1.9	-11.8	5.8	4.7	14.7	9.9	1.3	14.8	-1.5
Out.	16.0	11.4	13.3	0.9	1.8	7.2	9.7	4.4	4.5	-1.7
Nov.	16.1	8.3	6.7	6.9	2.6	18.9	10.8	2.2	16.1	0.6
Dez.	-12.4	9.9	-29.3	0.7	16.3	8.3	8.8	2.1	10.8	-4.5
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	17.6	12.3	16.0	1.3	0.3	14.1	18.9	2.4	8.1	3.7
<b>Taxas de crescimento</b>										
2014	-1.4	-1.5	-1.3	0.3	-1.9	-0.3	0.1	-0.5	-0.1	-1.1
2015	-0.3	0.5	-5.8	4.5	0.8	1.9	1.4	3.9	2.1	-0.5
2016	1.9	2.3	-1.7	6.0	2.2	2.2	2.0	3.9	2.7	-1.4
2016 T1	0.9	1.2	-2.1	5.2	0.9	2.2	1.6	5.0	2.3	-0.4
T2	1.3	1.9	-2.1	5.3	1.6	1.9	1.8	3.5	2.1	-0.4
T3	1.5	2.1	-2.9	6.7	1.8	2.1	1.8	3.4	2.4	-0.9
T4	1.9	2.3	-1.7	6.0	2.2	2.2	2.0	3.9	2.7	-1.4
2016 Ago.	1.2	2.1	-3.9	6.4	1.9	2.0	1.8	3.5	2.3	-0.7
Set.	1.5	2.1	-2.9	6.7	1.8	2.1	1.8	3.4	2.4	-0.9
Out.	1.7	2.2	-1.1	5.6	1.8	1.9	1.8	3.7	2.2	-1.1
Nov.	1.8	2.1	-1.8	6.6	1.9	2.1	1.9	3.6	2.5	-1.2
Dez.	1.9	2.3	-1.7	6.0	2.2	2.2	2.0	3.9	2.7	-1.4
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	1.7	2.3	-1.8	5.4	2.1	2.4	2.2	4.1	2.7	-0.8

Fonte: BCE.

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

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

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

4) Corrigidos de vendas e titularização de empréstimos (o que resulta no desconhecimento do balanço estatístico das IFM) e de posições resultantes de serviços de *notional cash pooling* prestados por IFM.

## 5 Moeda e crédito

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

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

	Responsabilidades das IFM						Disponibilidades das IFM			
	Detenções da administração central <sup>2)</sup>	Responsabilidades financeiras a mais longo prazo face a outros residentes na área do euro					Disponibilidades líquidas sobre o exterior	Outras		
		Total	Depósitos com prazo acordado superior a 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso superior a 3 meses	Títulos de dívida com prazo superior a 2 anos	Capital e reservas		Total	Acordos de reporte com contrapartes centrais <sup>3)</sup>	Acordos de revenda a contrapartes centrais <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Saldos</b>										
2014	269.4	7 127.8	2 186.6	92.2	2 388.1	2 460.8	1 381.1	217.8	184.5	139.7
2015	284.8	6 996.4	2 119.7	79.8	2 254.0	2 543.0	1 331.6	277.1	205.9	135.6
2016	318.8	6 920.3	2 054.4	70.6	2 140.8	2 654.5	1 131.5	238.2	205.9	121.6
2016 T1	314.7	6 962.3	2 113.6	76.9	2 179.5	2 592.3	1 282.0	304.9	247.1	152.1
T2	319.3	7 006.3	2 094.1	74.6	2 175.8	2 661.8	1 275.3	313.9	238.0	144.0
T3	310.1	6 960.6	2 068.5	72.4	2 125.1	2 694.6	1 171.0	309.7	209.2	129.1
T4	318.8	6 920.3	2 054.4	70.6	2 140.8	2 654.5	1 131.5	238.2	205.9	121.6
2016 Ago.	318.8	6 967.2	2 077.7	73.2	2 142.1	2 674.3	1 182.9	316.2	215.4	134.6
Set.	310.1	6 960.6	2 068.5	72.4	2 125.1	2 694.6	1 171.0	309.7	209.2	129.1
Out.	324.1	6 950.9	2 071.2	72.4	2 123.5	2 683.9	1 113.4	320.1	193.0	133.7
Nov.	296.6	6 934.5	2 061.6	71.9	2 136.6	2 664.4	1 083.9	319.7	194.7	121.3
Dez.	318.8	6 920.3	2 054.4	70.6	2 140.8	2 654.5	1 131.5	238.2	205.9	121.6
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	302.9	6 871.9	2 036.9	70.0	2 127.4	2 637.6	1 120.2	219.7	176.5	106.3
<b>Transações</b>										
2014	-4.0	-165.5	-120.8	2.0	-154.5	107.8	237.7	-5.9	0.7	17.8
2015	9.2	-221.6	-106.2	-13.5	-209.3	107.3	-98.6	-3.0	21.4	-4.0
2016	31.0	-148.7	-72.5	-9.1	-120.6	53.6	-295.4	-54.7	12.8	-12.0
2016 T1	29.4	-56.6	-3.5	-2.8	-45.9	-4.4	-74.8	33.9	41.3	17.3
T2	4.2	-13.0	-22.3	-1.8	-15.9	27.1	-71.6	8.2	-9.2	-8.1
T3	-9.2	-53.8	-25.8	-2.0	-41.5	15.5	-106.2	-4.2	-19.2	-13.7
T4	6.6	-25.3	-20.8	-2.6	-17.3	15.4	-42.8	-92.7	-0.2	-7.5
2016 Ago.	-7.6	-7.7	-7.1	-0.7	-7.2	7.3	-32.8	5.2	2.5	6.4
Set.	-8.7	-21.3	-9.4	-0.6	-15.8	4.4	-18.7	-9.2	3.4	-4.3
Out.	13.1	0.8	-1.3	-0.8	-8.7	11.6	-52.7	-8.6	-13.1	4.7
Nov.	-27.6	-10.2	-11.7	-0.5	-5.4	7.3	-11.6	-29.5	1.7	-12.4
Dez.	21.0	-15.9	-7.8	-1.3	-3.3	-3.5	21.5	-54.6	11.2	0.3
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	-16.3	-22.2	-11.2	-0.6	-5.6	-4.8	11.8	-53.6	-28.3	-14.7
<b>Taxas de crescimento</b>										
2014	-1.6	-2.2	-5.1	2.2	-6.1	4.5	-	-	0.4	14.6
2015	3.6	-3.1	-4.8	-14.5	-8.6	4.3	-	-	11.6	-2.9
2016	10.9	-2.1	-3.4	-11.5	-5.4	2.0	-	-	6.3	-9.0
2016 T1	11.0	-3.3	-3.5	-15.2	-8.4	2.0	-	-	3.8	-5.9
T2	20.1	-2.3	-2.9	-13.3	-6.8	2.8	-	-	3.6	-2.9
T3	5.3	-2.5	-4.3	-12.2	-6.4	2.7	-	-	1.5	-8.2
T4	10.9	-2.1	-3.4	-11.5	-5.4	2.0	-	-	6.3	-9.0
2016 Ago.	15.4	-2.5	-3.9	-12.3	-6.6	2.8	-	-	1.4	1.1
Set.	5.3	-2.5	-4.3	-12.2	-6.4	2.7	-	-	1.5	-8.2
Out.	-7.2	-2.1	-3.4	-11.8	-6.0	2.8	-	-	4.5	-6.3
Nov.	0.1	-2.1	-3.2	-10.7	-5.9	2.5	-	-	-4.9	-15.6
Dez.	10.9	-2.1	-3.4	-11.5	-5.4	2.0	-	-	6.3	-9.0
2017 Jan. <sup>(p)</sup>	-1.4	-2.0	-3.6	-11.0	-4.8	1.8	-	-	-12.2	-23.8

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
2012	-3.6	-3.4	-0.3	0.0	0.0	-0.6
2013	-3.0	-2.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
2014	-2.6	-2.2	-0.2	0.0	-0.2	0.1
2015	-2.1	-1.9	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2015 T4	-2.1	.	.	.	.	0.3
2016 T1	-1.9	.	.	.	.	0.4
T2	-1.8	.	.	.	.	0.5
T3	-1.7	.	.	.	.	0.5

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

### 6.2 Receita e despesa

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

	Receita						Despesa						
	Total	Receita corrente			Receita de capital	Total	Despesa corrente				Despesa de capital		
		Impostos diretos	Impostos indiretos	Contri- buições sociais líquidas			Remune- rações dos empre- gados	Consumo intermédio	Juros	Paga- mentos com fins sociais			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	46.1	45.6	12.2	12.9	15.4	0.4	49.7	45.2	10.4	5.3	3.0	22.6	4.5
2013	46.7	46.2	12.6	13.0	15.5	0.5	49.7	45.6	10.4	5.3	2.8	23.0	4.1
2014	46.8	46.3	12.5	13.1	15.5	0.5	49.4	45.4	10.3	5.3	2.7	23.0	4.0
2015	46.5	46.0	12.6	13.1	15.3	0.5	48.5	44.7	10.1	5.2	2.4	22.9	3.9
2015 T4	46.5	46.0	12.6	13.1	15.3	0.5	48.5	44.7	10.1	5.2	2.4	22.9	3.9
2016 T1	46.4	45.9	12.6	13.1	15.3	0.5	48.3	44.5	10.1	5.2	2.3	22.9	3.9
T2	46.4	45.9	12.5	13.1	15.4	0.5	48.1	44.3	10.0	5.2	2.3	22.9	3.9
T3	46.4	45.9	12.6	13.1	15.4	0.5	48.1	44.3	10.0	5.2	2.2	22.9	3.8

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	
		Nu- merário e depó- sitos	Empré- stimos	Títulos de dívida	Credores residentes IFM	Credores não resi- dentes	Até 1 ano	Superior a 1 ano	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Euro ou moedas partici- pantes	Outras moedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89.5	3.0	17.6	68.9	45.6	26.3	43.9	11.3	78.1	19.6	31.4	38.4	87.3	2.2
2013	91.3	2.6	17.5	71.2	46.2	26.3	45.1	10.4	80.9	19.5	32.0	39.8	89.3	2.1
2014	92.0	2.7	17.1	72.2	45.1	26.0	46.9	10.0	82.0	18.9	31.9	41.2	89.9	2.1
2015	90.4	2.8	16.2	71.4	45.6	27.5	44.8	9.3	81.1	17.7	31.4	41.3	88.3	2.1
2015 T4	90.4	2.8	16.2	71.4	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 T1	91.3	2.7	16.1	72.4	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	91.2	2.7	16.0	72.6	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	90.1	2.7	15.6	71.8	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.

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

	Variação do rácio da dívida em relação ao PIB <sup>2)</sup>	Défice (+)/excedente (-) primário	Ajustamento défice-dívida								Diferencial juros-crescimento	Por memória: Necessidades de financiamento
			Total	Transações dos principais ativos financeiros					Efeitos de reavaliação e outras variações de volume	Outros		
				Total	Numerário e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida	Ações e outras participações				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	3.4	0.6	0.0	1.0	0.3	0.3	-0.1	0.5	-1.3	0.3	2.7	5.0
2013	1.9	0.2	-0.2	-0.8	-0.5	-0.4	-0.2	0.4	0.2	0.4	1.9	2.6
2014	0.7	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.8	2.5
2015	-1.6	-0.3	-0.9	-0.5	0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.5	1.3
2015 T4	-1.7	-0.3	-0.9	-0.6	0.1	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	1.2
2016 T1	-1.5	-0.4	-0.6	-0.2	0.3	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	-0.3	-0.5	1.4
T2	-0.9	-0.5	0.2	0.4	0.8	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.6	2.0
T3	-1.4	-0.5	-0.5	-0.1	0.2	-0.2	-0.2	0.0	-0.3	-0.1	-0.4	1.5

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

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

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

### 6.5 Títulos de dívida pública <sup>1)</sup>

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

	Serviço da dívida a 1 ano <sup>2)</sup>					Prazo residual médio em anos <sup>3)</sup>	Taxas de rendibilidade nominais médias <sup>4)</sup>						
	Total	Capital		Juros			Saldos				Transações		
		Prazos até 3 meses	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												
2014	15.9	13.8	5.1	2.0	0.5	6.4	3.1	1.5	0.5	3.5	2.7	0.8	1.6
2015	14.8	12.9	4.3	2.0	0.5	6.6	2.9	1.2	0.1	3.3	3.0	0.4	1.2
2016	14.6	12.8	4.7	1.8	0.5	6.7	2.6	1.1	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2015 T4	14.8	12.9	4.3	2.0	0.5	6.6	2.9	1.2	0.1	3.3	3.0	0.4	1.2
2016 T1	15.5	13.6	4.8	1.9	0.5	6.6	2.8	1.2	0.0	3.2	2.8	0.3	1.1
T2	15.3	13.5	5.0	1.8	0.5	6.7	2.7	1.1	-0.1	3.1	2.9	0.3	1.1
T3	14.9	13.1	4.1	1.8	0.5	6.8	2.6	1.2	-0.1	3.1	2.8	0.2	1.2
2016 Ago.	15.0	13.2	4.7	1.8	0.5	6.8	2.7	1.1	-0.1	3.1	2.9	0.3	1.1
Set.	14.9	13.1	4.1	1.8	0.5	6.8	2.6	1.2	-0.1	3.1	2.8	0.2	1.2
Out.	14.9	13.1	3.9	1.8	0.5	6.9	2.6	1.1	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.3
Nov.	14.9	13.1	4.5	1.8	0.5	6.9	2.6	1.1	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.3
Dez.	14.6	12.8	4.7	1.8	0.5	6.9	2.6	1.1	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2017 Jan.	14.8	13.0	5.0	1.8	0.5	6.9	2.6	1.1	-0.1	3.0	2.9	0.2	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) Saldos em fim de período; transações como média de 12 meses.



## 6 Evolução orçamental

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

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

	Bélgica	Alemanha	Estónia	Irlanda	Grécia	Espanha	França	Itália	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Défice (-)/excedente (+) público</b>									
2012	-4.2	0.0	-0.3	-8.0	-8.8	-10.5	-4.8	-2.9	-5.8
2013	-3.0	-0.2	-0.2	-5.7	-13.2	-7.0	-4.0	-2.7	-4.9
2014	-3.1	0.3	0.7	-3.7	-3.6	-6.0	-4.0	-3.0	-8.8
2015	-2.5	0.7	0.1	-1.9	-7.5	-5.1	-3.5	-2.6	-1.1
2015 T4	-2.5	0.7	0.1	-1.9	-7.5	-5.1	-3.5	-2.6	-1.1
2016 T1	-2.6	0.8	0.7	-1.5	-6.3	-5.1	-3.3	-2.5	-0.2
T2	-2.8	0.8	0.8	-1.4	-5.2	-5.3	-3.1	-2.3	-1.2
T3	-3.2	0.6	0.6	-1.8	-3.2	-4.8	-3.2	-2.3	-0.9
<b>Dívida pública</b>									
2012	104.1	79.9	9.7	119.5	159.6	85.7	89.5	123.3	79.3
2013	105.4	77.5	10.2	119.5	177.4	95.4	92.3	129.0	102.2
2014	106.5	74.9	10.7	105.2	179.7	100.4	95.3	131.9	107.1
2015	105.8	71.2	10.1	78.6	177.4	99.8	96.2	132.3	107.5
2015 T4	106.0	71.2	10.1	78.6	177.4	99.3	96.2	132.3	108.9
2016 T1	109.1	70.9	9.9	80.0	176.4	101.1	97.5	135.0	107.9
T2	109.6	70.2	9.7	77.7	179.8	101.0	98.3	135.5	107.6
T3	108.8	69.4	9.6	77.1	176.9	100.3	97.5	132.7	110.6

	Letónia	Lituânia	Luxemburgo	Malta	Países Baixos	Áustria	Portugal	Eslovénia	Eslováquia	Finlândia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
<b>Défice (-)/excedente (+) público</b>										
2012	-0.8	-3.1	0.3	-3.6	-3.9	-2.2	-5.7	-4.1	-4.3	-2.2
2013	-0.9	-2.6	1.0	-2.6	-2.4	-1.4	-4.8	-15.0	-2.7	-2.6
2014	-1.6	-0.7	1.5	-2.1	-2.3	-2.7	-7.2	-5.0	-2.7	-3.2
2015	-1.3	-0.2	1.6	-1.4	-1.9	-1.0	-4.4	-2.7	-2.7	-2.8
2015 T4	-1.3	-0.2	1.6	-1.4	-1.9	-1.0	-4.4	-2.7	-2.7	-2.8
2016 T1	-1.0	-0.1	1.6	-0.2	-1.6	-0.8	-3.8	-2.5	-2.6	-2.0
T2	-0.7	0.4	1.5	0.4	-0.8	-1.0	-3.5	-1.7	-2.5	-2.2
T3	-0.2	0.3	1.5	0.6	-0.3	-0.4	-3.6	-1.5	-2.3	-2.1
<b>Dívida pública</b>										
2012	41.3	39.8	21.8	67.6	66.4	82.0	126.2	53.9	52.2	53.9
2013	39.0	38.7	23.5	68.4	67.7	81.3	129.0	71.0	54.7	56.5
2014	40.7	40.5	22.7	67.0	67.9	84.4	130.6	80.9	53.6	60.2
2015	36.3	42.7	22.1	64.0	65.1	85.5	129.0	83.1	52.5	63.6
2015 T4	36.3	42.7	22.1	64.0	65.1	85.5	129.0	83.1	52.9	63.6
2016 T1	36.1	40.0	22.4	62.1	64.8	86.5	128.9	83.6	51.8	64.2
T2	38.8	40.1	22.0	61.4	63.7	86.7	131.7	82.4	52.9	61.6
T3	37.9	41.3	21.5	60.4	61.9	84.4	133.4	82.6	52.7	61.6

Fonte: Eurostat.

© Banco Central Europeu, 2016

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

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

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

A data de fecho das estatísticas incluídas nesta publicação foi 9 de março de 2017.

ISSN 2363-3530 (*online*)  
N.º de catálogo da UE QB-BP-17-002-PT-N (*online*)

Execução Gráfica Casa d'Imagem