



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 4 / 2017



Índice

Evolução económica e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	5
2 Evolução financeira	11
3 Atividade económica	16
4 Preços e custos	22
5 Moeda e crédito	27
6 Evolução orçamental	34
Caixas	37
1 Evolução recente dos riscos a nível mundial – uma avaliação	37
2 Programa de compra de ativos do setor empresarial do BCE: implementação e impacto	41
3 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 25 de janeiro a 2 de maio de 2017	48
4 Evolução recente da balança corrente da área do euro	53
5 Endividamento do setor privado e desalavancagem nos países da área do euro	58
6 Que setores venderam os títulos de dívida pública adquiridos pelo Eurosistema?	64
7 Recomendações específicas por país em matéria de política orçamental emitidas no âmbito do Semestre Europeu de 2017	69
8 O pacto orçamental: a avaliação da Comissão e o rumo a seguir	73
Estatísticas	E1

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Na sua reunião de política monetária de 8 de junho de 2017, o Conselho do BCE concluiu que é ainda necessário um grau muito substancial de acomodação monetária para que as pressões inflacionistas subjacentes se acumulem e apoiem a inflação global a médio prazo. A informação disponibilizada desde a anterior reunião de política monetária no final de abril confirma um maior dinamismo na economia da área do euro, cuja expansão se prevê ocorrer a um ritmo ligeiramente mais rápido do que anteriormente previsto. O Conselho do BCE considera que os riscos para as perspetivas de crescimento estão agora globalmente equilibrados. Neste contexto, é cada vez mais improvável que os cenários muito adversos para as perspetivas de estabilidade de preços se concretizem, em particular dado que os riscos de deflação desapareceram em larga medida. Por conseguinte, o Conselho do BCE decidiu retirar a referência a novos cortes das taxas de juro da sua orientação futura de política monetária. Ao mesmo tempo, a expansão económica ainda não se traduziu numa dinâmica mais forte da inflação. Até ao momento, as medidas da inflação subjacente continuam moderadas e ainda não apresentaram uma tendência ascendente convincente. Assim, o grau bastante substancial de acomodação monetária permanece apropriado.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 8 de junho de 2017

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. Isto é evidente na continuação das taxas de juro bancárias bastante baixas. Da mesma forma, a transmissão das medidas de política monetária adotadas desde junho de 2014 continua a apoiar significativamente as condições de financiamento às empresas e famílias, o acesso ao financiamento, nomeadamente a pequenas e médias empresas e, por conseguinte, os fluxos de crédito em toda a área do euro. O agregado monetário largo continua a expandir-se a um ritmo robusto, e prossegue a recuperação do crescimento dos empréstimos ao setor privado observada desde o início de 2014.

A atual expansão económica na área do euro é cada vez mais resiliente, tendo aumentado nos diversos setores e países. O PIB real da área do euro cresceu 0.6% em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2017, o que compara com 0.5% no último trimestre de 2016. Os indicadores de curto prazo, como por exemplo os inquéritos, continuam a apontar para um dinamismo robusto do crescimento no curto prazo. A repercussão das medidas de política monetária do BCE também facilitou o processo de desalavancagem e deverá continuar a apoiar a procura interna. Em particular, a recuperação do investimento continua a beneficiar

das condições de financiamento muito favoráveis e de melhorias na rentabilidade das empresas. Progressos em termos de emprego, que também beneficiam de anteriores reformas do mercado de trabalho, estão a apoiar o rendimento disponível real e o consumo privado.

A atividade da área do euro é apoiada adicionalmente por uma recuperação mundial sustentada. O crescimento do comércio mundial aumentou de forma significativa nos últimos meses, beneficiando, entre outros fatores, das recuperações nas economias de mercado emergentes. Contudo, as perspetivas de crescimento económico da área do euro continuam a ser atenuadas por um ritmo lento de implementação de reformas estruturais, em particular nos mercados do produto e por necessidades remanescentes de ajustamento dos balanços em vários setores, não obstante as melhorias em curso.

As projeções macroeconómicas de junho de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, finalizadas no final de maio, que dependem da plena implementação de todas as medidas de política monetária do BCE, preveem que o PIB real anual aumente 1.9% em 2017, 1.8% em 2018 e 1.7% em 2019. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento do PIB real foram revistas em alta ao longo do horizonte de projeção. Considera-se que os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro sejam globalmente equilibrados. Por um lado, o atual dinamismo cíclico positivo aumenta as hipóteses de uma recuperação económica mais forte do que o previsto. Por outro lado, os riscos descendentes relacionados com fatores predominantemente mundiais continuam a existir.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro foi de 1.4% em maio, face a 1.9% em abril e 1.5% em março. Tal como esperado, a volatilidade recente das taxas de inflação ficou a dever-se sobretudo aos preços dos produtos energéticos e a aumentos temporários dos preços dos serviços durante o período da Páscoa. Após a queda recente dos preços do petróleo, a inflação global a nível mundial estabilizou. A prazo, com base nos preços atuais dos futuros do petróleo, a inflação global na área do euro deverá permanecer em torno dos níveis recentes nos próximos meses.

As medidas de inflação subjacente mantiveram-se baixas e ainda não mostraram sinais convincentes de uma recuperação, uma vez que os recursos não utilizados ainda pesam sobre a formação dos preços internos e dos salários. Espera-se que a inflação subjacente aumente apenas de forma gradual a médio prazo, apoiada pelas medidas de política monetária do BCE, pela continuação da expansão económica e pela correspondente absorção gradual da margem disponível da economia.

As projeções macroeconómicas de junho de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.5% em 2017, 1.3% em 2018 e 1.6% em 2019. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas em baixa, sobretudo em reflexo dos preços mais baixos do petróleo.

O défice orçamental da área do euro deverá registar uma nova queda ao longo do horizonte de projeção (2017-2019), devido principalmente à melhoria das condições cíclicas e à redução dos pagamentos de juros. Espera-se que a orientação orçamental agregada da área do euro seja globalmente neutra ao longo do período 2017-2019. O rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro, embora ainda elevado, deverá continuar a descer. Países com elevados níveis de dívida pública beneficiariam de esforços de consolidação adicionais para colocar os respetivos rácios da dívida em relação ao PIB numa trajetória descendente firme.

Decisões de política monetária

Com base nas análises económica e monetária regulares, o Conselho do BCE confirmou a necessidade de continuação de um grau bastante substancial de acomodação monetária para garantir um regresso sustentado das taxas de inflação para níveis abaixo, mas próximo, de 2%. O Conselho do BCE decidiu manter inalteradas as taxas de juro diretoras do BCE e espera que estas permaneçam nos níveis atuais por um período de tempo alargado, muito para além do horizonte das compras líquidas de ativos. No que respeita às medidas de política monetária não convencionais, o Conselho do BCE confirmou que as compras líquidas de ativos no âmbito do programa de compra de ativos (APP), ao ritmo mensal atual de €60 mil milhões, deverão decorrer até ao final de dezembro de 2017, ou mais tarde, se necessário, e em todo o caso até que o Conselho do BCE considere que se verifique um ajustamento sustentado da trajetória da inflação consistente com o seu objetivo para a inflação. As compras 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. Além disso, o Conselho do BCE confirmou que se as perspetivas se tornarem menos favoráveis, ou se as condições financeiras se tornarem inconsistentes com um maior progresso no sentido de um ajustamento sustentado da trajetória da inflação, o Conselho estaria pronto a alargar o APP em termos da sua dimensão e/ou duração.

Apesar da diminuição temporária do crescimento do PIB mundial no primeiro trimestre de 2017, o crescimento da atividade a nível mundial manteve-se sustentado nos primeiros meses do ano. O dinamismo do comércio mundial melhorou significativamente, impulsionado sobretudo por um aumento no comércio com economias de mercado emergentes. A inflação global a nível mundial estabilizou nos últimos meses, à medida que o efeito dos anteriores aumentos nos preços das matérias-primas diminuiu. Contudo, os preços do petróleo diminuiram nas últimas semanas, o que deverá atenuar as taxas de inflação a nível mundial no curto prazo.

Atividade económica e comércio a nível mundial

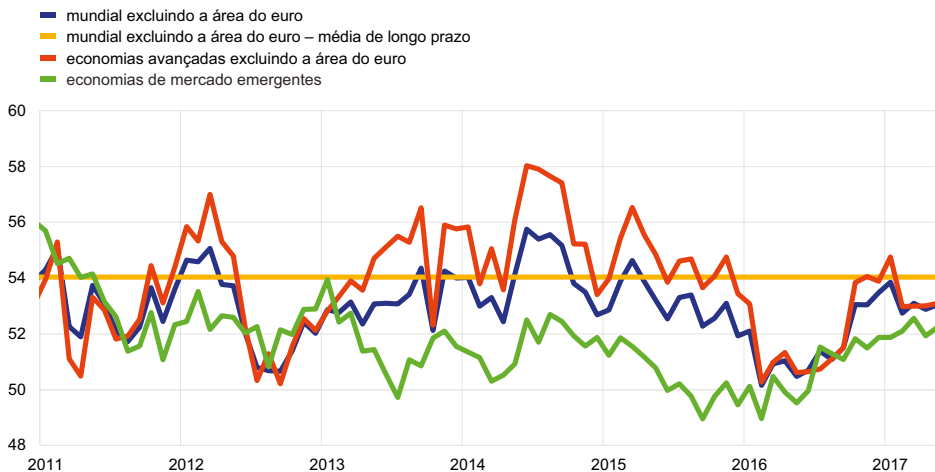
Apesar da diminuição temporária do crescimento do PIB mundial no primeiro trimestre de 2017, o crescimento da atividade a nível mundial permaneceu sustentado no início do ano. Nos Estados Unidos, o crescimento do PIB caiu para 0.3% em termos trimestrais em cadeia, refletindo sobretudo despesas de consumo mais fracas e uma redução substancial das despesas em investimento em existências. No Reino Unido, o crescimento do PIB também registou uma descida, uma vez que a inflação mais elevada no seguimento da depreciação da libra esterlina reduziu os rendimentos reais e a despesa das famílias. Na China, a diminuição do crescimento do PIB para 1.3% em termos trimestrais em cadeia diferiu ligeiramente de indicadores de curto prazo mais positivos. Ao invés, o crescimento do PIB recuperou significativamente na Rússia e no Brasil, à medida que saíram da recessão, tendo-se registado uma recuperação do crescimento da atividade económica na Índia, no contexto do desvanecimento dos efeitos da desmonetização.

Indicadores de inquéritos sugerem uma recuperação do crescimento mundial no curto prazo. Excluindo a área do euro, o Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito permaneceu globalmente inalterado em maio, ligeiramente abaixo do nível médio de longo prazo e sinalizando a continuação de uma expansão moderada na atividade a nível mundial (Gráfico 1). Os inquéritos de sentimento têm sido positivos, com a confiança dos consumidores nos países da OCDE a aumentar para níveis observados antes da crise e a confiança das empresas também a apresentar melhorias.

Gráfico 1

IGC mundial compósito do produto

(índice de difusão)



Fontes: Haver Analytics e cálculos de especialistas do BCE.

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

Os mercados financeiros estão em linha com expectativas de uma melhoria do crescimento mundial no curto prazo.

Após um aumento acentuado no seguimento da eleição nos Estados Unidos, os mercados acionistas mundiais e as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo diminuíram em abril e no início de maio, no contexto de dúvidas por parte dos investidores quanto à capacidade da nova administração nos Estados Unidos de cumprir as promessas em termos de política. No entanto, os mercados mundiais recuperaram acentuadamente após a eleição presidencial em França. Em termos globais, os mercados financeiros têm sido globalmente resilientes e a aversão ao risco tem sido baixa. As condições financeiras nas economias de mercado emergentes (EME) também estão a beneficiar de expectativas de perspectivas de crescimento mais positivas a nível mundial e os fluxos de capital para as EME registaram uma recuperação.

As políticas monetárias permanecem acomodáticas. Embora se espere que outros bancos centrais importantes mantenham a respetiva orientação acomodática, os mercados continuam a prever que a restritividade monetária seja muito gradual nos Estados Unidos. Na China, as condições financeiras tornaram-se mais restritivas, uma vez que o banco central da China aumentou as taxas interbancárias num esforço para conter o crédito de maior risco por parte de bancos e instituições não bancárias de pequenas dimensões. Contudo, as taxas ativas bancárias de referência das sociedades não financeiras permaneceram inalteradas, o que sugere um impacto modesto sobre a economia geral até à data.

Em termos prospetivos, após uma recuperação no curto prazo, espera-se que a atividade económica mundial registre uma aceleração gradual.

As perspetivas para as economias avançadas incluem uma expansão modesta, suportada pela continuação do apoio da política monetária e orçamental, à medida que a recuperação cíclica continua e os desvios do produto se estreitam gradualmente.

Nas EME, as perspetivas são suportadas por um crescimento resiliente na China e na Índia, enquanto a atividade deverá registar um fortalecimento nos exportadores de matérias-primas. A recuperação destas economias é o principal fator impulsionador do aumento projetado para o crescimento do PIB mundial nos próximos dois anos. No entanto, o ritmo de expansão mundial permanecerá abaixo das taxas anteriores à crise, em linha com as estimativas que sugerem que o potencial de crescimento diminuiu na maioria das economias avançadas e emergentes nos últimos anos.

Nos Estados Unidos, a atividade deverá registar um fortalecimento. Após um primeiro trimestre fraco, espera-se uma forte recuperação no resto do ano, uma vez que o sentimento empresarial e dos consumidores permanece elevado e a melhoria das condições no mercado de trabalho reflete-se gradualmente num maior crescimento dos salários. Espera-se igualmente que uma forte recuperação do investimento no setor energético apoie a economia.

No Reino Unido, espera-se que o crescimento do PIB real permaneça relativamente moderado no curto prazo. Embora seja provável que a depreciação da libra esterlina apoie as exportações, espera-se que o aumento da inflação afete os rendimentos das famílias e o consumo privado. Prevê-se que a incerteza acrescida acerca dos acordos comerciais futuros do Reino Unido afete o investimento.

No Japão, espera-se que as políticas acomodáticas continuem a suportar a expansão. Prevê-se que a política monetária acomodática, condições financeiras menos restritivas e o programa de estímulo orçamental apoiem a procura interna, enquanto as exportações deverão registar uma recuperação gradual, à medida que a procura externa melhora. No entanto, apesar de uma criação de emprego robusta, os aumentos salariais permaneceram modestos, atenuando o consumo privado.

Na China, espera-se que a atividade continue a registar uma expansão a um ritmo robusto, apoiada por um consumo resiliente e o dinamismo do mercado da habitação. Contudo, uma maior atenção à contenção dos riscos para a estabilidade financeira conduziu a um aumento da restritividade das condições financeiras desde o final de 2016. No médio prazo, prevê-se que o crescimento mantenha uma tendência gradual em sentido descendente, consistente com o desejo das autoridades de reequilibrar a economia.

Espera-se que os países da Europa Central e de Leste beneficiem de um forte consumo e investimento, este último apoiado por fundos estruturais da UE. Embora se espere que a inflação aumente gradualmente, refletindo o desvanecimento dos efeitos de quedas dos preços dos produtos energéticos, prevê-se igualmente que o rendimento disponível real registe um fortalecimento, à medida que aumenta a restritividade do mercado de trabalho e as pressões salariais.

Espera-se que os grandes exportadores de matérias-primas continuem a respetiva recuperação após terem registado recessões profundas. Na Rússia, espera-se que a recuperação observada no preço do petróleo desde o ano passado, associada a uma política monetária mais acomodática, apoie o crescimento,

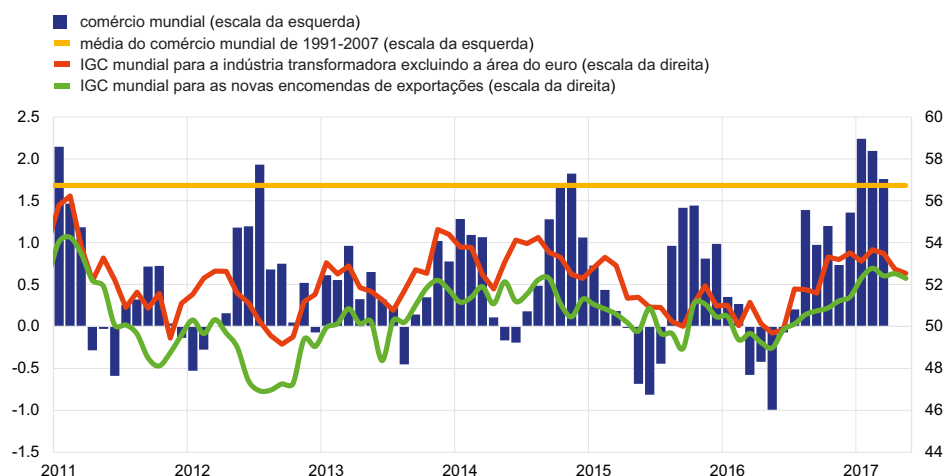
embora a procura interna permaneça frágil, num contexto de elevada incerteza, salários reais baixos e uma confiança enfraquecida. Prevê-se que a estabilização da confiança das empresas, a melhoria dos termos de troca e a menor restritividade das condições financeiras beneficiem a atividade no Brasil. Simultaneamente, incertezas políticas recorrentes e as necessidades de consolidação orçamental continuam a afetar as perspetivas de médio prazo.

O dinamismo do comércio mundial melhorou significativamente no final do ano passado e no início de 2017. O volume das importações mundiais de bens aumentou 1.8% em termos trimestrais em cadeia no primeiro trimestre de 2017 (Gráfico 2). A recuperação do comércio mundial durante o segundo semestre de 2016 e o início de 2017 foi principalmente impulsionada por uma melhoria nas EME, tendo o comércio nos países emergentes da Ásia beneficiado do investimento chinês, no seguimento de um estímulo em termos de políticas. Os indicadores avançados apontam para a continuação de perspetivas de comércio robustas no curto prazo, com o IGC mundial para novas encomendas de exportações a situar-se em 52.3 em maio. Em termos mais prospetivos, embora as perspetivas se encontrem sujeitas a alguma incerteza resultante da retórica da nova administração dos EUA relativamente às políticas comerciais, espera-se que o comércio mundial se expanda globalmente em linha com a atividade a nível mundial.

Gráfico 2

Comércio mundial de bens

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



Fontes: Markit, CPB e cálculos do BCE.

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

Em termos gerais, o crescimento mundial deverá aumentar de forma gradual no período de 2017 a 2019. De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento do PIB real mundial excluindo a área do euro acelerará de 3.2% 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 1.3% em 2016 para 3.7% em 2017, seguido de um crescimento de 3.4% em 2018 e 3.5% em 2019. Em comparação com as projeções de março de 2017, a projeção para o crescimento do PIB mundial permanece

globalmente inalterada, enquanto o crescimento da procura externa da área do euro foi revisto em alta para 2017, o que reflete melhores dados sobre as importações na viragem do ano.

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

Do lado ascendente, existe a possibilidade de que a melhoria do sentimento – como evidenciado pelos inquéritos e os mercados financeiros – resulte numa retoma mais rápida do que o esperado da atividade e do comércio no curto prazo. Os principais riscos no sentido descendente incluem um aumento do protecionismo comercial; um aumento desordenado da restritividade das condições financeiras mundiais, que poderia, em particular, afetar EME vulneráveis; possíveis perturbações associadas ao processo de reforma e liberalização da China; e o potencial para criar volatilidade, resultante de incertezas políticas e geopolíticas, incluindo as relacionadas com as negociações sobre as relações futuras entre o Reino Unido e a União Europeia. A Caixa 1 analisa a evolução dos riscos mundiais no último ano.

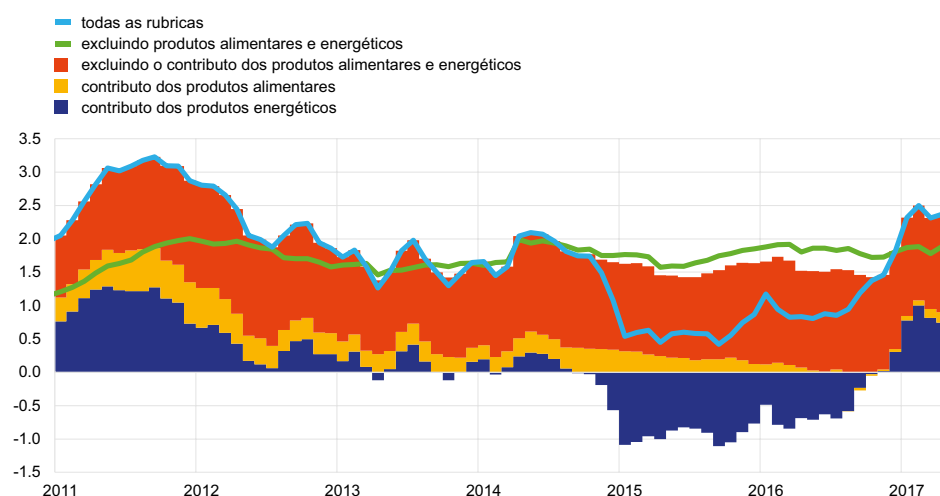
Evolução dos preços a nível mundial

A inflação mundial dos preços no consumidor estabilizou, à medida que o efeito de anteriores aumentos dos preços das matérias-primas começa a diminuir. A inflação homóloga dos preços no consumidor nos países da OCDE aumentou para 2.4% em abril, face a 2.3% em março. Excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, a inflação homóloga nos países da OCDE aumentou ligeiramente em abril, situando-se em 1.9% (ver Gráfico 3).

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

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



Fonte: OCDE.

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

Os preços das matérias-primas caíram recentemente. Os preços do petróleo bruto Brent flutuaram num intervalo entre USD 48 e USD 56 por barril desde o início de março. As flutuações dos preços refletem alterações nas preocupações dos participantes no mercado quanto à probabilidade de êxito da estratégia dos países pertencentes à OPEP no sentido de limitar a produção, no contexto de existências petrolíferas ainda elevadas e do aumento da produção de óleo de xisto nos Estados Unidos. Em termos globais, os mercados antecipavam um prolongamento por nove meses do corte na produção, acordado pelos países pertencentes à OPEP e 11 países que não pertencem à OPEP em 25 de maio de 2017, tendo refletido este prolongamento antes da reunião. As expectativas de alguns países participantes no que se refere à conclusão de um acordo sobre um corte ainda mais significativo ou prolongado não se concretizaram, o que resultou num novo corte dos preços, de cerca de 6% em dólares dos Estados Unidos, na sequência da reunião. Em termos prospetivos, a curva de futuros sinaliza que os preços do petróleo permanecerão globalmente inalterados nos próximos três anos. Os preços das matérias-primas não petrolíferas diminuíram cerca de 8% desde o início de março.

Em termos prospetivos, após uma ligeira moderação no curto prazo, esperase que a inflação mundial aumente lentamente. A recente descida dos preços do petróleo e de outras matérias-primas deverá atenuar as taxas de inflação no curto prazo. De seguida, espera-se que a capacidade produtiva disponível, que está a diminuir lentamente a nível mundial, apoie a inflação subjacente, enquanto a atual curva de futuros do petróleo prevê preços do petróleo muito estáveis no horizonte de projeção, apontando para um contributo muito limitado dos preços dos produtos energéticos para a inflação.

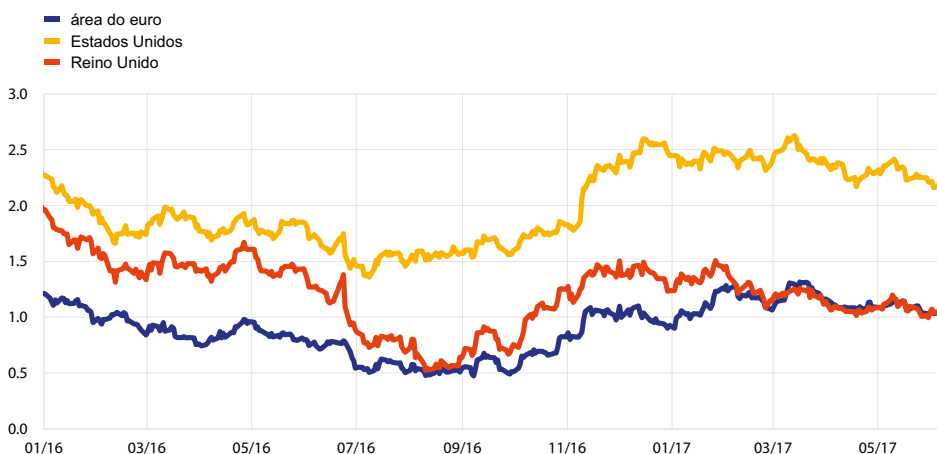
Desde a reunião de política monetária do Conselho do BCE em março, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro diminuíram ligeiramente com alguma volatilidade entre períodos. Os diferenciais das obrigações das empresas desceram marginalmente, mas mantiveram-se abaixo dos níveis registados no início de março de 2016, quando foi anunciado o programa de compra de ativos do setor empresarial (corporate sector purchase programme - CSPP). No geral, os preços das ações aumentaram mais na área do euro do que nas outras principais áreas económicas. O valor do euro apreciou-se em termos ponderados pelo comércio.

As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo na área do euro diminuíram, em geral, ligeiramente desde o início de março. Ao longo do período em análise, entre 9 de março e 7 de junho de 2017, a taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* da área do euro a dez anos registou uma descida de cerca de 10 pontos base para 0.55%, enquanto a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro a 10 anos ponderada pelo PIB teve uma redução de cerca de 25 pontos base para um nível ligeiramente superior a 1% (ver Gráfico 4). Esta redução levou a uma interrupção do período de taxas de rendibilidade nominais crescentes que ocorria na área do euro, embora com algumas oscilações, desde o início de outubro de 2016. Nos Estados Unidos, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo desceram mais do que na área do euro, mas de um nível mais elevado, reduzindo-se cerca de 45 pontos base para 2.2%. A ligeira descida das taxas de juro de longo prazo da área do euro desde o início de março decorreu num contexto de alguns episódios de volatilidade causados por vários fatores. As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo da área do euro aumentaram, na sequência da Reunião do Conselho do BCE de março, mas no final de março tinham diminuído, em parte devido às perceções do mercado de maior incerteza política no período que antecedeu a primeira ronda das eleições presidenciais francesas. Contudo, ao longo de abril, as taxas de rendibilidade começaram de novo a subir, no contexto de uma redução da incerteza política e de divulgações de dados positivos para a economia da área do euro. No restante período em análise, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo da área do euro registaram ligeiras descidas, devido a alguma moderação das expectativas de inflação mundiais e surpresas económicas mais negativas no estrangeiro.

Gráfico 4

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

(percentagens por ano)



Fontes: Bloomberg e BCE.

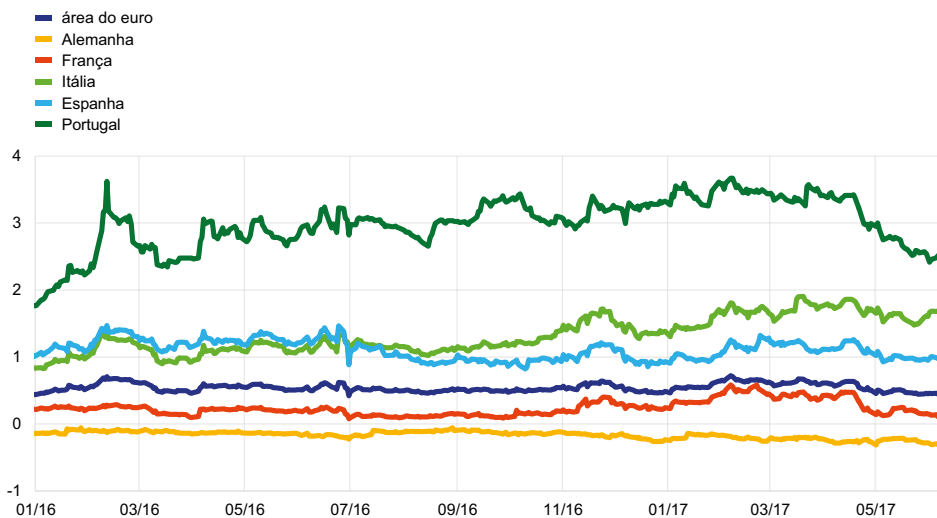
Notas: Para a área do euro, é apresentada a média ponderada pelo PIB das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos na área do euro. A última observação refere-se a 7 de junho de 2017.

As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas diminuíram acentuadamente em alguns países, devido principalmente à decrescente incerteza política desde o final de abril, bem como à melhoria das perspetivas económicas. Nos vários países, as descidas oscilaram entre alguns pontos base até cerca de 120 pontos na Grécia e em Portugal. Os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas face aos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* diminuíram, no geral, principalmente desde a segunda metade de abril (ver Gráfico 5).

Gráfico 5

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

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

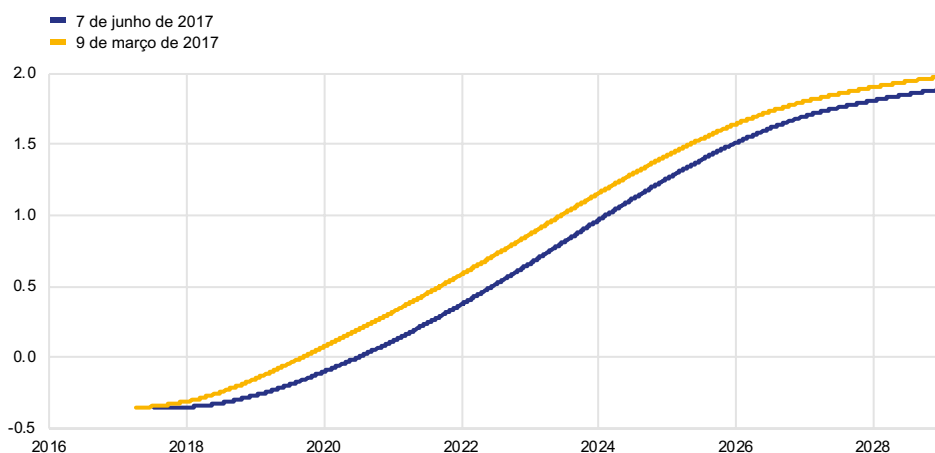
Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas. Para a área do euro, é indicada a média ponderada pelo PIB das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos. A observação mais recente refere-se a 7 de junho de 2017.

A curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) deslocou-se em sentido descendente, ligeiramente mais de 10 pontos base, em média, em todos os prazos desde o início de março (ver Gráfico 6). Um movimento ascendente inicial da curva até meados de março foi mais do que compensado no restante período em análise. Em termos gerais, a curva a prazo da EONIA deslocou-se em sentido descendente, em média, 13 pontos base, com uma queda de cerca de 20 pontos base para os prazos entre aproximadamente três e cinco anos. Pelo contrário, as taxas a prazo desceram de forma muito marginal nos prazos até dois anos. A configuração da curva em 7 de junho sugere que os participantes de mercado continuam a esperar um período prolongado de taxas EONIA negativas até meados de 2020, não sendo refletidos novos cortes na taxa da facilidade permanente de depósito.

Gráfico 6

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

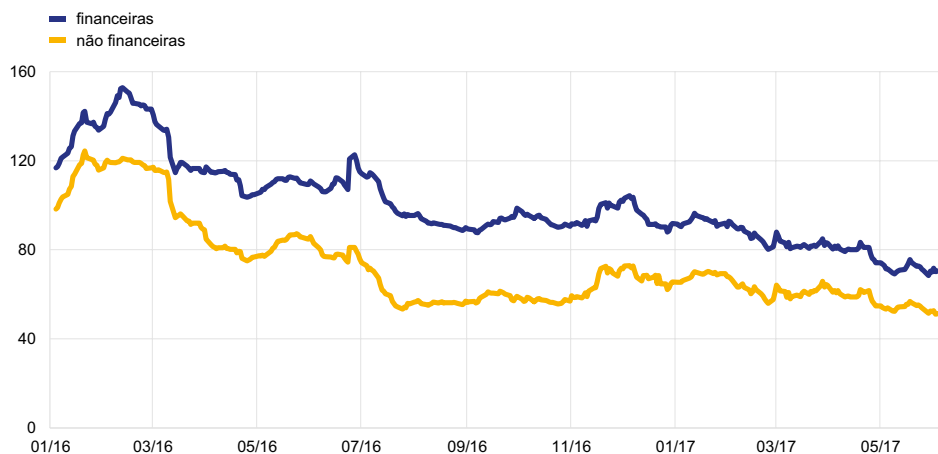
A EONIA oscilou em torno de -35 pontos base no período em análise. Atingiu um mínimo histórico de 37.3 pontos base em 5 de junho, num contexto de volumes transacionados moderados, devido aos feriados nacionais em vários países. A liquidez excedentária aumentou mais de €305 mil milhões para cerca de €1670 mil milhões. Este aumento deveu-se quer à última operação de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) direcionada, quer às compras ao abrigo do programa de compra de ativos alargado. As condições de liquidez são discutidas em maior pormenor na Caixa 3.

Os diferenciais das obrigações emitidas por sociedades não financeiras (SNF) diminuíram marginalmente ao longo do período em análise (ver Gráfico 7). Em 7 de junho, os diferenciais das obrigações das SNF com categoria de investimento (para as classes de notação AA, A e BBB) situaram-se, em média, 9 pontos base abaixo do nível registado no início de março e cerca de 30 pontos base abaixo dos seus níveis em março de 2016, quando o Conselho do BCE anunciou o lançamento do CSPP. Os diferenciais face às SNF sem categoria de investimento e à dívida do setor financeiro (que não é elegível para compras ao abrigo do CSPP) desceram também ao longo do período em análise, respetivamente 26 e 5 pontos base.

Gráfico 7

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 7 de junho de 2017.

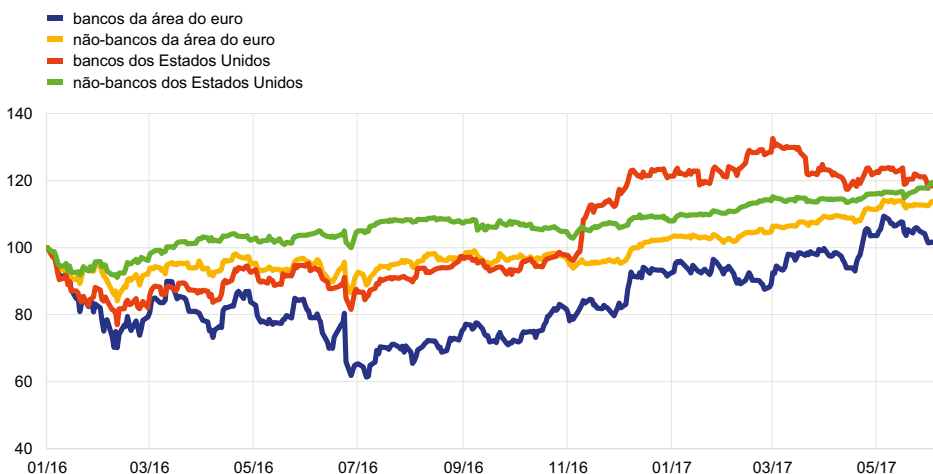
Os preços das ações na área do euro aumentaram desde o início de março (ver Gráfico 8), continuando assim uma tendência que se tem verificado desde meados de 2016. No final do período em análise, os preços das ações das SNF

da área do euro situaram-se cerca de 7.5% acima do nível registado no início do período, enquanto para as sociedades financeiras os preços aumentaram 5.5%. Após os recentes desenvolvimentos positivos nos mercados acionistas da área do euro, os preços das ações dos bancos situam-se agora, globalmente, cerca de 65% acima dos mínimos registados na sequência do referendo no Reino Unido sobre a permanência na UE, em junho de 2016 (ver Gráfico 8). Como no caso das obrigações, a incerteza política afetou também a evolução nos mercados acionistas da área do euro, que oscilaram principalmente antes do resultado da primeira ronda das eleições presidenciais francesas, mas subiram depois significativamente. Desde o início de março, os preços das ações das SNF subiram também nos Estados Unidos, Reino Unido e Japão, mas em menor escala do que na área do euro. Os preços das ações das sociedades financeiras nestes três países tiveram um desempenho ainda mais aquém do esperado face à área do euro do que no caso das SNF. As expectativas de mercado quanto à volatilidade dos preços das ações aumentaram significativamente antes das eleições presidenciais francesas para cerca de 23%, mas regressaram depois a níveis ligeiramente inferiores aos prevalecentes no início de março, ou seja, cerca de 13%. Nos Estados Unidos, as expectativas de volatilidade dos preços das ações diminuíram, de um modo geral, para um nível inferior a 9%.

Gráfico 8

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

(1 de janeiro de 2016 = 100)



Fontes: Thomson Reuters, índices iBoxx e cálculos do BCE.

Nota: A última observação refere-se a 7 de junho de 2017.

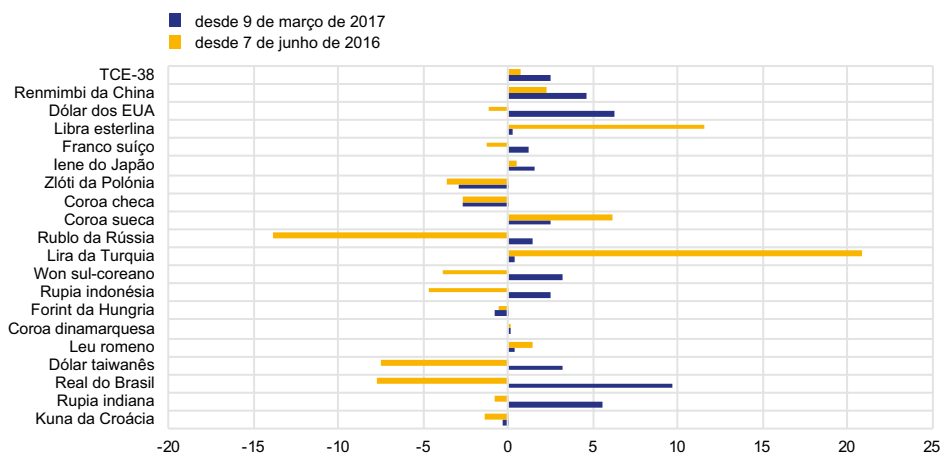
Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação de 2.5% em termos ponderados pelo comércio desde o início de março (ver Gráfico 9). Em

particular, o euro apreciou-se face à maioria das outras principais moedas, refletindo surpresas positivas para a economia da área do euro. Em termos bilaterais, desde 9 de março, o euro fortaleceu-se 6.3% face ao dólar dos Estados Unidos, 4.6% face ao renminbi da China, 1.5% face ao iene do Japão e 1.3% face ao franco suíço. O euro apreciou-se face às moedas da maioria dos países emergentes e face às moedas dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, exceto as moedas de alguns Estados-Membros da Europa central e de leste, incluindo a coroa checa, o zloti da Polónia e o forint da Hungria, face às quais enfraqueceu.

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(percentagens)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-38 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas prevalecentes em 7 de junho de 2017.

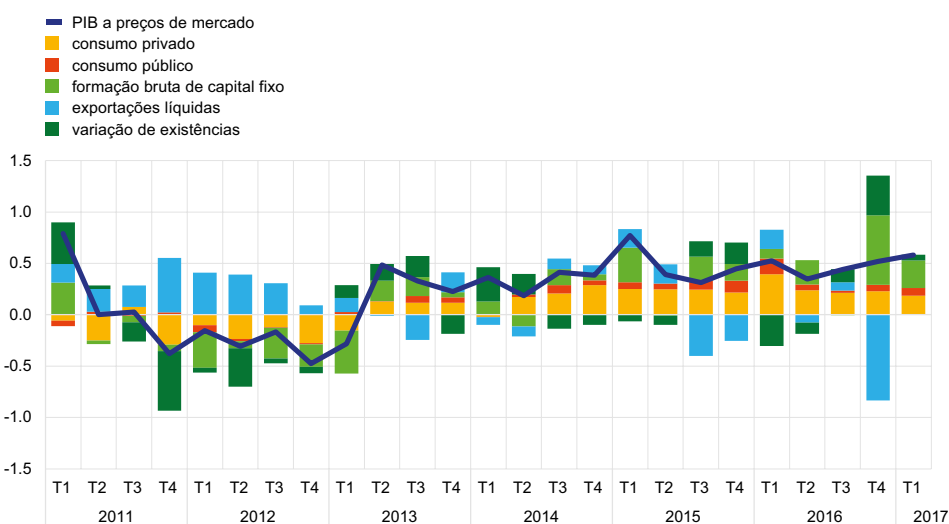
A atual expansão económica mostra-se cada vez mais resiliente, alastrando-se entre setores e países. O crescimento da área do euro é apoiado sobretudo pela procura interna, embora fatores favoráveis resultantes da conjuntura externa tenham dado um crescente apoio às perspectivas. Os indicadores de curto prazo, como, por exemplo, os inquéritos, confirmam um dinamismo robusto do crescimento no curto prazo. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, as projeções macroeconómicas de junho de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema foram revistas em alta e apontam para um crescimento do PIB real de 1.9% em 2017, 1.8% em 2018 e 1.7% em 2019.

A expansão económica da área do euro acelerou e é suportada sobretudo pela procura interna. O PIB real aumentou 0.6%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2017, após um crescimento de 0.5% no trimestre anterior (Gráfico 10). A economia da área do euro já se expandiu durante quatro anos consecutivos e o crescimento tornou-se progressivamente mais resiliente à medida que se alastrou entre setores e países. A procura interna continuou a ser o motor do crescimento no primeiro trimestre de 2017 e a variação de existências deu um contributo positivo, enquanto o comércio líquido deu um contributo neutro. No lado da produção, a atividade económica foi suportada sobretudo pelo crescimento robusto dos setores da construção e dos serviços, enquanto o valor acrescentado na indústria (excluindo a construção) cresceu a um ritmo mais lento.

Gráfico 10

PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fonte: Eurostat.

Notas: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2017. Os amplos movimentos na formação bruta de capital fixo e nas exportações líquidas no quarto trimestre de 2016 refletiram, em larga medida, a transação de ativos por um pequeno número de grandes operadores económicos na Irlanda.

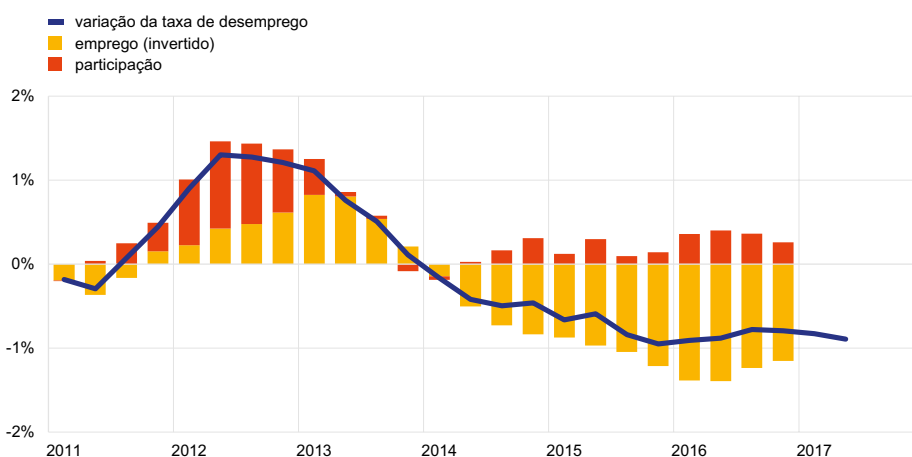
A retoma é particularmente visível nos mercados de trabalho da área do euro, embora se observe ainda uma folga considerável. O crescimento do emprego

na área do euro prosseguiu no quarto trimestre de 2016 e, consequentemente, o emprego situou-se 1.2% acima do nível registado um ano antes. Os dados de inquéritos disponíveis até maio sugerem novas melhorias nas condições dos mercados de trabalho. O emprego na área do euro continuou a diminuir em 2017, depois de atingir um pico no início de 2013. Em abril, a taxa de desemprego situava-se em 9.3%, o valor mais baixo desde março de 2009. A tendência global de descida das taxas de desemprego prosseguiu, não obstante aumentos contínuos na participação no mercado de trabalho da área do euro (ver Gráfico 11), a qual foi impulsionada em particular pela maior participação por parte dos trabalhadores de idade mais avançada. Acresce que as medidas mais amplas de desemprego sugerem uma folga ainda elevada nos mercados de trabalho da área do euro, embora o desvio entre a taxa de desemprego global e as medidas mais amplas se tenha estreitado recentemente devido a descidas modestas no número de trabalhadores desencorajados ou subempregados¹.

Gráfico 11

Decomposição da descida do desemprego na área do euro

(taxas de variação homólogas (%) da taxa de desemprego na área do euro e contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2016 para o emprego e a taxa de participação e a abril de 2017 para a taxa de desemprego.

As melhorias nos mercados de trabalho da área do euro impulsionaram o rendimento disponível real das famílias e facilitaram as despesas de consumo.

O crescimento constante dos rendimentos do trabalho, o principal fator impulsionador do rendimento disponível das famílias, em conjunto com uma taxa de poupança das famílias globalmente estável, continuou a beneficiar o consumo privado. A melhoria das condições de crédito bancário, reforçada pelas medidas de política monetária do BCE, continuou a apoiar a despesa das famílias. Embora as taxas de juro baixas afetem as receitas e despesas com juros das famílias, tendem igualmente a redistribuir recursos dos aforradores líquidos no sentido dos mutuários líquidos. Visto que estes últimos tipicamente têm uma propensão marginal mais elevada para consumir, esta redistribuição deverá apoiar ainda mais o consumo privado agregado. A confiança dos consumidores, que aumentou novamente

¹ Ver a caixa intitulada "Assessing labour market slack", *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2017.

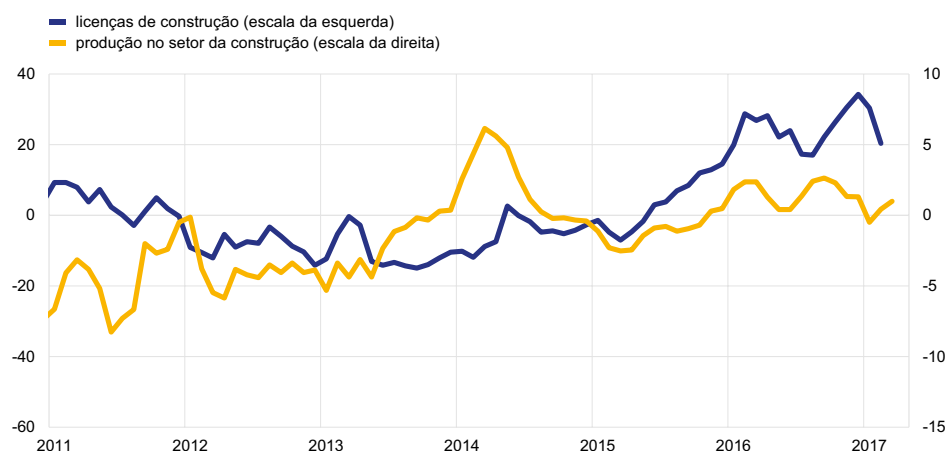
em maio pelo terceiro mês consecutivo, permanece bem acima da sua média de longo prazo, assinalando uma forte dinâmica subjacente das despesas de consumo no curto prazo. Além disso, o aumento do património líquido das famílias, que reflete a evolução do património financeiro e residencial, também deverá apoiar o consumo privado.

A retoma dos mercados da habitação na área do euro apoia cada vez mais o dinamismo do crescimento. Embora a retoma dos mercados da habitação na área do euro tenha sido mais lenta e muito mais fraca do que a retoma da atividade económica global na área do euro, tornou-se recentemente mais dinâmica. Esta retoma, embora partindo de níveis muito baixos em alguns países, foi sustentada pelo forte crescimento do rendimento disponível das famílias, por condições favoráveis de financiamento e pela maior preferência por investimento em habitação no contexto de taxas de rendibilidade baixas dos ativos remunerados. Acresce que os processos de ajustamento nos mercados da habitação em alguns países da área do euro parecem ter terminado e a confiança aumentou consideravelmente no setor da construção. Um número crescente de licenças de construção (ver Gráfico 12), a maior procura de empréstimos para aquisição de habitação e a melhoria das condições de crédito bancário devem continuar a suportar a atual tendência ascendente do investimento em construção, que se generalizou a todos os países da área do euro.

Gráfico 12

Licenças de construção e produção no setor da construção

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Calculadas a partir de médias móveis de 3 meses. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2017 para as licenças de construção e a março de 2017 para a produção no setor da construção.

O investimento empresarial continua a recuperar gradualmente. A produção industrial no setor dos bens de capital com uma forte componente de investimento cresceu modestamente (0.3%) no primeiro trimestre de 2017. Entretanto, os dados disponíveis para a maior parte dos países da área do euro apontam para uma forte subida do investimento noutros setores exceto construção. Além disso, o sentimento empresarial no setor fortaleceu-se ainda mais devido a expectativas de produção muito favoráveis, à subida das carteiras de encomendas e a uma viragem nas expectativas relativas aos preços de venda, enquanto a utilização

da capacidade produtiva aumentou novamente, situando-se em níveis superiores aos da média pré-crise. De acordo com o mais recente inquérito da Comissão Europeia relativo ao investimento industrial, de carácter bianual, as perspetivas para o investimento em 2017 na área do euro melhoraram.

Numa análise prospetiva, a retoma do investimento empresarial deverá prosseguir.

Esta retoma será suportada por vários fatores, incluindo condições de financiamento ainda muito favoráveis, a política monetária muito acomodatória do BCE, a necessidade de modernizar o *stock* de capital após vários anos de investimento moderado, taxas de utilização da capacidade produtiva acima da média; e margens de lucro elevadas no setor não financeiro. Além disso, a forte retoma dos preços das ações nos últimos anos e o crescimento moderado do financiamento da dívida reduziram o rácio de alavancagem (da dívida em relação ao total dos ativos) para mínimos históricos (ver a Caixa 5, intitulada “Endividamento do setor privado e desalavancagem nos países da área do euro”, na presente edição do Boletim Económico, para obter uma análise abrangente da evolução da desalavancagem do setor privado total). Porém, espera-se que alguns fatores continuem a pesar sobre as perspetivas para o investimento empresarial. Estes fatores incluem expectativas de um potencial de crescimento mais fraco no longo prazo em comparação com o passado, a rigidez nos mercados do produto e a continuação do ajustamento a alterações na conjuntura regulamentar. A baixa rentabilidade dos bancos e o nível ainda elevado dos créditos não produtivos nos balanços dos bancos em vários países continuam a pesar sobre a capacidade de intermediação dos bancos e, por sua vez, sobre o financiamento do investimento empresarial no curto prazo.

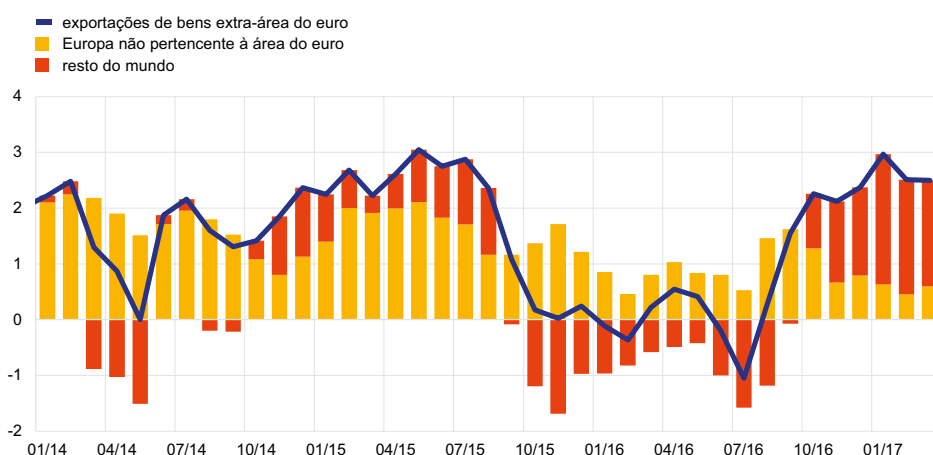
A melhoria da conjuntura externa conduziu a uma retoma do dinamismo das exportações da área do euro.

Os dados mensais sobre o comércio até março de 2017 apontam para a continuação do crescimento das exportações de bens para fora da área do euro, após resultados das exportações muito robustos no quarto trimestre de 2016. Estes são bons indicadores para as perspetivas globais

Gráfico 13

Exportações de bens extra-área do euro

(taxas de variação homólogas (%) com base em médias móveis de 3 meses e contributos em pontos percentuais)



Fonte: Eurostat.

Nota: Os dados estão expressos em volumes e as últimas observações referem-se a março de 2017.

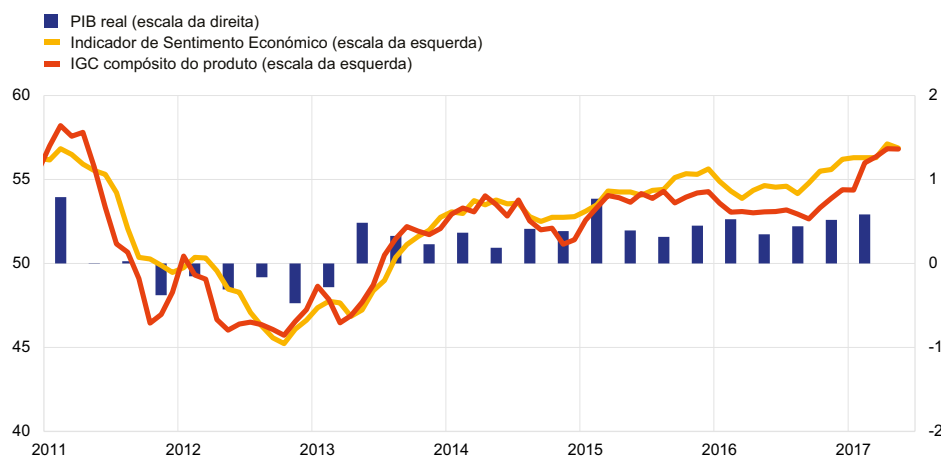
de crescimento, visto que o crescimento das exportações tem sido cada vez mais promovido pelo aumento da procura por parte da Europa e do resto do mundo. Mais especificamente, as exportações para a China, os Estados Unidos e a Rússia aumentaram substancialmente ao longo dos últimos três meses, o que contrasta fortemente com a experiência dos últimos três anos, quando as exportações eram sustentadas sobretudo pelo comércio intraeuropeu (Gráfico 13), e reflete a retoma mundial cada vez mais generalizada do comércio. Os inquéritos e as novas encomendas de exportações com efeitos no segundo trimestre de 2017 apontam para a continuação do dinamismo das exportações no curto prazo. Numa análise ainda mais prospetiva, é de prever que as exportações se expandam após a recuperação do comércio mundial. Porém, os riscos para o comércio permanecem elevados, relacionados sobretudo com um aumento do protecionismo com o potencial de prejudicar o crescimento mundial.

Em termos globais, dados recentemente divulgados apontam para um crescimento robusto no segundo trimestre de 2017. O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia e o Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto apresentaram melhorias generalizadas nos primeiros quatro meses do ano. Em maio, ambos os indicadores situavam-se num nível equivalente ao pico pós-crise, ou próximo deste, embora recuando ligeiramente face a abril. A subida dos indicadores nos primeiros dois meses do segundo trimestre de 2017 refletiu sobretudo a melhoria das expetativas quanto à produção e aos níveis das carteiras de encomendas no futuro, sendo que ambos os indicadores se situam atualmente acima das respetivas médias 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 em cadeia, saldos percentuais normalizados e índices de difusão)



Fontes: Markit, Comissão Europeia e Eurostat.

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

Prevê-se que a atual expansão económica na área do euro prossiga, sustentada pelas medidas de política monetária do BCE, que estão a ser transmitidas à economia real. Espera-se que a procura interna seja impulsionada por vários fatores favoráveis. Condições de financiamento muito benignas e

taxas de juro baixas continuam a promover uma retoma do investimento num contexto de aumento dos lucros e redução das necessidades de desalavancagem. O crescimento do consumo privado deverá beneficiar de uma nova melhoria das condições nos mercados de trabalho, em parte devido a anteriores reformas nos mercados de trabalho. Fatores favoráveis resultantes da recuperação cíclica fora da área do euro, os quais deverão fortalecer-se, sustentarão as exportações. Porém, prevê-se que o crescimento económico na área do euro seja atenuado pelo ritmo lento de implementação de reformas estruturais e por ajustamentos nos balanços em vários setores, não obstante as melhorias em curso.

As projeções macroeconómicas para a área do euro de junho de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema apontam para um aumento do PIB real anual de 1.9% em 2017, 1.8% em 2018 e 1.7% em 2019 (ver Gráfico 15).

Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento do PIB real foram revistas em alta. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento na área do euro são globalmente equilibrados. Por um lado, o atual dinamismo cíclico positivo incrementa as hipóteses de uma recuperação económica mais robusta do que o esperado. Por outro lado, persistem os riscos enviesados no sentido descendente relacionados com fatores predominantemente mundiais (ver a Caixa 1, intitulada “Evolução recente dos riscos a nível mundial – uma avaliação”, na presente edição do Boletim Económico).

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 Eurosistema – junho de 2017”, publicado no sítio do BCE em 8 de junho 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 excecionais, está documentado na publicação intitulada *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, dezembro de 2009, disponível no sítio do BCE.

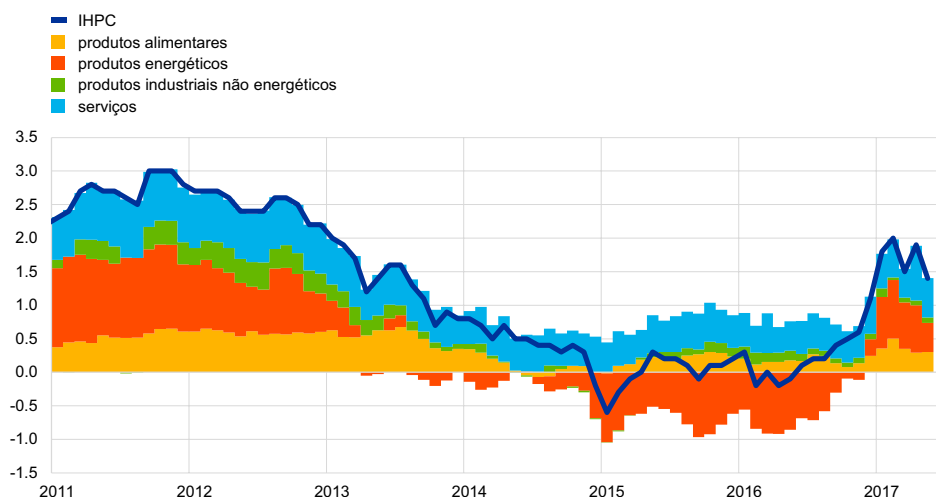
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro em maio de 2017 foi de 1.4%, face a 1.9% em abril. A prazo, com base nos preços atuais dos futuros do petróleo, a inflação global deverá flutuar em torno dos níveis atuais nos próximos meses. Analisando a recente volatilidade, a inflação subjacente ainda não apresentou sinais convincentes de recuperação, esperando-se que aumente apenas de forma gradual a médio prazo. As projeções macroeconómicas de junho de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.5% em 2017, 1.3% em 2018 e 1.6% em 2019.

A inflação global caiu em maio. Os movimentos recentes dos preços do petróleo e a calendarização da Páscoa significaram que a inflação global foi bastante volátil nos últimos meses. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, situou-se em 1.4% em maio de 2017, face a 1.9% em abril e 1.5% em março. A descida em maio foi prevista devido a duas razões principais. Em primeiro lugar, a inflação dos preços dos serviços registou uma queda acentuada, revertendo a forte recuperação em abril, devido ao impacto sobre a variação homóloga da diferente calendarização da Páscoa em 2017, em comparação com 2016. Em segundo lugar, a inflação dos preços dos produtos energéticos desceu, devido a um efeito de base de sentido descendente associado ao aumento acentuado dos preços dos produtos energéticos um ano antes e à pressão descendente adicional resultante da queda dos preços do petróleo nos últimos meses.

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 maio de 2017 (estimativas provisórias).

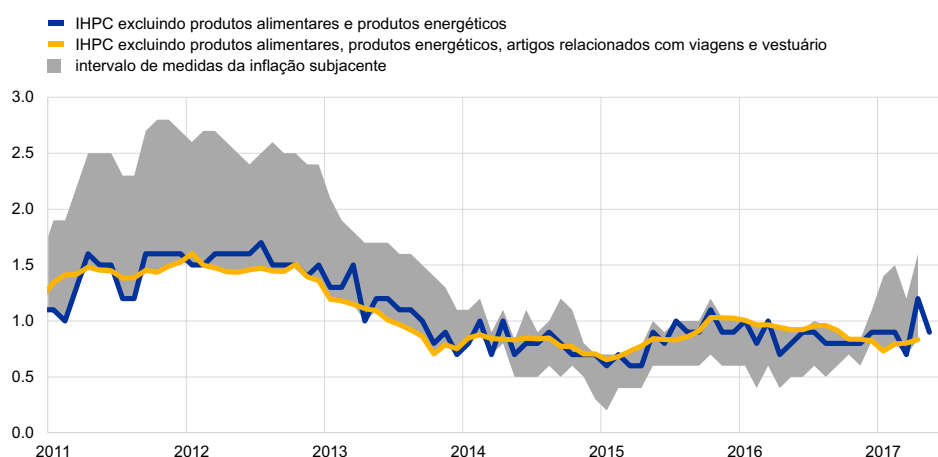
A inflação subjacente ainda não apresentou sinais robustos de um ajustamento em sentido ascendente. Algumas medidas da inflação subjacente

apresentaram-se enviesadas nos últimos meses, devido a fatores temporários tais como a calendarização da Páscoa e o impacto das recentes flutuações dos preços do petróleo sobre as componentes relacionadas com viagens da inflação dos preços dos serviços (em particular, férias organizadas). Neste contexto, a estimativa provisória do Eurostat para maio sugere que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos se situou em 0.9%, após 1.2% em abril e 0.7% em março, enquanto a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares, produtos energéticos, artigos relacionados com viagens e vestuário se manteve globalmente estável em abril. O atual nível moderado da inflação subjacente pode refletir, em parte, os efeitos indiretos de sentido descendente desfasados dos anteriores preços baixos do petróleo, mas também, mais importante ainda, a continuação das fracas pressões sobre os custos internos. Como os movimentos na inflação subjacente estão mais estreitamente relacionados com as tendências de inflação de médio prazo, é essencial que haja sinais convincentes de um ajustamento em sentido ascendente na inflação global.

Gráfico 17

Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

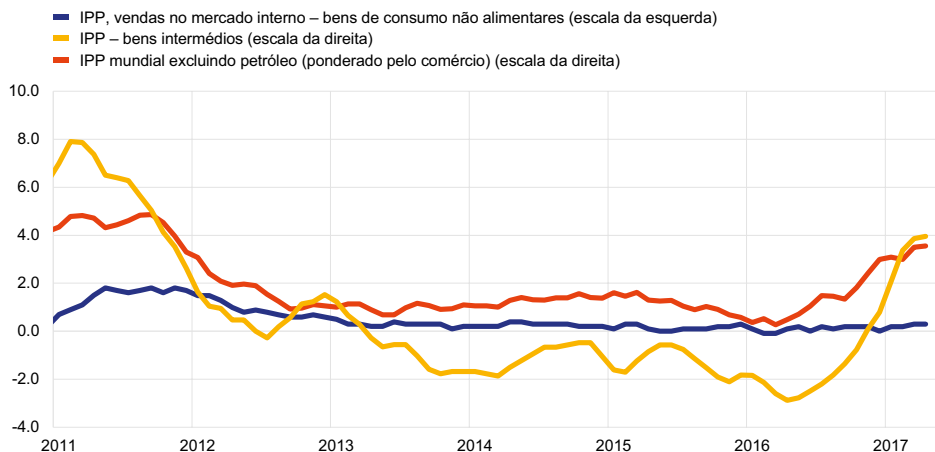
Notas: O intervalo de medidas da inflação subjacente inclui as seguintes: IHPC excluindo produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares, produtos energéticos, 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 maio de 2017 (para o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, estimativas provisórias) e a abril de 2017 (para todos os outros indicadores).

Houve uma maior acumulação de pressões nas fases iniciais da cadeia de produção e de preços. A transmissão da forte recuperação dos preços no produtor de bens intermédios aos preços no produtor de bens de consumo não alimentares ainda parece ser fraca (ver Gráfico 18). Em reflexo da recuperação robusta da inflação dos preços no produtor de bens não energéticos a nível mundial que teve início em meados de 2016, a inflação homóloga dos preços no produtor de bens intermédios na área do euro continua a ganhar força, aumentando face a um valor mínimo de -2.9% em abril de 2016, para se situar em 4% em abril de 2017. Com base em regularidades históricas, uma melhoria

Gráfico 18

Preços no produtor a nível mundial, de bens intermédios e vendas no mercado interno

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

sustentada dos preços no produtor de bens intermédios implicaria já uma certa recuperação da inflação dos preços dos bens de consumo não alimentares². Contudo, apesar do aumento dos preços no produtor de bens intermédios e do aumento adicional dos preços das importações de bens de consumo não alimentares, que subiram de 0.1% em janeiro para 1.1% em abril de 2017, a inflação homóloga dos preços no produtor de bens de consumo não alimentares mantém-se moderada, tendo-se situado em 0.3% em março e abril. Uma possível razão para a fraca inflação medida pelo Índice de Preços no Produtor (IPP), apesar do aumento das pressões sobre os preços nas fases iniciais da cadeia de produção e de preços, é o facto de as margens estarem a ser reduzidas.

O crescimento salarial da área do euro mantém-se baixo. O crescimento homólogo da remuneração por empregado bem como o crescimento da remuneração por hora trabalhada aumentaram ligeiramente perto do final de 2016. A informação mais recente sobre o crescimento homólogo dos salários negociados na área do euro (1.4% no primeiro trimestre de 2017, um pouco abaixo de 1.5% no quarto trimestre de 2016) não aponta para pressões de sentido ascendente adicionais no início de 2017. O crescimento salarial global mantém-se baixo em comparação com médias históricas, o que pode ser atribuível à falta de dinamismo do mercado de trabalho – que ainda é significativa de acordo com medidas mais abrangentes de subutilização no mercado de trabalho³ – bem como à inflação baixa, ao fraco crescimento da produtividade e aos efeitos atuais das reformas dos mercados de trabalho implementadas em alguns países durante a crise financeira.

² Ver também a caixa intitulada “What can recent developments in producer prices tell us about pipeline pressures?”, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2017.

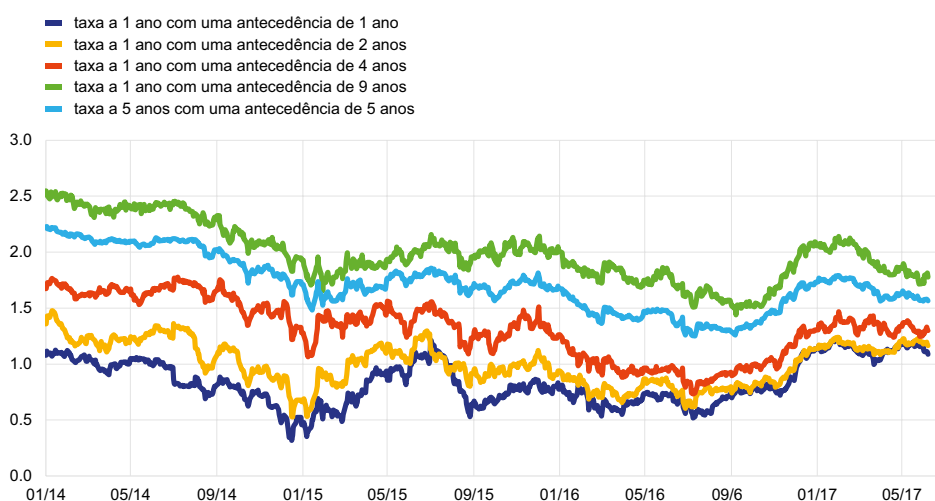
³ Ver a caixa intitulada “Assessing labour market slack”, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2017.

As medidas baseadas no mercado das expetativas de inflação a mais longo prazo registaram uma ligeira descida, enquanto as medidas baseadas em inquéritos se mantiveram estáveis. As medidas baseadas no mercado diminuíram em todos os prazos (ver Gráfico 19). A taxa de inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos situava-se em 1.57% em 7 de junho de 2017, ligeiramente abaixo do nível observado no final de abril. Em contraste, as medidas baseadas em inquéritos das expetativas de inflação a mais longo prazo para a área do euro, tal como apresentadas no Inquérito a Analistas Profissionais realizado pelo BCE para o segundo trimestre de 2017, mantiveram-se inalteradas em 1.8%.

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 7 de junho de 2017.

A prazo, o aumento da inflação medida pelo IHPC na área do euro deverá ser ligeiramente inferior ao anteriormente esperado. Com base na informação disponível em meados de maio, as projeções macroeconómicas de junho de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento da inflação medida pelo IHPC de 0.2% em 2016 para 1.5% em 2017, 1.3% em 2018 e 1.6% em 2019 (ver Gráfico 20)⁴. O perfil em forma de V da inflação global ao longo do horizonte de projeção resulta sobretudo de um forte contributo positivo da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC em 2017, que diminui substancialmente em 2018. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas em baixa em 0.3 pontos percentuais em 2017 e 2018, e em 0.1 pontos percentuais em 2019. Esta revisão em baixa reflete sobretudo os preços mais baixos do petróleo.

⁴ Ver o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2017", publicado no sítio do BCE em 8 de junho 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 Eurosistema – junho de 2017", publicado no sítio do BCE em 8 de junho de 2017.

A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares deverá aumentar apenas de forma gradual a médio prazo. As

projeções apontam para que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares aumente de 0,9% em 2016 para 1,1% em 2017 e para 1,4% e 1,7% em 2018 e 2019, respetivamente. Um dos principais fatores subjacentes a esta recuperação gradual é o aumento previsto dos salários e dos custos unitários do trabalho à medida que a recuperação progride e se consolida. O aumento do dinamismo no mercado de trabalho e o desvanecimento gradual de fatores relacionados com a crise, que atenuaram o crescimento salarial ao longo dos últimos anos, deverão conduzir a uma recuperação do crescimento da remuneração por empregado e, dada a projeção de uma recuperação mais modesta da produtividade, do crescimento dos custos unitários do trabalho. A recuperação dos preços do petróleo desde o início de 2016 também deverá contribuir, de certa forma, indiretamente para estas pressões em sentido ascendente sobre os custos através de custos de produção mais elevados e respetivas repercussões sobre os salários nominais.

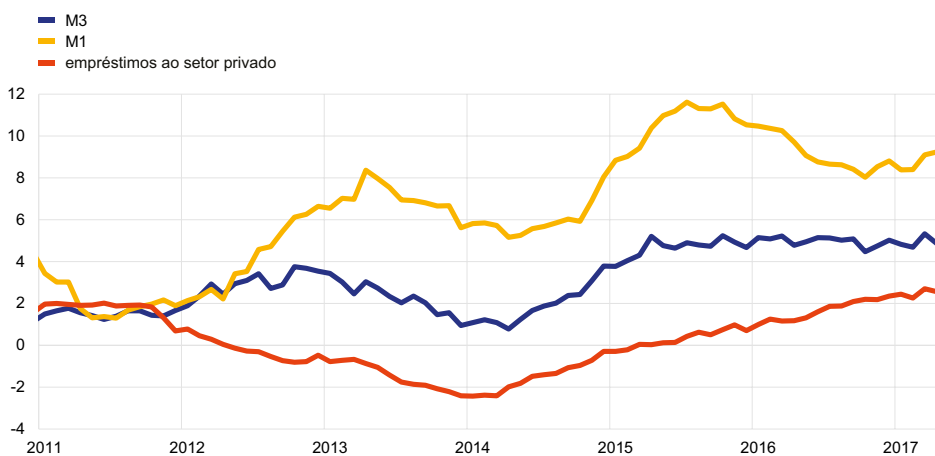
O crescimento do agregado monetário largo continua a expandir-se a um ritmo robusto, enquanto prossegue a recuperação do crescimento dos empréstimos ao setor privado observada desde o início de 2014. Segundo as estimativas, o fluxo anual do financiamento externo total a sociedades não financeiras registou um novo fortalecimento no primeiro trimestre de 2017.

O crescimento do agregado monetário largo permaneceu robusto no primeiro trimestre de 2017 e em abril, mantendo o ritmo observado desde meados de 2015. A taxa de crescimento anual do M3 situou-se em 4.9% em abril (ver Gráfico 21). Os baixos custos de oportunidade de detenção dos instrumentos mais líquidos numa conjuntura de taxas de juro muito baixas, bem como o impacto das medidas de política monetária do BCE, continuaram a apoiar o crescimento da moeda. À semelhança de meses anteriores, a taxa de crescimento anual do M3 foi principalmente suportada pelos componentes mais líquidos; a taxa de crescimento anual do M1 expandiu-se a uma taxa anual de 9.2% em abril (face a 8.8% em dezembro de 2016).

Gráfico 21

M3, M1 e empréstimos ao setor privado

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



Fonte: BCE.

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

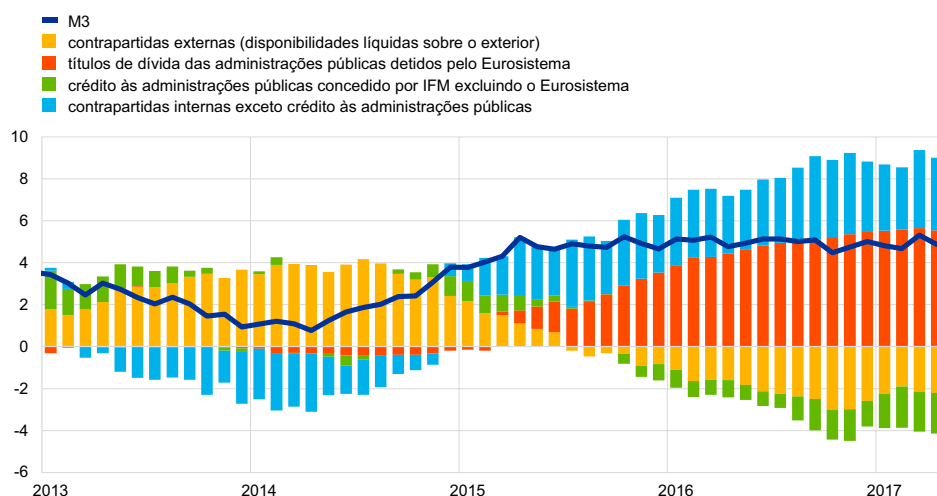
Os depósitos *overnight* continuaram a ser o principal fator impulsionador do crescimento do M3. Mais especificamente, a taxa de crescimento anual dos depósitos *overnight* detidos pelas famílias e pelas sociedades não financeiras (SNF) manteve-se forte no primeiro trimestre de 2017 e em abril, situando-se em 11.4% e 10.6%, respetivamente. A volátil taxa de crescimento anual dos depósitos *overnight* detidos por intermediários financeiros (excluindo IFM) aumentou em março e abril. A taxa de crescimento da moeda em circulação aumentou ligeiramente, não indicando 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 ter um impacto negativo no M3 no primeiro trimestre de 2017 e em abril. A taxa de crescimento dos instrumentos negociáveis (ou seja, M3 menos M2) – uma pequena componente do M3 – mostrou-se forte no primeiro trimestre de 2017, sustentada sobretudo pelo crescimento robusto das ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário, tornando-se moderada em abril.

As fontes internas de criação de moeda continuaram a ser o principal fator impulsionador do crescimento do agregado monetário largo considerado na perspetiva das contrapartidas do M3 (ver Gráfico 22). Entre as contrapartidas do M3, as compras de títulos de dívida das administrações públicas por parte do Eurosistema (ver parte a vermelho nas barras do Gráfico 22), principalmente no contexto do programa de compra de ativos do setor público por parte do BCE, deram um contributo positivo para o crescimento do M3. Além disso, o crescimento do M3 continuou a ser sustentado por contrapartidas internas excluindo o crédito à administração pública (ver parte a azul nas barras do Gráfico 22). Tal ficou a dever-se à recuperação em curso do crédito ao setor privado, em conjunto com a contração persistente das responsabilidades financeiras de mais longo prazo das IFM. As responsabilidades financeiras de mais longo prazo (excluindo capital e reservas) – cuja taxa de variação anual tem sido negativa desde o segundo trimestre de 2012 – continuaram a diminuir no primeiro trimestre de 2017 e em abril. A taxa de crescimento anual negativa deveu-se principalmente ao impacto das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas do BCE (ORPA direcionadas II), que podem estar a atuar como substituto do financiamento a mais longo prazo baseado no mercado e a reduzir a atratividade para os investidores da detenção de depósitos de longo prazo e de obrigações bancárias. Paralelamente, as vendas de obrigações de dívida pública de IFM da área do euro excluindo o Eurosistema contribuíram para o crescimento anual negativo do crédito à administração pública por IFM excluindo o Eurosistema e atenuaram o crescimento do M3 (ver parte a verde nas barras do Gráfico 22).

Gráfico 22
M3 e suas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

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

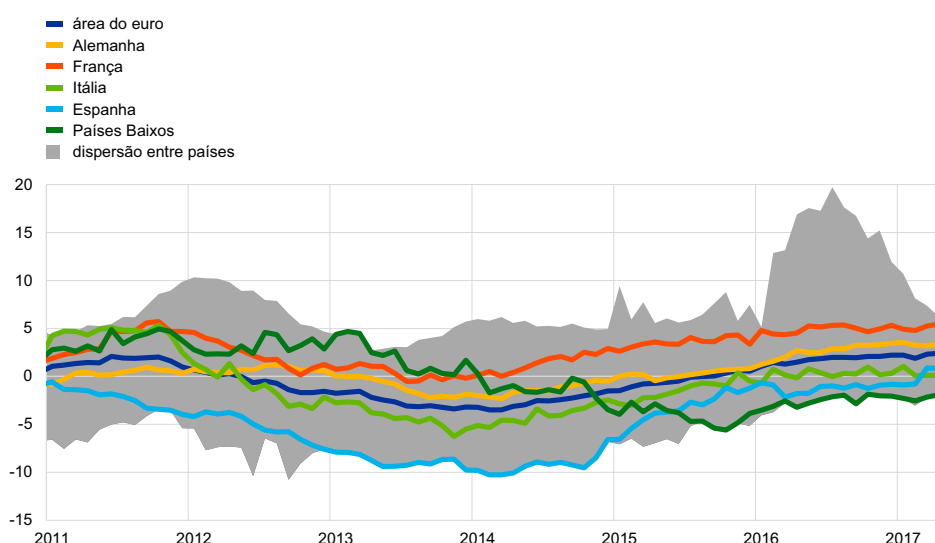
As disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM continuaram a exercer forte pressão descendente sobre o crescimento anual do M3. Estas registaram uma pequena saída mensal negativa no primeiro trimestre de 2017 e em abril, o que em certa medida aumentou a pressão descendente por elas exercida no crescimento anual do M3 (ver parte a amarelo nas barras no Gráfico 22). Esta evolução reflete a continuação das saídas de capital da área do euro. As vendas de obrigações de dívida pública da área do euro por parte de não residentes relacionadas com o programa de compra de ativos do setor público parecem ser um fator contributivo para esta tendência (ver também a caixa intitulada “Que setores venderam os títulos de dívida pública adquiridos pelo Eurosistema?”).

Prossegue a recuperação do crescimento dos empréstimos ao setor privado observada desde o início de 2014. A taxa de crescimento anual dos empréstimos das IFM ao setor privado (corrigida de vendas, titularização e *notional cash pooling*) aumentou no primeiro trimestre de 2017 e em abril (ver Gráfico 21). Entre setores, o crescimento anual dos empréstimos a SNF voltou a aumentar, situando-se em 2.4% em abril (ver Gráfico 23). Em termos globais, o crescimento dos empréstimos a SNF recuperou de forma significativa após um mínimo registado no primeiro trimestre de 2014. Esta evolução é amplamente partilhada pelos maiores países, embora as taxas de crescimento dos empréstimos ainda sejam negativas em algumas jurisdições. A taxa de crescimento anual dos empréstimos às famílias aumentou no primeiro trimestre de 2017 e manteve-se inalterada em 2.4% em abril (ver Gráfico 24). A descida substancial das taxas ativas bancárias registada em toda a área do euro desde o verão de 2014 (especialmente devido às medidas de política monetária não convencionais do BCE) e as melhorias generalizadas na oferta e na procura de empréstimos bancários sustentaram estas tendências. Além disso, os bancos alcançaram progressos em termos de consolidação dos

Gráfico 23

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

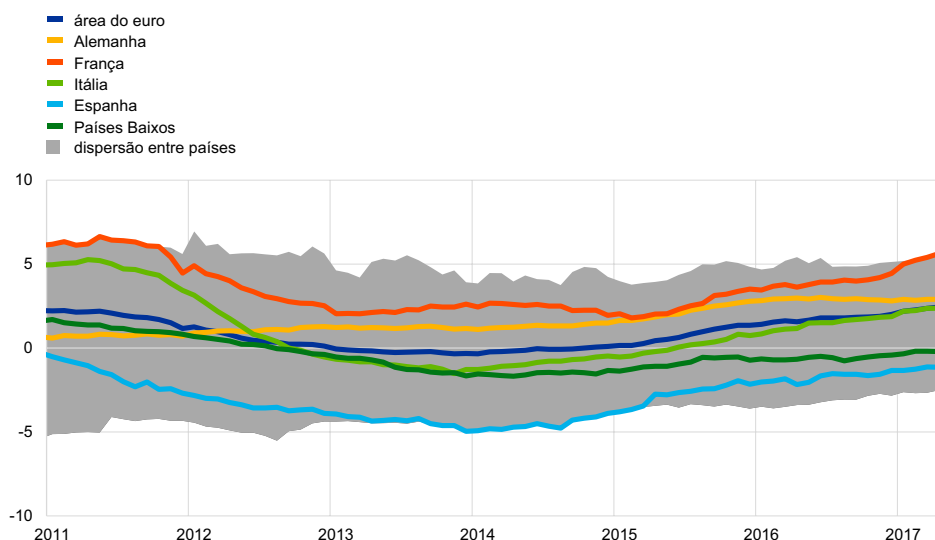
Notas: Dados corrigidos de vendas, titularização e *notional cash pooling*. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a abril de 2017.

respetivos balanços, embora o nível de créditos não produtivo permaneça elevado em alguns países e possa restringir a concessão de empréstimos.

Gráfico 24

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

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

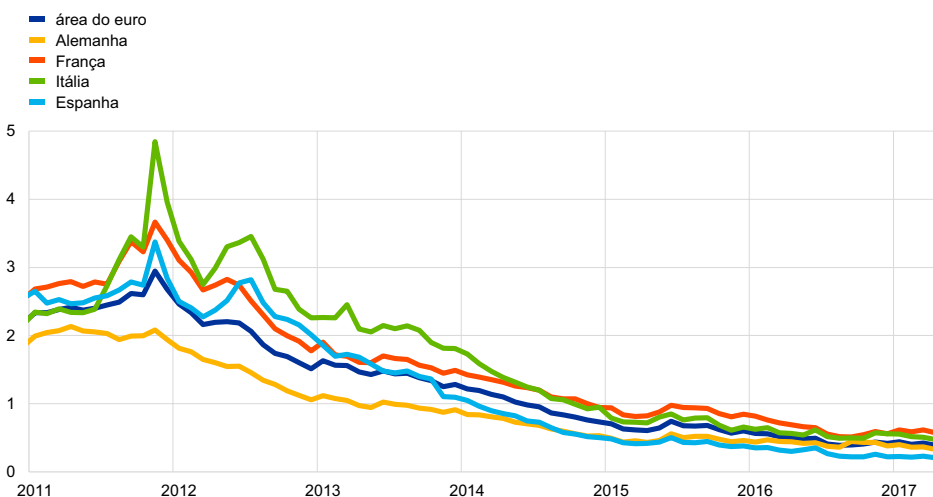
As condições de financiamento dos bancos mantiveram-se favoráveis.

O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos diminuiu ligeiramente no primeiro trimestre de 2017 e em abril (ver Gráfico 25). Tal ficou a dever-se a uma redução das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias, enquanto o custo dos depósitos se manteve estável. O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos continua em níveis historicamente baixos. A orientação acomodatória da política monetária do BCE, o reembolso líquido de responsabilidades financeiras a mais longo prazo de IFM, o reforço dos balanços dos bancos e a redução da fragmentação nos mercados financeiros contribuíram para estas condições favoráveis.

Gráfico 25

Custo composto do financiamento por dívida dos bancos

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



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

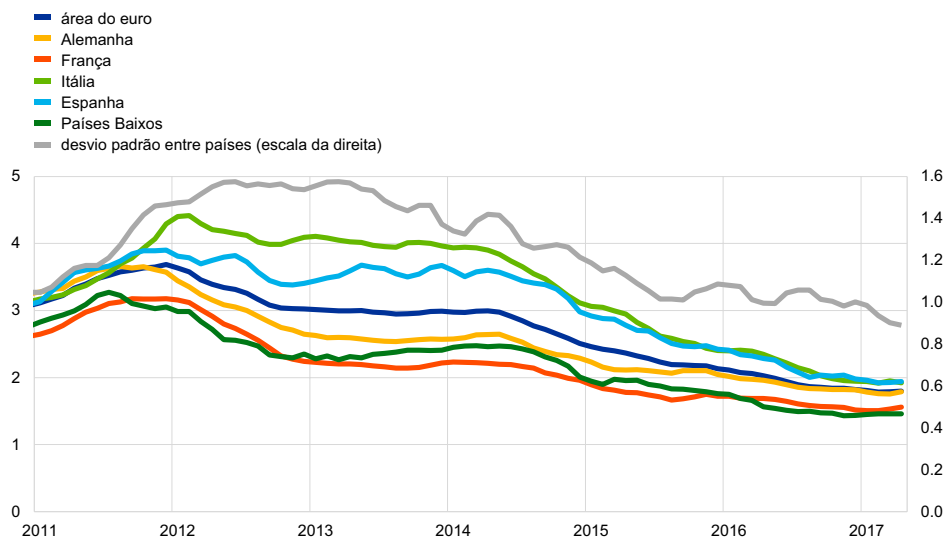
Notas: O custo composto dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. A última observação refere-se a abril de 2017.

As taxas ativas bancárias dos empréstimos às SNF e às famílias aumentaram ligeiramente, permanecendo, no entanto, em níveis muito baixos no primeiro trimestre de 2017 e em abril (ver Gráficos 26 e 27). A descida das taxas de juro ativas, que começou no início de 2014, tornou-se menos acentuada no início de 2017, e as taxas têm-se situado desde então próximo dos seus mínimos históricos. As taxas ativas compósitas dos empréstimos às SNF aumentaram ligeiramente no primeiro trimestre de 2017, permanecendo globalmente estáveis em abril. Paralelamente, a taxa ativa bancária compósita dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação aumentou ligeiramente. Desde o anúncio pelo BCE de medidas de redução da restritividade do crédito em junho de 2014, as taxas ativas compósitas para as SNF e as famílias têm vindo a diminuir muito mais significativamente do que as taxas de referência do mercado, assinalando assim 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 abril de 2017, as taxas ativas compósitas dos empréstimos às SNF e famílias caíram cerca de 112 pontos base e 104 pontos base, respetivamente. A redução das taxas ativas bancárias dos empréstimos às SNF foi especialmente forte 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 reduziu-se consideravelmente e caiu para um novo mínimo histórico em abril de 2017. Tal indica que as pequenas e médias empresas têm vindo, no geral, a beneficiar mais da diminuição das taxas ativas bancárias do que as grandes empresas.

Gráfico 26

Taxas ativas compósitas para as SNF

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



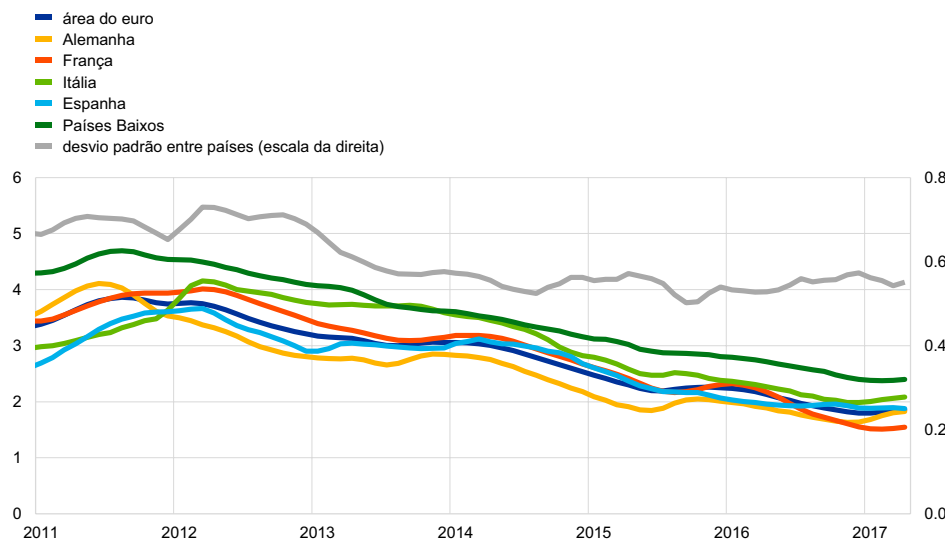
Fonte: BCE.

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

Gráfico 27

Taxas ativas compósitas para aquisição de habitação

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



Fonte: BCE.

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

Estima-se que o fluxo anual do financiamento externo total a SNF da área do euro tenha voltado a aumentar no primeiro trimestre de 2017. Este aumento reflete melhorias contínuas na dinâmica dos empréstimos bancários e emissão robusta de títulos de dívida. O financiamento externo das SNF situa-se agora em níveis observados no início de 2005 (antes do começo do período de crescimento excessivo do crédito). Embora os dados das contas setoriais mostrem

que a emissão líquida de ações cotadas de SNF aumentou acentuadamente no quarto trimestre de 2016, tal deveu-se a uma única grande fusão. Sem essa fusão, as emissões líquidas teriam sido negativas ao longo do trimestre, devido a volumes significativos de recompra de ações. Os empréstimos concedidos pelo setor não monetário às SNF também registaram, pela segunda vez consecutiva, acentuados reembolsos líquidos trimestrais no quarto trimestre de 2016, refletindo o encerramento de uma entidade de finalidade especial (*special purpose entity*) de grande dimensão e a continuação de reembolsos de títulos de dívida emitidos por outras entidades. Globalmente, a recuperação do financiamento externo das SNF observada desde o início de 2014 tem sido apoiada pelo fortalecimento da atividade económica, por novas descidas dos custos do financiamento da dívida, pela menor restritividade dos critérios de concessão de empréstimos e pelo número mais elevado de fusões e aquisições. Simultaneamente, o valor máximo de detenções de moeda (que continua a aumentar) registado pelas SNF reduziu a necessidade de financiamento externo.

A emissão líquida de títulos de dívida por SNF registou uma maior moderação em abril e maio de 2017, depois de ter permanecido robusta em março.

A atividade de emissão continuou a ser apoiada, nomeadamente, pela compra de obrigações de empresas por parte do BCE. As emissões líquidas de ações cotadas por parte de SNF nos primeiros meses de 2017 foi moderada.

Os custos de financiamento das SNF permanecem muito favoráveis. Segundo as estimativas, o custo nominal global do financiamento externo por parte de SNF aumentou ligeiramente, em média, nos últimos dois meses, situando-se, em maio de 2017, 15 pontos base acima do seu mínimo histórico em julho de 2016. A subida recente do custo global do financiamento é explicada por um aumento moderado do custo do financiamento sob a forma de ações, atribuível a prémios de risco das ações mais elevados. Pelo contrário, o custo da dívida manteve-se praticamente inalterado em mínimos históricos desde agosto de 2016.

De acordo com a última ronda do Inquérito sobre o Acesso das Empresas a Financiamento na área do euro – outubro de 2016 a março de 2017 – as pequenas e médias empresas continuaram a sinalizar novas melhorias na disponibilidade de financiamento externo. Pela primeira vez desde o início do inquérito, as pequenas e médias empresas reportaram que consideram que as perspetivas económicas gerais são conducentes à disponibilidade de financiamento externo. Voltaram a classificar o acesso a financiamento como o seu problema menos importante, embora continuem a existir diferenças significativas entre países. Em suma, as pequenas e médias empresas da área do euro reportaram melhorias no seu volume de negócios e na situação da dívida, bem como lucros estáveis e aumento dos custos do trabalho e de outros custos.

De acordo com as projeções, o défice orçamental da área do euro deverá registar uma nova queda ao longo do horizonte de projeção (2017-2019), devido principalmente à melhoria das condições cíclicas e à redução dos pagamentos de juros. Espera-se que a orientação orçamental agregada da área do euro seja globalmente neutra no período 2017-2019. O rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro, embora ainda elevado, deverá continuar a diminuir. Contudo, os países com níveis elevados de dívida pública beneficiariam de esforços de consolidação adicionais, de modo a colocar o rácio da sua dívida em relação ao PIB numa trajetória descendente firme.

Projeta-se que o défice orçamental das administrações públicas da área do euro registe uma nova diminuição ao longo do horizonte de projeção. De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema⁵, o rácio do défice das administrações públicas para a área do euro deverá diminuir de 1.5% do PIB em 2016 para 1.0% do PIB em 2019 (ver o quadro). A melhoria das perspetivas orçamentais, que se mantêm globalmente inalteradas desde as projeções de março de 2017, é apoiada sobretudo por condições cíclicas favoráveis e pela redução dos pagamentos de juros, enquanto se espera que as medidas estruturais de política orçamental sejam limitadas. Para uma maioria significativa de países da área do euro as projeções são menos otimistas do que as definidas nas respetivas atualizações do programa de estabilidade de 2017, especialmente no que respeita ao período final do horizonte de projeção. Uma razão para esta diferença prende-se com o facto de as atualizações do programa de estabilidade incluírem medidas orçamentais para as quais ainda não existe legislação, ou que não se encontram suficientemente especificadas para serem consideradas nas projeções.

Quadro

Evolução orçamental na área do euro

(percentagens do PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Receita total	46.7	46.4	46.3	46.1	45.9	45.9
b. Despesa total	49.3	48.5	47.8	47.5	47.1	46.8
da qual:						
c. Despesa com juros	2.7	2.4	2.2	2.0	1.9	1.9
d. Despesa primária (b-c)	46.6	46.1	45.6	45.4	45.2	45.0
Saldo orçamental (a-b)	-2.6	-2.1	-1.5	-1.3	-1.2	-1.0
Saldo orçamental primário (a-d)	0.1	0.3	0.7	0.7	0.7	0.9
Saldo orçamental corrigido do ciclo	-1.9	-1.7	-1.5	-1.4	-1.4	-1.2
Saldo primário estrutural	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5	0.6
Dívida bruta	92.0	90.3	89.2	87.9	86.4	84.7
Por memória: PIB real (variações em percentagem)	1.2	1.9	1.7	1.9	1.8	1.7

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

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.

⁵ Ver as [Projeções macroeconómicas de junho de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema](#).

Projeta-se que a orientação orçamental da área do euro seja globalmente neutra no período de 2017 a 2019⁶. As perspetivas estáveis do saldo primário estrutural mantêm-se praticamente inalteradas desde o exercício de março de 2017. Do lado da receita, pequenos cortes nos impostos diretos em alguns países são compensados por outros fatores do lado da receita (refletindo sobretudo uma mudança no registo estatístico das receitas do sistema universal de telecomunicações móveis (UMTS). Do lado da despesa, projeta-se que o investimento público e os pagamentos sociais cresçam ligeiramente acima da tendência do PIB nominal.

A dívida pública da área do euro deverá continuar a diminuir face ao seu atual nível elevado. Projeta-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro, que registou um pico em 2014, diminua novamente de 89.2% do PIB em 2016 para 84.7% do PIB no final de 2019. A redução projetada da dívida pública é suportada sobretudo pela evolução favorável do diferencial taxa de juro-crescimento, à luz de perspetivas macroeconómicas robustas e de taxas de juro baixas. Os excedentes primários esperados darão um contributo para a redução do rácio da dívida pública em relação ao PIB, enquanto os ajustamentos défice-dívida deverão ter um pequeno impacto no aumento da dívida. Em comparação com as projeções de março de 2017, o rácio agregado da dívida em relação ao PIB da área do euro deverá manter-se praticamente inalterado, exceto no que respeita a perspetivas ligeiramente mais favoráveis no final do horizonte de projeção. Na maior parte dos países da área do euro, projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB se reduza, enquanto se espera um aumento num pequeno número de países.

Os países devem continuar com os seus esforços orçamentais cumprindo na íntegra o Pacto de Estabilidade e Crescimento. Em particular, nos países com dívida elevada, são essenciais novos esforços de consolidação para colocar o rácio da dívida pública em relação ao PIB numa trajetória descendente firme, uma vez que os níveis de dívida elevados tornam esses países particularmente vulneráveis em caso de nova instabilidade no mercado financeiro ou de uma recuperação rápida das taxas de juro. Em 16 de maio de 2017, a Comissão Europeia divulgou a sua proposta de recomendações específicas por país anuais, estabelecendo orientações sobre as políticas económicas e orçamentais dos países da UE, que virão a ser adotadas pelo Conselho. Para uma avaliação das recomendações específicas por país relacionadas com o política orçamental, ver a caixa intitulada “Recomendações específicas por país em matéria de política orçamental emitidas no âmbito do Semestre Europeu de 2017”, na presente edição do Boletim Económico.

São necessários novos progressos no que respeita ao quadro de governação orçamental da UE. Em particular, o pacto orçamental, se for integralmente transposto para a legislação nacional e implementado, deverá reforçar a disciplina orçamental e aumentar a apropriação do quadro de governação orçamental a nível

⁶ A orientação orçamental reflete a direção e a dimensão do estímulo das políticas orçamentais na economia, para além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. A orientação orçamental é medida como uma variação do saldo primário estrutural, ou seja, o 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, junho de 2016.

nacional. Contudo, como discutido na caixa intitulada “Pacto orçamental: a avaliação da Comissão e o rumo a seguir” parece que em alguns países o pacto orçamental foi apenas transposto parcialmente para a legislação nacional. Numa análise prospetiva, a Comissão Europeia tem contribuído para a discussão sobre o futuro da Europa através do seu documento intitulado: “Documento de Reflexão sobre o Aprofundamento da União Económica e Monetária”, publicado em 31 de maio de 2017, que inclui, nomeadamente, propostas sobre como progredir para uma união orçamental⁷.

⁷ Ver “[Documento de Reflexão sobre o Aprofundamento da União Económica e Monetária](#)”.

Caixas

1 Evolução recente dos riscos a nível mundial – uma avaliação

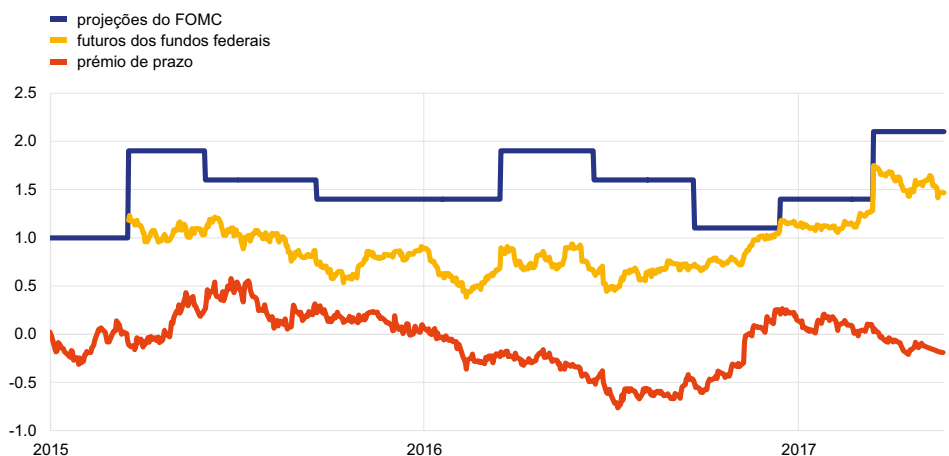
A presente caixa apresenta uma avaliação qualitativa da evolução dos principais riscos a nível mundial desde o início de 2016.

Os riscos de uma alteração abrupta das condições financeiras mundiais aparentemente registaram uma atenuação, mas não desapareceram. Desde o episódio de “reação excessiva do mercado” (*taper tantrum*) ocorrido em 2013, altura em que se verificou uma alteração abrupta das expectativas em relação à política monetária dos Estados Unidos, a combinação de uma comunicação atenta e uma abordagem muito gradual ao aumento da restritividade monetária por parte do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos parece ter mitigado um pouco esses riscos. Em particular, o desvio entre as expectativas do mercado e as projeções relativas às taxas de juro elaboradas pelo Comité de Operações de Mercado Aberto (*Federal Open Market Committee* – FOMC) registou um estreitamento (ver Gráfico A), o que sugere que a perspetiva de surgirem surpresas em termos de política monetária diminuiu. Permanece, contudo, a incerteza no tocante ao ciclo de maior restritividade nos Estados Unidos e, não obstante a recuperação modesta do prémio de prazo desde meados de 2016, as taxas de juro de mais longo prazo mantêm-se muito baixas.

Gráfico A

Taxas dos fundos federais nos Estados Unidos em comparação com as projeções do FOMC

(projeções para o fim do ano seguinte; percentagens)



Fonte: Cálculos de especialistas do BCE com base em dados da Bloomberg e da Assembleia de Governadores da Reserva Federal. Notas: A última observação refere-se a 23 de maio de 2017 no caso dos futuros dos fundos federais e a 15 de março de 2017 no que respeita às projeções do FOMC. O prémio de prazo é a estimativa do Federal Reserve Bank of New York com base nas taxas de rendibilidade das obrigações a 10 anos do Tesouro norte-americano.

Simultaneamente, as principais economias de mercado emergentes (EME) parecem estar melhor posicionadas do que há alguns anos para lidar com condições de financiamento externo mais restritivas. Nos últimos anos, as vulnerabilidades e os desequilíbrios externos em várias EME diminuíram, tendo-se registado um aumento das taxas de juro reais, uma descida da inflação, um abrandamento do crescimento do crédito e uma diminuição dos desequilíbrios da balança corrente. Tal deve tornar essas economias mais resilientes a choques adversos em termos de financiamento externo. No entanto, algumas EME – em especial, as que apresentam dívidas externas elevadas – permanecem expostas a um aumento abrupto da restritividade das condições financeiras mundiais. Em conformidade, a inversão abrupta do sentimento dos mercados financeiros a nível mundial que pesa sobre a atividade mundial, e particularmente sobre a atividade das EME, continua a constituir um risco para as perspetivas mundiais.

O apoio ao crescimento proporcionado pelas políticas mitigou os receios quanto às perspetivas de curto prazo para a China. Desde meados de 2015, as preocupações com as perspetivas para a China foram preponderantes, no contexto de receios relativamente ao abrandamento acentuado da atividade, às saídas de capital e à depreciação do renminbi, agravados pela crescente incerteza em relação às políticas. Uma resposta robusta em termos de políticas – que incluiu um apoio substancial a nível orçamental, despesas em infraestruturas, condições financeiras menos restritivas e controlos de capital reforçados – aliviou as referidas preocupações. Ao sublinhar a determinação das autoridades em manter o crescimento próximo dos objetivos, essa resposta poderá ter ajudado a dissipar os receios acerca das perspetivas de curto prazo. Todavia, a resposta em termos de políticas acarretou custos significativos, incluindo um novo aumento da alavancagem e uma má afetação de recursos acrescida (com os incentivos a concentrarem-se novamente no setor público). Os controlos de capital mais rigorosos também ajudaram a impulsionar uma expansão do mercado da habitação, tendo os fundos sido canalizados para ativos internos.

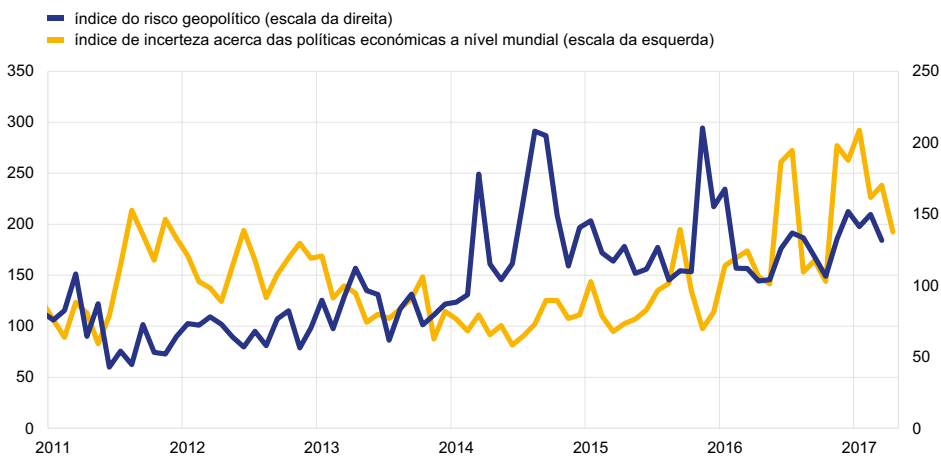
A incerteza em torno das políticas aumentou a nível mundial, com receios acerca de políticas com uma orientação mais interna, ao passo que as tensões geopolíticas permanecem elevadas. As tensões geopolíticas representaram um importante risco em sentido descendente para o crescimento nos últimos anos, embora a sua intensidade e localização tenham variado ao longo do tempo – basta evocar, a título de exemplo, o conflito no Médio Oriente, as tensões com a Coreia do Norte e no Mar do Sul da China ou as tensões políticas entre a Turquia e a UE e o seu impacto nos fluxos de refugiados para a UE. Alguns destes riscos são de cariz mais local ou regional, enquanto outros têm uma dimensão mais global, sendo as suas probabilidades e impactos difíceis de estimar. Um índice de tensões geopolíticas – que capta incidentes de guerra, tensões políticas e ataques terroristas – apresenta um nível globalmente estável entre inícios de 2016 e o início de 2017⁸. Além disso, desde as eleições nos Estados Unidos, aumentaram as pressões no sentido de políticas com uma orientação mais interna. De um modo geral, a incerteza acerca das políticas a nível mundial registou uma tendência ascendente nos últimos anos (ver Gráfico B).

⁸ Caldara, Dario e Iacoviello, Matteo, “Measuring Geopolitical Risk”, Documento de Trabalho, Assembleia de Governadores da Reserva Federal, 2016.

Gráfico B

Incerteza acerca das políticas económicas a nível mundial e medidas de tensão geopolítica

(índices)



Fontes: Haver, Assembleia de Governadores da Reserva Federal e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O índice de incerteza acerca das políticas económicas a nível mundial (*Global Economic Policy Uncertainty Index*) é uma média ponderada pelo PIB que engloba 17 países. O índice do risco geopolítico mede a incidência de guerras, tensões geopolíticas e ataques terroristas. A última observação refere-se a março de 2017 no que respeita ao risco geopolítico e abril de 2017 no tocante à incerteza acerca das políticas económicas a nível mundial.

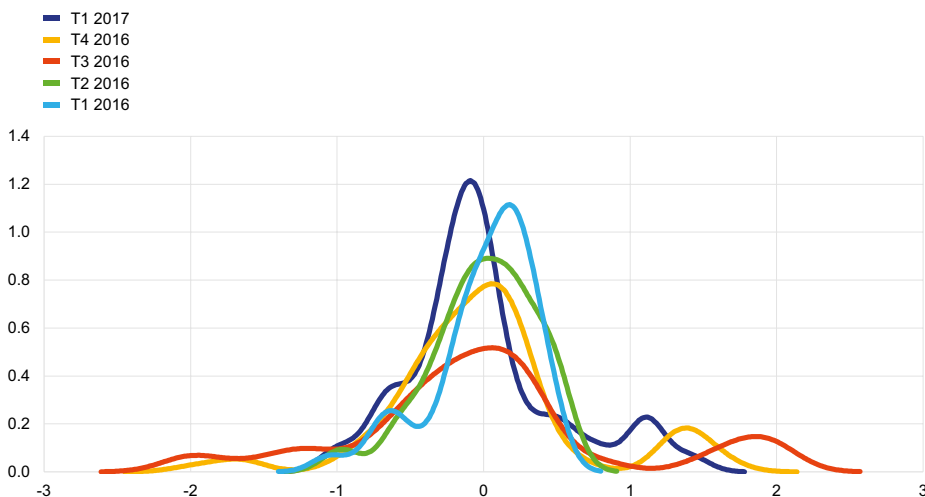
Os riscos a médio prazo de repercussões adversas decorrentes do Brexit

persistem. O impacto imediato do referendo no Reino Unido sobre a permanência na UE foi mais benigno do que o inicialmente esperado. A atividade no Reino Unido apresentou-se relativamente robusta em 2016, embora tenha registado uma moderação no início do corrente ano, em virtude da subida da inflação no seguimento da depreciação da libra esterlina. A dispersão das previsões compiladas pela Consensus Economics registou um estreitamento (ver Gráfico C), mas permanece mais alargada do que no período anterior ao referendo. Contudo, os riscos a médio

Gráfico C

Dispersão das previsões de crescimento no Reino Unido

(densidades de kernel dos desvios em relação à média das taxas de crescimento para o ano seguinte)



Fontes: Consensus Economics e cálculos de especialistas do BCE.

prazo persistem, em particular no que respeita aos resultados das negociações sobre as condições da saída do Reino Unido da UE e as futuras relações comerciais.

Resumindo, a análise sugere que os atuais riscos em sentido descendente para o crescimento mundial podem ter diminuído ao longo do último ano, mas não desapareceram. Além disso, surgiram novos riscos. Por um lado, uma comunicação atenta por parte do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos, em conjugação com uma trajetória muito gradual de aumento da reestruturabilidade da política monetária e a diminuição das vulnerabilidades nas principais EME parecem ter atenuado o risco de uma maior reestruturabilidade desordenada das condições financeiras mundiais. Por outro lado, embora as medidas de política para apoiar a atividade tenham ajudado a reduzir os receios em relação às perspetivas de curto prazo para a China, as vulnerabilidades a médio prazo permanecem elevadas, em virtude dos novos aumentos da alavancagem. Acresce que as tensões geopolíticas se mantêm elevadas. Ao mesmo tempo, surgiram novas fontes de riscos – em particular, existe uma considerável incerteza acerca das políticas em torno das intenções da nova Administração dos Estados Unidos no tocante a políticas orçamentais e, em especial, políticas comerciais, sendo que estas últimas acarretam efeitos negativos potencialmente significativos para a economia mundial. Além disso, a esperada recuperação gradual da economia mundial depende de uma série de pressupostos importantes no que respeita a políticas e permanece extremamente dependente da continuação do apoio propiciado pela política monetária e orçamental. Por conseguinte, de um modo geral, embora aparentemente alguns riscos tenham diminuído, o equilíbrio de riscos para as perspetivas a nível mundial permanece enviesado no sentido descendente.

Programa de compra de ativos do setor empresarial do BCE: implementação e impacto

8 de junho de 2017 marcou o primeiro aniversário do início do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme – CSPP*)⁹. O CSPP faz parte do programa de compra de ativos (*asset purchase programme – APP*) do Eurosistema e foi introduzido com o objetivo de fortalecer a transmissão das compras de ativos pelo Eurosistema às condições de financiamento da economia real.

O universo das obrigações elegíveis para compra ao abrigo do CSPP é deliberadamente amplo e a sua composição é guiada sobretudo por considerações relacionadas com política monetária e gestão do risco. Na prossecução do objetivo de manutenção da estabilidade de preços, o BCE está mandatado para agir em consonância com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, incentivando a repartição eficaz dos recursos. Consequentemente, o BCE procura uma implementação do APP neutra em termos de mercado e, consequentemente, as compras ao abrigo do CSPP são efetuadas em linha com um valor de referência que reflete de modo proporcional o valor de mercado das obrigações elegíveis¹⁰.

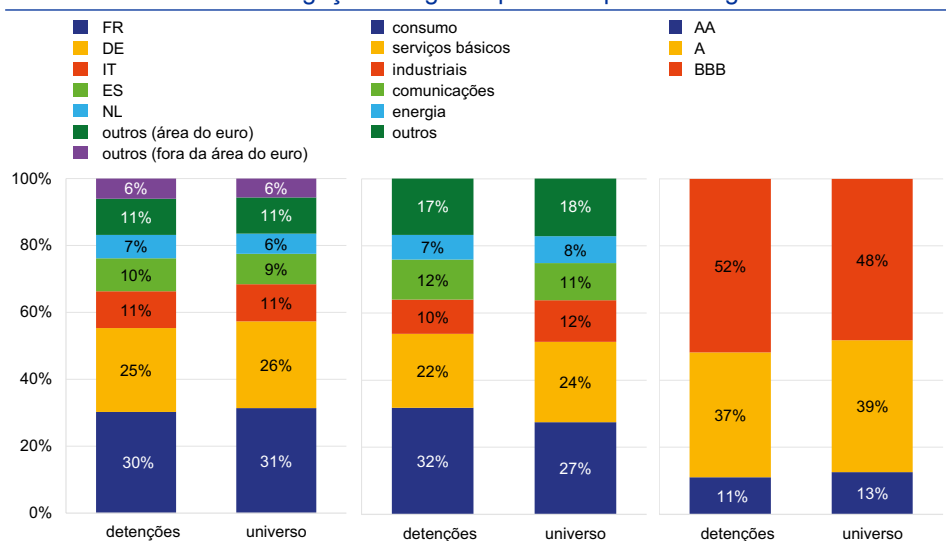
A composição das detenções ao abrigo do CSPP reflete, no geral, a do universo das obrigações elegíveis para compra ao abrigo do programa. As detenções ao abrigo do CSPP situavam-se em €92 mil milhões em 7 de junho de 2017, o que corresponde a cerca de 11% do universo de obrigações elegíveis para compra ao abrigo do programa. As detenções são muito diversificadas, com mais de 950 títulos emitidos por cerca de 200 grupos emitentes. A desagregação das detenções ao abrigo do CSPP por país-risco segue de muito perto a do universo das obrigações elegíveis para compra ao abrigo do programa (ver Gráfico A). Do mesmo modo, não se observam grandes desvios entre as detenções ao abrigo do CSPP e as respetivas ações no universo elegível de ativos ao abrigo do programa em termos de setores de atividade ou grupos de notação de crédito. 12% das detenções ao abrigo do CSPP foram adquiridas a taxas de rentabilidade negativas, mas acima do nível da facilidade permanente de depósito.

⁹ Para uma análise inicial do impacto do CSPP, ver a caixa intitulada “The corporate bond market and the ECB’s corporate sector purchase programme”, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, agosto de 2016.

¹⁰ O BCE adquire títulos emitidos por sociedades não bancárias que operam na área do euro, quer no mercado primário quer no secundário. Para que os títulos sejam elegíveis para compra, devem ser elegíveis como ativos de garantia nas operações de crédito do Eurosistema. Para mais pormenores sobre a conceção do programa e os critérios de elegibilidade, ver a Decisão (UE) 2016/948 do Banco Central Europeu, de 1 de junho de 2016, relativa à implementação do programa de compra de ativos do setor empresarial (BCE/2016/16) (JO L 157, 15.6.2016, p. 28).

Gráfico A

Classificação por país, setor e notação de crédito das detenções ao abrigo do CSPP e universo das obrigações elegíveis para compra ao abrigo do CSPP



Fontes: Bloomberg e BCE.

Notas: Utilizam-se aqui a classificação do país-risco, a classificação por setor e as primeiras melhores notações de crédito (categorias amplas) da Bloomberg. A distribuição tem por base valores nominais.

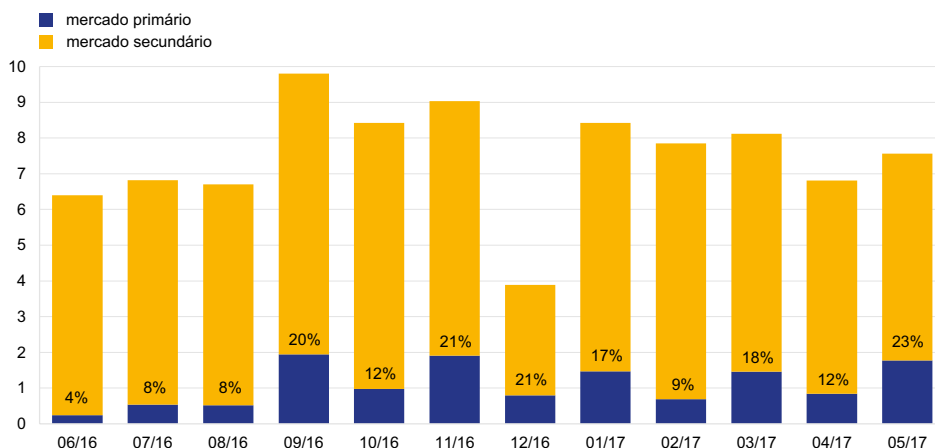
Para assegurar a eficácia da política monetária e, paralelamente, manter condições de concorrência equitativas para todos os participantes no mercado e evitar distorções indevidas do mercado, não existe discriminação positiva ou negativa no universo das obrigações elegíveis para compra ao abrigo do CSPP com base em critérios ambientais ou sociais. Embora o BCE partilhe a opinião de que é importante para a sociedade que exista uma maior consciência das questões relacionadas com o ambiente, em conjunto com uma atuação ética e socialmente responsável, cabe, no entanto, aos decisores de política (em primeira instância) acordar, definir e promover medidas e políticas apropriadas. Porém, não é possível incorporá-las num programa de compra de ativos em larga escala executado sob a forma de uma medida de política monetária temporária ao longo de um período de tempo relativamente curto. Tal limitaria a eficácia do contributo do APP para o cumprimento do mandato do BCE de manutenção da estabilidade de preços. É de notar que vários ativos classificados como “obrigações ecológicas” são elegíveis para compra ao abrigo do CSPP e foram igualmente adquiridos pelo Eurosistema. As detenções destas obrigações estão globalmente em linha com as respetivas ponderações no valor de referência.

O ritmo de compras ao abrigo do CSPP depende das condições prevalentes no mercado. As compras líquidas mensais durante o período entre junho de 2016 e maio de 2017 (inclusive) situaram-se num intervalo entre pouco menos de €4 mil milhões e pouco menos de €10 mil milhões (ver Gráfico B). As compras foram particularmente reduzidas antes do final do ano, o qual é um período tipicamente caracterizado por uma parca emissão de obrigações e liquidez reduzida no mercado secundário.

Gráfico B

Compras líquidas mensais ao abrigo do CSPP desagregadas de acordo com o método de transação

(EUR mil milhões)



Fontes: Bloomberg e BCE.
Nota: A distribuição tem por base valores contabilísticos.

As compras ao abrigo do CSPP são efetuadas quer no mercado primário quer no mercado secundário. Desde a sua criação, 15% das detenções ao abrigo do CSPP foram adquiridas no mercado primário. Devido a estas compras no mercado primário e às melhores condições de liquidez das obrigações recentemente emitidas, as detenções ao abrigo do CSPP tendem a ser enviesadas no sentido de obrigações emitidas há menos tempo, sendo que mais de metade corresponde a obrigações emitidas em 2016 e 2017 (ver Gráfico C). A procura por parte dos investidores de emissões de obrigações de empresas elegíveis ao abrigo do CSPP

Gráfico C

Detenções ao abrigo do CSPP desagregadas por ano de emissão

(percentagens)



Fontes: Bloomberg e BCE.
Notas: A distribuição tem por base valores nominais. Os dados para 2017 abrangem as compras de obrigações liquidadas durante o período entre 1 de janeiro e 7 de junho.

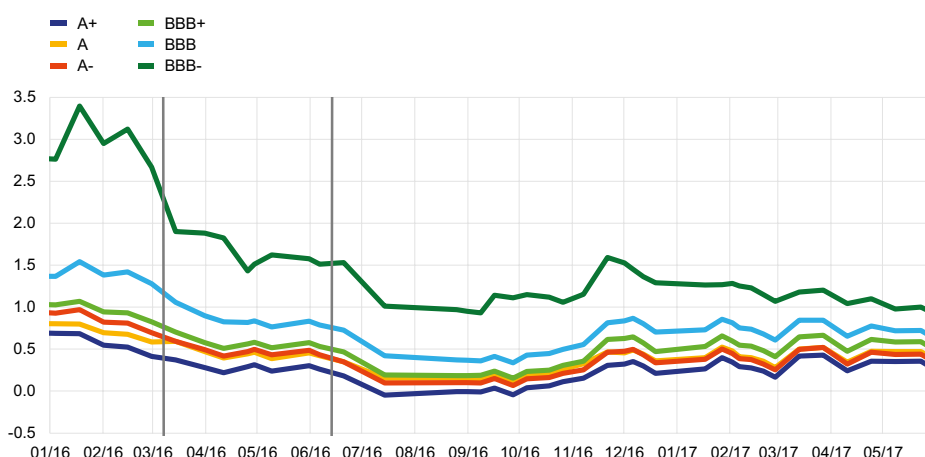
foi, em média, cerca de três vezes superior ao montante emitido. No geral, os emitentes tratam o Eurosistema do mesmo modo do que a maior parte dos outros investidores em termos de repartição final.

O mercado das obrigações de empresas apresentou uma evolução positiva desde o anúncio do CSPP em março de 2016. Nessa altura, o anúncio teve um efeito notável sobre os preços de mercado secundário no mercado das obrigações de empresas¹¹. As taxas de rendibilidade das obrigações das empresas na área do euro continuaram a diminuir no período que se seguiu ao anúncio até ao outono de 2016 (ver Gráfico D), quando aumentaram novamente num contexto de expansão da oferta de novas obrigações e um aumento dos prémios de risco a nível mundial. Desde o início de 2017, as taxas de rendibilidade das obrigações de empresas na área do euro diminuíram, no geral, num ambiente de volatilidade relativamente reduzida. As condições de liquidez no mercado permanecem geralmente favoráveis para as compras de obrigações ao abrigo do CSPP por parte do Eurosistema.

Gráfico D

Taxas de rendibilidade a 5 anos das obrigações elegíveis para compra ao abrigo do CSPP de acordo com a classificação da notação de crédito

(percentagens)



Fontes: Bloomberg e BCE.

Notas: São utilizados dados quinzenais. As linhas verticais assinalam o anúncio do CSPP em 10 de março de 2016 e o início das compras ao abrigo do CSPP em 8 de junho de 2016. As taxas de rendibilidade ao prazo constante de 5 anos têm por base curvas de rendimento estimadas para carteiras de obrigações elegíveis para compra ao abrigo do CSPP utilizando a primeira melhor notação de crédito.

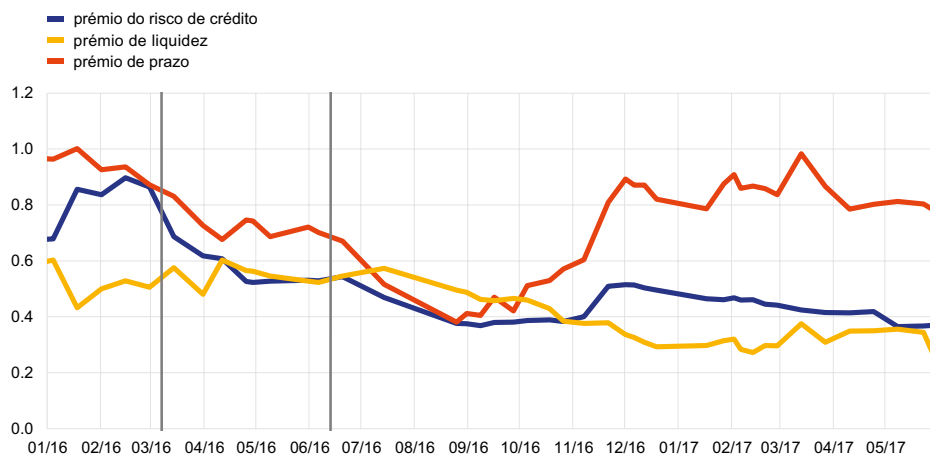
Os prémios de risco no mercado das obrigações elegíveis para compra ao abrigo do CSPP foram contidos e têm apresentado alguma resiliência perante choques. O prémio de crédito tem vindo a cair quase continuamente desde o anúncio do CSPP (ver Gráfico E). De acordo com os participantes no mercado, tal reflete, entre outros fatores, a apetência dos investidores por obrigações emitidas por empresas com uma notação de crédito mais baixa. Os participantes no mercado acrescentam que, em consequência do CSPP, os investidores estão a reequilibrar

¹¹ Para uma análise inicial do impacto do CSPP, ver a caixa intitulada "The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme", *Boletim Económico*, Número 5, BCE, agosto de 2016.

Gráfico E

Preços dos prémios de crédito, liquidez e prazo no mercado das obrigações ao abrigo do CSPP

(percentagens)



Fontes: Bloomberg e BCE.

Notas. São utilizados dados quinzenais. As linhas verticais assinalam o anúncio do CSPP em 10 de março de 2016 e o início das compras ao abrigo do CSPP em 8 de junho de 2016. O prémio de crédito é aproximado pela curva média (7 anos menos 2 anos) das curvas de rendimentos das carteiras de obrigações de empresas elegíveis para compra ao abrigo do CSPP com notação de A-, A e A+. O prémio de liquidez é aproximado pela diferença entre as taxas de rendibilidade a 5 anos de duas carteiras de obrigações de empresas elegíveis para compra ao abrigo do CSPP com notação de BBB+: uma contendo obrigações com saldos inferiores a €300 milhões e outra com saldos superiores a €500 milhões (estas últimas são consideradas no mercado de obrigações de empresas da área do euro como obrigações de referência).

as suas carteiras para beneficiarem ativos não elegíveis de maior risco ou para ajustarem a distribuição geográfica para detenções fora da área do euro. O prémio de prazo também diminuiu durante a maior parte de 2016, antes de aumentar novamente no quarto trimestre. De acordo com os participantes no mercado, alguns investidores estão cada vez menos dispostos a aceitar a exposição ao risco de prazo no mercado das obrigações de empresas, em antecipação de um possível aumento mundial das taxas de juro. O prémio de liquidez tem seguido uma trajetória ligeiramente em baixa desde o início do CSPP, o que constituiu um sinal positivo do bom funcionamento do mercado¹².

As condições de financiamento das empresas melhoraram. Os participantes no mercado referem o CSPP como fator de suporte da capacidade das empresas para emitirem obrigações e de aprofundamento do mercado das obrigações de empresas. Porém, o CSPP não parece ter desencadeado diretamente um aumento das emissões por parte de emitentes novos ou infrequentes na área do euro (ver Gráfico F).

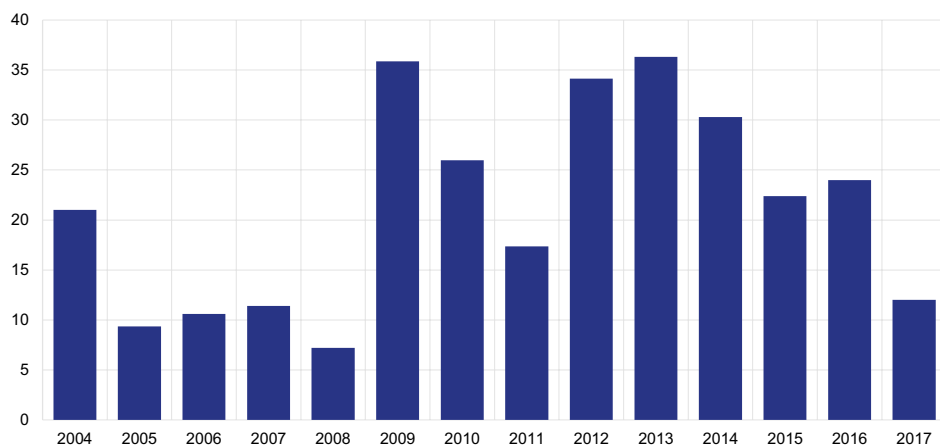
A taxa de crescimento homóloga da emissão de obrigações de empresas aumentou, no geral, desde a primavera de 2016, tendo atingido cerca de 10% nos primeiros meses de 2017. A emissão de obrigações por sociedades não financeiras (SNF) da área do euro aumentou particularmente durante o período de 2009 a 2010 e em 2013, quando serviu de substituto para os empréstimos bancários

¹² Esta compressão verificou-se apesar de as compras ao abrigo do CSPP se mostrarem enviesadas no sentido de obrigações com maiores saldos – tipicamente mais líquidas do que as que estão associadas a saldos menores – que, consequentemente, são oferecidas com maior frequência no Eurosistema.

Gráfico F

Emissão de obrigações por emitentes infrequentes de obrigações de sociedades não financeiras da área do euro

(EUR mil milhões)



Fonte: Dealogic.

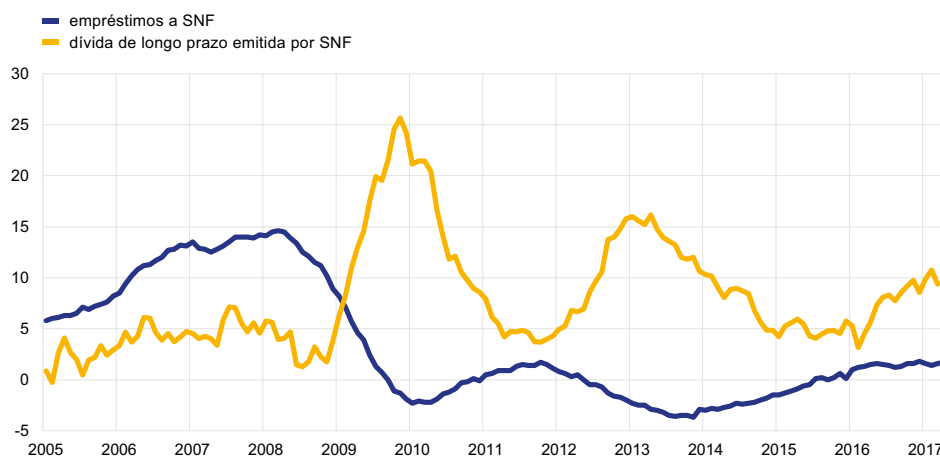
Notas: Os emitentes infrequentes de obrigações de sociedades não financeiras da área do euro correspondem a empresas que não emitiram obrigações nos últimos cinco anos civis. Os dados para 2017 abrangem o período entre 1 de janeiro e 7 de junho. Os dados incluem todas as sociedades não financeiras da área do euro cotadas e não cotadas em bolsa que emitem em euros.

num contexto de diminuição da concessão de crédito dos bancos às SNF. Em contraste, o recente crescimento da emissão ocorreu num contexto de aumento dos empréstimos bancários e, deste modo, complementou o crédito bancário como suporte ao financiamento do setor empresarial (ver Gráfico G).

Gráfico G

Alterações nas fontes de financiamento das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro

(percentagens; dados homólogos)



Fonte: BCE.

Notas: Os dados incluem a emissão de dívida e empréstimos denominados em euros a todas as SNF da área do euro abrangidas pelas estatísticas de títulos do BCE e pelas estatísticas de instituições financeiras monetárias (IFM). A última observação para as estatísticas de títulos do BCE refere-se a março de 2017 e a última observação para as estatísticas de IFM refere-se a abril de 2017.

O CSPP também beneficiou as empresas que não dependem dos mercados de capital para se financiarem. Isto é particularmente verdade no caso das pequenas e médias empresas (PME), visto que as condições favoráveis nos mercados obrigacionistas tiveram efeitos de repercussão positivos que suportaram o crédito bancário através de vários canais. Por exemplo, quando as grandes empresas se financiam cada vez mais através de emissões de obrigações (em detrimento de empréstimos bancários) libera-se a capacidade nos balanços dos bancos para uma possível concessão de crédito às PME. Os resultados do Inquérito sobre o Acesso a Financiamento por Empresas na área do euro de outubro de 2016 a março de 2017 confirmam que as PME continuaram a beneficiar da maior disponibilidade de empréstimos bancários a taxas de juro mais reduzidas do que o que fora reportado na anterior ronda do inquérito.

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

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante o primeiro e segundo períodos de manutenção de reservas de 2017, que decorreram, respetivamente, de 25 de janeiro a 14 de março de 2017 e de 15 de março a 2 de maio de 2017. Nos períodos 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 29 de março, foi liquidada a quarta operação da segunda série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas II), que proporcionou um montante de €233.4 mil milhões a 474 licitantes. O nível de participação foi significativamente superior às expectativas de mercado e esteve sobretudo relacionado com o preço atrativo e o facto de esta operação ter sido a última da série. A liquidez injetada através desta operação foi apenas ligeiramente compensada por reembolsos voluntários relativos à primeira e segunda operações da primeira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas I), que absorveram €16.7 mil milhões. Em resultado da injeção de liquidez no montante de €216.7 mil milhões, em termos líquidos, o saldo total ao abrigo de ambas as séries de ORPA direcionadas aumentou para €761.7 mil milhões no final do período em análise. A liquidação da quarta operação das ORPA direcionadas II coincidiu com uma descida da colocação média de OPR face ao sétimo e oitavo períodos de manutenção de 2016, a qual diminuiu €10.5 mil milhões, situando-se em €23.8 mil milhões.

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 até março de 2017 e um montante-alvo reduzido de €60 mil milhões por mês a partir de abril de 2017.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário da área do euro, definidas como a soma de fatores autónomos e reservas mínimas, situavam-se em €1086.2 mil milhões – o que representa um aumento de €93 mil milhões face ao período em análise anterior (ou seja, o sétimo e oitavo 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 €90.6 mil milhões, situando-se num valor máximo histórico de €965.7 mil milhões durante o período em análise, ao passo que as reservas mínimas obrigatórias registaram apenas uma ligeira subida, aumentando €2.5 mil milhões e situando-se em €120.5 mil milhões.

Quadro

Situação de liquidez no Eurosistema

	25 de janeiro de 2017 a 2 de maio de 2017		26 de outubro de 2016 a 24 de janeiro de 2017		Segundo período de manutenção de 2017	Primeiro período de manutenção de 2017	
Passivo – necessidades de liquidez (médias; EUR mil milhões)							
Fatores de liquidez autónomos	1 983.7	(+39.0)	1 944.8	2 014.9	(+62.3)	1 952.6	(+9.8)
Notas em circulação	1 114.6	(+4.1)	1 110.5	1 118.4	(+7.5)	1 110.8	(-8.3)
Depósitos das administrações públicas	171.1	(+19.1)	152.0	182.0	(+21.6)	160.3	(+17.3)
Outros fatores autónomos	698.0	(+15.7)	682.3	714.6	(+33.1)	681.4	(+0.8)
Depósitos à ordem	1 021.0	(+153.2)	867.8	1 081.1	(+120.2)	960.9	(+41.9)
Instrumentos de política monetária	635.1	(+80.0)	555.1	670.6	(+71.0)	599.6	(+46.4)
Reservas mínimas obrigatórias	120.5	(+2.5)	118.0	120.6	(+0.3)	120.4	(+1.6)
Facilidade permanente de depósito	514.6	(+77.5)	437.1	550.0	(+70.7)	479.2	(+44.8)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	-	(+0.0)	-	-	(+0.0)	-	(+0.0)
Ativo – cedência de liquidez (médias; EUR mil milhões)							
Fatores de liquidez autónomos	1 018.3	(-51.7)	1 070.0	1 014.7	(-7.2)	1 021.9	(-20.2)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	670.5	(-11.1)	681.5	678.6	(+16.2)	662.4	(-12.3)
Ativos líquidos denominados em euros	347.8	(-40.6)	388.4	336.2	(-23.4)	359.5	(-7.9)
Instrumentos de política monetária	2 501.3	(+321.2)	2 180.1	2 631.5	(+260.4)	2 371.1	(+116.6)
Operações de mercado aberto	2 501.0	(+321.1)	2 179.9	2 631.2	(+260.4)	2 370.8	(+116.5)
Operações de leilão	654.6	(+91.4)	563.2	725.9	(+142.7)	583.3	(-0.2)
OPR	23.8	(-10.5)	34.3	18.5	(-10.5)	29.0	(-5.6)
ORPA com prazo de 3 meses	8.2	(-5.0)	13.3	7.4	(-1.6)	9.1	(-2.7)
ORPA direcionadas I	32.5	(-14.7)	47.2	26.5	(-12.0)	38.5	(-2.4)
ORPA direcionadas II	590.1	(+121.6)	468.5	673.5	(+166.8)	506.7	(+10.4)
Carteiras definitivas	1 846.4	(+229.7)	1 616.7	1 905.3	(+117.9)	1 787.5	(+116.6)
Primeiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	10.3	(-2.8)	13.1	9.6	(-1.4)	11.0	(-1.5)
Segundo programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	6.4	(-0.6)	7.0	6.1	(-0.6)	6.7	(-0.2)
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	213.3	(+10.5)	202.7	215.3	(+4.1)	211.3	(+6.3)
Programa dos mercados de títulos de dívida	99.5	(-2.7)	102.2	99.3	(-0.6)	99.8	(-2.4)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	23.8	(+1.4)	22.4	24.1	(+0.6)	23.5	(+0.5)
Programa de compra de ativos do setor público	1 422.0	(+200.8)	1 221.2	1 473.5	(+103.0)	1 370.5	(+101.9)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	71.1	(+23.1)	48.0	77.5	(+12.7)	64.7	(+12.1)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0.3	(+0.1)	0.2	0.3	(-0.0)	0.3	(+0.1)
Outras informações com base na liquidez (médias; EUR mil milhões)							
Necessidades de liquidez em termos agregados	1 086.2	(+93.0)	993.2	1 121.1	(+69.8)	1 051.3	(+31.5)
Fatores autónomos¹	965.7	(+90.6)	875.2	1 000.5	(+69.5)	931.0	(+29.9)
Liquidez excedentária	1 414.8	(+228.1)	1 186.7	1 510.2	(+190.7)	1 319.4	(+84.9)
Evolução das taxas de juro (médias; percentagens)							
OPR	0.00	(+0.00)	0.00	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0.25	(+0.00)	0.25	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)
Facilidade permanente de depósito	-0.40	(+0.00)	-0.40	-0.40	(+0.00)	-0.40	(+0.00)
EONIA	-0.354	(-0.004)	-0.350	-0.356	(-0.003)	-0.352	(-0.001)

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".

O crescimento dos fatores autónomos agregados resultou sobretudo de um aumento dos fatores de absorção de liquidez. O principal contributo adveio dos depósitos das administrações públicas, que aumentaram €19.1 mil milhões, situando-se, em média, em €171.1 mil milhões no período analisado. Os outros fatores autónomos médios também aumentaram, subindo €15.7 mil milhões e situando-se em €698 mil milhões. A procura média de notas aumentou apenas €4.1 mil milhões, situando-se em €1146.6 mil milhões, estabilizando após o aumento habitual do final do ano.

Além disso, 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 e de uma ligeira descida das disponibilidades líquidas sobre o exterior. Os ativos líquidos médios denominados em euros baixaram para €347.8 mil milhões, tendo diminuído €40.6 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. Adicionalmente, verificou-se um aumento das responsabilidades dos bancos centrais nacionais para com instituições oficiais estrangeiras. As disponibilidades líquidas sobre o exterior médias diminuíram €11.1 mil milhões, passando para €670.5 mil milhões.

A volatilidade dos fatores autónomos permaneceu elevada, em níveis globalmente inalterados face ao período analisado anterior. 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

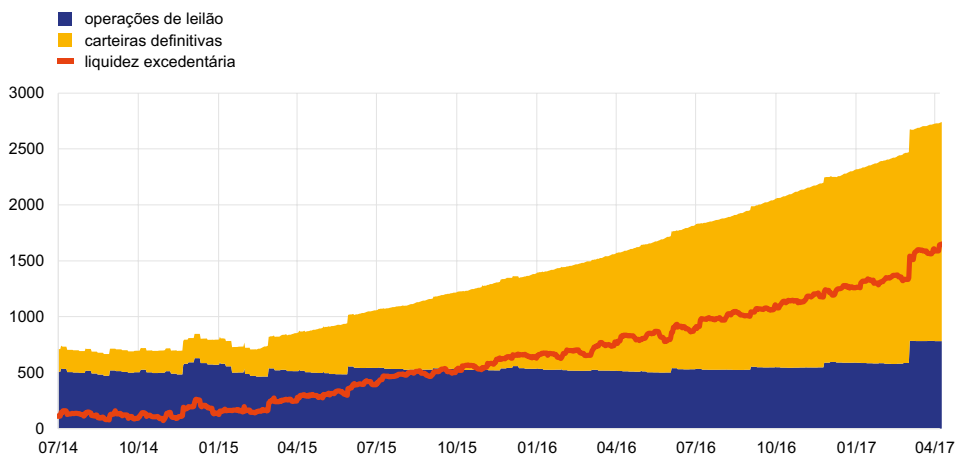
O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – tanto operações de leilão como operações no âmbito dos programas de compra de ativos – subiu €321.1 mil milhões, situando-se em €2501 mil milhões no final do período (ver o gráfico). Este aumento deveu-se principalmente ao programa de compra de ativos alargado do BCE e à quarta operação das ORPA direcionadas II, que foi liquidada por um montante de €233.4 mil milhões em 29 de março de 2017.

O montante médio de liquidez cedida através de operações de leilão aumentou €91.4 mil milhões, situando-se em €654.6 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, €10.5 mil milhões e €5 mil milhões, ao passo que o saldo médio das ORPA direcionadas aumentou €106.9 mil milhões, como um efeito líquido da liquidação da quarta operação das ORPA direcionadas II e do reembolso antecipado voluntário dos fundos disponibilizados na primeira e segunda operações das ORPA direcionadas I.

Gráfico

Evolução dos instrumentos de política monetária e da liquidez excedentária

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

A liquidez média cedida através do programa de compra de ativos alargado aumentou €229.7 mil milhões, situando-se em €1846.4 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, em média, €200.8 mil milhões, €10.5 mil milhões, €1.4 mil milhões e €23.1 mil milhões, respetivamente. O reembolso de obrigações detidas ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e do primeiro e segundo programas de compra de obrigações com ativos subjacentes totalizou €6.1 mil milhões.

Liquidez excedentária

Como consequência da evolução acima descrita, a liquidez excedentária média aumentou €228.1 mil milhões, situando-se em €1414.8 mil milhões no período em análise (ver o gráfico). A maior parte desse aumento registou-se no segundo período de manutenção de 2017, quando a liquidez excedentária média subiu €190.7 mil milhões, devido à liquidez proporcionada pela quarta operação das ORPA direcionadas II. Ao mesmo tempo, o objetivo fixado como média de aquisições mensais de ativos ao abrigo dos programas de compra de ativos foi reduzido para €60 mil milhões a partir de abril de 2017. O aumento mais reduzido de €84.9 mil milhões registado no primeiro período de manutenção deveu-se, em grande medida, à evolução da liquidez cedida pelas compras a título definitivo, que subiram €116.6 mil milhões, mas foi parcialmente compensado por uma descida, no montante de €20.2 mil milhões, dos fatores autónomos de cedência de liquidez.

A maior liquidez excedentária traduziu-se em detenções médias em depósitos à ordem mais elevadas, as quais aumentaram €153.2 mil milhões, situando-se em

€1021 mil milhões no período em análise, ao passo que o recurso médio à facilidade permanente de depósito continuou a aumentar, subindo €77.5 mil milhões e situando-se em €514.6 mil milhões.

Evolução das taxas de juro

As taxas *overnight* do mercado monetário permaneceram próximo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito, com as taxas para cabazes de ativos de garantia específicos nos segmentos garantidos a situarem-se até abaixo desse nível. No mercado sem garantia, o índice *overnight* médio do euro (EONIA) situou-se, em média, em -0.354%, tendo descido ligeiramente de uma média de -0.350% no período analisado precedente. A EONIA oscilou num intervalo relativamente estreito, com um máximo de -0.345% no último dia de janeiro e fevereiro de 2017 e um mínimo histórico de -0.363% no período até ao final de abril. Além disso, no mercado com garantia, as taxas médias *overnight* das operações de reporte no mercado GC Pooling¹³ diminuíram ligeiramente, situando-se o cabaz de ativos de garantia normalizados em -0.423% e o cabaz de ativos de garantia alargados em -0.403%, registando ambos uma descida de, respetivamente, 0.018 e 0.005 pontos percentuais em relação ao período analisado anterior.

A diminuição no final do trimestre das principais taxas das operações de reporte, registada em março, foi menos acentuada do que a descida verificada no final do ano. Tal poderá ser interpretado como uma indicação de que os participantes no mercado se prepararam mais cedo, e em maior grau, para uma escassez de liquidez ao nível das garantias. Acresce que esta evolução pode refletir os efeitos positivos da aceitação de numerário como garantia no âmbito das facilidades de cedência de títulos previstas no contexto do programa de compra de ativos do setor público.

¹³ O mercado GC Pooling permite que acordos de recompra sejam transacionados na plataforma Eurex contra cabazes de ativos de garantia normalizados.

Evolução recente da balança corrente da área do euro

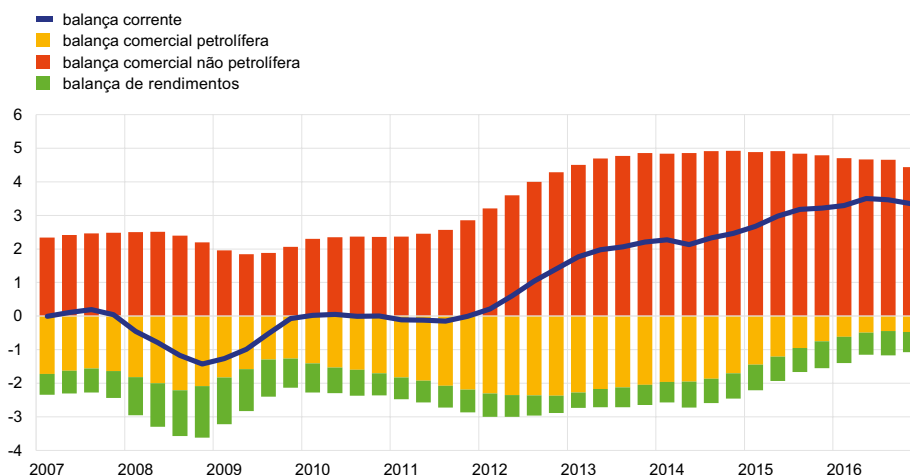
Desde o início da década, a balança corrente da área do euro subiu a um ritmo constante de uma posição geralmente equilibrada para um excedente. Em 2016, o excedente estabilizou ligeiramente acima de 3% do PIB. A presente caixa analisa os principais fatores subjacentes a este desenvolvimento.

Em 2016, a área do euro registou um excedente da balança corrente de 3.3% do PIB, ligeiramente acima dos 3.2% registados em 2015. Os défices da balança comercial petrolífera e da balança de rendimentos combinada registaram uma contração modesta, enquanto o excedente da balança comercial não petrolífera continuou a reduzir-se (ver Gráfico A). O ligeiro aumento global do excedente da balança corrente em 2016 oculta o facto de o excedente ter começado a diminuir numa base média de quatro trimestres no segundo semestre do ano, altura em que os preços do petróleo registaram uma certa recuperação. Este desenvolvimento contrasta com o período entre meados de 2014 e meados de 2016, quando a redução do défice da balança comercial petrolífera devido à descida dos preços do petróleo explicou quase na sua totalidade o aumento do excedente da balança corrente da área do euro¹⁴.

Gráfico A

Principais rubricas da balança corrente da área do euro

(percentagens do PIB, médias de quatro trimestres)



Fontes: BCE e Eurostat.

Nota: A balança de rendimentos inclui as balanças de rendimentos primários e secundários. A decomposição da balança comercial nas suas componentes petrolífera e não petrolífera baseia-se nas estatísticas do comércio externo do Eurostat. A balança comercial não petrolífera inclui os serviços. A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2016.

As importações e exportações da área do euro diminuíram em relação ao PIB em 2016, em resultado da evolução dos preços, que mais do que compensou um aumento dos volumes de comércio (ver Gráfico B). A descida

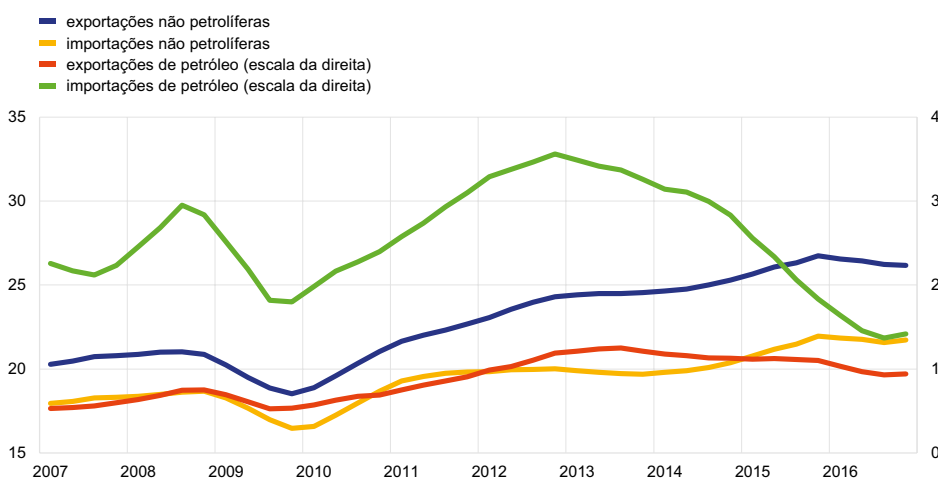
¹⁴ Ver também a caixa intitulada "Impacto da descida dos preços do petróleo no excedente da balança corrente da área do euro", *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2016.

do comércio nominal em relação ao PIB foi motivada pela queda dos preços das importações e exportações, enquanto o deflator do PIB global aumentou em 2016¹⁵. No entanto, em termos de volume, o comércio da área do euro expandiu-se a um ritmo mais rápido do que o PIB, com as importações reais a aumentarem 4.0% e as exportações reais 2.9%, enquanto o PIB real cresceu 1.7%. O crescimento robusto dos volumes de comércio é consistente com a recuperação atual da área do euro e da economia mundial. Dado que a queda dos fluxos de comércio nominais em relação ao PIB foi mais pronunciada para as exportações do que para as importações, o excedente comercial da área do euro diminuiu ligeiramente.

Gráfico B

Desagregação das exportações e importações da área do euro

(percentagens do PIB, médias de quatro trimestres)



Fontes: BCE e Eurostat.

Nota: A decomposição das importações e exportações em componentes petrolífera e não petrolífera baseia-se nas estatísticas do comércio externo do Eurostat. O comércio não petrolífero inclui os serviços. A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2016.

Os excedentes comerciais da área do euro face aos países da UE não pertencentes à área do euro e os Estados Unidos descenderam cerca de 0.1% do PIB em 2016 comparativamente a 2015, enquanto os respetivos défices com a China e a Rússia diminuíram 0.2% e 0.1% do PIB, respetivamente (ver Gráfico C)¹⁶. Em 2016, o excedente comercial bilateral da área do euro face aos países da UE não pertencentes à área do euro situou-se em cerca de 2% do PIB, enquanto o excedente especializado com os Estados Unidos foi de perto de 0.9% do PIB. O Reino Unido foi responsável por cerca de três quartos do excedente comercial face aos países da UE não pertencentes à área do euro em 2016. Ao mesmo tempo, a área do euro registou défices comerciais em relação à China e à Rússia de -0.6% e -0.2%, respetivamente.

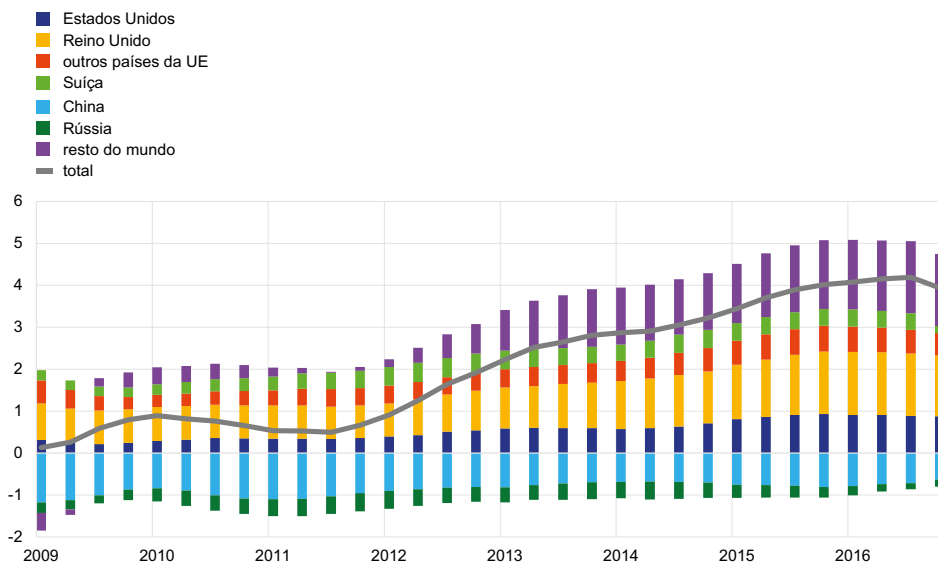
¹⁵ De acordo com os dados das contas nacionais, os preços das importações e exportações da área do euro diminuíram 2.4% e 1.3% em 2016, respetivamente, enquanto o deflator do PIB aumentou 0.9%.

¹⁶ A análise centra-se na balança comercial, uma vez que não se encontra disponível uma decomposição geográfica para a balança corrente total.

Gráfico C

Desagregação geográfica da balança comercial da área do euro

(percentagens do PIB, médias de quatro trimestres)



Fontes: BCE e Eurostat.

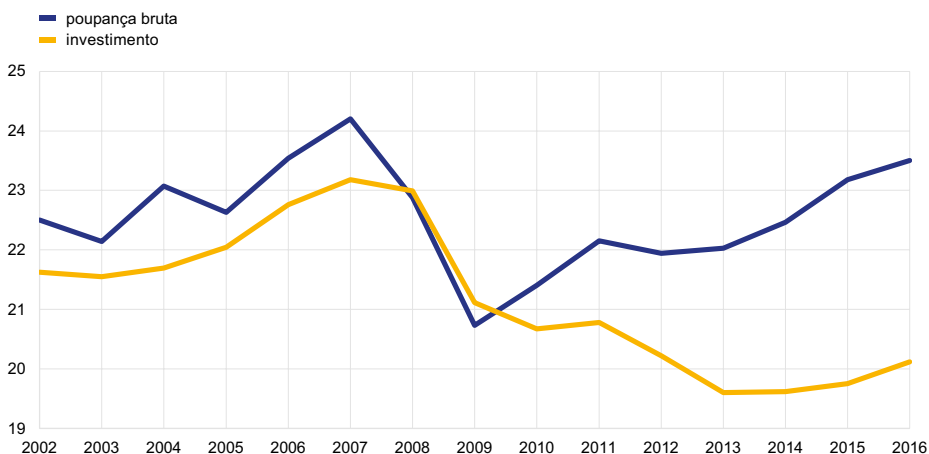
Nota: "Outros países da UE" abrange os Estados-Membros da UE fora da área do euro, excluindo o Reino Unido. A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2016.

Numa perspetiva de investimento da poupança, a estabilização da balança corrente em 2016 reflete uma recuperação do investimento, que compensou em larga medida o aumento continuado da poupança bruta (ver Gráfico D). De acordo com uma identidade contabilística simples, a balança corrente corresponde em larga medida ao desvio entre a poupança interna e o investimento, ou seja, a capacidade ou a necessidade líquida de financiamento. O aumento da capacidade líquida de financiamento em anos anteriores refletiu uma subida constante da poupança bruta e uma moderação do investimento (em relação ao PIB). Desde

Gráfico D

Poupança bruta e investimento da área do euro

(percentagens do PIB)



Fonte: Comissão Europeia.

Nota: A última observação refere-se a 2016.

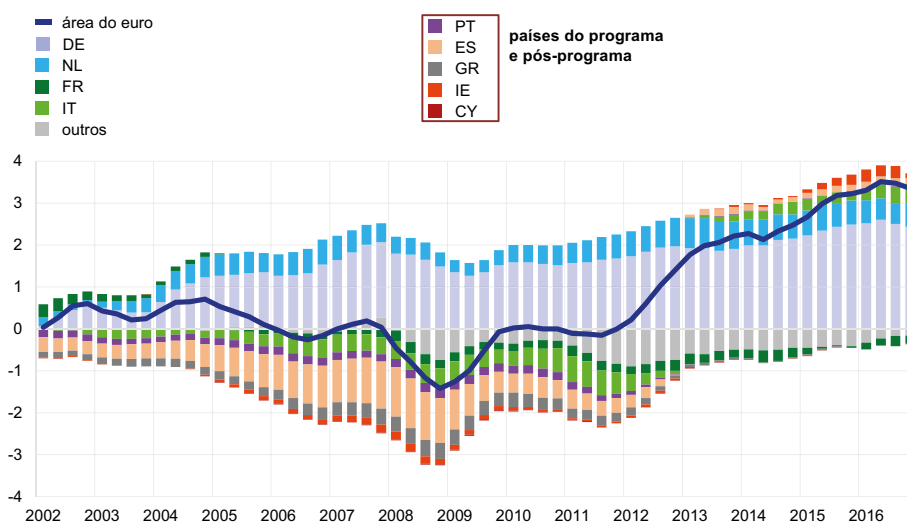
o início da recuperação da atividade económica em 2013, houve uma subida dos rácios quer de poupança quer de investimento em relação ao PIB. O setor privado regista atualmente uma capacidade líquida de financiamento, enquanto o setor público continua a registar uma necessidade líquida de financiamento que, contudo, diminuiu significativamente nos últimos anos.

A Alemanha foi responsável pelo maior contributo para o excedente da balança corrente da área do euro em 2016, embora também tenha havido contributos significativos de outros países (ver Gráfico E). Em 2016, o excedente da balança corrente da Alemanha situou-se em 2.4% do PIB da área do euro, seguido pelos Países Baixos (0.6%), tendo havido contributos positivos de entre 0.1% e 0.4% do PIB da área do euro da Itália, Espanha e Irlanda. Em contraste, França registou um défice da balança corrente de 0.2% do PIB da área do euro.

Gráfico E

Balança corrente da área do euro e de países selecionados da área do euro

(percentagens do PIB da área do euro, médias de quatro trimestres)



Fontes: BCE e Eurostat.

Notas: A coluna da segunda legenda apresenta os países sujeitos atualmente ou no passado a um programa de assistência financeira. "Outros" inclui os países da área do euro não apresentados no gráfico e uma discrepância estatística para justificar o facto de os dados por país nem sempre corresponderem ao agregado da área do euro. A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2016.

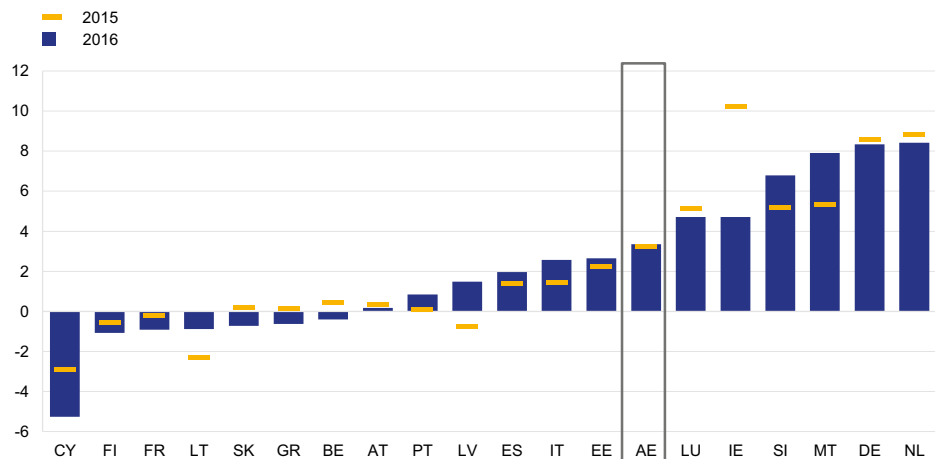
A nível dos países da área do euro, a evolução da balança corrente em 2016 foi relativamente heterogénea (ver Gráfico F). Durante o processo de ajustamento externo ao longo dos últimos anos, os países da área do euro que apresentaram amplos défices da balança corrente antes da crise financeira mundial registaram uma correção significativa e, em muitos casos, transformaram esses défices em excedentes. Em 2016, as melhorias mais notórias da balança corrente em comparação com 2015 foram observadas em Malta e na Letónia, enquanto os excedentes da balança corrente na Eslovénia, Itália, Portugal, Espanha e Estónia também registaram um maior aumento. A deterioração mais acentuada da balança corrente, embora tenha partido de um excedente elevado, foi registada na Irlanda, seguida de Chipre, que registou

um aumento do défice. Os excedentes consideráveis e persistentes das balanças correntes da Alemanha, Países Baixos e Luxemburgo diminuíram ligeiramente em 2016.

Gráfico F

Balança corrente da área do euro e dos países da área do euro

(percentagens do PIB)



Fontes: BCE e Eurostat.

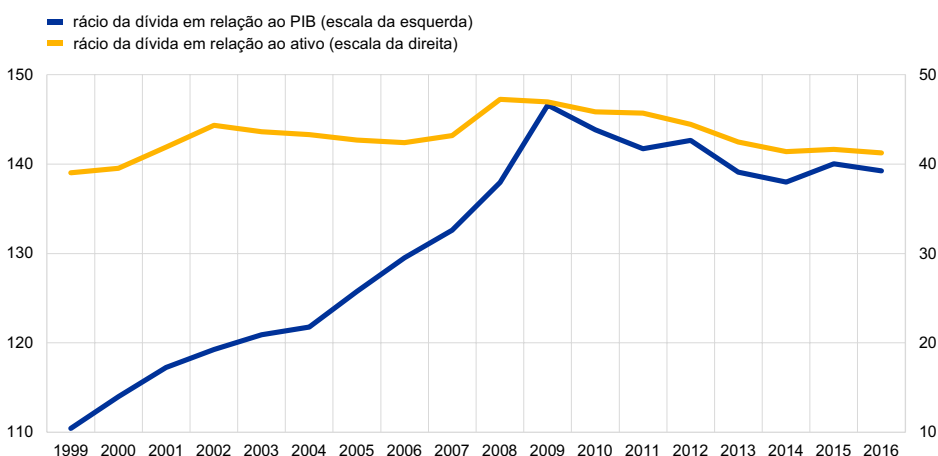
Endividamento do setor privado e desalavancagem nos países da área do euro

Os crescentes rácios da dívida do setor privado em relação ao PIB foram observados no período pré-crise em muitos países da área do euro. No período que antecedeu a crise financeira, o crescimento dinâmico da procura e a expansão do crédito que lhe esteve associada conduziram à acumulação de consideráveis volumes de dívida interna em vários países da área do euro. A dívida do setor privado (ou seja, a dívida das famílias e das sociedades não financeiras (SNF))¹⁷ no conjunto da área do euro aumentou de 110% do PIB em 1999 para 147% do PIB em 2009 (ver Gráfico A). Na maior parte dos países da área do euro, o aumento para o pico face aos valores observados em 1999 foi significativamente mais elevado do que o do conjunto da área do euro (ver Gráfico B). Apenas na Alemanha, o rácio da dívida do setor privado em relação ao PIB tem vindo a seguir uma trajetória descendente desde 1999. O rácio da dívida do setor privado em relação ao PIB, que pode ser considerado uma medida da sustentabilidade da dívida a médio e longo prazo, mostrou claramente uma tendência ascendente antes de 2009. No entanto, esta tendência é muito menos evidente quando se analisa a dívida em percentagem do total do ativo (o rácio de alavancagem) – a qual, durante o período expansionista que antecedeu a crise, não assinalou uma possível acumulação de sobre-endividamento. O rácio de alavancagem é medido com base nos preços de mercado dos ativos, e a evolução destes preços dos ativos tem ocultado parcialmente a vulnerabilidade associada ao aumento do endividamento.

Gráfico A

Dívida privada na área do euro

(em percentagens)



Fonte: Eurostat.

Nota: O total do ativo inclui ativos financeiros e não financeiros (património residencial e ativos fixos das SNF).

¹⁷ Na presente caixa, a dívida do setor privado é definida como a soma do total de empréstimos concedidos às famílias e às SNF, líquida de empréstimos intrasetoriais e de títulos de dívida emitidos por SNF. A definição utilizada corresponde à adotada no painel de avaliação do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos. Esta definição não inclui direitos de pensão. No conjunto da área do euro, a dívida do setor privado em 2016, incluindo direitos de pensão, era de 143% do PIB, e de 139% do PIB excluindo direitos de pensão.

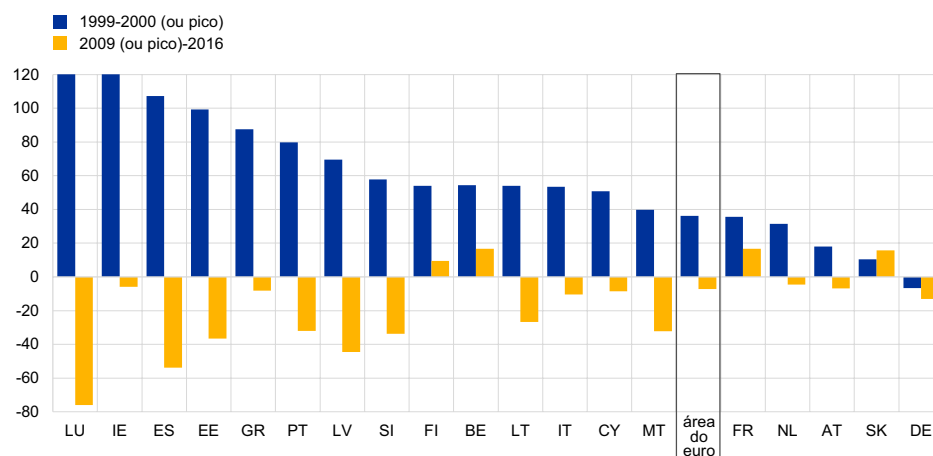
A presente caixa analisa a evolução recente do endividamento do setor privado e da desalavancagem, centrando-se no rácio da dívida em relação ao PIB como medida.

Depois de atingir um pico em 2009, a dívida do setor privado em percentagem do PIB tem vindo a seguir uma trajetória descendente no conjunto da área do euro. A dívida do setor privado diminuiu de 147% do PIB em 2009 para 139% do PIB em 2016. Esta descida relativamente modesta oculta diferenças significativas entre países. Em alguns países altamente endividados, os rácios da dívida do setor privado em relação ao PIB têm vindo a cair significativamente desde que atingiram um pico. A redução do rácio foi muito considerável em Espanha (54 pontos percentuais desde o pico em 2009), correspondendo a metade do aumento observado nos dez anos anteriores; a redução também foi substancial na Estónia, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Portugal e Eslovénia (ver Gráfico B). Em contraste, outros países altamente endividados (com um rácio da dívida do setor privado em relação ao PIB superior a 200%), mais especificamente, Irlanda, Chipre e Países Baixos, não evidenciaram uma descida considerável dos respetivos rácios. Os rácios da dívida do setor privado em relação ao PIB têm vindo a crescer continuamente ao longo dos últimos 18 anos na Bélgica, França, Eslováquia e Finlândia.

Gráfico B

Variação dos rácios da dívida do setor privado em relação ao PIB

(em pontos percentuais)



Fonte: Eurostat.

Notas: A barra azul é truncada para LU (157 pontos percentuais) e IE (136 pontos percentuais). O pico registou-se em 2009 em EE, ES, LT, MT, NL, AT e PT; em 2007 em LU; em 2010 em LV e SI; em 2012 em IE, GR e IT; e em 2014 em CY.

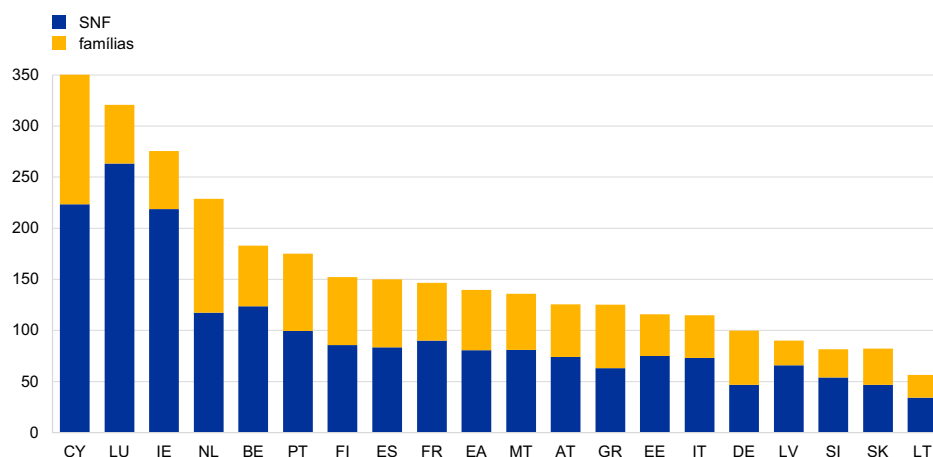
Mesmo depois do ajustamento pós-crise, os rácios da dívida do setor privado em relação ao PIB permaneceram muito heterogéneos entre países da área do euro. O Gráfico C mostra que os rácios da dívida do setor privado no final de 2016 oscilaram entre cerca de 50% do PIB e 350% do PIB. Na maior parte dos países, os rácios da dívida do setor privado situam-se acima de 100% do PIB, com o limiar no painel de avaliação do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (133% do PIB) a ser ultrapassado em dez países da área do euro (ver Gráfico C).

Embora este limiar seja meramente um indicador estatístico¹⁸, não tomando assim em linha de conta os fundamentos económicos, assinala que em alguns países podem persistir necessidades de desalavancagem. É de notar que uma avaliação conclusiva da magnitude das necessidades de desalavancagem requereria igualmente uma análise complementar da distribuição da dívida entre famílias e SNF, bem como das respetivas características subjacentes.

Gráfico C

Dívida das SNF e famílias (2016)

(em percentagem do PIB)



Fonte: Eurostat.

Nota: O total da dívida (das SNF e das famílias) para CY é de 350.6%.

A decomposição entre dívida detida pelas famílias e SNF mostra que a proporção desta última é, em média, superior. Há três exceções: a Alemanha, onde a proporção da dívida detida por famílias é superior à detida por SNF; e a Grécia e os Países Baixos, onde a proporção da dívida detida por cada setor é aproximadamente igual. O rácio da dívida das SNF em relação ao PIB é muito elevado na Irlanda, Chipre e Luxemburgo. Nestes países, o valor da dívida detida por SNF é, porém, particularmente afetado por avultados empréstimos entre empresas transfronteiras.

Um número crescente de estudos empíricos mostra que os níveis elevados de dívida do setor privado podem ter efeitos adversos significativos para os resultados económicos futuros. Embora o endividamento privado, em níveis modestos, ajude a moderar o consumo e a fomentar o crescimento económico, um aumento excessivo da dívida do setor privado no médio prazo pode afetar a acumulação de capital e conduzir a um menor crescimento económico¹⁹. Tal ocorre porque o investimento é reduzido dado que as empresas necessitam de rendimentos para redimir a respetiva dívida, sendo que o consumo privado também é reduzido visto que as famílias sobrealavancadas são obrigadas a aumentar as

¹⁸ O limiar é calculado como o valor-limite do terceiro quartil da distribuição da dívida privada em toda a UE ao longo do período de 1995-2007.

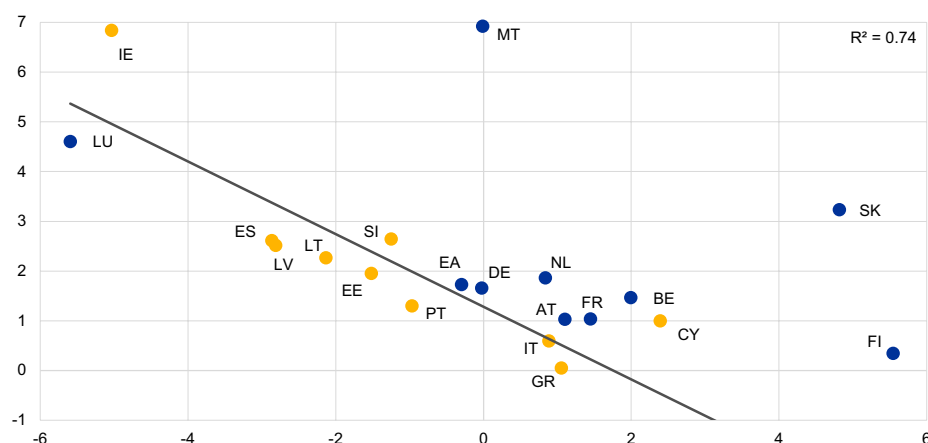
¹⁹ Ver Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, Número 2, 1977, pp. 145-75.

poupanças para cobrir as obrigações do serviço da dívida. Acresce que o crédito bancário é afetado visto que o elevado endividamento do setor privado está frequentemente associado ao aumento dos créditos não produtivos, que tendem a erodir os amortecedores de capital dos bancos²⁰. Alguns estudos empíricos mostram que estes efeitos adversos ocorrem apenas acima de um determinado limiar²¹. Existem também elementos comprovativos de que os atrasos na correção do sobre-endividamento podem resultar em menores taxas de saída de empresas e podem afetar significativamente o grau de reafetação de capital e mão-de-obra entre empresas e setores, o que, no médio prazo, reduz a produtividade agregada na economia²². É, portanto, importante acompanhar a evolução do endividamento do setor privado, o risco do sobre-endividamento e qualquer consequência associada às necessidades de desalavancagem elevadas.

Gráfico D

Variações do crédito (2008-2013) e variações posteriores do PIB real *per capita* (2013-2016)

(eixo dos x: crescimento médio do crédito privado em 2008-2013; eixo dos y: crescimento médio do PIB real em 2013-2016)



Fonte: Eurostat.

Notas: Para IE, o crescimento do PIB real *per capita* é calculado como a média em 2013-2014 e 2016, ou seja, 2015 é excluído da média, devido a distorções estatísticas. Os pontos amarelos são utilizados para indicar os países que enfrentavam grandes desafios em termos de ajustamento durante o período entre 2008 e 2010. Incluem países da área do euro com *swaps* de risco de incumprimento de crédito médios superiores a 150 p.b. durante o período de 2008 a 2010.

O processo de desalavancagem nos países da área do euro teve origem no crescimento do PIB nominal e numa redução da dívida privada. Os dados empíricos mostram que um processo de desalavancagem rápido e antecipado tende a estar associado a ganhos de produção no médio prazo²³. Tal parece ser também o

²⁰ Ver Mian, A.R., Sufi, A. e Verner, E., "Household debt and business cycles worldwide", *Working Paper* n.º 21581 do National Bureau of Economic Research, publicado em setembro de 2015.

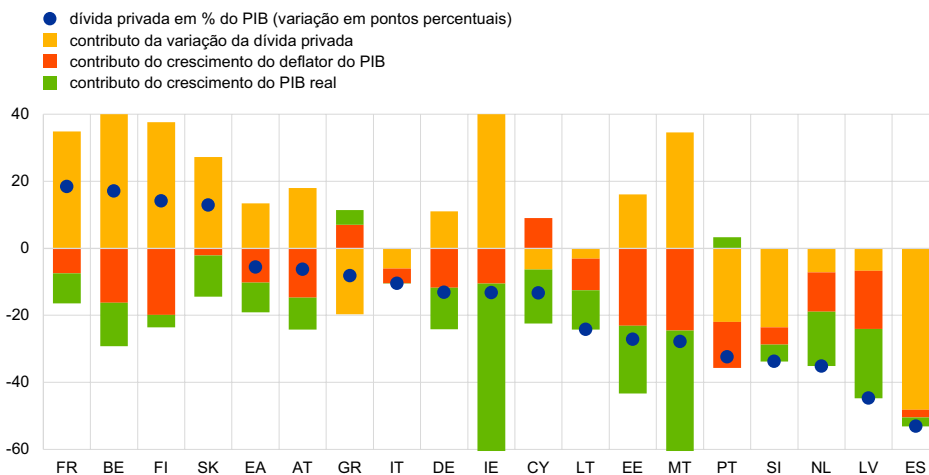
²¹ Ver Cecchetti S., Mohanty M. e Zampolli F., "The real effects of debt", *Working Paper* n.º 352, BIS, setembro de 2011.

²² Ver Schivardi, F., Sette, E. e Tabellini, G., "Credit Misallocation During the European Financial Crisis", *Discussion Paper* n.º DP11901, Centre for Economic Policy Research, março de 2017, e McGowan, M. A., Andrews, D. e Millot, V., "The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries", *Working Paper* n.º 1372, OCDE, janeiro de 2017.

²³ Ver Chen, S., Kim, M., Otte, M., Wiseman K. e Zdzienicka, A., "Private sector deleveraging and growth following busts", *Working Paper* n.º 15/35, FMI, fevereiro de 2015.

Gráfico E

Decomposição das variações do rácio da dívida do setor privado em relação ao PIB desde o pico até ao T4 de 2016



Fonte: Eurostat.

Nota: O pico na área do euro, EE, ES, LT, MT, NL, AT e PT foi observado em 2009; em LV e SI em 2010; em IE, GR e IT em 2012; e em CY em 2014. A barra verde é truncada para IE (-86.4 pontos percentuais) e MT (-37.8 pontos percentuais); a barra amarela é truncada para BE (+46.3 pontos percentuais) e IE (+83.7 pontos percentuais).

caso da área do euro, onde episódios de desalavancagem rápidos e concentrados na fase inicial (por exemplo, na Estónia, Irlanda, Espanha, Letónia, Lituânia e Eslovénia) estiveram associados a um maior crescimento posterior do PIB real *per capita* (ver Gráfico D). O Gráfico E mostra que em quatro países (Grécia, Espanha, Portugal e Eslovénia) o processo de desalavancagem ocorreu sobretudo através de uma redução da dívida nominal, ou seja, através de reembolsos da dívida ou créditos abatidos ao ativo. Em cinco países (Itália, Chipre, Letónia, Lituânia e Países Baixos) este processo ocorreu em resultado de uma combinação da redução da dívida nominal com um aumento do PIB nominal. Em cinco países (Alemanha, Estónia, Irlanda, Malta e Áustria) a desalavancagem foi fomentada exclusivamente por via do crescimento do PIB nominal. O gráfico mostra também que a evolução desfavorável do PIB nominal originou fatores adversos ao processo de redução da dívida na Grécia, Chipre e Portugal.

O atual processo de desalavancagem foi sustentado por uma redução significativa dos encargos com juros.

A estrutura de prazos e os encargos com juros medem o ónus da dívida de curto prazo e, deste modo, podem proporcionar informação sobre os riscos de curto prazo associados à capacidade de cumprir os esquemas de reembolso de dívida. Embora os dados agregados sobre a estrutura de prazos média dos empréstimos e títulos detidos por famílias e empresas não estejam amplamente disponíveis, um indicador de curto prazo de tensões nos mutuários pode ser definido como o rácio dos encargos com juros em relação ao rendimento. Este indicador é ilustrado no Gráfico F, no qual a linha azul representa o rácio médio dos encargos com juros em relação ao rendimento para a área do euro, e as áreas sombreadas representam o intervalo interquartil entre os países da área do euro. Os rácios dos encargos com juros em relação ao rendimento das famílias e das SNF apresentam uma tendência descendente comum, em particular desde 2009. No conjunto da área do euro, a média dos encargos com juros das famílias

diminuiu de 4.1% (em 2008) para 0.9% (em 2016) do rendimento disponível bruto, enquanto a média dos encargos com juros das SNF caiu de 19.4% (em 2008) para 6.5% (em 2016) do excedente de exploração bruto. Porém, a heterogeneidade entre países difere entre os dois setores. Embora a variação entre países dos encargos com juros das famílias pareça ter diminuído desde a crise, a heterogeneidade dos rácios dos encargos com juros em relação ao rendimento para as SNF permanece relativamente substancial. A maior heterogeneidade das SNF indica que entre países o prémio de risco associado à dívida das SNF é atualmente superior ao associado à dívida das famílias.

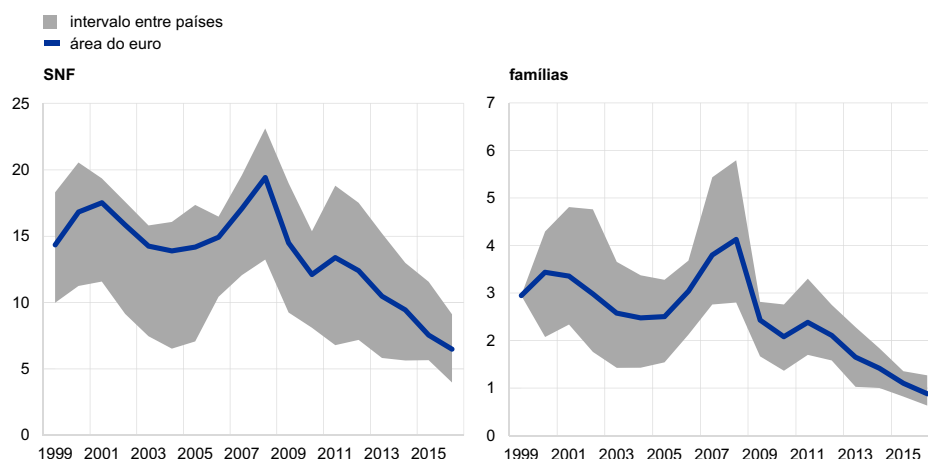
Numa análise prospetiva, e dados os níveis elevados da dívida em alguns países, as necessidades de desalavancagem podem persistir.

A presente caixa mostrou que a recuperação do PIB e a conjuntura de taxas de juro baixas ajudaram o processo de desalavancagem. A continuação da desalavancagem poderia processar-se através da expansão do PIB nominal. Numa perspetiva de políticas, melhores mecanismos de resolução da dívida facilitariam os ajustamentos dos balanços. Em particular, políticas para melhorar ainda mais os quadros de insolvência, incluindo uma maior eficiência dos processos judiciais e dos mecanismos extrajudiciais, poderiam dar um contributo significativo para uma redução rápida e sustentável dos créditos não produtivos, conduzir à recuperação mais eficiente de empresas viáveis e aumentar a cobrança de créditos por parte dos mutuantes.

Gráfico F

Rácios dos encargos com juros em relação ao rendimento para SNF e famílias

(em percentagens)



Fonte: Eurostat.

Notas: O rendimento é medido como rendimento disponível bruto para as famílias e como excedente de exploração bruto para as SNF. O intervalo entre países corresponde ao intervalo interquartil entre países da área do euro. Não estão disponíveis os dados relativos às famílias para a Estónia, Chipre, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Malta e Eslováquia. Não estão disponíveis os dados relativos às SNF para Luxemburgo e Malta.

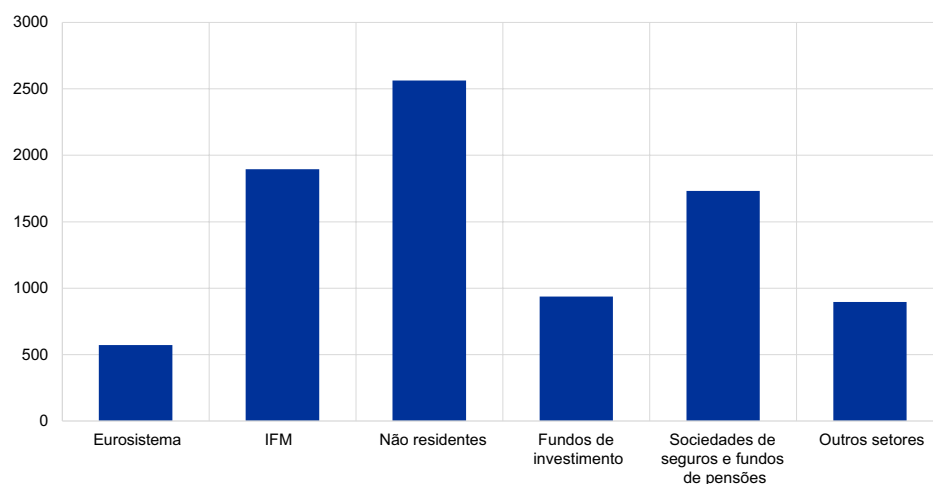
Que setores venderam os títulos de dívida pública adquiridos pelo Eurosistema?

No final de 2014, imediatamente antes do início do programa de compra de ativos do setor público (PSPP), três setores detinham quase três quartos de todos os títulos de dívida emitidos pelos governos da área do euro. O setor de não residentes na área do euro, um setor heterogéneo constituído sobretudo por investidores institucionais de grandes dimensões (privados e públicos), incluindo igualmente participantes muito ativos no mercado, detinha a maior percentagem, representando 30% do saldo total. As instituições financeiras monetárias excluindo o Eurosistema (doravante, IFM) detinham 22%. O setor das sociedades de seguros e fundos de pensões, tipicamente caracterizado por investidores de longo prazo com fortes preferências por prazos de vencimento específicos, detinha 20%. Quanto aos restantes setores, os fundos de investimento exceto fundos do mercado monetário detinham a maior percentagem, 11% do saldo de títulos de dívida pública da área do euro. O remanescente estava distribuído pelo Eurosistema (7%) e pelo conjunto de todos os outros setores (famílias, sociedades não financeiras e intermediários financeiros que não estão classificados nos setores acima mencionados), os quais representavam, em conjunto, os restantes 10% do total (ver Gráfico A).

Gráfico A

Detenções de títulos de dívida pública da área do euro por setor antes do PSPP (quarto trimestre de 2014)

(saldos em EUR mil milhões)



Fonte: BCE, com base nas contas setoriais trimestrais.

Nota: No final do quarto trimestre de 2014, o saldo total de títulos de dívida emitidos pelo setor das administrações públicas da área do euro situava-se em €8.6 biliões.

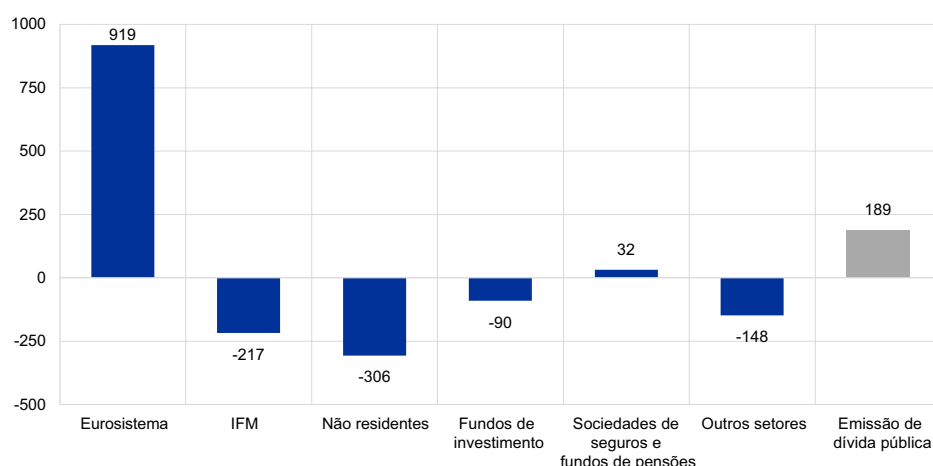
Líquidas de efeitos de valorização e reclassificação, as quedas mais significativas das detenções de títulos de dívida pública da área do euro desde o início do PSPP correspondem aos setores de não residentes e IFM. Entre o segundo trimestre de 2015 e o quarto trimestre de 2016, o Eurosistema

adquiriu um montante líquido de €919 mil milhões²⁴. Praticamente todos os outros setores registaram fluxos negativos, tendo não residentes (–€306 mil milhões) e IFM (–€217 mil milhões) registado os fluxos negativos mais significativos (ver Gráfico B). Contudo, a análise dos fluxos reais não permite traçar um quadro preciso da forma como as compras do Eurosistema afetaram o comportamento de cada setor no que se refere aos títulos de dívida pública da área do euro. Por exemplo, o setor das sociedades de seguros e fundos de pensões adquiriu um montante líquido de €32 mil milhões no período do segundo trimestre de 2015 ao quarto trimestre de 2016. Este facto não significa que o PSPP não tenha tido um impacto sobre as compras de títulos de dívida pública de sociedades de seguros e fundos de pensões, uma vez que o efeito apenas pode ser calculado em relação às compras que cada setor teria efetuado e à forma como a emissão de novos títulos de dívida teria sido distribuída entre os setores na ausência do PSPP.

Gráfico B

Fluxos líquidos de títulos de dívida pública da área do euro por setor entre o segundo trimestre de 2015 e o quarto trimestre de 2016

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE, com base nas contas setoriais trimestrais.

Estima-se que não residentes e, em menor medida, IFM tenham registado a maior redução de detenções de títulos de dívida pública em termos absolutos desde o lançamento do PSPP. A fim de analisar a resposta de cada setor às compras de obrigações de dívida pública pelo Eurosistema, é primeiro necessário estimar os fluxos líquidos que teriam ocorrido na ausência do PSPP (ou seja, os fluxos contrafactuais). Esta estimativa é obtida utilizando variáveis que tipicamente determinam o comportamento aquisitivo de cada setor, mas que não são afetadas

²⁴ As compras líquidas de títulos de dívida pública pelo Eurosistema incluem igualmente reembolsos ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e compras líquidas ao abrigo do Acordo sobre Ativos Financeiros Líquidos (*Agreement on Net Financial Assets*). Adicionalmente, as compras ao abrigo do PSPP incluem alguns títulos que não foram reportados no âmbito da classificação estatística de títulos de dívida pública. Estes fatores explicam a discrepância entre os valores reportados na presente caixa e os dados relativos às compras efetivas ao abrigo do PSPP publicadas no sítio do BCE.

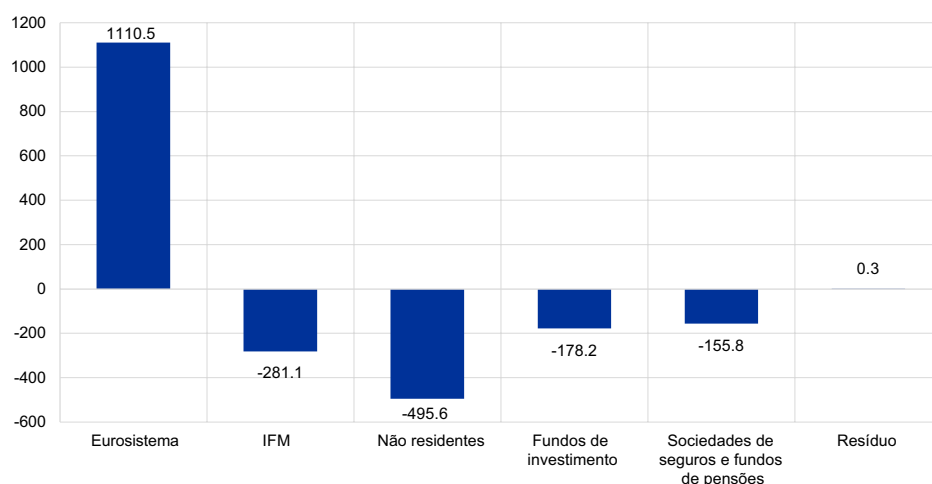
pelo PSPP²⁵. O impacto do PSPP nas detenções de títulos de dívida pública de cada setor é calculado como a diferença entre os fluxos reais e contrafactuais.

De acordo com os resultados, estima-se que, entre março de 2015 e março de 2017, o setor de não residentes tenha reduzido as respetivas detenções de títulos de dívida pública da área do euro em €496 mil milhões face à situação que prevaleceria caso as compras líquidas de títulos de dívida pública pelo Eurosistema tivessem sido zero (ver gráfico C). Este montante é equivalente a 45% das aquisições líquidas de títulos de dívida pública pelo Eurosistema no período de março de 2015 a março de 2017. Um cálculo análogo indica que as IFM reduziram as suas detenções num montante equivalente a cerca de 25% (€281 mil milhões) de compras líquidas do Eurosistema. Estima-se que as detenções de fundos de investimento e sociedades de seguros e fundos de pensões tenham sido reduzidas num montante equivalente a 16% e 14%,

Gráfico C

Impacto estimado do PSPP sobre as detenções de títulos de dívida pública da área do euro por setor em termos de fluxos (março de 2015 a março de 2017)

(fluxos acumulados em EUR mil milhões)



Fontes: Estatísticas do balanço das IFM relativas a IFM, balança de pagamentos relativa a não residentes, estatísticas de fundos de investimento relativas a fundos de investimento, contas setoriais trimestrais relativas a sociedades de seguros e fundos de pensões, emissões de títulos de dívida da área do euro relativas à emissão de títulos de dívida pública e DataStream relativa ao índice de volatilidade VIX (estas últimas apenas são utilizadas no cálculo de compras líquidas contrafactuais).

Notas: O impacto estimado é calculado como os fluxos reais menos as compras líquidas contrafactuais, com base no comportamento aquisitivo estimado de cada setor no período anterior ao PSPP. Os períodos abrangidos são os seguintes: de março de 2015 a março de 2017 para o Eurosistema, IFM, não residentes e a emissão de títulos de dívida pública; do segundo trimestre de 2015 ao primeiro trimestre de 2017 para fundos de investimento; e do segundo trimestre de 2015 ao quarto trimestre de 2016 para sociedades de seguros e fundos de pensões. Os dados foram extrapolados para abranger os períodos para os quais não existem dados disponíveis; março de 2015 para fundos de investimento e março de 2015 e primeiro trimestre de 2017 para sociedades de seguros e fundos de pensões. O resíduo contém todos os restantes setores, bem como discrepâncias de dados.

²⁵ As estimativas seguem a abordagem utilizada por Joyce et al. (Joyce, M., Liu Z. e Tonks I., "Institutional investors and the QE portfolio balance channel", *Journal of Money, Credit & Banking*, a publicar). Para IFM e não residentes, os regressores são a emissão líquida de títulos de dívida pública, compras líquidas do Eurosistema antes do PSPP e do VIX, este último um índice que capta a volatilidade dos mercados internacionais. Para os fundos de investimento e sociedades de seguros e fundos de pensões, são utilizadas variáveis que apresentam o lado do passivo dos setores, nomeadamente a emissão líquida das ações/unidades de participação em fundos de investimento e as provisões técnicas de seguros de sociedades de seguros e fundos de pensões, uma vez que é provável que o comportamento de investimento destes setores seja influenciado, em grande medida, por créditos de clientes. Para mais pormenores sobre a implementação desta abordagem na área do euro, ver Adalid, R., e Palligkinis, S., "Sectoral Sales of Government Securities During the ECB's Asset Purchase Programme" SSRN mimeo, dezembro de 2016.

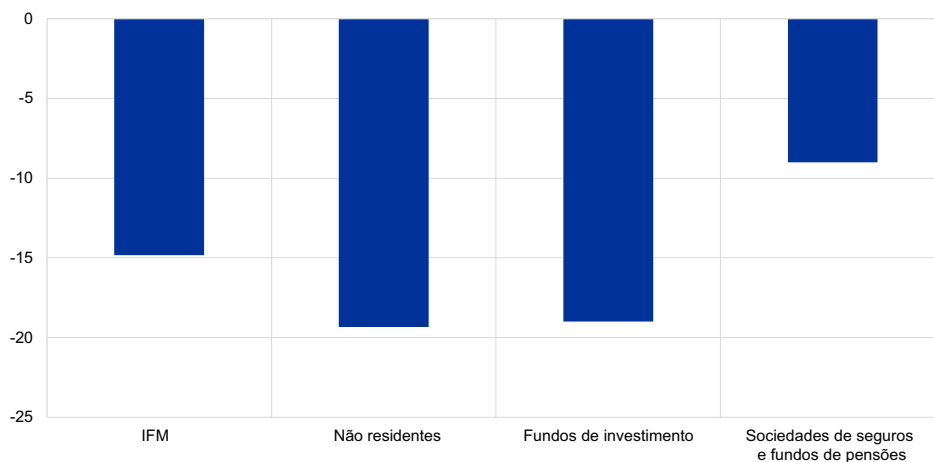
respetivamente, das aquisições líquidas do Eurosistema²⁶. Estas conclusões não são surpreendentes, dado que não residentes e IFM eram também os maiores detentores de títulos de dívida pública imediatamente antes do lançamento do PSPP.

Em relação às respetivas detenções iniciais, estima-se que não residentes e fundos de investimento sejam os setores que reagiram de forma mais significativa às compras do Eurosistema. A fim de avaliar a resposta relativa de cada setor às compras do Eurosistema, o impacto estimado é expresso em relação às detenções do setor no período anterior ao PSPP. Esta comparação revela que não residentes e fundos de investimento tiveram a maior capacidade de resposta, tendo o impacto sobre ambos os setores totalizado cerca de 20% das respetivas detenções de títulos de dívida pública da área do euro no período anterior ao PSPP. Pelo contrário, a reação do setor das sociedades de seguros e fundos de pensões, um dos maiores detentores de títulos de dívida pública, equivale a menos de 10% das detenções do setor no período anterior ao PSPP. Com 15%, as IFM apresentaram uma reação intermédia. É provável que a resposta relativamente reduzida das sociedades de seguros e fundos de pensões reflita as estratégias de investimento deste setor, as quais são dominadas pela

Gráfico D

Impacto estimado do PSPP sobre as detenções de títulos de dívida pública da área do euro por setor (de março de 2015 a março de 2017) face às detenções antes do programa

(percentagens de saldos no T4 de 2014)



Fontes e notas: Ver gráficos A e C.

²⁶ Os Gráficos B e C contêm diferenças nos dados subjacentes, devido à utilização de diferentes períodos de tempo e fontes de dados. O Gráfico B reporta fluxos para todos os setores de forma consistente com base nas contas setoriais trimestrais, atualmente apenas disponíveis até ao quarto trimestre de 2016. O Gráfico C utiliza estatísticas setoriais individuais. Estas estatísticas encontram-se disponíveis, numa base mensal, relativamente a não residentes e IFM, os dois setores mais relevantes para a análise apresentada nesta caixa, o que permite que o início da análise seja contemporâneo ao início do PSPP, em março de 2015, e que se prolongue a análise até março de 2017.

necessidade de cumprir os respetivos compromissos de longo prazo, estando sujeitas a restrições regulamentares consideráveis. Pelo contrário, é provável que os setores de não residentes e fundos de investimento incluam uma percentagem mais elevada de participantes ativos no mercado, os quais são mais motivados por considerações de rentabilidade.

Recomendações específicas por país em matéria de política orçamental emitidas no âmbito do Semestre Europeu de 2017

Em 22 de maio, a Comissão Europeia emitiu as suas recomendações específicas por país em matéria de política económica e política orçamental dirigidas a cada um dos Estados-Membros da UE, com a exceção da Grécia, juntamente com recomendações relativas à aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) para os países a nível individual. As recomendações específicas por país foram concluídas e aprovadas pelos ministros da economia e das finanças dos Estados-Membros acima referidos em 16 de Junho. Está prevista a sua adoção pelo Conselho Europeu em 22 e 23 de junho e a sua publicação em meados de julho²⁷. As recomendações do Conselho em termos de política orçamental visam assegurar que os países cumpram o PEC. Com esse objetivo, incluem uma avaliação sobre as atualizações de 2017 dos programas de estabilidade e de convergência, apresentadas pelos governos nacionais à Comissão Europeia e ao Conselho Europeu durante o mês de abril. Em termos de seguimento a dar, as recomendações específicas por país em matéria de política orçamental dirigidas aos países da área do euro emitidas ao abrigo do Semestre Europeu de 2017 deverão ser refletidas nos projetos de planos orçamentais dos governos para 2018. Estes planos terão de ser apresentados ao Eurogrupo e à Comissão Europeia até meados de outubro de 2017. Neste enquadramento, a presente caixa avalia as recomendações por país em matéria de política orçamental dirigidas aos 18 países da área do euro.

De acordo com as Previsões Económicas da primavera da Comissão Europeia de 2017, a melhoria da posição orçamental da área do euro é acompanhada por uma divisão entre os países no que se refere aos progressos alcançados no sentido de finanças públicas sustentáveis. Por um lado, a avaliação da Comissão indica que oito países da área do euro alcançaram os seus objetivos orçamentais de médio prazo (OMP) em 2016²⁸. Esta evolução favorável contribuirá para impulsionar os orçamentos públicos destes países e reduzir as suas dívidas públicas no médio prazo, tornando as suas economias mais resistentes a desenvolvimentos económicos adversos. Por outro lado, os ajustamentos estruturais em vários outros países estão abaixo dos requisitos do PEC, apesar de uma melhoria das condições económicas. Tal está a atrasar a concretização dos OMP e a constituição de amortecedores orçamentais, o que é particularmente problemático para os países com elevados níveis de dívida pública. Estes países registam atualmente posições orçamentais subjacentes que tendem a afastar-se dos seus OMP (ver o quadro). Em termos prospetivos, estes países estão em risco de ser condicionados pela utilização da política orçamental de uma forma estabilizadora durante a próxima fase descendente, podendo mesmo ter necessidade de recorrer à

²⁷ A adoção das recomendações específicas por país pelo Conselho dos Assuntos Económicos e Financeiros (Conselho ECOFIN), na reunião prevista para 11 de julho, encerrará formalmente o Semestre Europeu de 2017.

²⁸ Para uma definição dos OMP, ver a caixa intitulada "Eficácia do objetivo orçamental de médio prazo como âncora das políticas orçamentais", *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2015.

restritividade pró-cíclica das políticas orçamentais. Possíveis aumentos dos níveis das taxas de juro poderão exercer pressões orçamentais adicionais.

As recomendações específicas por país da Comissão Europeia salientam riscos de não cumprimento, por parte de vários países da área do euro, dos requisitos de ajustamento estrutural estipulados no PEC. Segundo as previsões da Comissão Europeia, nem a França nem a Espanha, os países com um défice superior ao valor de referência de 3% para o PIB em 2016, deverão apresentar, no período de 2017 a 2018, um ajustamento estrutural significativo, ou seja, uma redução do seu défice orçamental através de outros fatores que não sejam o impacto do ciclo económico e medidas orçamentais temporárias. Além disso, preveem-se insuficiências significativas em relação aos requisitos de ajustamento estrutural em alguns países atualmente sob a vertente preventiva do PEC e que não tenham ainda alcançado os seus OMP. Isto surge num período em que estes requisitos de ajustamento estrutural foram acentuadamente reduzidos em alguns países, a fim de abranger diversos fatores, incluindo reformas estruturais, investimento adicional do estado e reformas das pensões, bem como os custos incorridos pelo acolhimento de refugiados e despesas de segurança adicionais. Em termos gerais, esta flexibilidade pode reduzir os requisitos necessários para que os países alcancem progressos no sentido dos seus OMP de um ajustamento de cerca de $\frac{1}{2}\%$ do PIB, em média, para um ajustamento de aproximadamente $\frac{1}{4}$ do PIB em 2017²⁹. Contudo, estes países deverão conduzir políticas orçamentais expansionistas de 0.3% do PIB, em média, ou seja, políticas que levem a uma nova deterioração do seu saldo estrutural.

As recomendações da Comissão em matéria de política orçamental afastam-se das recomendações do passado em dois aspetos. Em primeiro lugar, apenas os preâmbulos das recomendações e não as suas disposições especificam a dimensão do ajustamento estrutural que o Conselho recomenda aos governos, a fim de assegurar o total cumprimento do PEC. Geralmente, devem ser as disposições das recomendações a proporcionar aos governos uma clara orientação *ex-ante* sobre a forma como conduzir as finanças públicas nos próximos 12 a 18 meses. Servem também como orientação para os parlamentos e o público em geral e como referência para avaliações *ex-post* transparentes do cumprimento do PEC. Assim, é importante que a orientação orçamental seja totalmente incorporada, incluindo os projetos de planos orçamentais dos governos para 2018, a fim de assegurar progressos suficientes no sentido de finanças públicas sólidas. Em segundo lugar, para todos os países com requisitos de ajustamento estrutural igual ou superior a 0.5% do PIB em 2018, independentemente do seu nível de dívida pública, os preâmbulos estipulam que “a avaliação do Projeto de Plano Orçamental para 2018 e subsequente avaliação dos resultados orçamentais para 2018 deverão levar em linha de conta o objetivo de alcançar uma orientação orçamental que contribui quer para reforçar a recuperação em curso quer para assegurar a sustentabilidade das finanças públicas [do respetivo Estado-Membro].” Isso poderá implicar reduções dos requisitos de ajustamento estrutural, para além das concedidas ao abrigo das disposições de flexibilidade existentes no

²⁹ Excluindo os países que já atingiram os OMP.

Quadro

Requisitos de ajustamento estrutural ao abrigo do PEC para o período entre 2017 e 2018

	Objetivo orçamental de médio prazo	2016	2017		2018	
		Saldo estrutural *	Alteração do saldo estrutural *	Requisito de ajustamento estrutural nas REP	Alteração do saldo estrutural*	Requisito de ajustamento estrutural nas REP
Vertente preventiva do PEC						
Bélgica	0.0	-2.2	0.6	0.6	-0.3	0.6
Alemanha	-0.5	0.8	-0.2	no OMP	-0.3	no OMP
Estónia	-0.5	0.2	-0.6	no OMP	-0.4	no OMP
Irlanda	-0.5	-1.7	0.6	0.6	0.8	0.6
Itália	0.0	-1.7	-0.2	0.6	-0.3	0.6
Chipre	0.0	0.9	-1.1	no OMP	-0.2	0.2
Letónia	-1.0	-0.8	-0.7	no OMP	-0.9	-0.3
Lituânia	-1.0	-0.2	-0.7	no OMP	-0.2	no OMP
Luxemburgo	-0.5	2.0	-1.6	no OMP	-0.2	no OMP
Malta	0.0	0.4	0.0	no OMP	0.2	no OMP
Países Baixos	-0.5	0.7	-0.4	no OMP	0.2	no OMP
Áustria	-0.5	-1.0	0.0	0.3	0.1	0.3
Portugal	0.25	-2.0	-0.2	0.6	-0.1	0.6
Eslovénia	0.25	-1.7	-0.1	0.6	-0.5	1.0
Eslováquia	-0.5	-1.5	0.1	0.5	0.5	0.5
Finlândia	-0.5	-0.9	-0.5	-0.5	0.0	0.1
Vertente corretiva do PEC						
Espanha (prazo imposto pelo PDE: 2018)	0.0	-3.5	0.1	0.5	0.0	0.5
França (prazo imposto pelo PDE: 2018)	-0.4	-2.5	0.2	0.9	-0.5	0.6

Fontes: Previsões Económicas da primavera de 2017 da Comissão Europeia (*) e recomendações específicas por país.

Notas: No presente quadro, os requisitos de ajustamento estrutural correspondem às recomendações específicas por país (REP). Para alguns países ao abrigo da vertente preventiva, estes foram reduzidos, após a concessão de flexibilidade, a fim de cobrir a implementação de reformas estruturais, investimento adicional do Estado, etc. Para outros países, estes requisitos podem ser ainda reduzidos se a flexibilidade for concedida *ex post*. A expressão "no OMP" reflete o facto que, de acordo com as previsões da Comissão Europeia, os países estão no seu OMP no início do ano em causa. Os requisitos de ajustamento estrutural podem ser mais elevados para os países sujeitos à regra da dívida. "PDE" refere-se a procedimento(s) por défice excessivo.

PEC (como indicado pela Comissão em janeiro de 2015)³⁰. Num futuro próximo, é importante que seja assegurada uma implementação consistente do PEC com base em regras.

Em 22 de maio, a Comissão Europeia emitiu igualmente recomendações referentes à implementação do PEC. A Comissão recomendou o encerramento do procedimento por défice excessivo (PDE) para Portugal dentro do prazo de 2016 e o Conselho adotou a decisão correspondente em 16 de Junho. Além disso, nos relatórios elaborados ao abrigo do Artigo 126.º, n.º 3, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, a Comissão analisou o não cumprimento do critério da dívida pela Bélgica e Finlândia em 2016 e decidiu contra a abertura de um PDE. No caso da Finlândia, o não cumprimento do valor de referência para a dívida pública, ultrapassado em 3.6% do PIB, foi explicado por fatores com um carácter atenuante, incluindo a concessão de apoio financeiro a outros países da área do euro com vista a salvaguardar a estabilidade financeira e o impacto negativo do ciclo económico. Quanto à Bélgica, a Comissão concluiu que, para o conjunto de 2016 e 2017, o país foi considerado em risco de não cumprimento

³⁰ Ver a Comunicação da Comissão Europeia sobre [Otimizar o recurso à flexibilidade prevista nas atuais regras do Pacto de estabilidade e crescimento](#).

dos requisitos da vertente preventiva do PEC. Contudo, segundo a análise, o critério da dívida deveria ser atualmente considerado como cumprido, dado que o desvio projetado poderia ser ainda corrigido em 2017. Relativamente à Itália, a decisão de abrir um PDE com base na dívida foi adiada. A Comissão prevê uma reavaliação do cumprimento, por parte da Itália, do critério da dívida com base no projeto de plano orçamental para 2018 e nas Previsões Económicas de Outono de 2017 da Comissão. Em geral, as aplicações da regra de dívida do PEC, com base no cumprimento da vertente preventiva no médio prazo e em dados validados posteriormente, arriscam-se a atrasar indevidamente as decisões finais sobre a abertura ou não de um PDE com base na dívida. Entretanto, as insuficiências nos ajustamentos estruturais face aos requisitos do PEC poderão aumentar ainda mais os riscos de sustentabilidade da dívida. No futuro próximo, a avaliação do cumprimento do critério da dívida deverá ser clarificado, tendo por base fatores claramente quantificáveis, para assegurar a implementação efetiva da regra da dívida do PEC³¹.

Em conclusão, o PEC tem sofrido frequentes alterações e interpretações ao longo do tempo, tendo-se tornado portanto bastante complexo. Isso torna mais difícil a aplicação consistente das regras entre os países e ao longo do tempo. Ao mesmo tempo, qualquer quadro orçamental é tão bom como a sua aplicação. A este respeito, a aplicação total, legalmente sólida e consistente das regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento é da responsabilidade conjunta da Comissão Europeia e do Conselho. É da maior importância para a credibilidade do Pacto.

³¹ Ver o artigo intitulado “Government debt reduction strategies in the euro area”, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016.

O pacto orçamental: a avaliação da Comissão e o rumo a seguir

Em resposta à crise da dívida soberana, foi estabelecido o pacto orçamental a fim de promover a disciplina orçamental e aumentar a apropriação nacional do quadro de governação orçamental. Procurou-se atingir este objetivo ancorando na legislação nacional os princípios de políticas orçamentais sólidas, estabelecidos no Pacto de Estabilidade e Crescimento, e garantindo a existência de instituições que apoiem um debate político informado sobre estas questões a nível nacional.

A fim de atingir estes objetivos, o pacto orçamental³² requer que os países participantes assumam um compromisso legal com uma regra de equilíbrio orçamental e criem instituições que controlem o cumprimento da referida regra. Considera-se que a regra de equilíbrio orçamental, que, de preferência, deveria ser consagrada a nível constitucional, é respeitada se o saldo estrutural de um país estiver em consonância com o seu objetivo de médio prazo (OMP)³³. Os países que ainda não tiverem alcançado o respetivo OMP devem garantir uma rápida convergência nesse sentido. Em caso de desvios significativos da regra, deve ser automaticamente acionado um mecanismo de correção a nível nacional. Relativamente a este último, a Comissão propôs princípios comuns, os quais especificam, entre outros, a natureza, dimensão e prazo das medidas corretivas³⁴. No que respeita ao controlo institucional, os governos vinculados pelo pacto orçamental comprometeram-se a criar instituições orçamentais nacionais independentes (os designados conselhos orçamentais), a fim de controlar o cumprimento das regras. Estas instituições deveriam igualmente desempenhar um papel na ativação do mecanismo de correção, caso os países se desviem da regra³⁵. Além disso, em consonância com os princípios comuns, as autoridades nacionais devem respeitar o princípio de “cumprir ou justificar” na respetiva resposta às avaliações feitas pelos conselhos orçamentais, ou seja, devem seguir o aconselhamento destes últimos ou explicar publicamente a razão pela qual escolhem não o fazer. O pacto orçamental completa outras alterações recentes no sentido de reforçar o quadro de governação orçamental a nível nacional, como a diretiva relativa aos quadros orçamentais nacionais e a disposição do pacote de dois atos legislativos (*two-pack*)³⁶.

³² O pacto orçamental faz parte do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária (TECG). O TECG entrou em vigor em 1 de janeiro de 2013, com o prazo de um ano para a respetiva transposição para a legislação nacional. Trata-se de um tratado intergovernamental, assinado por 25 países (as “partes contratantes”), 22 dos quais, nomeadamente os 19 países da área do euro e a Bulgária, a Dinamarca e a Roménia, estão formalmente vinculados pelo pacto orçamental.

³³ Ver igualmente o artigo intitulado “A fiscal compact for a stronger economic and monetary union”, *Boletim Mensal*, BCE, maio de 2012, e a caixa intitulada “Principais elementos do pacto orçamental”, *Boletim Mensal*, BCE, março de 2012.

³⁴ Ver a comunicação da Comissão sobre os [princípios comuns](#).

³⁵ Nas disposições do pacote de dois atos legislativos (*two-pack*), as atribuições das instituições orçamentais independentes são especificadas com maior pormenor, incluindo a produção ou, pelo menos, a aprovação das projeções macroeconómicas utilizadas nos planos orçamentais.

³⁶ Ver a [diretiva que estabelece requisitos aplicáveis aos quadros orçamentais dos Estados-Membros](#) e a [disposição *two-pack*](#).

A Comissão Europeia publicou a respetiva avaliação da transposição do pacto orçamental para a legislação nacional em fevereiro deste ano, três anos após o prazo para a transposição (1 de janeiro de 2014)³⁷. A avaliação da Comissão é essencial, uma vez que, caso se considere que uma parte contratante não cumpriu os requisitos de transposição, a questão pode ser apreciada pelo Tribunal de Justiça da União Europeia. Além disso, podem ser aplicadas sanções pecuniárias de até 0.1% do PIB a um país, caso este último não respeite a decisão do Tribunal num período de tempo definido.

De acordo com a avaliação da Comissão, todos os países cumpriram os requisitos. Contudo, em alguns casos, a avaliação positiva encontra-se sujeita à adoção futura de disposições complementares ou alteradas. A avaliação centra-se, para cada país: i) no estatuto jurídico das disposições, ii) na formulação da regra de equilíbrio orçamental, iii) no mecanismo de correção e iv) na criação do conselho orçamental independente. No que se refere ao estatuto jurídico das disposições e à formulação da regra de equilíbrio orçamental, a Comissão considera que “todas as partes contratantes adaptaram de forma significativa os respetivos quadros orçamentais nacionais aos requisitos do pacto orçamental”, não obstante as diferenças nacionais. Em particular, considerou-se que todas as partes contratantes adotaram uma regra de equilíbrio orçamental vinculativa (embora apenas algumas a nível constitucional) e estabeleceram o limite inferior do défice em -0.5% do PIB. No entanto, os países divergem quanto à forma como pretendem garantir uma rápida convergência no sentido dos respetivos OMP. Em alguns países, as definições de circunstâncias excecionais, as quais permitem a aplicação de cláusulas de exceção, parecem ser mais abrangentes do que as contempladas no Pacto de Estabilidade e Crescimento. A avaliação da Comissão aponta igualmente para diferenças no que se refere ao carácter automático dos mecanismos de correção e ao âmbito das medidas corretivas necessárias. No que se refere aos conselhos orçamentais, a Comissão confirmou que o seu mandato para acompanhar o cumprimento das regras e respetiva estrutura organizacional estão consagrados na lei, embora com um grau de pormenor variável.

A avaliação globalmente positiva da Comissão contrasta com o facto de os pactos orçamentais terem sido transpostos apenas parcialmente em muitos países. Para vários países, a avaliação de “conforme” da Comissão está condicionada pelos compromissos formais assumidos pelas autoridades nacionais de execução das restantes partes do pacto orçamental ou garantia do seu cumprimento integral no futuro. Contudo, os compromissos não são um substituto adequado para as disposições legais, uma vez que não são executórios. Foram assumidos compromissos formais no que se refere à regra de equilíbrio orçamental pelas autoridades da Dinamarca, França, Chipre, Lituânia, Países Baixos e Roménia (ver quadro). Além disso, um grande número de países, nomeadamente a Bélgica, Dinamarca, Grécia, Espanha, França, Itália, Luxemburgo, Áustria, Portugal e Eslováquia, ainda não integraram formalmente um princípio de “cumprir ou justificar” incondicional nos respetivos quadros jurídicos. Ao invés, apenas prometeram respeitar o princípio ou alterar as respetivas disposições legais. Além disso, no que se refere ao mecanismo de correção, as disposições de França relativamente ao

³⁷ Ver a [avaliação da transposição do pacto orçamental](#) da Comissão.

conteúdo do mecanismo e a definição da Letónia da cláusula de exceção permitem alguma flexibilidade. Por último, a Comissão concordou com a criação e conceção das instituições de controlo, embora, em alguns países, nomeadamente Bélgica, Dinamarca, Espanha, França, Luxemburgo e Países Baixos, não se considerou que a respetiva independência tenha ficado totalmente assegurada pela legislação nacional.

Quadro

Visão geral das “condicionantes” mencionadas na avaliação da Comissão relativamente ao cumprimento do pacto orçamental

	regra de equilíbrio orçamental	mecanismo de correção	conselho orçamental	princípio de “cumprir ou justificar”
compromissos formais	DK, FR, CY, LT, NL, RO	FR, LV	DK, ES, FR, LU, NL	DK, ES, FR, IT, LU, AT, PT, SK
clarificações		BE, DK, IT, LT, LU	LT, NL, PT	
alterações legislativas			BE	BE, GR
medidas a tomar			SI	

Fonte: Comissão Europeia.

Notas: As “condicionantes” (compromissos formais, clarificações pelas autoridades nacionais relativamente à interpretação de determinadas disposições legais, alterações legislativas prometidas e medidas a tomar) referem-se às partes do pacto orçamental que ainda não foram transpostas para a legislação nacional, mas que as autoridades nacionais prometeram cumprir integralmente no futuro. Desde a publicação da análise, a Eslovénia adotou uma medida, ao nomear os membros da recém-criada instituição de controlo.

Em termos globais, a transposição lenta e incompleta do pacto orçamental é dececionante. Sinaliza que existe um risco claro de que o ancorar pretendido de regras relativas a um política orçamental sólida a nível nacional não se concretize. Em conjunto com uma implementação do quadro orçamental da UE que se pode considerar como não estando suficientemente completa, este facto pode contribuir para prejudicar a credibilidade de uma definição de políticas orçamentais sólidas.

No seguimento da análise, será importante acompanhar atentamente o cumprimento dos respetivos compromissos por parte das autoridades.

A avaliação da Comissão procura aferir se os principais elementos do pacto orçamental estão suficientemente consagrados nas disposições nacionais. Não são discutidas a respetiva implementação prática ou eficácia. Em termos prospetivos, seria importante avaliar de forma exaustiva a eficácia do pacto orçamental³⁸. Esta eficácia, concretizada sob a forma de uma melhor disciplina orçamental, apenas pode ser garantida se e quando os países cumprirem integralmente os compromissos assumidos, incluídos no pacto orçamental.

³⁸ Este facto será igualmente relevante no que se refere à questão da integração dos principais elementos do pacto orçamental na legislação da UE – uma opção prevista no TECG.

Estatísticas

Índice

1 Conjuntura externa	E 2
2 Evolução financeira	E 3
3 Atividade económica	E 8
4 Preços e custos	E 14
5 Moeda e crédito	E 18
6 Evolução orçamental	E 23

Mais informações

As estatísticas do BCE estão acessíveis no serviço de divulgação de estatísticas *online* do BCE, o *Statistical Data Warehouse* (SDW):

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

Os dados da secção de estatísticas do Boletim Económico estão disponíveis no SDW:

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

Um Boletim de Estatísticas (*Statistics Bulletin*) abrangente está disponível no SDW:

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

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

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

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

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

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

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

Sinais convencionais usados nos quadros

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

1 Conjuntura externa

1.1 Principais parceiros comerciais, PIB e IPC

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

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 ¹⁾		
	Índice de Gestores de Compras composto						Índice de Gestores de Compras mundial ²⁾			Mundiais	Economias avançadas	Economias de mercado emergentes
	Mundial ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China	Por memória: área do euro	Indústria transformadora	Serviços	Novas encomendas de exportação			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54.1	57.3	57.9	50.9	51.1	52.7	53.2	54.0	51.5	2.5	3.8	1.7
2015	53.1	55.8	56.2	51.4	50.4	53.8	51.8	53.7	50.4	1.3	3.7	-0.2
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.8	51.9	50.2	1.1	1.2	0.9
2016 T2	50.7	51.5	52.6	49.0	50.5	53.1	49.9	51.0	48.8	0.2	0.3	0.1
T3	51.3	51.9	51.6	49.6	51.7	52.9	51.7	51.2	50.1	1.0	0.9	1.1
T4	53.2	54.6	55.6	52.0	53.1	53.8	53.3	53.1	50.6	1.7	-1.1	3.6
2017 T1	53.2	54.3	54.6	52.5	52.3	55.6	53.4	53.2	51.8	2.5	1.3	3.4
2016 Dez.	53.5	54.1	56.7	52.8	53.5	54.4	53.5	53.5	50.7	1.7	-1.1	3.6
2017 Jan.	53.9	55.8	55.2	52.3	52.2	54.4	53.1	54.1	51.7	2.9	0.5	4.5
Fev.	52.7	54.1	53.8	52.2	52.6	56.0	53.7	52.5	52.2	3.0	1.2	4.1
Mar.	53.1	53.0	54.8	52.9	52.1	56.4	53.5	53.0	51.5	2.5	1.3	3.4
Abr.	52.9	53.2	56.2	52.6	51.2	56.8	52.7	52.9	51.5	.	.	.
Maio	53.0	53.6	54.4	53.4	51.5	56.8	52.5	53.2	51.2	.	.	.

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 ¹⁾					Estados Unidos	Japão
	Depósitos overnight (EONIA)	Depósitos a 1 mês (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (EURIBOR)	Depósitos a 6 meses (EURIBOR)	Depósitos a 12 meses (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2014	0.09	0.13	0.21	0.31	0.48	0.23	0.13
2015	-0.11	-0.07	-0.02	0.05	0.17	0.32	0.09
2016	-0.32	-0.34	-0.26	-0.17	-0.03	0.74	-0.02
2016 Nov.	-0.35	-0.37	-0.31	-0.21	-0.07	0.91	-0.06
2016 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
2017 Fev.	-0.35	-0.37	-0.33	-0.24	-0.11	1.04	-0.01
2017 Mar.	-0.35	-0.37	-0.33	-0.24	-0.11	1.13	0.00
2017 Abr.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.25	-0.12	1.16	0.02
2017 Maio	-0.36	-0.37	-0.33	-0.25	-0.13	1.19	-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 ^{1), 2)}					Área do euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Área do euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	-0.02	-0.09	-0.12	0.07	0.65	0.74	1.95	1.45	-0.15	-0.11	0.58	1.77
2015	-0.45	-0.40	-0.35	0.02	0.77	1.17	1.66	1.68	-0.35	-0.22	0.82	1.98
2016	-0.93	-0.82	-0.80	-0.47	0.26	1.08	1.63	1.17	-0.78	-0.75	0.35	1.35
2016 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
2016 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
2017 Fev.	-0.87	-0.88	-0.90	-0.54	0.25	1.13	1.56	1.05	-0.92	-0.86	0.34	1.46
2017 Mar.	-0.75	-0.74	-0.73	-0.36	0.38	1.12	1.36	1.01	-0.75	-0.64	0.47	1.52
2017 Abr.	-0.78	-0.77	-0.73	-0.35	0.38	1.15	1.21	1.03	-0.75	-0.61	0.48	1.50
2017 Maio	-0.73	-0.74	-0.74	-0.39	0.36	1.10	1.05	0.88	-0.76	-0.67	0.43	1.54

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												
	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	Standard & Poor's 500	Nikkei 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 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	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
	Mar.	365.7	3 427.1	740.4	261.7	671.6	314.2	174.7	578.4	450.3	252.1	349.6	870.0	2 366.8	19 340.2
	Abr.	373.9	3 491.8	753.7	271.1	683.6	319.4	178.0	598.4	459.3	260.7	349.8	893.3	2 359.3	18 736.4
	Maio	387.1	3 601.9	765.9	281.9	707.5	318.8	186.4	616.2	477.1	272.5	363.8	935.1	2 395.3	19 726.8

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.4 Taxas de juro das IFM dos empréstimos e depósitos de famílias (novas operações) ^{1), 2)}

(percentagens por ano; média do período, salvo indicação em contrário)

		Depósitos			Empréstimos renováveis e descobertos	Crédito renovado de cartão de crédito	Crédito ao consumo			Empréstimos a empresas individuais e sociedades irregulares	Crédito à habitação						
		Over-night	Reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Com prazo acordado			Por fixação inicial de taxa	TAEG ³⁾	Por período de fixação inicial de taxa				TAEG ³⁾	Indicador composto do custo dos empréstimos			
				Até 2 anos					Superior a 2 anos		Por período de fixação inicial de taxa						
											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
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2016	Maio	0.10	0.56	0.53	0.87	6.56	16.75	5.21	6.09	6.46	2.56	1.84	2.02	2.05	2.11	2.36	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	1.96	2.01	2.32	1.96
	Jul.	0.09	0.52	0.50	0.91	6.45	16.80	5.14	5.96	6.29	2.39	1.81	1.96	1.96	1.95	2.32	1.92
	Ago.	0.08	0.51	0.52	0.83	6.48	16.78	5.43	6.01	6.37	2.40	1.86	1.95	1.86	1.88	2.31	1.90
	Set.	0.08	0.50	0.50	0.79	6.50	16.78	5.16	5.75	6.14	2.35	1.80	1.98	1.85	1.85	2.28	1.86
	Out.	0.08	0.49	0.44	0.75	6.43	16.78	5.16	5.69	6.11	2.43	1.78	1.90	1.80	1.81	2.25	1.81
	Nov.	0.08	0.49	0.43	0.78	6.40	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	1.90	1.80	1.75	2.24	1.78
2017	Jan.	0.07	0.48	0.42	0.75	6.35	16.62	5.05	5.87	6.24	2.27	1.76	1.87	1.80	1.76	2.28	1.81
	Fev.	0.07	0.48	0.40	0.76	6.39	16.68	5.09	5.72	6.17	2.39	1.77	1.89	1.84	1.81	2.29	1.85
	Mar.	0.06	0.48	0.40	0.73	6.35	16.68	4.99	5.62	6.08	2.39	1.74	1.88	1.85	1.82	2.25	1.85
	Abr. ^(p)	0.06	0.47	0.40	0.72	6.31	16.67	4.81	5.58	5.97	2.36	1.72	1.90	1.91	1.85	2.26	1.87

Fonte: BCE.

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

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

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

2.5 Taxas de juro das IFM dos empréstimos e depósitos de sociedades não financeiras (novas operações) ^{1), 2)}

(percentagens por ano; média do período, salvo indicação em contrário)

	Depósitos			Empréstimos renováveis e descobertos	Outros empréstimos por dimensão e período de fixação inicial de taxa									Indicador composto do custo dos empréstimos	
	Over-night	Com prazo acordado			de valor até 0.25 milhões de euros			de valor entre 0.25 milhões e 1 milhão de euros			de valor superior a 1 milhão de euros				
		Até 2 anos	Superior a 2 anos		Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano	Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano	Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2016	Maio	0.11	0.13	0.63	2.77	2.91	3.10	2.62	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	1.90
	Jul.	0.10	0.16	0.42	2.71	2.73	3.07	2.47	1.86	1.91	1.81	1.28	1.56	1.69	1.87
	Ago.	0.09	0.16	0.47	2.74	2.69	3.02	2.46	1.87	1.95	1.80	1.22	1.48	1.54	1.83
	Set.	0.09	0.12	0.47	2.73	2.65	2.96	2.42	1.83	1.86	1.73	1.28	1.61	1.63	1.86
	Out.	0.08	0.15	0.49	2.68	2.63	3.04	2.37	1.81	1.84	1.72	1.28	1.40	1.63	1.83
	Nov.	0.07	0.12	0.42	2.65	2.60	2.91	2.38	1.82	1.82	1.68	1.29	1.43	1.52	1.82
	Dez.	0.07	0.12	0.59	2.64	2.58	2.84	2.30	1.84	1.84	1.68	1.33	1.46	1.62	1.81
2017	Jan.	0.06	0.12	0.51	2.64	2.68	2.80	2.30	1.81	1.86	1.73	1.22	1.38	1.62	1.79
	Fev.	0.06	0.10	0.53	2.64	2.58	2.78	2.35	1.77	1.76	1.71	1.18	1.32	1.53	1.76
	Mar.	0.06	0.08	0.58	2.57	2.52	2.79	2.35	1.76	1.79	1.72	1.31	1.63	1.58	1.82
	Abr. ^(p)	0.06	0.10	0.42	2.55	2.55	2.70	2.36	1.80	1.80	1.71	1.34	1.51	1.63	1.82

Fonte: BCE.

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

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

2 Evolução financeira

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

	Saldos							Emissões brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário		Administrações públicas		
			Sociedades financeiras exceto IFM		Sociedades não financeiras	Administração central	Outras administrações públicas			Sociedades financeiras exceto IFM		Sociedades não financeiras	Administração central	Outras administrações públicas
			Sociedades de titularização											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Curto prazo														
2014	1 321	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 274	517	152	.	62	478	65	337	153	36	.	33	82	34
2016	1 247	519	139	.	61	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016 Out.	1 296	529	145	.	71	484	67	341	155	45	.	35	69	37
Nov.	1 310	536	152	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
Dez.	1 247	519	139	.	61	466	62	305	128	69	.	33	50	25
2017 Jan.	1 278	536	136	.	74	469	63	392	187	39	.	39	88	41
Fev.	1 310	549	148	.	80	466	66	325	157	37	.	31	72	29
Mar.	1 331	546	147	.	84	480	74	360	157	37	.	43	90	33
Longo prazo														
2014	15 135	4 054	3 163	.	990	6 285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15 239	3 784	3 281	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15 256	3 647	3 191	.	1 134	6 643	641	208	59	46	.	17	78	8
2016 Out.	15 213	3 674	3 165	.	1 105	6 628	641	239	56	61	.	22	92	8
Nov.	15 275	3 668	3 172	.	1 130	6 664	641	216	43	64	.	26	76	7
Dez.	15 256	3 647	3 191	.	1 134	6 643	641	163	45	77	.	13	25	2
2017 Jan.	15 313	3 651	3 200	.	1 136	6 687	638	312	101	80	.	15	107	9
Fev.	15 337	3 673	3 200	.	1 139	6 685	640	236	77	47	.	12	89	12
Mar.	15 364	3 654	3 186	.	1 147	6 735	643	251	63	61	.	21	97	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 Eurosistema)	Sociedades do setor não monetário		Administrações públicas		Total	IFM	Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Administração central	Outras administrações públicas					
											Sociedades de titularização
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldo											
2014	16 456.0	4 597.8	3 293.5	.	1 048.8	6 823.2	692.7	5 958.0	591.1	782.2	4 584.6
2015	16 512.8	4 301.1	3 432.9	.	1 116.6	6 960.1	702.1	6 744.7	586.1	907.6	5 251.0
2016	16 502.8	4 166.1	3 330.1	.	1 195.1	7 108.6	703.0	7 029.1	538.7	1 020.0	5 470.4
2016 Out.	16 508.9	4 203.6	3 309.9	.	1 176.2	7 111.9	707.3	6 665.7	479.2	909.6	5 277.0
Nov.	16 584.4	4 203.5	3 324.1	.	1 200.1	7 150.4	706.1	6 651.0	482.3	954.6	5 214.1
Dez.	16 502.8	4 166.1	3 330.1	.	1 195.1	7 108.6	703.0	7 029.1	538.7	1 020.0	5 470.4
2017 Jan.	16 590.4	4 187.0	3 336.8	.	1 210.1	7 155.9	700.5	7 015.2	542.3	1 018.4	5 454.5
Fev.	16 646.8	4 222.1	3 348.1	.	1 219.5	7 150.9	706.3	7 199.0	539.0	1 026.6	5 633.4
Mar.	16 695.6	4 200.1	3 333.2	.	1 230.2	7 215.0	716.9	7 506.9	609.8	1 056.6	5 840.4
Taxa de crescimento											
2014	-0.7	-8.1	0.4	.	4.9	3.1	1.1	1.6	7.2	2.0	0.7
2015	0.2	-7.1	5.6	.	4.7	1.8	0.6	1.1	4.5	1.5	0.6
2016	0.1	-2.9	-2.3	.	7.1	2.1	-0.1	0.5	1.2	1.0	0.4
2016 Out.	-0.2	-4.0	-1.4	.	6.4	1.5	1.6	0.9	2.8	1.4	0.7
Nov.	-0.1	-4.2	-0.9	.	7.2	1.6	-0.5	0.8	2.8	1.0	0.5
Dez.	0.1	-2.9	-2.3	.	7.1	2.1	-0.1	0.5	1.2	1.0	0.4
2017 Jan.	0.8	-2.0	-1.0	.	9.0	2.1	-0.3	0.6	1.5	1.1	0.4
Fev.	1.3	-1.6	1.4	.	9.9	1.6	0.8	0.7	4.1	1.1	0.3
Mar.	1.4	-1.3	2.1	.	9.4	1.6	0.8	0.9	5.8	0.7	0.5

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.8 Taxas de câmbio efetivas ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPP 3	Deflator do PIB real 4	Real, CUTIT ²⁾ 5	Real, CUTCE 6	Nominal 7	Real, IPC 8
2014	101.8	97.9	97.0	91.9	98.3	100.0	114.7	96.1
2015	92.4	88.4	89.3	83.6	82.7	89.6	106.5	87.8
2016	94.8	90.1	91.4	85.7	81.8	90.6	110.4	90.0
2016 T2	94.9	90.3	91.7	85.9	81.9	90.8	110.8	90.4
T3	95.2	90.5	91.8	86.0	81.5	90.6	110.6	90.1
T4	94.9	90.2	91.1	85.6	81.6	90.3	110.0	89.6
2017 T1	94.2	89.7	90.3	-	-	-	109.2	88.7
2016 Dez.	94.2	89.6	90.4	-	-	-	109.2	88.9
2017 Jan.	94.4	89.8	90.4	-	-	-	109.7	89.1
Fev.	93.9	89.5	90.0	-	-	-	108.8	88.5
Mar.	94.4	89.8	90.4	-	-	-	109.2	88.6
Abr.	94.1	89.6	90.1	-	-	-	108.8	88.3
Maio	96.0	91.2	91.9	-	-	-	111.1	89.9
<i>Variação (%) face ao mês anterior</i>								
2017 Maio	2.0	1.8	2.0	-	-	-	2.1	1.9
<i>Variação (%) face ao ano anterior</i>								
2017 Maio	1.0	0.8	0.1	-	-	-	0.0	-0.9

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 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
2017 T1	7.335	7.467	27.021	7.435	309.095	121.014	4.321	0.860	4.5217	9.506	1.069	1.065
2016 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
Mar.	7.369	7.423	27.021	7.436	309.714	120.676	4.287	0.866	4.5476	9.528	1.071	1.068
Abr.	7.389	7.450	26.823	7.438	311.566	118.294	4.237	0.848	4.5291	9.594	1.073	1.072
Maio	7.613	7.432	26.572	7.440	309.768	124.093	4.200	0.856	4.5539	9.710	1.090	1.106
<i>Variação (%) face ao mês anterior</i>												
2017 Maio	3.0	-0.2	-0.9	0.0	-0.6	4.9	-0.9	0.9	0.5	1.2	1.7	3.1
<i>Variação (%) face ao ano anterior</i>												
2017 Maio	3.1	-0.9	-1.7	0.0	-1.5	0.7	-4.6	10.0	1.2	4.5	-1.4	-2.2

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.10 Balança de pagamentos da área do euro, balança financeira

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

	Total ¹⁾			Investimento direto		Investimento de carteira		Derivados financeiros líquidos	Outro investimento		Ativos de reserva	Por memória: Dívida externa bruta
	Ativo	Passivo	Líquido	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo		Ativo	Passivo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos (posição de investimento internacional)												
2016 T1	22 214.0	23 223.8	-1 009.7	9 717.4	8 038.3	7 112.1	9 946.3	-29.2	4 738.4	5 239.2	675.3	13 420.1
T2	22 791.7	23 620.8	-829.1	9 872.6	8 256.7	7 429.5	9 945.9	-62.1	4 829.9	5 418.2	721.8	13 576.8
T3	23 035.1	23 792.8	-757.6	9 842.9	8 116.4	7 691.7	10 130.7	-62.5	4 836.0	5 545.7	727.0	13 576.9
T4	23 577.7	24 207.2	-629.5	10 237.5	8 397.5	7 885.1	10 285.6	-55.1	4 802.6	5 524.1	707.7	13 558.8
Saldos em percentagem do PIB												
2016 T4	219.4	225.3	-5.9	95.3	78.1	73.4	95.7	-0.5	44.7	51.4	6.6	126.2
Transações												
2016 T2	236.6	150.0	86.6	16.8	50.2	122.4	-72.0	-45.8	141.1	171.8	2.2	-
T3	196.2	75.9	120.3	39.3	-75.8	127.2	5.7	23.8	-1.8	146.0	7.7	-
T4	123.7	27.5	96.3	145.9	112.5	13.4	-60.9	15.4	-55.4	-24.2	4.6	-
2017 T1	570.8	528.5	42.3	225.3	203.6	150.4	33.4	7.6	189.9	291.4	-2.5	-
2016 Out.	261.6	253.7	8.0	87.0	52.8	5.1	-46.4	6.2	167.2	247.2	-4.0	-
Nov.	25.4	24.6	0.8	28.8	51.1	-14.5	15.4	2.9	5.8	-42.0	2.5	-
Dez.	-163.3	-250.7	87.4	30.1	8.6	22.7	-29.9	6.3	-228.5	-229.4	6.1	-
2017 Jan.	375.8	374.4	1.4	107.4	98.1	43.7	31.1	2.3	227.5	245.2	-5.1	-
Fev.	191.8	193.8	-2.0	95.1	94.9	54.3	-19.2	4.9	35.4	118.2	2.0	-
Mar.	3.1	-39.7	42.9	22.8	10.6	52.4	21.6	0.4	-73.0	-72.0	0.6	-
Transações acumuladas de 12 meses												
2017 Mar.	1 127.4	781.8	345.5	427.3	290.5	413.3	-93.7	1.0	273.8	585.0	12.0	-
Transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB												
2017 Mar.	10.4	7.2	3.2	3.9	2.7	3.8	-0.9	0.0	2.5	5.4	0.1	-

Fonte: BCE.

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

3 Atividade económica

3.1 PIB e componentes da despesa

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

	PIB											
	Total	Procura interna								Saldo externo ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo			Variação de existências ²⁾		Total	Expor- tações ¹⁾	Impor- tações ¹⁾
					Cons- trução - total	Máquinas - total	Produtos de proprie- dade intelectual					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)												
2014	10 143.5	9 783.8	5 633.2	2 125.7	1 991.5	1 000.4	600.0	383.1	33.5	359.7	4 534.3	4 174.6
2015	10 473.8	10 002.8	5 748.2	2 163.7	2 070.0	1 019.2	633.3	408.4	20.9	471.0	4 827.9	4 356.9
2016	10 745.4	10 272.3	5 887.3	2 218.1	2 163.5	1 055.4	660.9	439.7	3.4	473.1	4 902.6	4 429.5
2016 T2	2 672.6	2 551.6	1 465.1	553.0	534.7	260.3	163.6	109.2	-1.2	121.0	1 213.5	1 092.5
T3	2 689.3	2 568.0	1 473.2	555.5	536.3	264.6	165.4	104.1	3.1	121.2	1 223.9	1 102.6
T4	2 715.2	2 614.1	1 488.3	558.4	559.2	267.4	166.9	122.2	8.2	101.1	1 258.8	1 157.6
2017 T1	2 729.6	2 639.3	1 501.8	562.6	567.3	.	.	.	7.6	90.3	1 288.7	1 198.4
em percentagem do PIB												
2016	100.0	95.6	54.8	20.6	20.1	9.8	6.2	4.1	0.0	4.4	-	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
taxas de variação trimestrais em cadeia (%)												
2016 T2	0.3	0.4	0.4	0.3	1.2	-0.6	1.0	5.9	-	-	1.2	1.6
T3	0.4	0.4	0.4	0.1	0.0	1.5	0.4	-5.0	-	-	0.4	0.3
T4	0.5	1.4	0.4	0.3	3.4	0.1	-0.4	17.5	-	-	1.7	3.8
2017 T1	0.6	0.6	0.3	0.4	1.3	.	.	.	-	-	1.2	1.3
taxas de variação homólogas (%)												
2014	1.2	1.3	0.8	0.7	1.6	-0.9	4.6	3.4	-	-	4.4	4.9
2015	2.0	1.9	1.8	1.3	3.2	1.4	4.7	5.6	-	-	6.2	6.3
2016	1.8	2.2	2.1	1.8	3.7	2.4	3.8	7.0	-	-	3.0	4.1
2016 T2	1.6	2.3	2.0	2.0	3.7	1.9	5.2	6.2	-	-	2.7	4.2
T3	1.8	1.9	1.9	1.7	2.5	2.6	3.9	-0.2	-	-	2.8	3.2
T4	1.8	2.6	2.0	1.4	5.1	1.9	1.1	19.9	-	-	3.8	5.7
2017 T1	1.9	2.8	1.6	1.0	6.0	.	.	.	-	-	4.6	7.1
contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do PIB; pontos percentuais												
2016 T2	0.3	0.4	0.2	0.1	0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.1	-0.1	-	-
T3	0.4	0.4	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.2	0.1	0.1	-	-
T4	0.5	1.4	0.2	0.1	0.7	0.0	0.0	0.7	0.4	-0.8	-	-
2017 T1	0.6	0.6	0.2	0.1	0.3	.	.	.	0.1	0.0	-	-
contributos para as taxas de variação homólogas (%) do PIB; pontos percentuais												
2014	1.2	1.3	0.4	0.1	0.3	-0.1	0.3	0.1	0.4	0.0	-	-
2015	2.0	1.8	1.0	0.3	0.6	0.1	0.3	0.2	-0.1	0.2	-	-
2016	1.8	2.1	1.1	0.4	0.7	0.2	0.2	0.3	-0.1	-0.3	-	-
2016 T2	1.6	2.2	1.1	0.4	0.7	0.2	0.3	0.2	-0.1	-0.5	-	-
T3	1.8	1.8	1.1	0.3	0.5	0.3	0.2	0.0	-0.1	0.0	-	-
T4	1.8	2.5	1.1	0.3	1.0	0.2	0.1	0.8	0.1	-0.7	-	-
2017 T1	1.9	2.7	0.9	0.2	1.2	.	.	.	0.4	-0.8	-	-

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	Agri- cultura, silvicultura e pesca	Indústria transfor- madora, energia e serviços básicos	Construção	Comércio, trans- portes, serviços de alojamento e restau- ração	Infor- mação e comuni- cação	Atividades financeiras e de seguros	Atividades imobiliárias	Serviços profis- sionais, empres- ariais e de apoio	Adminis- tração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espe- táculos e outros serviços	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)												
2014	9 109.0	150.3	1 780.3	460.9	1 713.7	417.9	460.9	1 045.5	980.7	1 777.5	321.3	1 034.5
2015	9 402.4	151.4	1 890.8	468.0	1 765.6	430.6	460.4	1 067.0	1 025.1	1 816.2	327.3	1 071.5
2016	9 637.4	149.2	1 928.2	486.6	1 817.1	445.2	449.4	1 093.6	1 068.5	1 863.5	336.1	1 108.0
2016 T2	2 396.8	36.7	477.6	121.1	451.7	110.8	112.5	272.4	266.3	464.0	83.7	275.7
	T3	2 411.8	37.2	481.3	121.9	454.3	111.7	112.2	274.0	467.2	84.1	277.5
	T4	2 434.2	38.6	487.1	122.9	459.9	112.5	111.3	276.6	470.4	84.6	281.0
2017 T1	2 446.3	38.8	488.4	124.3	463.1	112.5	111.8	277.9	273.4	471.4	84.9	283.3
percentagem do valor acrescentado												
2016	100.0	1.5	20.0	5.0	18.9	4.6	4.7	11.3	11.1	19.3	3.5	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
taxas de variação trimestrais em cadeia (%)												
2016 T2	0.3	-0.6	0.1	0.2	0.4	1.0	-0.6	0.2	1.3	0.3	0.0	0.4
	T3	0.4	-0.6	0.7	0.3	0.4	1.4	-0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
	T4	0.5	0.1	0.7	0.2	0.7	0.3	-0.3	0.4	0.6	0.4	0.2
2017 T1	0.6	2.1	0.2	1.1	0.6	0.7	0.9	0.5	1.2	0.2	0.3	0.8
taxas de variação homólogas (%)												
2014	1.2	1.5	2.5	-1.2	1.3	3.8	-1.3	0.6	2.7	0.5	0.1	1.2
2015	1.9	0.5	4.1	0.1	1.8	3.0	0.1	0.7	2.8	0.9	0.1	3.2
2016	1.6	-1.6	1.6	1.7	2.3	3.0	-0.2	0.9	3.1	1.2	1.1	2.7
2016 T2	1.5	-1.3	1.3	1.6	2.2	2.6	-0.7	0.9	3.6	1.0	1.1	2.5
	T3	1.7	-1.9	1.3	2.2	2.2	3.4	-0.2	1.0	3.1	1.3	2.8
	T4	1.8	-2.5	2.0	1.5	2.5	3.5	-0.4	1.0	2.9	1.5	2.1
2017 T1	1.8	1.0	1.7	1.8	2.2	3.5	-0.1	1.3	3.4	1.2	1.1	2.6
contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do valor acrescentado; pontos percentuais												
2016 T2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
	T3	0.4	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	-
	T4	0.5	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	-
2017 T1	0.6	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-
contributos para as taxas de variação homólogas (%) do valor acrescentado; pontos percentuais												
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	0.3	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016	1.6	0.0	0.3	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016 T2	1.5	0.0	0.3	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
	T3	1.7	0.0	0.3	0.1	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.0	-
	T4	1.8	0.0	0.4	0.1	0.5	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	-
2017 T1	1.8	0.0	0.3	0.1	0.4	0.2	0.0	0.2	0.4	0.2	0.0	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

3 Atividade económica

3.3 Emprego ¹⁾

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

	Total	Por situação na profissão		Por atividade económica									
		Trabalha- dores por conta de outrem	Trabalha- dores por conta própria	Agricul- tura, silvicultu- ra e pesca	Indústria transforma- dora, energia e serviços básicos	Cons- trução	Comércio, transpor- tes, serviços de aloja- mento e restau- ração	Informa- ção e comuni- cação	Ativi- dades financei- ras e de seguros	Ativi- dades imobili- liárias	Serviços profis- sionais, empres- ariais e de apoio	Adminis- tração pública, edu- cação, saúde e ação social	Ativi- dades artísticas, de espe- táculos e outros serviços
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Pessoas empregadas													
<i>em percentagem do total de pessoas empregadas</i>													
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
2016	100.0	85.4	14.6	3.2	14.8	6.0	24.9	2.8	2.6	1.0	13.5	24.1	7.0
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
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	-1.0	0.2	0.1	1.2	1.2	-0.4	1.8	3.1	1.0	0.9
2016	1.3	1.5	-0.2	-0.5	0.5	0.0	1.7	2.2	-0.1	1.6	2.8	1.2	0.8
2016 T1	1.4	1.7	-0.6	-1.4	0.7	0.0	1.7	2.2	-0.2	1.6	3.3	1.2	1.5
T2	1.4	1.7	-0.2	-0.8	0.6	-0.3	2.0	2.0	0.1	1.2	2.9	1.3	1.1
T3	1.2	1.5	0.0	-0.1	0.5	0.0	1.7	2.0	0.0	1.9	2.7	1.2	0.5
T4	1.2	1.3	0.3	0.2	0.4	0.5	1.6	2.4	-0.2	1.7	2.5	1.0	0.2
Horas trabalhadas													
<i>em percentagem do total de horas trabalhadas</i>													
2014	100.0	80.3	19.7	4.4	15.6	6.8	25.7	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	21.9	6.3
2016	100.0	80.7	19.3	4.3	15.4	6.7	25.8	2.9	2.6	1.0	13.2	21.9	6.3
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2014	0.5	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	1.2	1.4	0.0	0.0	0.6	0.7	0.9	2.3	-0.3	2.2	3.2	1.1	0.9
2016	1.1	1.4	0.1	-0.2	0.6	-0.1	1.6	2.0	0.1	1.4	2.8	0.8	0.6
2016 T1	1.5	1.8	-0.1	0.0	1.0	0.3	1.7	2.5	0.0	1.5	3.8	0.9	1.2
T2	1.5	1.6	0.9	0.1	0.9	0.0	2.1	2.3	0.8	1.9	3.4	0.9	0.9
T3	1.0	1.2	-0.1	-0.3	0.4	-0.2	1.7	1.6	0.0	1.4	2.2	0.6	-0.1
T4	0.9	1.1	0.0	-0.3	0.5	-0.5	1.2	1.8	-0.3	1.1	2.0	0.9	-0.1
Horas trabalhadas por pessoa empregada													
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
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	0.0	1.0	0.4	0.7	-0.2	1.1	0.1	0.4	0.1	0.1	0.0
2016	-0.1	-0.1	0.3	0.3	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.2	-0.1	0.0	-0.3	-0.2
2016 T1	0.1	0.1	0.6	1.5	0.3	0.3	0.0	0.3	0.2	0.0	0.4	-0.3	-0.3
T2	0.1	-0.1	1.1	0.9	0.3	0.3	0.1	0.2	0.7	0.7	0.5	-0.4	-0.2
T3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.3	0.0	-0.4	0.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.7
T4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.5	0.2	-0.9	-0.4	-0.5	-0.1	-0.6	-0.4	-0.1	-0.3

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

3 Atividade económica

3.4 População ativa, desemprego e ofertas de emprego

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	Popu- lação ativa, milhões ¹⁾	Subem- prego, % da po- pulação ativa ¹⁾	Desemprego											Taxa de oferta de em- prego ²⁾
			Total		Desem- prego de longa duração, % da po- pulação ativa ¹⁾	Por idade				Por sexo				
			Milhões	% da po- pulação ativa		Adultos		Jovens		Homens		Mulheres		
						Milhões	% da po- pulação ativa	Milhões	% da po- pulação ativa	Milhões	% da po- pulação ativa	Milhões	% da po- pulação ativa	% do total de postos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% do total em 2016			100.0			81.8		18.2		52.2		47.8		
2014	160.334	4.6	18.637	11.6	6.1	15.217	10.4	3.420	23.7	9.932	11.5	8.705	11.8	1.4
2015	160.600	4.6	17.443	10.9	5.6	14.293	9.8	3.150	22.3	9.252	10.7	8.191	11.0	1.5
2016	161.974	4.3	16.224	10.0	5.0	13.273	9.0	2.950	20.9	8.470	9.7	7.754	10.4	1.7
2016 T2	161.849	4.5	16.461	10.2	5.1	13.449	9.1	3.012	21.2	8.552	9.8	7.909	10.6	1.7
T3	162.465	4.1	16.082	9.9	4.8	13.162	8.9	2.920	20.6	8.382	9.6	7.700	10.3	1.6
T4	162.570	4.2	15.746	9.7	4.9	12.880	8.7	2.866	20.3	8.244	9.4	7.502	10.0	1.7
2017 T1	.	.	15.373	9.5	.	12.656	8.5	2.717	19.3	7.962	9.1	7.411	9.9	1.9
2016 Nov.	-	-	15.795	9.7	-	12.895	8.7	2.899	20.5	8.291	9.5	7.503	10.0	-
Dez.	-	-	15.607	9.6	-	12.769	8.6	2.838	20.1	8.130	9.3	7.477	10.0	-
2017 Jan.	-	-	15.514	9.5	-	12.738	8.6	2.776	19.7	8.047	9.2	7.467	9.9	-
Fev.	-	-	15.331	9.4	-	12.626	8.5	2.705	19.3	7.942	9.1	7.389	9.8	-
Mar.	-	-	15.273	9.4	-	12.604	8.5	2.669	19.0	7.897	9.0	7.376	9.8	-
Abr.	-	-	15.040	9.3	-	12.423	8.4	2.617	18.7	7.729	8.9	7.311	9.7	-

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 cons- trução	Indica- dor do BCE das novas encomen- das na indústria	Vendas no comércio a retalho				Registos de au- tomóveis novos de passa- geiros
	Total (excluindo a construção)		Grandes Agrupamentos Industriais						Total	Produtos alimen- tares, bebidas e tabaco	Produtos não alimen- tares	Com- bustíveis	
	Indústria transforma- dora	Bens intermé- dios	Bens de investi- mento	Bens de consumo	Produtos energé- ticos								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% do total em 2010	100.0	86.0	33.6	29.2	22.5	14.7	100.0	100.0	100.0	39.3	51.5	9.1	100.0
taxas de variação homólogas (%)													
2014	0.8	1.7	1.1	1.8	2.6	-5.3	2.0	3.1	1.5	0.7	2.4	-0.1	3.8
2015	2.1	2.3	1.0	3.6	2.5	0.8	-0.8	3.6	3.2	1.7	4.2	2.4	8.8
2016	1.4	1.5	1.8	1.6	1.1	0.1	2.2	0.3	2.2	1.3	3.0	1.8	7.2
2016 T2	1.0	1.1	1.2	1.3	1.0	-0.8	0.3	-2.4	2.0	0.6	3.0	2.2	8.6
T3	0.9	1.2	1.6	0.8	1.2	-0.5	3.4	-0.2	1.4	1.3	1.5	2.4	6.4
T4	2.3	1.8	2.4	1.7	1.3	5.4	2.3	3.3	2.6	1.6	3.6	1.3	4.1
2017 T1	1.2	1.1	2.0	1.0	-0.7	1.9	1.7	5.5	2.0	1.0	2.8	0.7	4.8
2016 Nov.	3.4	3.0	3.0	3.4	2.7	6.5	0.8	2.5	3.0	1.7	4.2	2.1	4.5
Dez.	2.7	2.0	3.8	0.5	1.8	7.4	3.5	4.9	1.7	0.8	2.6	0.4	3.4
2017 Jan.	0.4	-0.6	0.7	-1.5	-2.5	7.7	-5.5	3.0	1.6	1.1	1.8	1.4	3.7
Fev.	1.4	1.0	2.0	1.5	-1.8	2.5	5.5	6.4	1.9	1.0	2.7	0.8	4.8
Mar.	1.9	2.6	3.2	2.7	1.9	-4.8	3.6	7.1	2.5	1.1	4.0	-0.1	5.5
Abr.	.	.	.	.	.	.	.	.	2.5	2.1	3.4	-1.6	4.3
taxas de variação mensais em cadeia (%) (c.s.)													
2016 Nov.	1.7	1.7	1.9	0.4	2.1	1.5	0.4	0.6	-0.1	-0.5	-0.1	0.4	2.4
Dez.	-1.0	-0.9	0.1	-2.2	-0.2	-1.5	0.2	3.1	-0.4	0.0	-0.2	-0.4	2.2
2017 Jan.	0.2	-0.2	-1.0	1.0	-1.3	2.8	-2.7	-2.9	0.1	0.0	-0.3	0.5	0.8
Fev.	-0.1	0.4	1.2	1.0	-1.2	-4.9	5.5	2.1	0.6	0.3	0.8	-0.4	0.8
Mar.	-0.1	0.4	0.3	0.2	2.0	-3.2	-1.1	0.9	0.2	-0.1	0.8	0.0	-0.5
Abr.	.	.	.	.	.	.	.	.	0.1	0.6	-0.4	-0.8	0.1

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

3 Atividade económica

3.6 Inquéritos de opinião

(dados corrigidos de sazonalidade)

	Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores (saldos de respostas extremas, salvo indicação em contrário)								Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão)			
	Indica- dor de sentimento económico (média a longo prazo = 100)	Indústria transfor- madora		Indicador de con- fiança dos consumi- dores	Indicador de con- fiança na construção	Indicador de con- fiança no comércio a retalho	Setor dos serviços		Índice de Gestores de Com- pras para a indústria transfor- madora	Produ- ção na indústria transfor- madora	Atividade econó- mica nos serviços	Produto compósito
		Indicador de con- fiança na indústria	Utilização da capa- cidade produtiva (%)				Indicador de con- fiança nos serviços	Utilização da capa- cidade 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	4.7	87.7	51.8	53.3	52.5	52.7
2015	104.2	-3.1	81.4	-6.3	-22.4	1.6	9.2	88.4	52.2	53.4	54.0	53.8
2016	104.8	-2.6	81.9	-7.8	-16.6	1.5	11.2	89.1	52.5	53.6	53.1	53.3
2016 T2	104.2	-3.4	81.6	-7.9	-18.4	1.8	11.2	89.0	52.0	53.0	53.1	53.1
T3	104.2	-2.9	82.0	-8.3	-16.0	0.3	10.3	89.3	52.1	53.7	52.6	52.9
T4	106.9	-0.6	82.4	-6.5	-13.1	1.8	12.4	89.4	54.0	54.9	53.5	53.8
2017 T1	108.0	1.1	82.6	-5.5	-11.0	2.0	13.2	89.4	55.6	56.9	55.1	55.6
2016 Dez.	107.8	0.0	-	-5.2	-12.1	3.5	13.0	-	54.9	56.1	53.7	54.4
2017 Jan.	108.0	0.8	82.5	-4.9	-12.9	2.3	12.9	89.4	55.2	56.1	53.7	54.4
Fev.	108.0	1.3	-	-6.4	-10.1	1.8	13.9	-	55.4	57.3	55.5	56.0
Mar.	108.0	1.3	-	-5.1	-9.9	1.8	12.8	-	56.2	57.5	56.0	56.4
Abr.	109.7	2.6	82.6	-3.6	-6.0	3.1	14.2	89.4	56.7	57.9	56.4	56.8
Mai	109.2	2.8	-	-3.3	-5.7	2.0	13.0	-	57.0	58.3	56.3	56.8

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

3.7 Síntese das contas das famílias e das sociedades não financeiras

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

	Famílias							Sociedades não financeiras					
	Rácio de poupança (bruto) ¹⁾	Rácio da dívida	Rendi- mento disponível bruto real	Investi- mento financeiro	Investi- mento não financeiro (bruto)	Patri- mónio líquido ²⁾	Patri- mónio imobiliário	Partici- pação nos lucros ³⁾	Rácio de poupança (líquido)	Rácio da dívida ⁴⁾	Investi- mento financeiro	Investi- mento não financeiro (bruto)	Financia- mento
	Percentagem do rendimento disponí- vel bruto (corrigido)	Taxas de variação homólogas (%)					Percentagem do valor acrescentado líquido	Percentagem do PIB	Taxas de variação homólogas (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	12.5	95.6	-0.5	1.1	-5.0	1.0	-1.2	32.6	4.4	129.6	2.1	-0.4	0.7
2014	12.6	94.7	0.7	1.8	1.0	2.6	1.0	33.0	4.9	131.0	2.6	6.8	1.4
2015	12.4	94.0	1.8	2.1	2.5	3.3	2.3	34.5	6.6	133.1	3.9	2.8	2.1
2016 T1	12.4	93.5	2.4	1.9	3.9	1.9	3.1	34.1	6.8	132.1	3.9	4.3	2.1
T2	12.5	93.5	2.4	2.2	6.6	3.1	3.6	33.9	7.0	133.3	3.7	3.8	2.0
T3	12.5	93.5	1.6	2.2	5.7	4.2	3.9	34.0	7.3	132.1	3.4	3.8	1.8
T4	12.3	93.5	1.2	2.0	5.6	4.4	4.4	33.9	7.4	133.4	3.4	8.1	1.8

Fontes: BCE e Eurostat.

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

3 Atividade económica

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

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

		Balança corrente										Balança de capital ¹⁾		
		Total			Bens		Serviços		Rendimento primário		Rendimento secundário			
		Crédito 1	Débito 2	Líquido 3	Crédito 4	Débito 5	Crédito 6	Débito 7	Crédito 8	Débito 9	Crédito 10	Débito 11	Crédito 12	Débito 13
2016	T2	895.0	793.4	101.6	519.9	421.1	193.0	178.1	155.7	139.1	26.5	55.1	7.1	7.3
	T3	902.5	812.8	89.6	524.3	431.4	197.0	177.6	154.6	136.4	26.7	67.4	6.6	5.5
	T4	935.2	861.1	74.1	542.4	453.3	199.8	204.8	165.2	138.7	27.9	64.4	9.5	10.1
2017	T1	940.6	842.4	98.2	555.8	471.9	204.5	179.0	153.0	134.9	27.3	56.6	6.7	6.3
2016	Out.	307.4	284.9	22.5	176.9	149.1	67.0	68.3	54.5	45.6	9.0	21.9	1.9	2.7
	Nov.	315.6	288.4	27.3	181.8	151.6	66.6	69.0	58.4	45.9	8.9	21.9	2.3	2.8
	Dez.	312.2	287.8	24.4	183.7	152.6	66.2	67.5	52.3	47.1	10.1	20.6	5.3	4.6
2017	Jan.	313.2	286.9	26.3	182.8	157.3	67.4	63.6	53.9	43.0	9.1	23.1	2.0	2.2
	Fev.	313.8	276.0	37.8	186.3	156.9	69.1	59.0	49.7	45.9	8.7	14.2	2.8	1.6
	Mar.	313.6	279.5	34.1	186.7	157.7	68.0	56.5	49.4	46.0	9.5	19.4	1.9	2.5
transações acumuladas de 12 meses														
2017	Mar.	3 673.3	3 309.8	363.6	2 142.4	1 777.7	794.3	739.5	628.4	549.0	108.3	243.6	29.9	29.2
transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB														
2017	Mar.	34.0	30.6	3.4	19.8	16.4	7.3	6.8	5.8	5.1	1.0	2.3	0.3	0.3

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

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

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

		Total (n.c.s.)		Exportações (f.o.b.)				Importações (c.i.f.)						
		Expor- tações	Impor- tações	Total			Por memória: Indústria transfor- madora	Total			Por memória:			
				Bens 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
Valores (EUR mil milhões; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)														
2016	T2	0.0	-3.4	504.6	231.6	106.1	153.4	425.1	433.5	237.3	72.6	115.9	322.4	41.9
	T3	-0.1	-1.7	508.9	237.2	103.3	154.2	426.3	443.2	244.1	72.3	117.4	327.8	43.8
	T4	2.2	2.3	525.3	244.5	108.4	157.4	439.4	460.0	256.4	74.0	119.1	334.1	50.3
2017	T1	10.2	12.4	537.1	.	.	.	447.2	479.8	.	.	.	338.6	.
2016	Out.	-4.5	-2.8	170.3	79.0	34.7	51.5	141.7	150.6	83.0	24.9	39.4	110.5	16.1
	Nov.	5.5	5.3	175.8	82.3	35.1	53.2	147.0	153.5	86.1	24.1	39.8	111.8	16.5
	Dez.	6.1	4.7	179.2	83.1	38.6	52.7	150.7	155.9	87.3	25.0	39.9	111.8	17.7
2017	Jan.	12.6	17.3	177.3	84.5	34.8	53.2	145.9	161.9	93.0	25.9	39.6	113.8	21.0
	Fev.	4.9	6.4	178.7	85.1	35.7	52.6	149.6	159.9	92.3	25.2	39.0	113.1	20.7
	Mar.	13.1	13.7	181.1	.	.	.	151.6	158.0	.	.	.	111.7	.
Índices de volumes (2000=100; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)														
2016	T2	2.4	5.1	118.0	114.3	117.7	123.9	117.7	108.2	107.0	107.0	111.4	111.3	99.8
	T3	0.7	1.8	118.2	116.1	113.5	124.0	117.3	109.2	108.1	106.3	111.8	112.2	100.8
	T4	1.4	0.7	120.4	118.1	118.0	124.8	119.8	109.6	108.7	105.9	111.5	112.0	105.2
2017	T1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016	Set.	2.7	1.2	118.6	117.4	113.7	124.3	118.0	108.7	107.9	104.6	111.5	111.5	97.7
	Out.	-4.8	-2.1	118.1	115.2	113.9	124.3	116.8	109.5	108.0	108.3	111.9	112.5	104.0
	Nov.	4.7	4.6	121.0	119.8	115.4	126.0	120.2	110.7	110.8	104.7	111.9	113.0	108.2
	Dez.	4.7	-0.3	122.0	119.2	124.9	124.2	122.4	108.6	107.4	104.8	110.8	110.6	103.3
2017	Jan.	8.8	6.4	119.6	119.4	113.3	124.1	117.7	109.9	111.1	107.8	107.3	111.1	113.6
	Fev.	0.7	-3.7	120.4	120.6	115.5	122.3	120.7	109.0	110.3	104.8	107.6	111.0	112.9

Fontes: BCE e Eurostat.

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

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

4 Preços e custos

4.1 Índice Harmonizado de Preços no Consumidor ¹⁾

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

	Total					Total (c.s.; variação em percentagem face ao período anterior ²⁾)						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
			Total excl. produtos alimentares e produtos energéticos										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% do total em 2017	100.0	100.0	70.9	55.4	44.6	100.0	12.1	7.5	26.3	9.5	44.6	86.8	13.2
2014	100.0	0.4	0.8	-0.2	1.2	-	-	-	-	-	-	0.2	1.9
2015	100.0	0.0	0.8	-0.8	1.2	-	-	-	-	-	-	-0.1	0.9
2016	100.2	0.2	0.9	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.2
2016 T2	100.4	-0.1	0.8	-0.9	1.0	0.4	0.2	1.0	0.0	2.0	0.2	-0.1	0.0
T3	100.3	0.3	0.8	-0.4	1.1	0.3	0.1	1.1	0.0	0.3	0.4	0.3	0.3
T4	101.0	0.7	0.8	0.4	1.1	0.4	0.3	0.0	0.1	2.4	0.3	0.8	0.3
2017 T1	101.0	1.8	0.8	2.3	1.1	0.6	0.3	1.9	0.1	3.3	0.3	2.0	0.5
2016 Dez.	101.3	1.1	0.9	1.0	1.3	0.4	0.1	0.7	0.0	1.8	0.3	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.	100.8	2.0	0.9	2.6	1.3	0.2	0.1	1.7	-0.1	-0.2	0.2	2.2	0.5
Mar.	101.7	1.5	0.7	2.0	1.0	-0.1	0.1	-1.6	0.0	-0.8	0.1	1.7	0.7
Abr.	102.0	1.9	1.2	1.9	1.8	0.2	0.2	-0.5	0.0	0.3	0.4	2.0	1.3
Maio ³⁾	101.9	1.4	0.9	.	1.3	-0.1	0.4	-0.1	0.0	-1.2	-0.1	.	.

	Bens						Serviços					
	Produtos alimentares (incl. bebidas alcoólicas e tabaco)			Produtos industriais			Habitação		Trans- portes	Comuni- cações	Recrea- tivos e pessoais	Diversos
	Total	Transfor- mados	Não transfor- mados	Total	Produtos industriais não energéticos	Ener- géticos	Rendas					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% do total em 2017	19.6	12.1	7.5	35.8	26.3	9.5	10.7	6.5	7.3	3.2	15.1	8.2
2014	0.5	1.2	-0.8	-0.5	0.1	-1.9	1.7	1.4	1.7	-2.8	1.5	1.3
2015	1.0	0.6	1.6	-1.8	0.3	-6.8	1.2	1.1	1.3	-0.8	1.5	1.2
2016	0.9	0.6	1.4	-1.1	0.4	-5.1	1.1	1.1	0.8	0.0	1.4	1.2
2016 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
2017 T1	2.0	0.9	4.0	2.4	0.3	8.2	1.3	1.2	1.7	-1.1	1.4	0.7
2016 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.	2.5	0.8	5.3	2.6	0.2	9.3	1.2	1.2	1.9	-0.9	1.7	0.8
Mar.	1.8	1.0	3.1	2.1	0.3	7.4	1.3	1.2	1.9	-1.2	0.9	0.8
Abr.	1.5	1.1	2.2	2.2	0.3	7.6	1.3	1.3	3.3	-1.2	2.8	0.8
Maio ³⁾	1.5	1.5	1.6		0.3	4.6						

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

2) Em Maio de 2016, o BCE deu início à publicação de séries melhoradas do IHPC corrigidas de sazonalidade para a área do euro, no seguimento de uma revisão da abordagem da correção de sazonalidade como descrito na Caixa 1, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016 (https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201603_focus01.en.pdf).

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

4 Preços e custos

4.2 Preços da produção industrial, construção e edifícios

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

	Preços da produção industrial excluindo construção ¹⁾										Cons- trução	Preços dos edifi- cios residen- ciais ²⁾	Indicador experimen- tal dos preços dos edifícios comer- ciais ²⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Indústria excluindo construção e produtos energéticos						Produtos energé- ticos			
		Indústria transfor- madora	Total	Bens intermé- dios	Bens de investi- mento	Bens de consumo							
						Total	Prod. alimen- tares, bebidas e tabaco	Produtos não ali- mentares					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% do total em 2010	100.0	100.0	78.1	72.1	29.4	20.1	22.6	13.8	8.9	27.9			
2014	106.9	-1.5	-0.9	-0.3	-1.1	0.4	0.1	-0.1	0.3	-4.3	0.3	0.4	1.4
2015	104.0	-2.7	-2.4	-0.5	-1.3	0.7	-0.6	-0.9	0.1	-8.2	0.2	1.6	4.5
2016	101.6	-2.3	-1.5	-0.5	-1.7	0.4	0.0	0.0	0.1	-6.9	0.4	3.3	5.4
2016 T2	100.9	-3.8	-2.8	-1.1	-2.7	0.4	-0.5	-0.7	0.1	-10.7	0.2	3.1	3.1
T3	101.9	-2.0	-1.3	-0.6	-1.8	0.4	0.0	0.0	0.2	-5.9	0.4	3.4	8.8
T4	103.1	0.4	1.0	0.4	0.0	0.5	0.8	1.3	0.1	0.4	1.1	3.8	4.3
2017 T1	104.7	4.1	4.0	2.0	3.1	0.8	1.7	2.6	0.2	10.0	.	.	.
2016 Nov.	102.9	0.0	0.5	0.4	0.1	0.5	0.7	1.3	0.2	-0.8	-	-	-
Dez.	103.7	1.6	2.3	0.9	0.8	0.6	1.1	1.8	0.0	3.8	-	-	-
2017 Jan.	104.8	3.9	3.7	1.5	2.1	0.8	1.5	2.2	0.2	10.4	-	-	-
Fev.	104.8	4.5	4.4	2.1	3.4	0.8	1.7	2.6	0.2	11.4	-	-	-
Mar.	104.5	3.9	4.0	2.4	3.9	0.9	1.9	3.0	0.3	8.3	-	-	-
Abr.	104.5	4.3	3.9	2.5	4.0	0.9	2.3	3.4	0.3	9.1	-	-	-

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

1) Apenas vendas internas.

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

4.3 Preços das matérias-primas e deflatores do PIB

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

	Deflatores do PIB								Preços do petróleo (EUR por barril)	Preços das matérias-primas não energéticas (EUR)					
	Total (c.s.; índice: 2010 = 100)	Total	Procura interna				Exportações ¹⁾	Importações ¹⁾		Ponderados pelas importações ²⁾			Ponderados pela utilização ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo				Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares	Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% do total	100.0 45.4 54.6 100.0 50.4 49.6														
2014	104.6	0.9	0.6	0.5	0.8	0.7	-0.7	-1.5	74.1	-3.4	2.0	-8.5	-0.4	4.6	-6.4
2015	105.9	1.2	0.3	0.2	0.5	0.7	0.2	-1.8	47.1	0.0	4.2	-4.5	2.9	7.0	-2.7
2016	106.7	0.8	0.5	0.3	0.7	0.8	-1.4	-2.4	39.9	-3.5	-3.9	-3.2	-7.3	-10.3	-2.9
2016 T2	106.5	0.8	0.2	0.0	0.6	0.6	-2.5	-4.2	40.8	-9.0	-5.7	-12.5	-12.5	-12.6	-12.3
T3	106.7	0.7	0.6	0.2	0.7	0.7	-1.6	-2.2	41.0	-0.5	-2.1	1.4	-5.8	-10.6	1.3
T4	107.2	0.7	0.8	0.8	0.8	1.2	0.0	0.1	46.5	9.1	1.1	18.6	3.3	-6.7	18.5
2017 T1	107.2	0.7	1.2	1.6	1.0	1.7	2.7	4.3	50.8	18.3	5.9	33.2	13.0	0.1	32.4
2016 Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	51.3	15.7	3.9	30.2	10.6	-1.4	28.8
2017 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51.6	19.2	7.2	34.0	13.1	0.9	32.0
Fev.	-	-	-	-	-	-	-	-	52.2	21.4	8.0	37.4	15.5	1.7	36.0
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	48.7	14.6	2.7	28.5	10.5	-2.2	29.3
Abr.	-	-	-	-	-	-	-	-	49.6	11.4	1.2	23.2	9.9	-0.5	24.8
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	46.0	6.8	-2.5	17.8	7.0	-1.7	19.7

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	34.9	57.7	56.7	-	49.9
2014	-0.9	-1.5	0.9	-17.4	15.0	49.6	53.5	49.7	48.2
2015	-2.8	1.3	2.7	-13.2	-0.3	48.9	53.5	49.6	49.0
2016	-0.4	1.7	4.4	-7.3	0.2	49.8	53.9	49.3	49.6
2016 T2	-1.0	1.9	4.6	-8.1	-1.4	47.5	54.4	48.5	49.0
T3	-0.2	1.0	4.5	-6.6	0.5	51.4	54.0	49.6	49.8
T4	4.6	3.1	4.9	-5.4	2.4	58.6	54.9	51.6	50.5
2017 T1	9.0	5.5	6.4	-3.7	12.9	67.8	56.7	55.0	51.4
2016 Dez.	5.4	4.0	4.9	-5.1	3.7	63.2	56.0	52.5	51.4
2017 Jan.	8.3	4.9	6.7	-5.1	9.2	67.0	56.4	54.0	50.9
Fev.	9.0	6.3	6.4	-3.1	13.8	68.3	56.9	55.4	51.1
Mar.	9.6	5.1	6.1	-2.9	15.6	68.1	56.8	55.6	52.2
Abr.	8.2	5.5	6.7	2.3	13.5	67.1	56.5	55.4	51.7
Maio	8.2	3.7	5.4	-0.6	11.8	62.0	55.9	54.1	51.7

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

4.5 Índices de custos do trabalho

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

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componente		Para atividades económicas selecionadas		Por memória: Indicador dos acordos salariais ¹⁾
			Ordenados e salários	Contribuições sociais dos empregadores	Setor empresarial	Sobretudo setor não empresarial	
	1	2	3	4	5	6	7
% do total em 2012	100.0	100.0	74.6	25.4	69.3	30.7	
2014	102.6	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.7
2015	104.2	1.5	1.9	0.5	1.5	1.6	1.5
2016	105.7	1.4	1.4	1.4	1.3	1.6	1.4
2016 T2	109.1	1.1	0.9	1.4	0.9	1.3	1.5
T3	102.5	1.4	1.6	1.1	1.2	1.7	1.5
T4	112.2	1.6	1.6	1.5	1.7	1.5	1.4
2017 T1	-	-	-	-	-	-	1.5

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

4 Preços e custos

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por atividade económica									
			Agri- cultura, silvicultura e pesca	Indústria transforma- dora, energia e serviços básicos	Cons- trução	Comércio, trans- portes, serviços de aloja- mento e restau- ração	Infor- mação e comuni- cação	Atividades financei- ras e de seguros	Atividades imobi- liárias	Serviços pro- fissionais, empres- ariais e de apoio	Adminis- tração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espe- táculos e outros serviços
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Custos unitários do trabalho												
2014	104.5	0.7	-1.3	-0.9	1.2	0.5	-0.9	2.2	1.7	1.0	1.6	1.5
2015	104.8	0.3	-0.1	-2.2	0.8	0.8	0.6	0.2	3.6	1.9	1.2	1.8
2016	105.7	0.8	1.8	0.1	-0.2	0.7	0.4	1.6	4.1	1.1	1.4	1.8
2016 T1	105.5	1.0	0.3	0.3	-0.1	0.9	1.1	1.4	4.5	2.1	1.6	2.7
T2	105.6	0.9	1.5	0.0	-0.6	1.2	0.7	1.8	3.8	0.6	1.6	1.8
T3	105.8	0.8	2.0	0.3	-0.6	0.7	-0.3	1.8	3.8	0.6	1.4	1.5
T4	106.1	0.8	3.8	-0.4	0.5	0.6	0.2	1.4	4.3	1.1	1.2	1.5
Remuneração por empregado												
2014	106.5	1.3	0.2	2.0	1.8	1.1	2.2	1.7	1.5	1.6	1.1	1.1
2015	107.9	1.3	1.4	1.7	0.8	1.5	2.4	0.6	2.5	1.6	1.1	1.0
2016	109.3	1.3	0.7	1.1	1.4	1.3	1.2	1.4	3.4	1.4	1.5	2.1
2016 T1	108.9	1.3	0.7	1.3	1.3	1.3	1.3	1.7	3.6	1.5	1.3	2.1
T2	109.1	1.2	1.0	0.8	1.3	1.3	1.2	1.0	3.5	1.3	1.3	1.8
T3	109.5	1.3	0.2	1.2	1.6	1.2	1.0	1.6	2.8	1.0	1.6	2.2
T4	110.1	1.5	1.1	1.2	1.6	1.5	1.3	1.2	3.5	1.6	1.7	2.5
Produtividade do trabalho por pessoa empregada												
2014	102.0	0.7	1.5	2.9	0.5	0.6	3.1	-0.5	-0.2	0.5	-0.5	-0.4
2015	102.9	1.0	1.5	4.0	0.0	0.7	1.8	0.4	-1.0	-0.3	-0.1	-0.8
2016	103.4	0.5	-1.1	1.0	1.6	0.6	0.8	-0.2	-0.7	0.3	0.0	0.3
2016 T1	103.3	0.3	0.4	1.1	1.4	0.4	0.1	0.3	-0.9	-0.5	-0.3	-0.6
T2	103.2	0.2	-0.5	0.7	1.9	0.1	0.5	-0.8	-0.3	0.7	-0.3	0.0
T3	103.5	0.5	-1.8	0.8	2.2	0.5	1.4	-0.1	-0.9	0.4	0.2	0.7
T4	103.8	0.7	-2.6	1.6	1.1	0.9	1.1	-0.2	-0.7	0.4	0.5	1.0
Remuneração por hora trabalhada												
2014	108.5	1.2	1.2	1.5	1.4	1.2	2.1	1.7	1.3	1.2	0.9	1.2
2015	109.7	1.1	1.3	1.2	0.1	1.4	1.2	0.7	2.1	1.3	1.0	1.0
2016	111.3	1.5	0.2	1.0	1.8	1.4	1.3	1.3	3.6	1.3	1.8	2.7
2016 T1	110.5	1.2	-1.0	0.9	1.2	1.2	1.0	1.4	3.0	1.0	1.6	2.6
T2	110.7	1.2	0.1	0.4	1.3	1.3	0.9	0.7	3.2	1.1	1.9	2.5
T3	111.3	1.6	0.7	1.2	2.2	1.1	1.3	1.7	3.6	1.2	2.1	3.3
T4	112.1	1.8	1.3	1.0	2.3	1.9	1.8	1.4	4.8	1.7	1.7	3.2
Produtividade horária do trabalho												
2014	104.2	0.7	2.1	2.5	0.2	0.9	3.1	-0.4	0.0	0.4	-0.6	-0.1
2015	105.0	0.8	0.5	3.5	-0.6	0.9	0.7	0.3	-1.5	-0.3	-0.2	-0.8
2016	105.7	0.6	-1.4	1.0	1.8	0.7	1.0	-0.4	-0.5	0.3	0.4	0.5
2016 T1	105.3	0.2	-1.0	0.8	1.1	0.4	-0.2	0.1	-0.8	-1.0	0.0	-0.3
T2	105.1	0.2	-1.4	0.4	1.6	0.1	0.3	-1.5	-1.0	0.2	0.2	0.2
T3	105.6	0.8	-1.6	0.9	2.4	0.5	1.8	-0.2	-0.4	0.9	0.7	1.4
T4	106.0	1.0	-2.2	1.5	2.0	1.3	1.7	-0.1	-0.1	0.9	0.5	1.3

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

5 Moeda e crédito

5.1 Agregados monetários ¹⁾

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

	M3												
	M2						M3-M2						
	M1			M2-M1				Acordos de reporte	Ações/ unidades de participação em fundos do mercado monetário	Títulos de dívida com prazo até 2 anos			
	Circulação monetária	Depósitos overnight		Depósitos com prazo acordado até 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos													
2014	969.5	4 970.5	5 939.9	1 581.7	2 147.6	3 729.4	9 669.3	121.5	422.2	107.3	651.0	10 320.3	
2015	1 036.5	5 566.3	6 602.8	1 439.2	2 159.8	3 599.1	10 201.8	74.6	479.0	73.6	627.2	10 829.1	
2016	1 073.1	6 117.0	7 190.1	1 320.3	2 175.8	3 496.1	10 686.3	70.4	519.6	96.7	686.7	11 373.0	
2016	T2	1 054.6	5 821.2	6 875.8	1 411.0	2 170.0	3 581.0	10 456.8	84.2	481.7	94.8	660.7	11 117.5
	T3	1 066.6	5 946.7	7 013.3	1 393.3	2 172.6	3 565.8	10 579.2	80.5	494.2	93.9	668.6	11 247.8
	T4	1 073.1	6 117.0	7 190.1	1 320.3	2 175.8	3 496.1	10 686.3	70.4	519.6	96.7	686.7	11 373.0
2017	T1	1 088.6	6 303.2	7 391.8	1 306.1	2 180.0	3 486.0	10 877.8	73.5	530.3	104.5	708.4	11 586.2
2016	Nov.	1 075.2	6 069.6	7 144.7	1 350.7	2 171.9	3 522.6	10 667.4	72.5	504.0	99.0	675.6	11 342.9
	Dez.	1 073.1	6 117.0	7 190.1	1 320.3	2 175.8	3 496.1	10 686.3	70.4	519.6	96.7	686.7	11 373.0
2017	Jan.	1 081.8	6 154.8	7 236.6	1 329.8	2 178.1	3 507.8	10 744.4	75.1	513.2	98.6	686.9	11 431.3
	Fev.	1 086.1	6 208.4	7 294.5	1 325.2	2 178.0	3 503.2	10 797.7	66.7	505.9	99.7	672.4	11 470.1
	Mar.	1 088.6	6 303.2	7 391.8	1 306.1	2 180.0	3 486.0	10 877.8	73.5	530.3	104.5	708.4	11 586.2
	Abr. (p)	1 092.3	6 344.4	7 436.7	1 279.6	2 183.0	3 462.6	10 899.3	73.2	511.5	82.7	667.4	11 566.8
Transações													
2014	59.0	374.9	433.9	-91.8	3.7	-88.1	345.8	3.6	10.4	12.9	26.8	372.7	
2015	65.9	562.6	628.5	-135.4	12.3	-123.0	505.5	-48.0	51.4	-26.6	-23.1	482.3	
2016	36.7	544.6	581.3	-107.9	16.0	-91.9	489.4	-4.3	40.4	17.9	54.0	543.4	
2016	T2	5.0	104.4	109.3	-12.7	7.2	-5.5	103.9	-1.4	15.5	-1.4	12.7	116.6
	T3	12.0	127.9	139.9	-15.7	2.3	-13.5	126.5	-3.7	12.9	-2.2	7.1	133.5
	T4	6.5	156.2	162.6	-65.4	3.3	-62.1	100.5	-10.4	25.3	2.2	17.2	117.7
2017	T1	15.5	188.7	204.2	-11.7	4.1	-7.6	196.6	3.1	10.8	7.2	21.2	217.8
2016	Nov.	2.8	80.9	83.7	-11.9	-1.3	-13.2	70.5	-2.1	2.0	8.2	8.1	78.6
	Dez.	-2.1	46.9	44.7	-28.5	3.8	-24.6	20.1	-2.1	15.5	-2.2	11.2	31.3
2017	Jan.	8.7	41.5	50.2	12.0	2.2	14.2	64.5	4.7	-6.3	1.2	-0.4	64.1
	Fev.	4.3	50.1	54.4	-5.2	-0.2	-5.4	49.0	-8.5	-7.3	1.0	-14.8	34.3
	Mar.	2.4	97.1	99.5	-18.4	2.0	-16.4	83.1	6.9	24.4	5.1	36.4	119.5
	Abr. (p)	3.7	45.8	49.5	-24.9	3.2	-21.7	27.8	-0.2	-18.8	-22.0	-41.0	-13.2
Taxas de crescimento													
2014	6.5	8.4	8.0	-5.4	0.2	-2.3	3.7	2.9	2.5	19.3	4.3	3.8	
2015	6.8	11.3	10.5	-8.6	0.6	-3.3	5.2	-39.1	12.0	-25.5	-3.5	4.7	
2016	3.5	9.8	8.8	-7.5	0.7	-2.6	4.8	-5.8	8.4	24.1	8.6	5.0	
2016	T2	4.0	9.7	8.8	-4.1	0.6	-1.3	5.1	1.1	9.2	-3.3	6.0	5.1
	T3	3.7	9.3	8.4	-3.3	0.5	-1.0	5.0	-12.8	8.0	13.9	5.7	5.1
	T4	3.5	9.8	8.8	-7.5	0.7	-2.6	4.8	-5.8	8.4	24.1	8.6	5.0
2017	T1	3.7	10.1	9.1	-7.4	0.8	-2.5	5.1	-14.4	13.9	6.0	9.0	5.3
2016	Nov.	3.8	9.4	8.5	-5.4	0.6	-1.8	4.9	-15.8	4.5	12.5	2.9	4.7
	Dez.	3.5	9.8	8.8	-7.5	0.7	-2.6	4.8	-5.8	8.4	24.1	8.6	5.0
2017	Jan.	3.6	9.3	8.4	-6.7	0.8	-2.2	4.7	-7.3	8.5	12.4	7.0	4.8
	Fev.	3.9	9.2	8.4	-6.2	0.7	-2.1	4.8	-24.4	7.9	7.9	3.5	4.7
	Mar.	3.7	10.1	9.1	-7.4	0.8	-2.5	5.1	-14.4	13.9	6.0	9.0	5.3
	Abr. (p)	4.2	10.1	9.2	-8.6	0.9	-2.8	5.1	-16.7	8.5	-15.4	1.5	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 M3¹⁾

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

	Sociedades não financeiras ²⁾					Famílias ³⁾					So- ciedades financi- eiras exceto IFM e so- ciedades de seguros e fundos de pensões ²⁾	So- ciedades de seguros e fundos de pensões	Outras adminis- trações públicas ⁴⁾
	Total	Overnight	Com prazo acordado até 2 anos	Reem- bolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte	Total	Overnight	Com prazo acordado até 2 anos	Reem- bolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos													
2014	1 863.4	1 366.3	365.1	112.6	19.4	5 555.6	2 749.5	812.1	1 991.1	2.8	847.2	222.2	332.9
2015	1 950.8	1 503.1	321.8	117.5	8.4	5 748.9	3 059.7	695.1	1 991.7	2.4	949.7	225.8	364.7
2016	2 077.2	1 656.4	293.9	118.3	8.6	6 049.8	3 399.6	643.6	2 004.8	1.7	979.5	196.5	380.6
2016 T2	2 034.8	1 594.2	314.0	118.2	8.4	5 904.1	3 214.2	688.8	1 998.1	3.0	957.0	210.7	379.9
T3	2 069.0	1 622.9	317.7	119.3	9.1	5 977.7	3 301.8	672.0	2 001.3	2.6	953.9	206.2	386.3
T4	2 077.2	1 656.4	293.9	118.3	8.6	6 049.8	3 399.6	643.6	2 004.8	1.7	979.5	196.5	380.6
2017 T1	2 170.7	1 743.4	303.6	117.4	6.4	6 139.6	3 503.1	620.0	2 013.7	2.7	972.4	190.9	389.1
2016 Nov.	2 086.3	1 654.7	304.8	118.4	8.5	6 029.6	3 371.5	652.6	2 002.9	2.5	959.4	206.3	383.1
Dez.	2 077.2	1 656.4	293.9	118.3	8.6	6 049.8	3 399.6	643.6	2 004.8	1.7	979.5	196.5	380.6
2017 Jan.	2 121.3	1 697.8	299.2	117.3	7.0	6 087.8	3 438.6	636.0	2 010.5	2.7	940.9	194.6	392.9
Fev.	2 142.8	1 717.2	301.5	117.3	6.8	6 111.8	3 469.5	627.5	2 012.0	2.8	937.0	195.4	391.3
Mar.	2 170.7	1 743.4	303.6	117.4	6.4	6 139.6	3 503.1	620.0	2 013.7	2.7	972.4	190.9	389.1
Abr. ^(p)	2 164.5	1 745.6	294.9	117.2	6.8	6 156.7	3 524.1	611.6	2 017.6	3.4	962.7	199.7	396.7
Transações													
2014	68.7	91.1	-26.7	1.5	2.8	140.7	208.8	-65.0	-1.4	-1.7	52.7	7.3	21.0
2015	83.9	123.7	-33.5	4.9	-11.2	193.6	303.0	-109.9	0.9	-0.4	84.0	-0.1	30.3
2016	129.7	153.3	-24.1	0.3	0.2	302.0	335.5	-46.1	13.4	-0.8	29.0	-29.3	17.1
2016 T2	27.6	36.6	-8.9	1.1	-1.1	75.5	76.2	-5.1	4.0	0.4	-0.8	-8.5	3.7
T3	35.2	29.9	3.9	0.7	0.7	73.8	87.7	-16.6	3.2	-0.5	-0.2	-4.2	6.2
T4	5.2	28.6	-21.8	-1.1	-0.5	71.8	93.1	-23.8	3.4	-0.9	21.6	-10.0	-4.9
2017 T1	96.3	88.4	11.1	-1.0	-2.2	90.0	103.9	-23.9	8.8	1.1	-5.6	-5.1	8.6
2016 Nov.	24.0	26.8	-3.3	-1.0	1.5	28.6	36.2	-7.4	0.1	-0.3	23.5	-0.4	-10.1
Dez.	-9.4	1.2	-10.7	0.0	0.1	19.9	27.9	-9.1	1.9	-0.8	21.9	-9.8	-2.3
2017 Jan.	46.7	43.2	6.1	-1.0	-1.6	38.8	39.6	-7.4	5.6	1.0	-35.6	-1.7	12.3
Fev.	19.9	17.9	2.3	0.0	-0.2	22.9	30.4	-9.1	1.5	0.1	-6.3	0.9	-1.2
Mar.	29.7	27.3	2.7	0.0	-0.4	28.3	34.0	-7.4	1.7	-0.1	36.4	-4.3	-2.5
Abr. ^(p)	-2.7	4.1	-7.0	-0.2	0.5	18.2	21.8	-8.2	4.0	0.7	-8.0	9.0	7.3
Taxas de crescimento													
2014	4.0	7.6	-6.6	1.3	15.9	2.6	8.2	-7.4	-0.1	-37.8	6.6	3.9	7.0
2015	4.5	9.0	-9.4	4.4	-57.4	3.5	11.0	-13.6	0.0	-15.1	9.7	0.0	9.1
2016	6.7	10.2	-7.6	0.2	2.2	5.3	11.0	-6.7	0.7	-31.2	3.1	-13.0	4.7
2016 T2	8.0	11.1	-3.0	3.9	-27.8	4.6	10.4	-5.9	0.1	0.3	4.0	-8.5	10.3
T3	7.5	9.9	-1.3	1.8	-8.5	5.1	10.6	-4.9	0.4	-18.2	0.9	-5.7	7.7
T4	6.7	10.2	-7.6	0.2	2.2	5.3	11.0	-6.7	0.7	-31.2	3.1	-13.0	4.7
2017 T1	8.2	11.8	-4.9	-0.3	-32.6	5.3	11.5	-10.0	1.0	2.1	1.6	-12.7	3.6
2016 Nov.	7.1	10.1	-3.8	0.1	-5.3	5.4	11.1	-5.8	0.7	-32.6	0.3	-8.0	3.1
Dez.	6.7	10.2	-7.6	0.2	2.2	5.3	11.0	-6.7	0.7	-31.2	3.1	-13.0	4.7
2017 Jan.	7.1	10.5	-5.5	-0.1	-26.8	5.5	11.4	-7.7	0.9	-19.8	-1.2	-13.5	5.6
Fev.	7.6	10.9	-4.7	-0.3	-26.7	5.4	11.5	-8.9	0.9	-4.8	-2.2	-15.3	5.1
Mar.	8.2	11.8	-4.9	-0.3	-32.6	5.3	11.5	-10.0	1.0	2.1	1.6	-12.7	3.6
Abr. ^(p)	7.1	10.6	-6.7	-0.4	-20.0	5.3	11.4	-11.0	1.2	-5.0	1.4	-7.1	5.2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moeda e crédito

5.3 Crédito a residentes na área do euro ¹⁾

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

	Crédito às administrações públicas			Crédito a outros residentes na área do euro									
	Total	Empréstimos	Títulos de dívida	Total	Empréstimos					Títulos de dívida	Ações/ unidades de partici- pação em fundos de investi- mento exceto fundos do mercado monetário		
					Total Empréstimos corrigi- dos ²⁾	A so- ciedades não finan- ceiras ³⁾	A famílias ⁴⁾	A so- ciedades financi- eiras exceto IFM e socie- dades de seguros e fundos de pensões ³⁾	A so- ciedades de seguros e fundos de pensões				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos													
2014	3 615.6	1 135.0	2 478.5	12 504.8	10 454.5	10 726.7	4 316.6	5 200.7	808.1	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	4 290.7	5 307.6	790.1	123.5	1 305.1	782.3	
2016	4 397.6	1 082.0	3 302.4	12 843.0	10 674.1	10 981.8	4 313.4	5 410.1	838.2	112.5	1 384.6	784.3	
2016	T2	4 191.8	1 112.5	3 066.2	12 664.0	10 566.1	10 870.4	4 312.7	5 348.3	801.2	103.9	1 342.5	755.4
	T3	4 272.2	1 105.2	3 153.7	12 768.5	10 623.5	10 927.4	4 302.5	5 379.3	832.6	109.1	1 364.5	780.5
	T4	4 397.6	1 082.0	3 302.4	12 843.0	10 674.1	10 981.8	4 313.4	5 410.1	838.2	112.5	1 384.6	784.3
2017 T1	4 438.5	1 070.4	3 353.9	12 976.8	10 757.7	11 055.7	4 333.8	5 459.2	851.7	112.9	1 426.9	792.2	
2016	Nov.	4 320.9	1 092.5	3 215.0	12 848.3	10 699.2	10 981.6	4 336.1	5 407.4	839.8	115.9	1 378.2	770.8
	Dez.	4 397.6	1 082.0	3 302.4	12 843.0	10 674.1	10 981.8	4 313.4	5 410.1	838.2	112.5	1 384.6	784.3
2017	Jan.	4 383.3	1 087.3	3 282.3	12 882.2	10 696.5	10 995.8	4 329.3	5 422.9	829.8	114.6	1 399.5	786.2
	Fev.	4 399.6	1 073.3	3 312.5	12 913.4	10 720.0	11 012.1	4 334.6	5 443.9	829.9	111.6	1 400.4	793.0
	Mar.	4 438.5	1 070.4	3 353.9	12 976.8	10 757.7	11 055.7	4 333.8	5 459.2	851.7	112.9	1 426.9	792.2
	Abr. ^(p)	4 466.6	1 074.1	3 378.2	12 958.4	10 743.0	11 043.1	4 337.0	5 467.8	824.0	114.3	1 426.7	788.6
Transações													
2014	73.8	16.4	57.4	-101.9	-47.1	-32.4	-60.6	-14.9	16.7	11.7	-89.8	35.0	
2015	284.9	-21.1	305.7	86.9	58.2	75.9	-13.8	98.3	-20.5	-5.7	25.1	3.5	
2016	458.9	-34.9	493.7	316.8	233.4	253.2	78.4	119.8	46.3	-11.1	80.0	3.4	
2016	T2	116.4	-8.9	125.2	54.8	22.1	60.2	19.3	14.5	-6.7	-5.0	31.1	1.6
	T3	69.3	-7.3	76.3	112.7	70.3	73.6	3.9	33.8	27.5	5.2	20.3	22.1
	T4	153.2	-20.3	173.6	80.0	61.7	65.3	19.8	35.3	3.4	3.3	17.6	0.7
2017 T1	74.3	-11.0	84.7	148.8	98.9	92.6	29.1	51.6	17.8	0.5	40.9	8.9	
2016	Nov.	45.3	-7.0	52.2	36.0	37.5	20.7	16.0	18.9	1.3	1.3	5.4	-6.9
	Dez.	69.1	-7.8	77.1	1.9	-9.5	15.2	-14.9	9.2	-0.3	-3.5	4.5	7.0
2017	Jan.	20.0	5.2	14.2	52.1	30.5	24.1	18.8	14.0	-4.4	2.1	16.0	5.6
	Fev.	7.6	-13.0	20.5	23.9	20.0	12.8	3.8	20.0	-0.9	-3.0	-0.5	4.4
	Mar.	46.8	-3.2	50.0	72.8	48.5	55.8	6.5	17.6	23.0	1.3	25.5	-1.1
	Abr. ^(p)	28.1	3.6	24.3	-7.8	-4.7	-3.2	8.2	11.2	-25.6	1.4	-0.4	-2.7
Taxas de crescimento													
2014	2.1	1.5	2.4	-0.8	-0.4	-0.3	-1.4	-0.3	1.8	11.9	-6.6	4.4	
2015	7.9	-1.9	12.3	0.7	0.6	0.7	-0.3	1.9	-2.5	-4.4	2.0	0.4	
2016	11.7	-3.1	17.6	2.5	2.2	2.4	1.8	2.3	5.9	-9.0	6.1	0.5	
2016	T2	11.7	-2.8	18.1	1.6	1.2	1.6	1.3	1.9	0.5	-23.6	7.2	-2.9
	T3	10.1	-2.5	15.3	2.0	1.9	2.1	1.4	2.1	5.4	-10.7	3.5	0.8
	T4	11.7	-3.1	17.6	2.5	2.2	2.4	1.8	2.3	5.9	-9.0	6.1	0.5
2017 T1	10.2	-4.2	15.7	3.1	2.4	2.7	1.7	2.5	5.2	3.6	8.4	4.4	
2016	Nov.	10.7	-3.0	16.3	2.4	2.1	2.2	1.8	2.1	4.4	-6.7	7.3	-1.0
	Dez.	11.7	-3.1	17.6	2.5	2.2	2.4	1.8	2.3	5.9	-9.0	6.1	0.5
2017	Jan.	10.6	-2.9	15.9	2.7	2.2	2.4	1.7	2.4	5.1	-8.6	6.8	2.6
	Fev.	9.9	-3.9	15.2	2.6	2.0	2.3	1.4	2.4	4.4	-11.4	6.4	3.6
	Mar.	10.2	-4.2	15.7	3.1	2.4	2.7	1.7	2.5	5.2	3.6	8.4	4.4
	Abr. ^(p)	9.7	-4.2	15.0	2.9	2.2	2.6	1.6	2.6	2.8	1.4	7.7	4.3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moeda e crédito

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

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

	Sociedades não financeiras ²⁾					Famílias ³⁾				
	Total	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Total	Crédito ao consumo	Crédito à habitação	Outros empréstimos		
	Empréstimos corrigidos ⁴⁾									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos										
2014	4 316.6	4 269.9	1 112.3	724.3	2 480.0	5 200.7	5 546.1	563.5	3 860.9	776.4
2015	4 290.7	4 272.9	1 041.1	761.5	2 488.2	5 307.6	5 640.6	595.9	3 948.4	763.3
2016	4 313.4	4 313.2	998.5	797.6	2 517.3	5 410.1	5 726.7	616.5	4 044.9	748.7
2016 T2	4 312.7	4 293.2	1 043.0	777.5	2 492.1	5 348.3	5 683.5	604.1	3 986.3	757.9
T3	4 302.5	4 291.6	1 011.5	787.9	2 503.1	5 379.3	5 701.1	608.5	4 018.2	752.6
T4	4 313.4	4 313.2	998.5	797.6	2 517.3	5 410.1	5 726.7	616.5	4 044.9	748.7
2017 T1	4 333.8	4 335.6	1 003.8	802.6	2 527.5	5 459.2	5 770.6	628.2	4 085.7	745.3
2016 Nov.	4 336.1	4 312.1	1 031.9	798.7	2 505.4	5 407.4	5 723.4	614.9	4 038.5	754.0
Dez.	4 313.4	4 313.2	998.5	797.6	2 517.3	5 410.1	5 726.7	616.5	4 044.9	748.7
2017 Jan.	4 329.3	4 322.3	1 013.9	799.6	2 515.7	5 422.9	5 743.6	620.8	4 052.2	749.9
Fev.	4 334.6	4 325.3	1 011.3	798.3	2 525.0	5 443.9	5 757.2	623.8	4 072.3	747.8
Mar.	4 333.8	4 335.6	1 003.8	802.6	2 527.5	5 459.2	5 770.6	628.2	4 085.7	745.3
Abr. ^(p)	4 337.0	4 343.2	997.8	804.2	2 535.0	5 467.8	5 778.0	629.5	4 096.4	741.9
Transações										
2014	-60.6	-67.0	-14.1	2.6	-49.0	-14.9	5.5	-3.0	-3.2	-8.7
2015	-13.8	22.8	-64.2	31.9	18.5	98.3	76.1	21.9	80.0	-3.6
2016	78.4	93.5	-18.4	43.2	53.6	119.8	112.5	24.1	105.2	-9.4
2016 T2	19.3	23.7	-4.2	8.5	14.9	14.5	29.5	1.6	13.5	-0.6
T3	3.9	9.0	-23.7	13.4	14.2	33.8	27.8	5.1	32.5	-3.8
T4	19.8	31.2	-9.8	8.4	21.2	35.3	30.4	9.3	30.6	-4.7
2017 T1	29.1	33.9	8.6	7.0	13.5	51.6	46.2	10.6	40.2	0.8
2016 Nov.	16.0	8.4	5.9	7.6	2.5	18.9	10.8	2.6	15.6	0.7
Dez.	-14.9	9.4	-29.3	-1.8	16.1	9.2	10.0	2.4	10.4	-3.6
2017 Jan.	18.8	13.5	16.5	2.1	0.2	14.0	18.6	4.8	7.5	1.7
Fev.	3.8	1.6	-2.9	-1.1	7.8	20.0	12.5	1.9	18.6	-0.5
Mar.	6.5	18.8	-5.0	6.0	5.6	17.6	15.1	4.0	14.0	-0.4
Abr. ^(p)	8.2	11.9	-4.1	3.0	9.3	11.2	10.3	2.1	11.6	-2.6
Taxas de crescimento										
2014	-1.4	-1.5	-1.3	0.4	-1.9	-0.3	0.1	-0.5	-0.1	-1.1
2015	-0.3	0.5	-5.8	4.4	0.7	1.9	1.4	3.9	2.1	-0.5
2016	1.8	2.2	-1.8	5.7	2.2	2.3	2.0	4.1	2.7	-1.2
2016 T2	1.3	1.8	-2.0	5.1	1.6	1.9	1.8	3.5	2.1	-0.4
T3	1.4	1.9	-3.0	6.4	1.8	2.1	1.8	3.4	2.4	-0.9
T4	1.8	2.2	-1.8	5.7	2.2	2.3	2.0	4.1	2.7	-1.2
2017 T1	1.7	2.3	-2.8	4.8	2.6	2.5	2.4	4.4	2.9	-1.1
2016 Nov.	1.8	2.1	-1.9	6.6	1.9	2.1	1.9	3.7	2.5	-1.2
Dez.	1.8	2.2	-1.8	5.7	2.2	2.3	2.0	4.1	2.7	-1.2
2017 Jan.	1.7	2.2	-1.9	5.3	2.1	2.4	2.2	4.6	2.7	-0.9
Fev.	1.4	1.9	-2.3	3.8	2.3	2.4	2.3	4.2	2.8	-1.0
Mar.	1.7	2.3	-2.8	4.8	2.6	2.5	2.4	4.4	2.9	-1.1
Abr. ^(p)	1.6	2.4	-3.1	4.8	2.6	2.6	2.4	4.6	3.0	-1.2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moeda e crédito

5.5 Contrapartidas do M3 exceto crédito a residentes na área do euro ¹⁾

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

	Detenções da administração central ²⁾	Responsabilidades das IFM					Disponibilidades das IFM			
		Responsabilidades financeiras a mais longo prazo face a outros residentes na área do euro					Disponibilidades líquidas sobre o exterior	Outras		
		Total	Depósitos com prazo acordado superior a 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso superior a 3 meses	Títulos de dívida com prazo superior a 2 anos	Capital e reservas		Total	Acordos de reporte com contrapartes centrais ³⁾	Acordos de revenda a contrapartes centrais ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos										
2014	269.4	7 131.5	2 186.6	92.2	2 391.5	2 461.1	1 380.4	220.3	184.5	139.7
2015	284.8	6 996.9	2 119.7	79.8	2 254.0	2 543.5	1 343.8	263.4	205.9	135.6
2016	318.8	6 916.2	2 054.4	70.6	2 138.7	2 652.5	1 130.8	236.5	205.9	121.6
2016 T2	319.3	7 006.8	2 094.1	74.6	2 175.8	2 662.3	1 292.4	295.3	238.0	144.0
T3	310.1	6 961.3	2 068.5	72.4	2 125.4	2 695.0	1 196.7	281.7	209.2	129.1
T4	318.8	6 916.2	2 054.4	70.6	2 138.7	2 652.5	1 130.8	236.5	205.9	121.6
2017 T1	303.5	6 881.0	2 033.5	69.2	2 100.3	2 678.0	1 105.1	250.4	182.2	111.8
2016 Nov.	296.6	6 932.4	2 061.7	71.9	2 134.5	2 664.3	1 109.3	293.4	194.7	121.3
Dez.	318.8	6 916.2	2 054.4	70.6	2 138.7	2 652.5	1 130.8	236.5	205.9	121.6
2017 Jan.	302.8	6 865.5	2 037.8	69.8	2 117.1	2 640.9	1 113.6	220.5	176.5	106.3
Fev.	295.2	6 919.8	2 027.9	69.6	2 125.3	2 697.0	1 120.0	252.0	171.3	104.4
Mar.	303.5	6 881.0	2 033.5	69.2	2 100.3	2 678.0	1 105.1	250.4	182.2	111.8
Abr. ^(p)	335.2	6 848.6	2 022.0	69.3	2 083.5	2 673.8	1 063.2	262.4	173.8	103.7
Transações										
2014	-4.0	-171.0	-120.8	2.0	-160.1	107.9	238.7	-12.8	0.7	17.8
2015	9.2	-224.8	-106.2	-13.5	-212.8	107.6	-86.6	-18.4	21.4	-4.0
2016	31.0	-150.8	-73.1	-9.1	-121.2	52.7	-279.6	-72.4	12.8	-12.0
2016 T2	4.2	-12.9	-22.3	-1.8	-15.9	27.1	-63.6	0.3	-9.2	-8.1
T3	-9.2	-54.1	-25.8	-2.0	-41.2	14.9	-97.5	-14.3	-19.2	-13.7
T4	6.6	-27.1	-21.5	-2.6	-18.1	15.1	-43.8	-92.3	-0.2	-7.5
2017 T1	-16.1	-19.4	-14.7	-1.4	-31.2	28.0	-31.7	-9.1	-22.6	-9.1
2016 Nov.	-27.6	-11.5	-12.3	-0.5	-5.5	6.8	-13.2	-28.6	1.7	-12.4
Dez.	21.1	-15.9	-7.9	-1.3	-3.4	-3.3	22.2	-56.8	11.2	0.3
2017 Jan.	-16.4	-24.2	-10.3	-0.8	-4.9	-8.2	6.6	-55.2	-28.3	-14.6
Fev.	-8.2	12.4	-11.1	-0.2	-5.4	29.1	-34.5	41.5	-5.1	-2.0
Mar.	8.4	-7.6	6.6	-0.4	-20.8	7.1	-3.8	4.6	10.8	7.5
Abr. ^(p)	31.7	-15.5	-10.0	0.1	-5.2	-0.5	-30.0	12.7	-8.4	-8.2
Taxas de crescimento										
2014	-1.6	-2.3	-5.1	2.2	-6.3	4.5	-	-	0.4	14.6
2015	3.6	-3.1	-4.8	-14.5	-8.7	4.3	-	-	11.6	-2.9
2016	10.9	-2.1	-3.4	-11.5	-5.4	2.0	-	-	6.3	-9.0
2016 T2	20.1	-2.4	-2.9	-13.3	-7.0	2.8	-	-	3.6	-2.9
T3	5.3	-2.5	-4.3	-12.2	-6.3	2.6	-	-	1.5	-8.2
T4	10.9	-2.1	-3.4	-11.5	-5.4	2.0	-	-	6.3	-9.0
2017 T1	-4.6	-1.6	-4.0	-10.1	-4.9	3.3	-	-	-21.2	-25.3
2016 Nov.	0.1	-2.1	-3.2	-10.7	-5.9	2.4	-	-	-4.9	-15.6
Dez.	10.9	-2.1	-3.4	-11.5	-5.4	2.0	-	-	6.3	-9.0
2017 Jan.	-1.4	-2.1	-3.5	-11.3	-4.8	1.7	-	-	-12.2	-23.8
Fev.	-1.7	-1.7	-4.4	-10.5	-3.9	2.6	-	-	-25.7	-25.7
Mar.	-4.6	-1.6	-4.0	-10.1	-4.9	3.3	-	-	-21.2	-25.3
Abr. ^(p)	5.5	-1.9	-4.4	-9.0	-4.8	2.8	-	-	-21.6	-24.8

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
2013	-3.0	-2.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
2014	-2.6	-2.2	-0.2	0.0	-0.2	0.1
2015	-2.1	-1.9	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2016	-1.5	-1.7	0.0	0.2	0.0	0.7
2016 T1	-1.9	.	.	.	.	0.4
T2	-1.8	.	.	.	.	0.5
T3	-1.8	.	.	.	.	0.5
T4	-1.5	.	.	.	.	0.7

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

6.2 Receita e despesa

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

	Receita						Despesa						
	Total	Receita corrente				Receita de capital	Total	Despesa corrente					Despesa de capital
		Impostos diretos	Impostos indiretos	Contribuições sociais líquidas	Remunerações dos empregados			Consumo intermédio	Juros	Pagamentos com fins sociais			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	46.7	46.2	12.6	13.0	15.5	0.5	49.7	45.6	10.4	5.3	2.8	23.0	4.1
2014	46.7	46.3	12.5	13.1	15.5	0.5	49.3	45.3	10.3	5.3	2.7	23.0	4.0
2015	46.4	45.9	12.6	13.1	15.3	0.5	48.5	44.6	10.1	5.2	2.4	22.8	3.9
2016	46.3	45.8	12.6	13.0	15.4	0.5	47.8	44.3	10.0	5.2	2.2	22.8	3.5
2016 T1	46.4	45.9	12.6	13.1	15.3	0.5	48.3	44.5	10.1	5.2	2.3	22.8	3.9
T2	46.3	45.8	12.5	13.1	15.4	0.5	48.1	44.3	10.0	5.2	2.3	22.8	3.8
T3	46.3	45.8	12.6	13.1	15.4	0.5	48.1	44.3	10.0	5.2	2.2	22.8	3.8
T4	46.3	45.8	12.6	13.0	15.4	0.5	47.8	44.3	10.0	5.2	2.2	22.9	3.5

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

6.3 Rácio da dívida pública em relação ao PIB

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

	Total	Instrumento financeiro			Detentor			Prazo original		Prazo residual			Moedas	
		Nu- merário e depó- sitos	Emprês- timos	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
2013	91.4	2.6	17.5	71.2	46.4	26.3	45.0	10.4	81.0	19.4	32.1	39.9	89.3	2.1
2014	92.0	2.7	17.1	72.1	45.2	26.0	46.8	10.0	82.0	18.8	31.9	41.2	89.9	2.1
2015	90.3	2.8	16.2	71.3	45.5	27.5	44.7	9.3	81.0	17.7	31.1	41.5	88.2	2.1
2016	89.2	2.7	15.5	71.0	47.8	30.3	41.5	9.0	80.3	17.3	29.5	42.5	87.2	2.1
2016 T1	91.3	2.7	16.2	72.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	91.2	2.7	16.0	72.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	90.1	2.7	15.6	71.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	89.3	2.7	15.5	71.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolução orçamental

6.4 Variação homóloga do rácio da dívida pública em relação ao PIB e fatores subjacentes ¹⁾

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

	Variação do rácio da dívida em relação ao PIB ²⁾	Défice (+)/excedente (-) primário	Ajustamento défice-dívida								Diferencial juros-crescimento	Por memória: Necessidades de financiamento	
			Total	Transações dos principais ativos financeiros					Efeitos de reavaliação e outras variações de volume	Outros			
				Total	Numerário e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida	Ações e outras participações					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2013	1.9	0.2	-0.2	-0.8	-0.5	-0.4	-0.2	0.4	0.2	0.4	1.9	2.6	
2014	0.6	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.2	0.8	2.5	
2015	-1.7	-0.3	-0.9	-0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	1.3	
2016	-1.0	-0.7	-0.3	0.2	0.2	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.2	-0.1	1.5	
2016	T1	-1.5	-0.4	-0.6	-0.2	0.3	-0.2	-0.3	0.0	0.0	-0.4	-0.5	1.3
	T2	-0.9	-0.5	0.1	0.4	0.8	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.5	2.0
	T3	-1.4	-0.5	-0.5	-0.2	0.2	-0.1	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	-0.4	1.5
	T4	-1.1	-0.7	-0.3	0.3	0.2	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.2	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 ¹⁾

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

	Serviço da dívida a 1 ano ²⁾					Prazo residual médio em anos ³⁾	Taxas de rendibilidade nominais médias ⁴⁾						
	Total	Capital		Juros			Saldos					Transações	
		Prazos até 3 meses	Prazos até 3 meses	Total	Taxa variável		Cupão zero	Taxa fixa		Emissões	Reembolsos		
								Prazos até 1 ano					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15.9	13.8	5.1	2.0	0.5	6.4	3.1	1.6	0.4	3.5	2.8	0.8	1.6
2015	14.7	12.8	4.3	1.9	0.5	6.6	2.9	1.4	0.1	3.3	3.0	0.4	1.2
2016	14.2	12.5	4.6	1.7	0.4	6.7	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2016 T1	15.1	13.2	4.7	1.8	0.5	6.6	2.7	1.4	0.0	3.2	3.0	0.3	1.1
T2	14.9	13.1	4.8	1.8	0.5	6.7	2.7	1.3	-0.1	3.1	2.9	0.3	1.1
T3	14.5	12.7	4.0	1.8	0.4	6.8	2.6	1.3	-0.1	3.1	2.9	0.2	1.2
T4	14.2	12.5	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2016 Nov.	14.5	12.8	4.3	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.3
Dez.	14.2	12.5	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2017 Jan.	14.4	12.7	4.9	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.2	3.0	2.9	0.2	1.2
Fev.	14.1	12.4	4.2	1.7	0.4	7.0	2.6	1.2	-0.2	3.0	2.9	0.2	1.3
Mar.	14.4	12.7	4.4	1.7	0.4	6.9	2.5	1.2	-0.2	3.0	2.9	0.2	1.1
Abr.	14.3	12.6	4.3	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	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) Saldo em fim de período; transações como média de 12 meses.

6 Evolução orçamental

6.6 Evolução orçamental nos países da área do euro

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

	Bélgica	Alemanha	Estónia	Irlanda	Grécia	Espanha	França	Itália	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Défice (-)/excedente (+) público									
2013	-3.1	-0.2	-0.2	-5.7	-13.1	-7.0	-4.0	-2.9	-5.1
2014	-3.1	0.3	0.7	-3.7	-3.7	-6.0	-3.9	-3.0	-8.8
2015	-2.5	0.7	0.1	-2.0	-5.9	-5.1	-3.6	-2.7	-1.2
2016	-2.6	0.8	0.3	-0.6	0.7	-4.5	-3.4	-2.4	0.4
2016 T1	-2.6	0.8	0.7	-1.6	-4.8	-5.1	-3.5	-2.6	-0.3
T2	-2.6	0.8	0.8	-1.6	-3.7	-5.3	-3.3	-2.4	-1.3
T3	-3.0	0.6	0.5	-1.8	-1.8	-4.8	-3.4	-2.4	-1.0
T4	-2.6	0.8	0.3	-0.6	0.7	-4.5	-3.4	-2.4	0.4
Dívida pública									
2013	105.6	77.5	10.2	119.5	177.4	95.5	92.3	129.0	102.2
2014	106.7	74.9	10.7	105.3	179.7	100.4	94.9	131.8	107.1
2015	106.0	71.2	10.1	78.7	177.4	99.8	95.6	132.1	107.5
2016	105.9	68.3	9.5	75.4	179.0	99.4	96.0	132.6	107.8
2016 T1	109.2	70.9	9.9	80.1	176.4	101.2	97.6	134.8	108.4
T2	109.7	70.2	9.7	77.7	179.7	101.1	98.4	135.4	107.5
T3	108.7	69.5	9.6	77.1	176.3	100.4	97.5	132.7	110.6
T4	105.9	68.3	9.5	75.4	179.0	99.4	96.6	132.6	107.8

	Letónia	Lituânia	Luxemburgo	Malta	Países Baixos	Áustria	Portugal	Eslovénia	Eslováquia	Finlândia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Défice (-)/excedente (+) público										
2013	-1.0	-2.6	1.0	-2.6	-2.4	-1.4	-4.8	-15.1	-2.7	-2.6
2014	-1.6	-0.7	1.4	-2.0	-2.3	-2.7	-7.2	-5.4	-2.7	-3.2
2015	-1.3	-0.2	1.4	-1.3	-2.1	-1.1	-4.4	-2.9	-2.7	-2.7
2016	0.0	0.3	1.6	1.0	0.4	-1.6	-2.0	-1.8	-1.7	-1.9
2016 T1	-0.7	-0.1	1.3	-0.3	-1.9	-1.0	-3.7	-2.7	-2.5	-2.4
T2	-0.4	0.4	1.1	0.4	-1.0	-0.9	-3.5	-1.8	-2.3	-2.4
T3	0.2	0.2	1.1	0.8	-0.4	-0.6	-3.7	-1.7	-2.0	-2.2
T4	0.0	0.3	1.6	1.0	0.4	-1.6	-2.0	-1.8	-1.7	-1.9
Dívida pública										
2013	39.0	38.7	23.4	68.7	67.7	81.3	129.0	71.0	54.7	56.5
2014	40.9	40.5	22.4	64.3	67.9	84.4	130.6	80.9	53.6	60.2
2015	36.5	42.7	21.6	60.6	65.2	85.5	129.0	83.1	52.5	63.7
2016	40.1	40.2	20.0	58.3	62.3	84.6	130.4	79.7	51.9	63.6
2016 T1	36.3	40.0	21.9	61.8	64.9	86.5	128.9	83.6	51.8	64.3
T2	38.9	40.1	21.4	61.0	63.8	86.2	131.6	82.5	52.9	61.9
T3	37.9	41.3	20.9	59.7	62.0	83.7	133.1	82.8	52.7	61.8
T4	40.1	40.2	20.0	58.3	62.3	84.6	130.4	79.7	51.9	63.6

Fonte: Eurostat.

© **Banco Central Europeu, 2016**

Endereço postal	60640 Frankfurt am Main, Alemanha
Telefone	+49 69 1344 0
Internet	www.ecb.europa.eu

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

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

A data de fecho das estatísticas incluídas nesta publicação foi 7 de junho de 2017.

ISSN	2363-3530 (<i>online</i>)
N.º de catálogo da UE	QB-BP-17-004-PT-N (<i>online</i>)

Execução Gráfica	Casa d'Imagem
------------------	---------------