



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 4 / 2018



Índice

Evolução económica e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	6
2 Evolução financeira	14
3 Atividade económica	19
4 Preços e custos	24
5 Moeda e crédito	30
6 Evolução orçamental	38
Caixas	41
1 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 31 de janeiro a 2 de maio de 2018	41
2 O abrandamento recente do crescimento do produto da área do euro reflete fatores cíclicos e temporários	47
3 Acompanhamento da repercussão das taxas de câmbio na inflação	51
4 Relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2018: o envelhecimento da população coloca grandes desafios orçamentais	56
5 Recomendações específicas por país em matéria de política orçamental no âmbito do Semestre Europeu de 2018	61
Estatísticas	E1

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Na sua reunião de política monetária de 14 de junho de 2018, o Conselho do BCE concluiu que, até à data, os progressos no sentido de um ajustamento sustentado da inflação foram substanciais. Desde o início do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) em janeiro de 2015, o Conselho do BCE estabeleceu que as aquisições líquidas de ativos ao abrigo do APP estariam dependentes do grau de progresso no sentido de um ajustamento sustentado da trajetória da inflação para níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Em 14 de junho de 2018, o Conselho do BCE procedeu a uma análise aprofundada dos progressos realizados, tendo também em conta as mais recentes projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema, as medidas das pressões sobre os preços e os salários, bem com as incertezas em torno das perspetivas para a inflação. Em resultado desta avaliação, o Conselho do BCE concluiu que, até à data, os progressos no sentido de um ajustamento sustentado da inflação foram sustentados. Com as expectativas de inflação a mais longo prazo bem ancoradas, a força subjacente da economia da área do euro e a continuação do nível amplo de acomodação monetária constituem motivos para confiar que a convergência sustentada da inflação para o objetivo do BCE prosseguirá no período que se avizinha e será mantida mesmo após a redução gradual e cessação das suas aquisições líquidas de ativos. As decisões de política monetária de 14 de junho de 2018 mantêm o atual nível amplo de acomodação monetária, que assegurará a continuação da convergência sustentada da inflação no sentido de níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. É ainda necessário um estímulo significativo em termos de política monetária para apoiar a intensificação das pressões internas sobre os preços e a evolução da inflação global no médio prazo. Este apoio continuará a ser proporcionado pelas aquisições líquidas de ativos até ao final do ano, pelo *stock* considerável de ativos adquiridos e pelos reinvestimentos associados, bem como pelas indicações reforçadas sobre a evolução futura das taxas de juro diretoras do BCE. Em qualquer caso, o Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante seja apropriado, a fim de assegurar que a inflação continua a evoluir de forma sustentada no sentido do objetivo do Conselho do BCE.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 14 de junho de 2018

Não obstante uma ligeira atenuação do dinamismo, as perspetivas mundiais no curto prazo permanecem fundamentalmente robustas, apoiadas por políticas monetárias acomodáticas nas economias avançadas e estímulos orçamentais significativos nos Estados Unidos. No mais longo prazo, a atividade mundial deverá abrandar, visto que o produto se encontra próximo do potencial em

muitas economias avançadas. Considera-se que o crescimento do comércio mundial se manterá resiliente no curto prazo. Porém, a implementação de tarifas aduaneiras mais elevadas e a possibilidade de medidas protecionistas mais amplas constituem um risco importante para o dinamismo do crescimento mundial. Prevê-se que as pressões inflacionistas mundiais aumentem lentamente à medida que a capacidade disponível diminui.

Desde a reunião do Conselho do BCE em março de 2018, as taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro diminuíram. Os diferenciais das obrigações de dívida pública exibiram uma volatilidade considerável desde a segunda quinzena de maio, face a um contexto de incerteza política em Itália. As oscilações nos mercados de dívida pública repercutiram-se, de alguma forma, em outros segmentos de mercado e a volatilidade dos mercados acionistas aumentou. Os preços das ações e das obrigações das sociedades financeiras da área do euro desceram, embora o impacto em outros segmentos de mercado tenha permanecido limitado. Ao mesmo tempo, os preços das ações das sociedades não financeiras da área do euro subiram, refletindo as perspetivas robustas quanto aos lucros das empresas. Nos mercados cambiais, o euro registou uma depreciação em termos nominais efetivos.

Apesar de dados e indicadores recentes mais fracos do que o esperado, a expansão económica na área do euro permanece sólida e generalizada aos vários países e setores. O crescimento trimestral do PIB real moderou-se para 0.4% no primeiro trimestre de 2018, após um crescimento de 0.7% nos trimestres anteriores. Esta moderação reflete uma redução do ritmo de crescimento muito forte observado em 2017, agravada por um aumento da incerteza e alguns fatores temporários e do lado da oferta a nível doméstico e mundial, bem como a um impulso mais fraco do comércio externo. Os últimos indicadores económicos e resultados de inquéritos são mais fracos, embora permaneçam consistentes com o atual crescimento económico robusto e generalizado. As medidas de política monetária do BCE, que facilitaram o processo de desalavancagem, continuam a sustentar a procura interna. O consumo privado é apoiado pelos atuais ganhos em termos de emprego, que, por sua vez, refletem parcialmente anteriores reformas do mercado de trabalho, e pela crescente riqueza das famílias. O investimento empresarial é suportado pelas condições de financiamento favoráveis, a maior rentabilidade das empresas e uma procura sólida. O investimento em habitação permanece robusto. Além disso, espera-se que o aumento generalizado da procura mundial prossiga, impulsionando, assim, as exportações da área do euro. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro mantêm-se, em geral, equilibrados. Contudo, incertezas relacionadas com fatores mundiais, incluindo a ameaça de um aumento do protecionismo, ganharam importância. Além disso, deve ser acompanhado o risco de uma volatilidade crescente e persistente nos mercados financeiros.

As projeções macroeconómicas de junho de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento do PIB real anual de 2.1% em 2018, 1.9% em 2019 e 1.7% em 2020. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2018 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento real do PIB projetado foi revisto em baixa relativamente a 2018 e permanece inalterado para 2019 e 2020.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro subiu de 1.2% em abril para 1.9% em maio de 2018. Tal refletiu maiores contributos da inflação dos preços dos produtos energéticos, produtos alimentares e serviços. Com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que as taxas homólogas da inflação global se situem em torno do nível atual durante o resto do ano. Embora as medidas da inflação subjacente permaneçam, em geral, fracas, aumentaram face aos mínimos anteriormente registados. As pressões internas sobre os preços estão a intensificar-se, em virtude dos níveis elevados de utilização da capacidade produtiva, da cada vez maior restritividade dos mercados de trabalho e da subida dos salários. A incerteza em torno das perspetivas de inflação está a diminuir. Numa análise prospetiva, espera-se que a inflação subjacente aumente perto do final do ano e que, posteriormente, suba de forma gradual no médio prazo, apoiada pelas medidas de política monetária do BCE, pela continuação da expansão económica, pela absorção correspondente da margem disponível na economia e pelo aumento do crescimento dos salários.

Esta avaliação está também globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de junho de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, segundo as quais a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1.7% em 2018, 2019 e 2020. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2018 dos especialistas do BCE, as perspetivas acerca da inflação global medida pelo IHPC foi objeto de uma considerável revisão em alta no que respeita a 2018 e 2019, refletindo sobretudo o aumento dos preços do petróleo.

A análise monetária mostrou que o crescimento do agregado monetário largo tem vindo a diminuir gradualmente no contexto da redução das compras líquidas de ativos mensais ao abrigo do programa de aquisição de ativos, tendo a taxa de crescimento homóloga do M3 atingido 3.9% em abril de 2018, após 3.7% em março e 4.3% em fevereiro. Enquanto o ritmo mais lento da dinâmica do M3 nos últimos meses reflete principalmente a redução das compras líquidas de ativos desde o início do ano, o crescimento do M3 continua a ser apoiado pelo impacto das medidas de política monetária do BCE e pelo baixo custo de oportunidade de detenção dos depósitos mais líquidos. Nessa conformidade, o agregado monetário estreito M1 permaneceu o principal fator a contribuir para o crescimento do agregado monetário largo, ainda que a sua taxa de crescimento homóloga tenha diminuído nos meses recentes, face às taxas elevadas anteriormente observadas. A repercussão das medidas de política monetária implementadas desde junho de 2014 continua a apoiar significativamente as condições de contração de empréstimos pelas empresas e pelas famílias e os fluxos de crédito na área do euro. Tal encontra-se igualmente refletido nos resultados do último inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento na área do euro, o qual indica que as pequenas e médias empresas, em particular, beneficiaram da melhoria do acesso a financiamento.

Decisões de política monetária

Com base nas análises económica e monetária regulares, o Conselho do BCE tomou as decisões que se seguem. Primeiro, no que respeita às medidas de política monetária não convencionais, o Conselho do BCE continuará a efetuar aquisições líquidas ao abrigo do APP ao atual ritmo mensal de €30 mil milhões até ao final de setembro de 2018. O Conselho do BCE prevê que, após setembro de 2018, sob reserva de os dados entretanto disponibilizados confirmarem as suas perspetivas relativamente à inflação no médio prazo, o ritmo mensal das aquisições líquidas de ativos seja reduzido para €15 mil milhões até ao final de dezembro de 2018 e que as aquisições líquidas cessem nessa data. Segundo, o Conselho do BCE pretende manter a política de reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos ao abrigo do APP durante um período prolongado após o termo das aquisições líquidas de ativos e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária. Terceiro, o Conselho do BCE decidiu não alterar as taxas de juro diretas do BCE e espera que as mesmas se mantenham nos níveis atuais, pelo menos, durante o verão de 2019 e, em qualquer caso, enquanto for necessário para assegurar que a evolução da inflação permanece alinhada com as atuais expectativas de uma trajetória de ajustamento sustentada.

1 Conjuntura externa

Embora a expansão económica mundial tenha prosseguido, os dados recentes apontam para uma ligeira atenuação do dinamismo. As condições financeiras mundiais mantiveram-se favoráveis, mas tornaram-se mais restritivas em determinadas economias emergentes. O aumento dos preços do petróleo, um reflexo da procura mundial ainda resiliente mas igualmente de preocupações quanto à futura oferta tendo em conta as atuais tensões geopolíticas, travou as perspetivas das economias importadoras de petróleo. No entanto, as perspetivas mundiais no curto prazo permanecem fundamentalmente robustas, apoiadas por políticas monetárias acomodáticas nas economias avançadas e estímulos orçamentais significativos nos Estados Unidos. No mais longo prazo, a atividade mundial deverá abrandar, visto que o produto se encontra próximo do potencial em muitas economias avançadas. Acresce que, embora se preveja que a recuperação prossiga em algumas economias exportadoras de matérias-primas, a transição prevista da China para uma trajetória de menor crescimento deverá refletir-se nas perspetivas. Prevê-se que as pressões inflacionistas mundiais aumentem lentamente à medida que a capacidade disponível diminui. Espera-se que o crescimento do comércio mundial se mantenha resiliente no curto prazo. Porém, a implementação de tarifas aduaneiras mais elevadas e a possibilidade de medidas protecionistas mais amplas constituem um risco importante para o dinamismo do crescimento mundial. De facto, o saldo de riscos para a atividade e o comércio a nível mundial no curto prazo deteriorou-se recentemente, com os riscos a manterem-se enviesados no sentido descendente no médio prazo.

Atividade económica e comércio a nível mundial

Após um ano de crescimento robusto e muito sincronizado, o dinamismo mundial abrandou ligeiramente no início de 2018. Os dados relativos ao primeiro trimestre sugerem que a atividade mundial foi mais fraca do que o esperado. O crescimento do PIB nos Estados Unidos abrandou para 0.5%, em termos trimestrais em cadeia, conduzido pela desaceleração das despesas de consumo, o que poderá ter refletido um atraso no reembolso de impostos e a sazonalidade residual que tem afetado as estimativas relativas ao PIB nos primeiros trimestres dos últimos anos. No Reino Unido, o crescimento da atividade também se moderou, enquanto o Japão registou a primeira diminuição trimestral em cadeia do PIB em dois anos. Em ambos os casos, as condições meteorológicas adversas poderão ter contribuído para limitar a construção e o consumo. Em contraste, a economia da China expandiu-se a um ritmo intenso, com o PIB a crescer 6.8% em termos homólogos.

No curto prazo, espera-se que a expansão económica mundial recupere.

Os dados de inquéritos apontam para um crescimento sustentado ao longo dos próximos trimestres. O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto diminuiu em março, mas aumentou em abril e maio, permanecendo acima da média de longo prazo (ver Gráfico 1). Os indicadores do sentimento económico também se mantiveram otimistas, com a confiança dos consumidores a situar-se próximo dos máximos históricos.

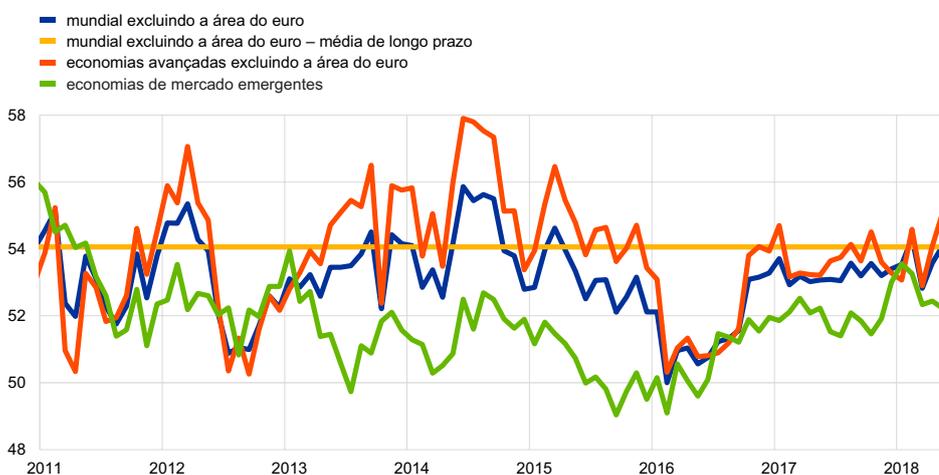
A implementação de tarifas aduaneiras mais elevadas, num contexto de discussões em curso sobre novas medidas protecionistas, constitui um risco para as perspetivas económicas mundiais.

Em março, o Presidente Trump assinou um decreto que impõe taxas de importação de 25% sobre o aço e de 10% sobre o alumínio. Embora vários países tenham sido inicialmente isentos, os Estados Unidos decidiram entretanto alargar as taxas para incluir a União Europeia, o Canadá e o México. Em retaliação, os países afetados decidiram aumentar as tarifas. As medidas aplicadas até ao momento afetam apenas uma pequena proporção do comércio mundial e deverão ter apenas um pequeno efeito macroeconómico mundial. Porém, os riscos de novas medidas protecionistas aumentaram. No seguimento de um estudo sobre as práticas em matéria de propriedade intelectual na China, os Estados Unidos ameaçaram aumentar as taxas sobre os bens chineses num montante de USD 50 mil milhões, medida à qual a China prometeu retaliar. Além disso, os Estados Unidos lançaram um inquérito às implicações das importações de automóveis para a segurança nacional. Em ambos os casos, as medidas ainda não tinham sido aplicadas quando o período em análise terminou. No entanto, as expectativas de uma escalada neste litígio poderão afetar as decisões de investimento, com possíveis efeitos sobre o crescimento mundial. Em termos prospetivos, os riscos para a atividade mundial de um aumento generalizado do protecionismo poderão ser consideráveis.

Gráfico 1

IGC mundial compósito do produto

(Índice de difusão)



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

Notas: As últimas observações referem-se a maio de 2018. A média de longo prazo refere-se ao período entre janeiro de 1999 e maio de 2018.

As perspetivas mundiais continuam a ser suportadas por políticas monetárias acomodáticas, mas ligeiramente mais restritivas.

O Comité de Operações de Mercado Aberto (*Federal Open Market Committee – FOMC*) aumentou as taxas de juro nas suas reuniões de março e junho de 2018. A curva dos futuros dos fundos federais sugere que os mercados continuam a prever um aumento gradual da restritividade monetária, com os mercados de futuros a preverem amplamente pelo

menos mais uma subida das taxas durante 2018 e uma probabilidade crescente de mais duas subidas de taxa ainda este ano. As expectativas de mercado sugerem igualmente um aumento das taxas no Reino Unido durante os próximos meses. Em contraste, o Banco do Japão mantém ainda uma orientação de política muito acomodatória. Ao nível das economias de mercado emergentes, a China continuou a optar por um aumento da restritividade das condições financeiras domésticas para fazer face aos riscos no sistema financeiro, com uma nova subida das taxas de juro em março – embora as taxas do mercado monetário se tenham reduzido moderadamente nas últimas semanas. As taxas de juro de referência também aumentaram na Turquia e na Argentina, à medida que a conjuntura financeira se deteriorava. Porém, as taxas oficiais no Brasil e na Rússia foram novamente reduzidas em março num contexto de pressões inflacionistas moderadas.

Não obstante a persistência da acomodação monetária, as condições financeiras mundiais tornaram-se mais restritivas nas últimas semanas, em particular nas economias de mercado emergentes. Os mercados acionistas mundiais permaneceram bastante resilientes, com o índice Standard & Poor's 500 a manter-se ainda em níveis mais elevados do que no início do ano. Porém, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo nas principais economias avançadas aumentaram. Nos Estados Unidos, a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos subiu cerca de 50 pontos base desde o início do ano. A combinação do aumento das taxas de juro com o fortalecimento do dólar dos Estados Unidos contribuiu para uma maior restritividade das condições financeiras nas economias de mercado emergentes. Após uma recuperação sustentada ao longo do ano passado, as entradas de capital para as economias de mercado emergentes abrandaram em abril, enquanto os diferenciais das obrigações emitidas por estas se alargaram. Nesta altura, a grande volatilidade nos mercados financeiros estava restringida a alguns países, como, por exemplo, a Argentina e a Turquia, as quais eram consideradas pelos mercados como sendo vulneráveis dadas as taxas de inflação elevadas e necessidades de financiamento externo consideráveis. No entanto, as condições financeiras tornaram-se mais restritivas na maior parte das economias de mercado emergentes durante este período.

Os preços do petróleo subiram acentuadamente nos últimos dois meses, embora se tenham moderado mais recentemente. Em comparação com o início deste ano, a subida refletiu, em parte, a procura mundial resiliente. Paralelamente, a oferta de petróleo manteve-se globalmente inalterada, visto que os cortes na produção resultantes do acordo entre os países-membros da OPEP e outros países produtores de petróleo foram compensados por um aumento da produção nos Estados Unidos. A pressão sobre o preço à vista aumentou novamente em meados de maio, quando os Estados Unidos decidiram retirar-se do Plano de Ação Conjunto Global que regulava as sanções ao Irão. Posteriormente, notícias de que a OPEP, a Rússia e respetivos parceiros estariam a discutir a possibilidade de interromper os cortes na produção levaram à descida dos preços. A experiência passada sugere que as subidas dos preços do petróleo impulsionadas por mudanças no abastecimento ou por incertezas quando à oferta no futuro tenderam a estar associadas ao enfraquecimento da atividade mundial, enquanto as subidas de preços impulsionadas pela procura não têm, no geral, compensado totalmente a

maior procura mundial¹. Dado que o recente aumento dos preços do petróleo refletiu quer a procura mundial resiliente quer efeitos de precaução associados à incerteza quanto à procura no futuro, considera-se que o impacto líquido dos preços do petróleo mais elevados sobre a economia mundial é, no geral, modesto. No entanto, a variação dos preços do petróleo deverá ter alguns efeitos distributivos em vários países, sendo que as perspetivas para os exportadores de petróleo deverão fortalecer-se em particular.

Em termos prospetivos, prevê-se que o dinamismo cíclico generalizado apoie a atividade mundial no curto prazo. Apesar da moderação da atividade no início do ano, as perspetivas mundiais a curto prazo permanecem fundamentalmente robustas, sendo impulsionadas por fundamentos sólidos. As economias avançadas continuam a beneficiar de políticas macroeconómicas acomodatócias e, embora as condições financeiras se tenham tornado mais restritivas nas últimas semanas, continuam a apoiar a economia mundial. Projeta-se que os estímulos orçamentais significativos nos Estados Unidos, na sequência de acordos sobre a reforma fiscal e o aumento das despesas, constituam um incentivo ao crescimento mundial. A subida dos preços do petróleo travou ligeiramente as perspetivas nas economias importadoras de petróleo. Em contraste, prevê-se que a melhoria dos termos de troca ajude a estabilizar o investimento em muitas economias exportadoras de petróleo à medida que recuperam de recessões profundas. Além disso, muitas economias de mercado emergentes, em particular a China e outras economias asiáticas orientadas para a exportação, estão a beneficiar de fatores favoráveis resultantes da revitalização do comércio mundial.

Porém, no médio prazo, prevê-se que o dinamismo positivo abrande à medida que as forças cíclicas esmorecem. Os desvios do produto foram já eliminados em muitas economias avançadas, sendo que a capacidade disponível deverá contrair-se nas economias de mercado emergentes nos próximos trimestres. Além disso, o apoio dado pelas políticas diminuirá gradualmente. Nos Estados Unidos, o ímpeto ao crescimento dos estímulos orçamentais deverá atingir um máximo em 2019. No Japão, prevê-se que os efeitos dos estímulos orçamentais desvançam este ano. A transição da China para uma trajetória de menor crescimento menos dependente do crédito e de estímulos orçamentais também afetará as perspetivas mundiais. No médio prazo, o ritmo de expansão mundial situar-se-á em taxas semelhantes às observadas antes da crise.

No que respeita à evolução entre países, prevê-se que nos Estados Unidos a atividade recupere este ano. As pressões em sentido ascendente das condições restritivas no mercado de trabalho sobre o crescimento dos salários, em conjunto com a melhoria contínua do investimento e as condições financeiras ainda favoráveis, deverão apoiar a procura interna. Além disso, as alterações às políticas orçamentais, incluindo a reforma fiscal e o acordo orçamental por um período de dois anos, deverão impulsionar as perspetivas de crescimento.

¹ Ver a caixa intitulada “Implicações a nível mundial dos preços do petróleo reduzidos”, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

No Reino Unido, as perspetivas económicas permanecem relativamente modestas, num contexto de incerteza quanto ao processo de saída da União Europeia.

O crescimento do PIB real deverá recuperar moderadamente após os resultados fracos no primeiro trimestre. Posteriormente, as perspetivas apontam para um crescimento modesto, enquanto a moderação esperada da inflação e a recuperação do crescimento dos salários darão algum apoio ao consumo privado.

No Japão, projeta-se que a expansão económica desacelere gradualmente.

No curto prazo, prevê-se que a atividade recupere no seguimento de resultados fracos no primeiro trimestre, suportada pela orientação da política monetária acomodatória. No mais longo prazo, projeta-se que o crescimento desacelere à medida que o apoio orçamental se desvanece e a capacidade disponível diminui. Os salários estão a aumentar moderadamente, num contexto de maior restritividade no mercado de trabalho, o que deverá apoiar as despesas das famílias e contribuir para uma pequena subida da inflação.

Prevê-se que a atividade económica nos países da Europa Central e de Leste permaneça robusta.

O crescimento do PIB será suportado pelo forte investimento associado à absorção de fundos da UE. Além disso, projeta-se que as despesas de consumo robustas sejam impulsionadas por melhorias no mercado de trabalho.

Na China, projeta-se que a atividade desacelere moderadamente.

Recentemente, o produto foi apoiado pelo forte consumo, pelo apoio governamental e um desempenho robusto das exportações, que compensaram os efeitos de um ligeiro abrandamento da atividade no mercado imobiliário, num contexto de menor crescimento do crédito e da maior restritividade das condições financeiras. No mais longo prazo, prevê-se que o ritmo de expansão abrande gradualmente, em linha com o foco colocado pelas autoridades chinesas na aceitação de uma expansão mais lenta por forma a reduzir os riscos e corrigir os desequilíbrios na economia.

A atividade económica tem vindo a fortalecer-se gradualmente nos grandes países exportadores de matérias-primas.

Na Rússia, não obstante a moderação do ritmo de crescimento no segundo semestre de 2017, as perspetivas são apoiadas pela subida dos preços do petróleo, pela descida da inflação e pela melhoria da confiança das empresas e dos consumidores. No médio prazo, prevê-se que a atividade económica se expanda moderadamente, num contexto de desafios orçamentais que afetam a conjuntura empresarial. No Brasil, as melhorias no mercado de trabalho e a persistência da acomodação monetária deverão apoiar o consumo, num contexto de pressões inflacionistas moderadas. A estabilização dos preços das matérias-primas e dos termos de troca também deverão apoiar a atividade ao longo do horizonte de projeção. Paralelamente, prevê-se que a incerteza política e a inversão das condições financeiras externas anteriormente favoráveis afetem a procura.

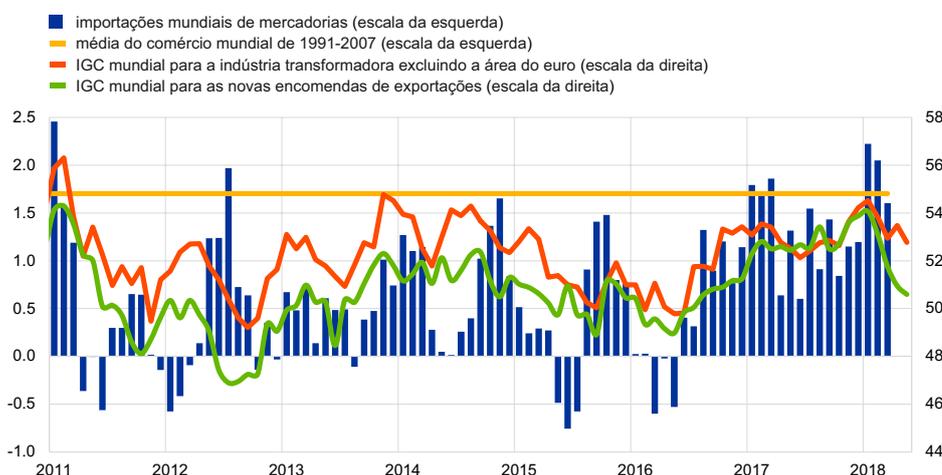
Indicadores recentes sugerem uma ligeira atenuação do dinamismo do comércio mundial no curto prazo.

De acordo com o CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, após um forte aumento em janeiro e fevereiro, o crescimento das importações de bens caiu para 1.6% em março (em termos

trimestrais em cadeia). Outros indicadores também apontaram para uma moderação do comércio mundial durante os primeiros meses de 2018 (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 Comércio mundial de bens

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



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

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

Em termos prospectivos, prevê-se que as importações mundiais abrandem gradualmente, em linha com a desaceleração cíclica projetada da atividade mundial. No passado, o comércio mundial evidenciou um caráter pró-cíclico acentuado. Os resultados recentes relativos ao comércio são consistentes com essa experiência: à medida que era retomada a atividade mundial em 2015 e 2016, o comércio mundial recuperava, aumentando até a um nível superior ao do produto mundial. Em termos prospectivos, à medida que a expansão mundial se modera, prevê-se que o crescimento do comércio mundial também se moderará. No médio prazo, as projeções para o comércio estão ancoradas na visão de que as importações mundiais crescerão globalmente em linha com a atividade. Tal é consistente com a evidência de que os fatores estruturais de mais longo prazo que impulsionaram anteriormente a rápida expansão do comércio mundial, incluindo a liberalização do comércio, as reduções das tarifas e dos custos de transporte e a expansão das cadeias de valor mundiais, se desvaneceram desde a crise financeira. Porém, os riscos aumentaram. Em particular, as perspectivas para o comércio dependerão do modo como as discussões sobre as tarifas aduaneiras avançarem.

Em termos globais, projeta-se que o crescimento mundial permanecerá globalmente estável ao longo do horizonte de projeção. De acordo com as projeções macroeconômicas de junho de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento do PIB real mundial (excluindo a área do euro) deverá aumentar de 3.8% em 2017 para 4.0% em 2018, antes de diminuir para 3.9% e 3.7% em 2019 e 2020, respectivamente. A trajetória das projeções reflete o abrandamento previsto da atividade nas economias avançadas e o abrandamento estrutural esperado na China, parcialmente compensados por um ganho modesto de dinamismo nas economias de mercado emergentes. Prevê-se

que o crescimento da procura externa da área do euro registará uma expansão de 5.2% em 2018, 4.3% em 2019 e 3.7% em 2020. Em comparação com as projeções de março de 2018, o crescimento do PIB mundial foi revisto em baixa para 2018 e 2019, refletindo o crescimento menor do que o esperado no curto prazo. O crescimento da procura externa da área do euro foi revisto ligeiramente em alta ao longo de todo o horizonte de projeção, refletindo expectativas de um crescimento com maior intensidade do fator comércio em alguns países da Europa Central e de Leste.

O saldo de riscos para a atividade mundial deterioraram-se nas últimas semanas, considerando-se que os riscos são equilibrados no curto prazo mas permanecem enviesados em sentido descendente no médio prazo.

Do lado ascendente, o pacote orçamental nos Estados Unidos poderia ter um impacto mais forte sobre a atividade do que o esperado. Porém, as perspectivas no curto prazo do aumento do protecionismo do comércio aumentaram, o que poderia ter um impacto substancial sobre a atividade e o comércio a nível mundial. Outros riscos em sentido descendente respeitam à possibilidade de um novo aumento da restritividade das condições financeiras mundiais, a perturbações associadas ao processo de reformas na China e a incertezas geopolíticas associadas, em particular, a riscos relacionados com o *Brexit*.

Evolução dos preços a nível mundial

A inflação mundial dos preços no consumidor manteve-se globalmente estável nos últimos meses.

Nos países da OCDE, a inflação global aumentou para 2.3% em abril. Excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, a inflação nos países da OCDE diminuiu ligeiramente, para 1.9% (ver Gráfico 3). Paralelamente, não obstante a maior restritividade nos mercados de trabalho nas economias avançadas, as pressões sobre os salários mantêm-se relativamente moderadas.

Em termos prospetivos, prevê-se que a inflação mundial aumente no curto prazo.

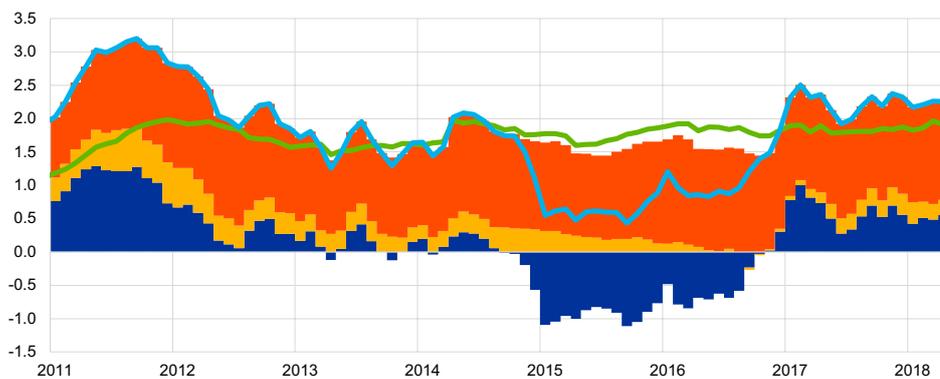
No curto prazo, prevê-se que a inflação aumente no seguimento da subida acentuada dos preços do petróleo. Porém, num período subsequente, a atual curva dos futuros do petróleo aponta para a redução dos preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção, assinalando um contributo negativo dos preços dos produtos energéticos para a inflação. Porém, a diminuição lenta da capacidade disponível a nível mundial deverá suportar a inflação subjacente.

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

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

- contributo dos produtos energéticos
- contributo dos produtos alimentares
- excluindo o contributo dos produtos alimentares e energéticos
- excluindo produtos alimentares e energéticos
- todas as rubricas



Fonte: OCDE.

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

2 Evolução financeira

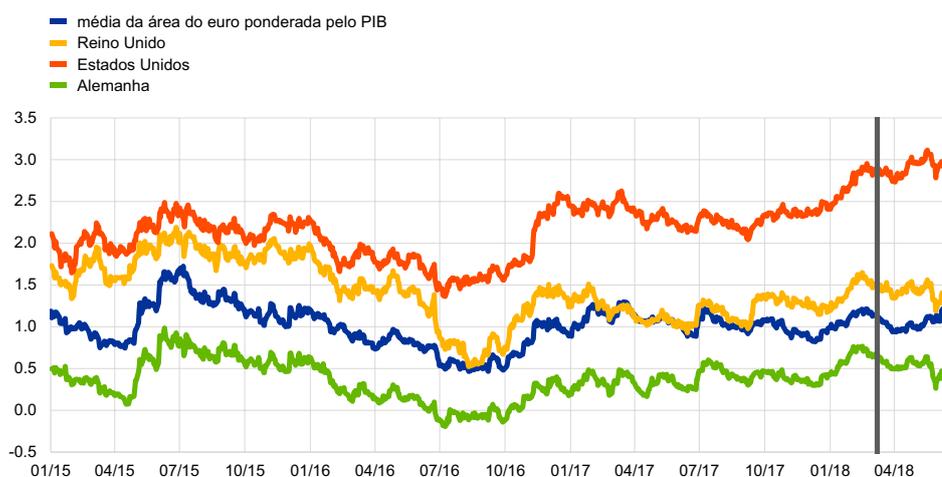
Desde a reunião do Conselho do BCE de março de 2018, as taxas de longo prazo isentas de risco da área do euro diminuíram. O pequeno aumento das medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação a longo prazo foi compensado por uma descida das taxas reais. Os diferenciais das obrigações soberanas exibiram uma volatilidade considerável desde a segunda quinzena de maio, face a um contexto de incerteza política em Itália. As oscilações nos mercados de dívida pública repercutiram-se, de alguma forma, em outros segmentos de mercado e a volatilidade dos mercados acionistas aumentou. Os preços das ações e das obrigações das sociedades financeiras da área do euro desceram, embora o impacto em outros segmentos de mercado tenha permanecido limitado. Ao mesmo tempo, os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro subiram, refletindo as perspetivas robustas quanto aos lucros das empresas. Nos mercados cambiais, o euro registou uma depreciação em termos nominais efetivos.

As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo aumentaram na área do euro e nos Estados Unidos (ver Gráfico 4). No período em análise (de 8 de março a 13 de junho), a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB aumentou 11 pontos base, situando-se em 1.20%. De igual modo, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos nos Estados Unidos aumentou 11 pontos base, situando-se em 2.97% e deixando o seu diferencial em relação à correspondente taxa de rendibilidade da área do euro em níveis historicamente elevados.

Gráfico 4

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

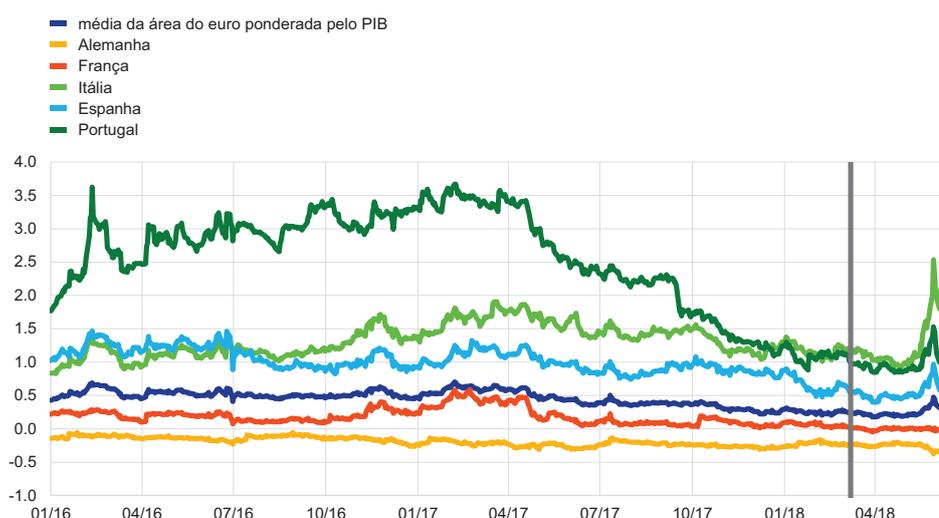
Notas: Dados diários. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 8 de março de 2018. A última observação refere-se a 13 de junho de 2018.

Os diferenciais das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderados pelo PIB apresentaram-se voláteis em relação à taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* isenta de risco, tendo, globalmente, aumentado desde inícios de março. Após registarem oscilações comparativamente moderadas na primeira parte do período em análise, os diferenciais das obrigações soberanas italianas aumentaram de forma substancial depois de 15 de maio, quando os mercados tomaram conhecimento de pormenores do projeto de programa apresentado pelo futuro governo (ver Gráfico 5). Desde então, as condições nos mercados de obrigações de dívida pública mantiveram-se voláteis, com os diferenciais da dívida pública italiana consideravelmente acima dos seus níveis em abril. Os mercados de obrigações de dívida pública em outros países da área do euro também foram afetados em diferentes graus. De um modo geral, desde 8 de março, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderadas pelo PIB subiram 17 pontos base, situando-se em 40 pontos base em 13 de junho.

Gráfico 5

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

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 8 de março de 2018. A última observação refere-se a 13 de junho de 2018.

A curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) registou uma deslocação em sentido descendente no período em análise. A curva permanece abaixo de zero para horizontes anteriores a 2020, refletindo as expetativas do mercado de um período prolongado de taxas negativas (ver Gráfico 6).

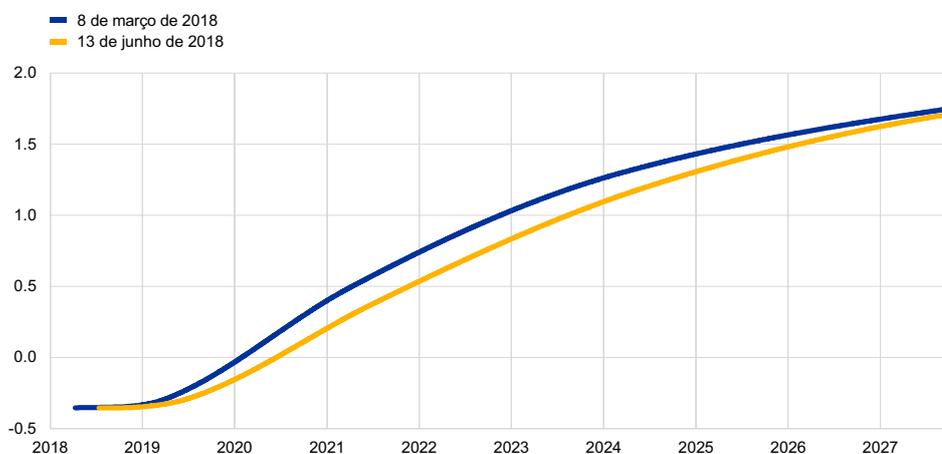
A média da EONIA foi de -36 pontos base durante o período em análise.

A liquidez excedentária aumentou ligeiramente, subindo cerca de €17 mil milhões e situando-se em torno de €1903 mil milhões. Este aumento ficou a dever-se à continuação das compras de títulos ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* - APP) do Eurosistema. As condições de liquidez são discutidas em maior pormenor na Caixa 1.

Gráfico 6

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



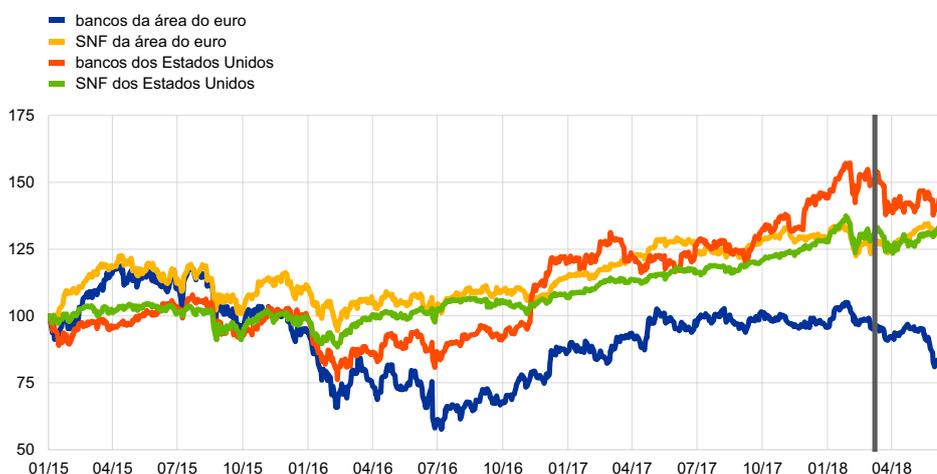
Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Os índices de ações das SNF da área do euro subiram ao longo do período em análise. Em contraste, os índices de ações das sociedades financeiras observaram uma descida substancial, sobretudo na sequência das recentes tensões nos mercados de dívida soberana da área do euro. A volatilidade dos mercados acionistas da área do euro aumentou em março e de novo perto do final de maio, em virtude da continuação das oscilações nos mercados de obrigações de dívida pública (ver Gráfico 7). No entanto, a volatilidade do mercado permaneceu inferior aos níveis observados em fevereiro, quando a perceção do mercado de um aumento da inflação desencadeou uma correção. Durante o período em análise, os preços das ações das SNF subiram cerca de 2%. Em termos globais, as perspetivas robustas quanto aos lucros das empresas continuam a apoiar os preços das ações da área do euro, refletindo um enquadramento macroeconómico favorável na área do euro. Os resultados financeiros foram influenciados pelas tensões nos mercados de dívida pública, resultando numa descida em torno de 12% ao longo do período em análise. Neste enquadramento, os preços das ações das SNF nos Estados Unidos subiram cerca de 1%, enquanto os preços das ações das sociedades financeiras desceram 5%.

Gráfico 7

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

(Índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 8 de março de 2018. A última observação refere-se a 13 de junho de 2018.

As taxas de rendibilidade das obrigações emitidas por SNF foram menos afetadas pelas recentes tensões nos mercados de obrigações de dívida pública.

Desde finais de abril, o diferencial das obrigações de SNF com grau de qualidade de investimento em relação à taxa livre de risco aumentou 23 pontos base, situando-se em 58 pontos base (ver Gráfico 8). As taxas de rendibilidade da dívida do setor financeiro aumentaram um pouco mais, resultando num alargamento do diferencial em cerca de 32 pontos base. Contudo, os diferenciais das obrigações das empresas permanecem em níveis significativamente inferiores aos observados em março de 2016, antes do anúncio e subsequente lançamento do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme – CSPP*).

Gráfico 8

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



Fontes: Índices iBoxx e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 8 de março de 2018. A última observação refere-se a 13 de junho de 2018.

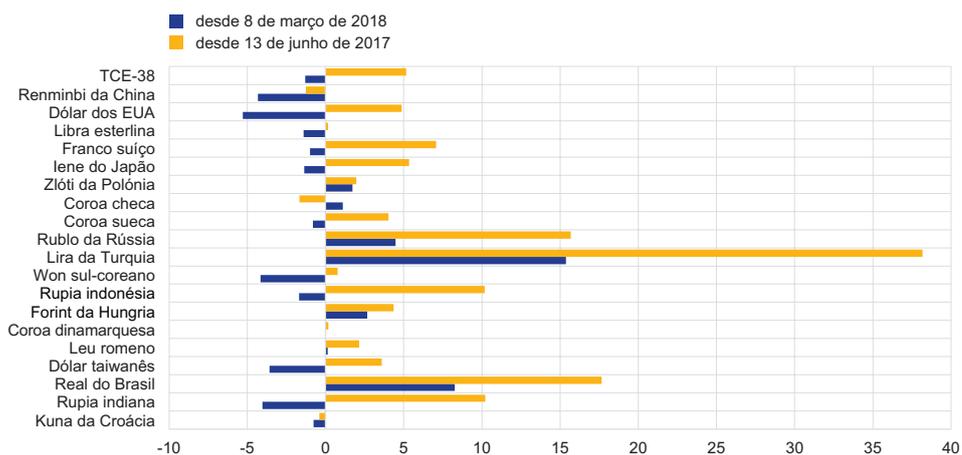
Nos mercados cambiais, o euro enfraqueceu ligeiramente em termos ponderados pelo comércio (ver Gráfico 9).

No período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro, medida face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro, depreciou-se 1.3%. Esta evolução refletiu, em grande escala, um enfraquecimento do euro em relação às principais moedas, em especial o dólar dos Estados Unidos (-5.3%) e o renminbi da China (-4.3%), e anulou, em parte, a apreciação da moeda desde junho de 2017. O euro também se depreciou face à libra esterlina (-1.4%), ao iene japonês (-1.4%) e ao franco suíço (1.0%). A depreciação em relação às moedas dos maiores parceiros comerciais da área do euro foi apenas parcialmente compensada por um fortalecimento acentuado do euro face às moedas de algumas economias emergentes, nomeadamente a lira turca (15.4%), o real do Brasil (8.3%) e o rublo russo (4.5%), bem como por um fortalecimento mais moderado em relação às moedas de alguns Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro.

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(variações em percentagem)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-38 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevalecentes em 13 de junho de 2018.

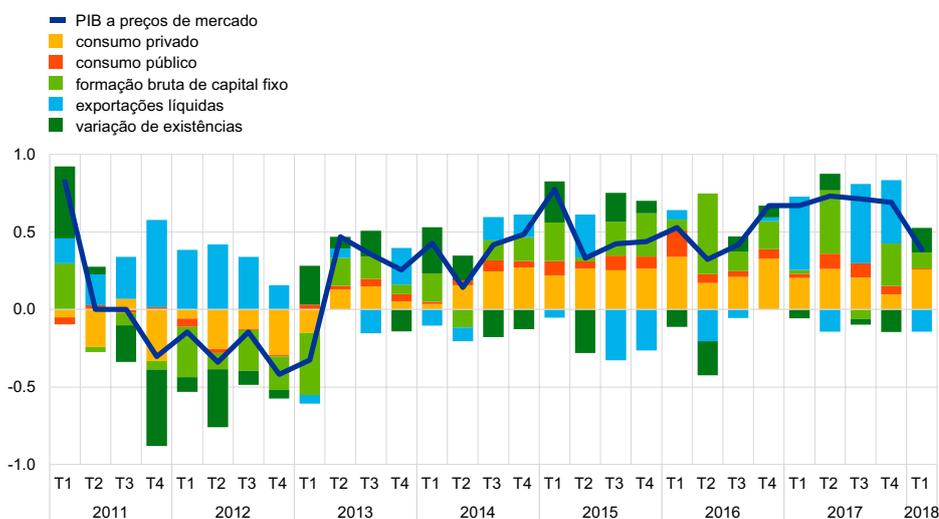
3 Atividade económica

Apesar de dados e indicadores recentes mais fracos do que o esperado, a expansão económica na área do euro permanece sólida e generalizada aos vários países e setores, após um período de taxas de crescimento bastante acima do crescimento potencial. O crescimento do PIB real da área do euro é apoiado sobretudo pelo crescimento do consumo privado e do investimento. Os últimos resultados de inquéritos e os dados que têm vindo a ser disponibilizados apontam para um dinamismo mais moderado mas ainda robusto do crescimento no curto prazo. As projeções macroeconómicas de junho de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento do PIB real anual de 2.1% em 2018, 1.9% em 2019 e 1.7% em 2020. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2018 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento real do PIB foram revistas em baixa relativamente a 2018 e permanecem inalteradas para 2019 e 2020.

O crescimento registou uma moderação no primeiro trimestre de 2018, mas manteve-se robusto e generalizado aos vários países da área do euro. O PIB real aumentou 0.4%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre deste ano, após um crescimento de 0.7% no trimestre precedente (ver Gráfico 10). O abrandamento do crescimento no início do ano parece ter estado relacionado com fatores temporários, bem como fatores cíclicos mais duradouros (ver Caixa 2). A procura interna (nomeadamente o consumo privado e as despesas de investimento fixo) continuou a ser o principal motor do crescimento no primeiro trimestre de 2018. A variação de existências deu um contributo positivo para o crescimento do PIB real no primeiro trimestre, tendo o comércio líquido dado um contributo negativo. No lado da produção, a atividade económica foi principalmente apoiada por um crescimento robusto nos setores dos serviços e da

Gráfico 10
PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fonte: Eurostat.
Nota: As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2018.

construção, enquanto o valor acrescentado na indústria (excluindo a construção) registou uma ligeira contração.

O crescimento do emprego manteve-se robusto no primeiro trimestre do ano.

O crescimento do emprego voltou a registar um aumento, subindo 0.4%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2018 (ver Gráfico 11), situando-se 1.9% acima do pico pré-crise registado no primeiro trimestre de 2008. O emprego aumentou na maioria dos países da área do euro, tendo o aumento sido generalizado aos vários setores. Com a última subida, o crescimento acumulado do emprego na área do euro, desde o nível mínimo registado no segundo trimestre de 2013, totaliza 8.4 milhões. O forte crescimento do emprego observado durante a retoma foi acompanhado por uma média de horas trabalhadas globalmente estável, que reflete sobretudo o impacto de vários fatores estruturais (por exemplo, a elevada percentagem de trabalhadores a tempo parcial no emprego total e outros efeitos a nível da composição).

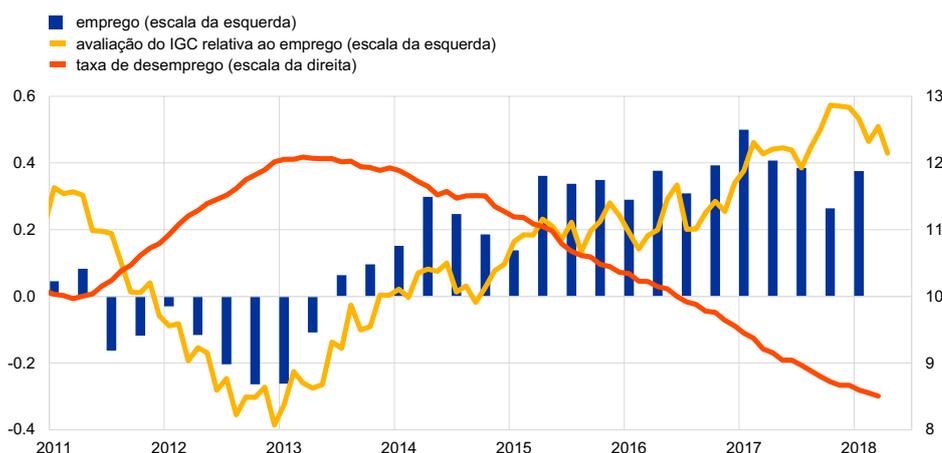
Os indicadores de curto prazo apontam para a continuação do fortalecimento do mercado de trabalho no segundo trimestre de 2018.

A taxa de desemprego na área do euro continuou a diminuir, tendo-se situado em 8.5% em abril – o nível mais baixo desde dezembro de 2008. A descida foi generalizada a ambos os sexos e a todos os escalões etários e períodos de desemprego. Os indicadores dos inquéritos registaram uma ligeira moderação face a níveis muito elevados, embora ainda apontem para a continuação do crescimento do emprego no segundo trimestre de 2018. Neste contexto, os sinais de escassez de mão de obra aumentaram em alguns países e setores.

Gráfico 11

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

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



Fontes: Eurostat, Markit e cálculos do BCE.

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

A evolução do consumo privado continua a ser impulsionada pela recuperação do mercado de trabalho e pelo fortalecimento dos balanços das famílias.

O consumo privado aumentou 0.5%, em termos trimestrais em cadeia, no primeiro trimestre de 2018, após um crescimento ligeiramente mais fraco no

último trimestre de 2017. A evolução recente no comércio a retalho e nos registos de automóveis novos de passageiros coloca riscos negativos. No entanto, de uma perspetiva de mais longo prazo, o aumento dos rendimentos do trabalho apoia o dinamismo subjacente robusto das despesas de consumo, que se reflete igualmente na elevada confiança dos consumidores. Acresce que o fortalecimento dos balanços das famílias continua a ser um fator importante subjacente ao crescimento estável do consumo, uma vez que a capacidade de endividamento das famílias é um fator determinante para o respetivo acesso ao crédito.

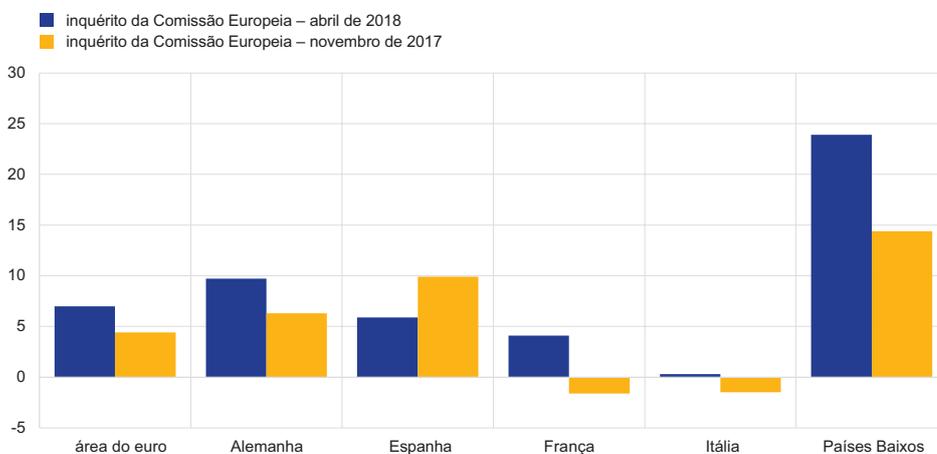
A atual recuperação nos mercados da habitação deverá continuar a impulsionar o crescimento. O investimento em habitação aumentou 1.2% no primeiro trimestre de 2018, o que reflete a continuação da recuperação em muitos países da área do euro e no conjunto da área do euro. Os indicadores de curto prazo e resultados de inquéritos recentes apontam para um dinamismo positivo mas em desaceleração. A produção na construção no segmento da construção de edifícios registou uma descida pelo terceiro trimestre consecutivo, em março, caindo 0.3% em termos trimestrais em cadeia. Pelo contrário, os indicadores do Índice de Gestores de Compras (IGC) para o produto do setor da construção aumentaram em maio, prolongando o atual período de expansão para um ano e meio, tendo o indicador do IGC relativo ao produto no setor da habitação registado um padrão semelhante. O indicador de confiança da Comissão Europeia no segmento de construção de edifícios do setor da construção aumentou em maio. Tanto os indicadores do IGC como o indicador relativo à confiança permanecem claramente acima das respetivas médias de longo prazo.

Espera-se que o investimento empresarial continue a crescer, apoiado por expectativas de lucros favoráveis, uma procura robusta e condições de financiamento acomodaticias. De acordo com as contas setoriais da área do euro para o quarto trimestre de 2017, as margens empresariais (medidas como o rácio entre o excedente de exploração líquido e o valor acrescentado) permaneceram elevadas. Além disso, as expectativas de lucros das empresas cotadas da área do euro permanecem ainda em níveis elevados. Acresce que a maior utilização da capacidade produtiva e um aumento das encomendas no setor dos bens de investimento, bem como uma forte confiança e procura, sinalizam, em geral, a continuação de um forte dinamismo do investimento. A informação mais recente obtida a partir do inquérito da Comissão Europeia de abril de 2018 relativo ao investimento industrial aponta para expectativas de um forte aumento do investimento real no setor da indústria transformadora, de 7.0%, na área do euro em 2018, uma revisão em sentido ascendente face ao anterior inquérito realizado em novembro de 2017. Espera-se que o investimento registe um aumento em 2018 na maioria dos países de grande dimensão da área do euro e no conjunto da área do euro (ver Gráfico 12).

Gráfico 12

Planos para o investimento industrial real em 2018

(volumes; taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Inquérito da Comissão Europeia relativo ao investimento industrial.

O crescimento das exportações da área do euro enfraqueceu no primeiro trimestre de 2018. Após uma expansão sustentada no segundo semestre de 2017, o crescimento real do total das exportações na área do euro diminuiu 0.4% no primeiro trimestre de 2018. A desaceleração foi sobretudo impulsionada pelas exportações de bens, que caíram 0.6% em termos trimestrais em cadeia. A descida das exportações de bens extra-área do euro em fevereiro e março foi generalizada a um elevado número de destinos. Os indicadores dos inquéritos para as novas encomendas no setor da indústria transformadora, na esfera mundial e da área do euro, confirmam uma tendência mais moderada nas exportações no segundo trimestre.

Os últimos indicadores económicos e resultados de inquéritos são mais fracos, embora permaneçam consistentes com o atual crescimento económico robusto e generalizado. A produção industrial (excluindo a construção) diminuiu em abril. A descida foi bastante generalizada aos vários setores e aos países de maior dimensão da área do euro. O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia e o IGC compósito do produto diminuíram ao longo do primeiro trimestre, tendo continuado a diminuir, embora a um ritmo ligeiramente mais lento, em abril e maio. Ambos os indicadores permanecem acima das respetivas médias de longo prazo.

Espera-se que o atual crescimento económico sólido e generalizado prossiga. As medidas de política monetária do BCE, que facilitaram o processo de desalavancagem, continuam a sustentar a procura interna. O consumo privado é apoiado pelos atuais ganhos em termos de emprego, que, por sua vez, refletem parcialmente anteriores reformas do mercado de trabalho, e pela crescente riqueza das famílias. O investimento empresarial é suportado pelas condições de financiamento favoráveis, a maior rentabilidade das empresas e uma procura sólida. O investimento em habitação permanece robusto. Além disso, espera-se que o aumento generalizado da procura mundial prossiga, impulsionando, assim, as exportações da área do euro. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento da

área do euro mantêm-se, em geral, equilibrados. Contudo, incertezas relacionadas com fatores mundiais, incluindo a ameaça de um aumento do protecionismo, ganharam importância. Além disso, deve ser acompanhado o risco de uma volatilidade crescente e persistente nos mercados financeiros.

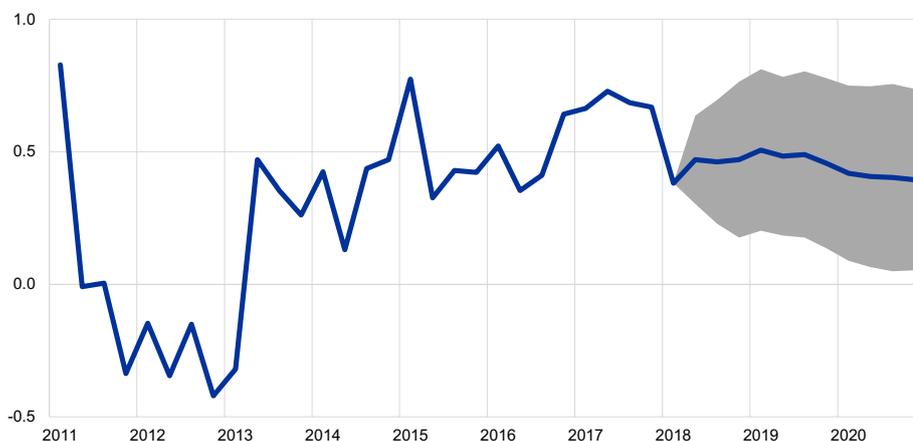
As projeções macroeconómicas de junho de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento do PIB real anual de 2.1% em 2018, 1.9% em 2019 e 1.7% em 2020 (ver Gráfico 13).

Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2018 elaboradas por especialistas do BCE, o crescimento real do PIB projetado foi revisto em baixa relativamente a 2018 e permanece inalterado para 2019 e 2020.

Gráfico 13

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 2018", publicado no sítio do BCE em 14 de junho de 2018.

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

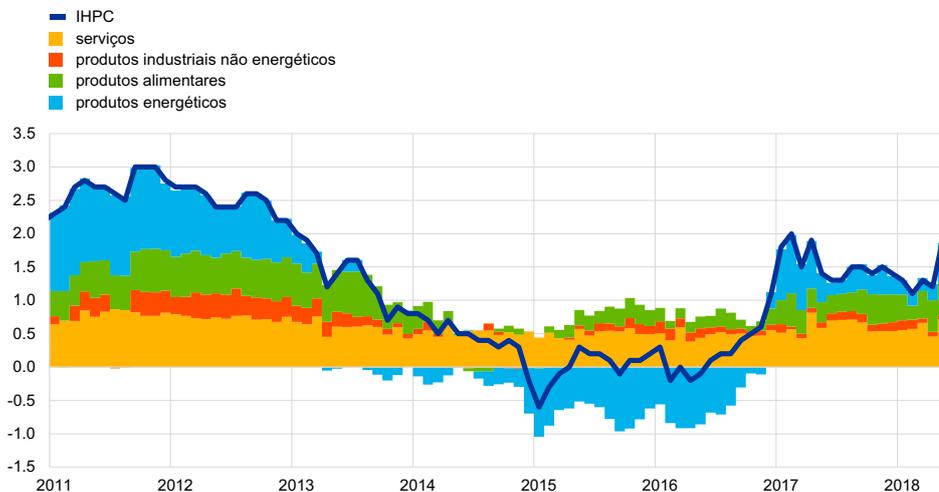
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro subiu de 1.2% em abril para 1.9% em maio de 2018. Com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que as taxas homólogas da inflação global se situem em torno do nível atual durante o resto do ano. Embora as medidas da inflação subjacente permaneçam, em geral, fracas, aumentaram face aos mínimos anteriormente registados. As pressões internas sobre os preços estão a intensificar-se, em virtude dos níveis elevados de utilização da capacidade produtiva, da cada vez maior restritividade dos mercados de trabalho e da subida dos salários. A incerteza acerca das perspetivas de inflação está a diminuir. Numa análise prospetiva, espera-se que a inflação subjacente aumente perto do final do ano e que, posteriormente, suba de forma gradual no médio prazo, apoiada pelas medidas de política monetária do BCE, pela continuação da expansão económica, pela absorção correspondente da margem disponível na economia e pelo aumento do crescimento dos salários. Esta avaliação está também globalmente refletida nas projeções macroeconómicas de junho de 2018 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, segundo as quais a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 1.7% em 2018, 2019 e 2020, e a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares em 1.1%, 1.6% e 1.9%, respetivamente.

A inflação global aumentou consideravelmente em maio. Segundo a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro registou um forte aumento, subindo de 1.2% em abril para 1.9% em maio de 2018 – a taxa mais elevada observada desde abril de 2017 (ver Gráfico 14). O aumento em maio refletiu os contributos mais elevados da inflação dos preços dos serviços e dos produtos alimentares e, em particular, da inflação dos preços dos produtos energéticos. A subida da inflação dos preços dos produtos energéticos espelhou tanto um aumento forte em termos mensais em cadeia dos preços dos produtos energéticos, devido aos preços mais altos do petróleo, como um efeito de base em sentido ascendente.

Gráfico 14

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 2018 (estimativas provisórias).

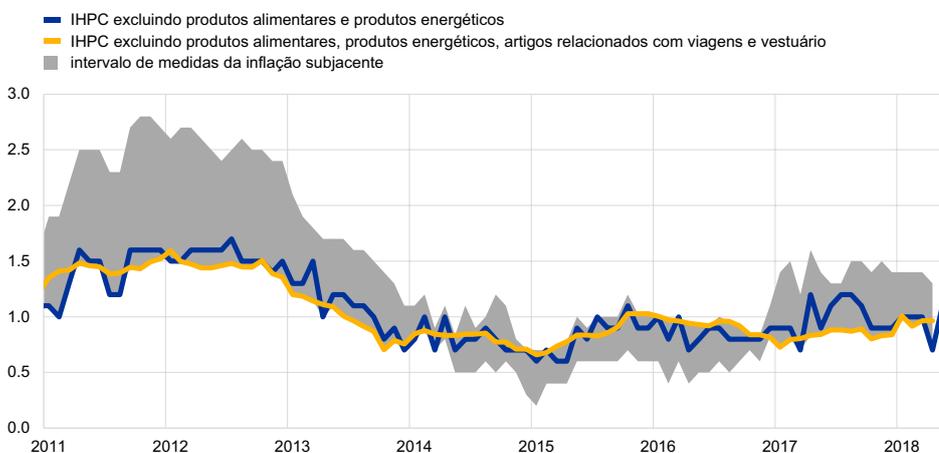
As medidas da inflação subjacente permaneceram, em geral, fracas, mas aumentaram face aos mínimos anteriormente registados.

Após se ter situado em 1.0% durante três meses consecutivos, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares desceu para 0.7% em abril, mas depois recuperou para 1.1% em maio, de acordo com a estimativa provisória (ver Gráfico 15). Este padrão refletiu sobretudo a volatilidade devida à diferente calendarização da Páscoa. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares, produtos energéticos, artigos relacionados com viagens e vestuário – tendendo as duas últimas componentes a ser mais influenciadas por efeitos de calendário e pelas datas dos períodos de saldos – permaneceu relativamente estável em abril (o mês mais recente para o qual está disponível esta desagregação). Em termos gerais, numa análise para além da volatilidade nos últimos meses, as medidas da inflação subjacente permaneceram, em geral, estáveis, mas subiram face aos níveis baixos registados em 2016.

Gráfico 15

Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

A intensificação das pressões internas sobre os preços compensa, em grande parte, a crescente pressão em sentido descendente, decorrente da anterior apreciação da taxa de câmbio, sobre a inflação dos preços dos produtos não energéticos. O impacto da anterior apreciação da taxa de câmbio efetiva do euro foi evidente na descida da inflação dos preços das importações². No entanto, os preços das importações extra-área do euro de bens de consumo não alimentares registaram apenas uma ligeira nova queda em termos homólogos em abril de 2018, tendo descido para -2.0% (face a -1.9% em março). A inflação dos preços das importações de bens intermédios, que sinaliza pressões sobre os preços nas fases anteriores da cadeia de produção interna, melhorou um pouco, situando-se em 0.8% em abril, após -1.5% em março. Contrastando com a inflação dos preços das importações, a inflação dos preços no produtor de vendas internas de bens de consumo não alimentares permaneceu resiliente à pressão em sentido descendente da anterior apreciação da taxa de câmbio do euro, refletindo provavelmente o aumento das pressões internas sobre os custos e do poder de fixação de preços, num contexto de crescimento económico robusto. A inflação homóloga dos preços no produtor de bens de consumo não alimentares permaneceu estável em 0.5%, entre fevereiro e abril de 2018, tendo subido face a valores em torno de 0.2% no segundo semestre de 2017. Ao nível do consumidor, a inflação medida pela componente de produtos industriais não energéticos do IHPC desceu de 0.3% em abril para 0.2% em maio. Esta taxa é mais baixa do que as observadas no início do ano, mas o padrão pode, em parte, ser atribuído à forte volatilidade das taxas de inflação homólogas da subcomponente de vestuário e calçado, devido parcialmente à alteração dos padrões de saldos sazonais nos últimos anos.

² Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Acompanhamento da repercussão das taxas de câmbio na inflação”, na presente edição do *Boletim Económico*.

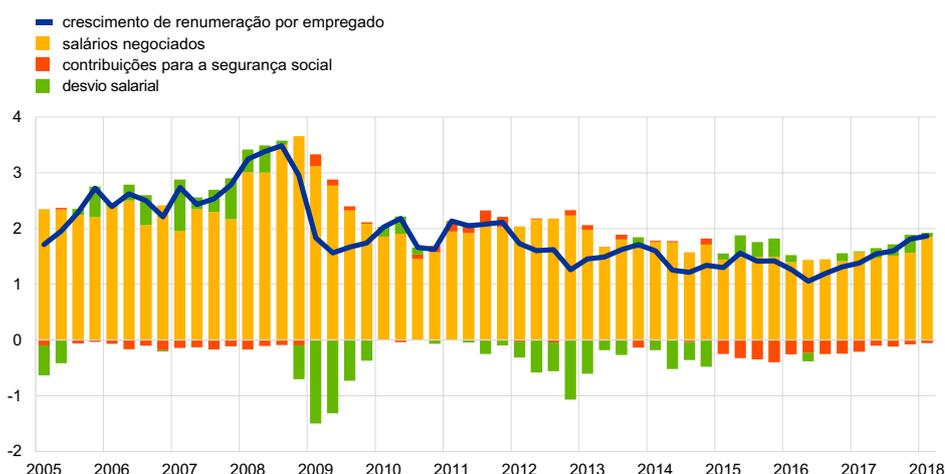
A recente evolução dos dados relativos ao crescimento dos salários aponta para a continuação de uma tendência ascendente e corrobora o quadro de uma intensificação gradual das pressões internas sobre os custos.

O crescimento homólogo da remuneração por trabalhador foi de 1.9% no primeiro trimestre de 2018, tendo subido de 1.8% no quarto trimestre de 2017, e situa-se agora num nível consideravelmente mais elevado do que no primeiro semestre de 2016 (ver Gráfico 16). Este aumento espelha a subida do crescimento homólogo dos salários negociados (que foi de 1.9% no primeiro trimestre de 2018, face a 1.6% no quarto trimestre de 2017), e os recentes acordos salariais em países da área do euro apoiam a expectativa de um novo aumento do crescimento dos salários. De um modo geral, a recente evolução do crescimento dos salários ecoa a melhoria das condições no mercado de trabalho, à medida que começam a desvanecer-se outros fatores que pesaram sobre o crescimento salarial, incluindo a anterior inflação baixa e os efeitos atuais das reformas do mercado de trabalho implementadas em alguns países durante a crise.

Gráfico 16

Contributos dos componentes da remuneração por empregado

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

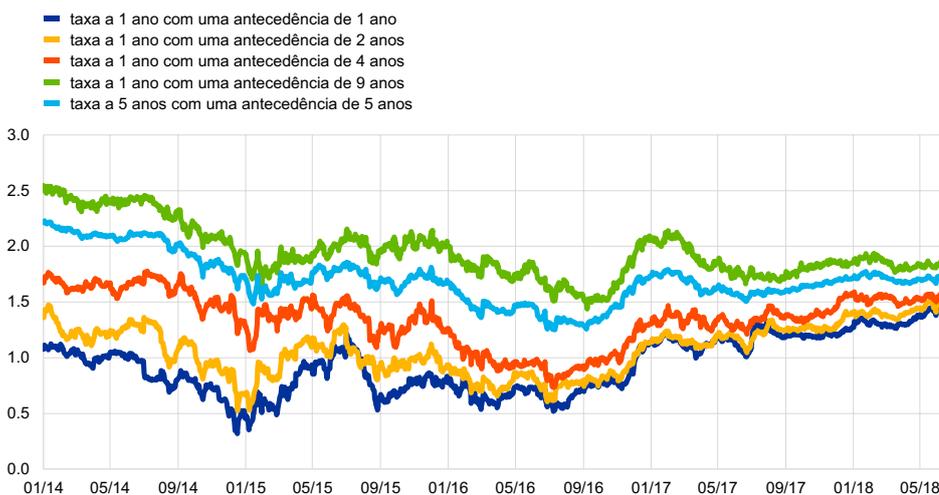
Quer as medidas baseadas no mercado quer as medidas baseadas em inquéritos das expectativas de inflação a mais longo prazo permaneceram, em grande parte, inalteradas. A taxa de inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos situou-se em 1.74% em 12 de junho de 2018, praticamente inalterada em comparação com o final de abril (ver Gráfico 17). O perfil a prazo das medidas baseadas no mercado das expectativas de inflação continua a apontar para um período prolongado de inflação baixa, com apenas um regresso muito gradual a níveis abaixo, mas próximo, de 2%. A probabilidade neutra em termos de risco de uma inflação média negativa nos próximos 5 anos, implícita nos mercados de opções da inflação é negligenciável, sugerindo que os mercados atualmente consideram que o risco de deflação é muito reduzido. De acordo com o Inquérito a Analistas Profissionais realizado pelo BCE para o segundo trimestre de 2018, as

medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo permaneceram globalmente estáveis, situando-se em 1.9%. Os inquéritos mais recentes da Consensus Economics e da MJEconomics (Barómetro da Zona Euro) também indicam o mesmo resultado.

Gráfico 17

Medidas das expectativas de inflação baseadas no mercado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a 12 de junho de 2018.

Segundo as projeções macroeconómicas de junho de 2018 dos especialistas do Eurosistema, a inflação medida pelo IHPC manterá uma trajetória horizontal, em 1.7%, em cada um dos anos do horizonte de projeção (ver Gráfico 18)³.

O perfil da projeção para a inflação oculta dois desenvolvimentos opostos: um aumento gradual da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, que se espera que suba de 1.1% em 2018 para 1.6% em 2019 e 1.9% em 2020, e uma diminuição do contributo da inflação dos preços dos produtos energéticos, dado o pressuposto técnico de que os preços do petróleo evoluirão em consonância com a curva dos futuros do petróleo. O esperado aumento das pressões subjacentes sobre os preços reflete, em particular, a crescente restritividade do mercado de trabalho e as concomitantes pressões sobre os salários, especialmente em alguns países. Num contexto de crescimento robusto, é provável que tais aumentos dos custos do trabalho sejam transmitidos aos preços no consumidor. Em comparação com as projeções macroeconómicas de março de 2018 dos especialistas do BCE, a inflação medida pelo IHPC foi objeto de uma revisão em alta de 0.3 pontos percentuais no que respeita a 2018 e 2019, devido ao aumento dos preços do petróleo e a pequenas revisões em sentido ascendente do crescimento da remuneração por trabalhador.

³ Ver o artigo intitulado “Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2018”, publicado no sítio do BCE, em 14 de junho de 2018.

Gráfico 18

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – junho de 2018", publicado no sítio do BCE em 14 de junho de 2018.

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

5 Moeda e crédito

Desde o quarto trimestre de 2017, o crescimento do agregado monetário largo tem vindo a diminuir gradualmente no contexto da redução das compras líquidas de ativos mensais ao abrigo do programa de aquisição de ativos. Ao mesmo tempo, o crescimento dos empréstimos ao setor privado manteve-se numa trajetória de expansão moderada, apoiada de modo significativo pela transmissão das medidas de política monetária implementadas desde junho de 2014. Estima-se que o fluxo anual do financiamento externo total às sociedades não financeiras (SNF) tenha apresentado uma ligeira moderação no primeiro trimestre de 2018.

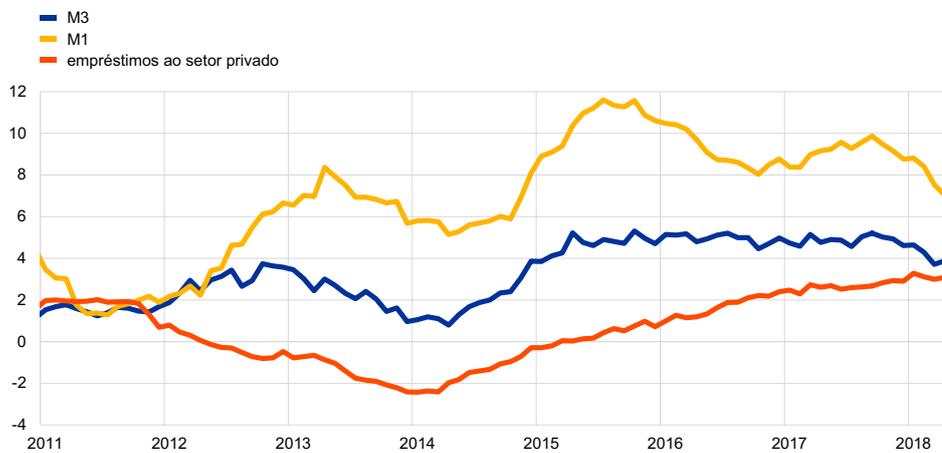
O crescimento do M3 tem vindo a diminuir gradualmente desde o quarto trimestre de 2017, no contexto da redução das compras líquidas de ativos mensais. A taxa de crescimento homóloga do M3 situou-se em 3.9% em abril de 2018, face a 3.7% em março e 4.3% em fevereiro (ver Gráfico 19). Em março e abril, a evolução do agregado monetário largo foi também motivada por efeitos de base, o que conduziu a alguma volatilidade nas taxas de crescimento homólogas. A redução das compras líquidas de ativos (de €80 mil milhões para €60 mil milhões em abril de 2017, e posteriormente para €30 mil milhões em janeiro de 2018) conduziu a um menor impacto positivo sobre o crescimento do M3, uma vez que tanto o aumento dos depósitos do vendedor (desde que este pertença ao sector detentor de moeda) como os efeitos de reequilíbrio de carteiras tenderam a tornarse menos pronunciados⁴. Ao mesmo tempo, o crescimento monetário continuou a ser apoiado pelo impacto das medidas de política monetária do BCE, pelo crescimento económico sólido e pelo baixo custo de oportunidade de detenção dos instrumentos mais líquidos, num contexto de taxas de juro muito baixas. Embora a taxa de crescimento homóloga do M1, incluindo as componentes mais líquidas do M3, tenha registado uma nova moderação, para 7.0% em abril (face a 7.5% em março), continuou a dar um contributo significativo para o crescimento do agregado monetário largo.

⁴ Ver, por exemplo, o artigo intitulado “The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures”, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2015.

Gráfico 19

M3, M1 e empréstimos ao setor privado

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



Fonte: BCE.

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

Os depósitos pelo prazo *overnight* continuaram a dar o principal contributo para o crescimento do M3. Mais especificamente, a taxa de crescimento homóloga dos depósitos à ordem das famílias e das SNF permaneceu robusta em abril (8.4% para ambas). Em contraste, a taxa de crescimento homóloga mais volátil dos depósitos pelo prazo *overnight* das instituições financeiras não monetárias continuou a moderar-se. A taxa de crescimento homóloga da moeda em circulação manteve-se contida, não indicando, assim, uma tendência por parte do setor detentor de moeda de substituir os depósitos por numerário num contexto de taxas de juro muito baixas ou negativas. Os depósitos de curto prazo exceto depósitos pelo prazo *overnight* (isto é, M2 menos M1) continuaram a ter um impacto negativo no M3. A taxa de variação homóloga dos instrumentos negociáveis (ou seja, M3 menos M2) – uma pequena componente do M3 – foi de novo negativa em abril. Esta evolução adveio sobretudo do contributo negativo das ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário, refletindo a atual atratividade reduzida destes instrumentos em termos de remuneração.

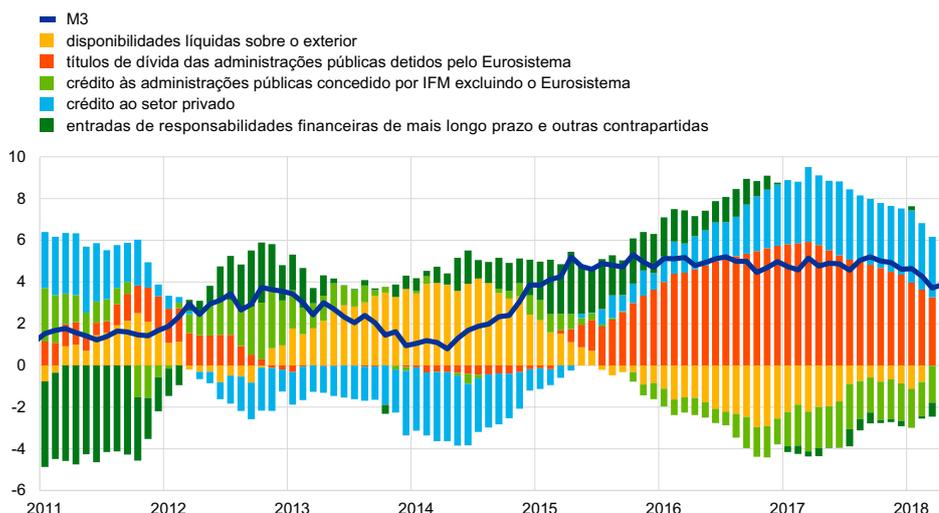
As fontes internas de criação de moeda continuaram a ser o principal fator impulsionador do crescimento do agregado monetário largo (ver Gráfico 20).

Numa perspetiva das contrapartidas, o contributo positivo para o crescimento do M3 dos títulos das administrações públicas detidos pelo Eurosistema diminuiu de novo (ver as partes a vermelho das barras do Gráfico 20), no contexto de uma diminuição das compras líquidas mensais no âmbito do programa de compra de ativos (*asset purchase programme*). Esta diminuição foi globalmente compensada por um aumento do contributo do crédito ao setor privado (ver as partes a azul das barras do Gráfico 20), que inclui tanto os empréstimos de IFM ao setor privado como as detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Como tal, abrange igualmente a concessão de crédito através das compras pelo Eurosistema de títulos de dívida de instituições financeiras não monetárias ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme*). A contração persistente das

responsabilidades financeiras de mais longo prazo das IFM (excluindo capital e reservas) detidas por residentes da área do euro excluindo IFM contribuiu positivamente para o crescimento do M3 (representadas, em conjugação com outras contrapartidas, nas partes a verde-escuro das barras do Gráfico 20). Esta evolução está relacionada com a substituição do financiamento no contexto de fundos obtidos nas ORPA direcionadas mais atrativos e compras de obrigações com ativos subjacentes do Eurosistema como parte do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes (*covered bond purchase programme*). As vendas de obrigações de dívida pública das IFM da área do euro excluindo o Eurosistema contribuíram para o crescimento homólogo negativo do crédito às administrações públicas pelas IFM excluindo o Eurosistema e, por conseguinte, atenuaram o crescimento do M3 (ver as partes a verde-claro das barras do Gráfico 20). Por último, o fluxo anual das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM foi, no geral, de zero, refletindo menos vendas de obrigações de dívida pública por não residentes da área do euro (ver as partes a amarelo das barras do Gráfico 20).

Gráfico 20 M3 e respetivas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

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

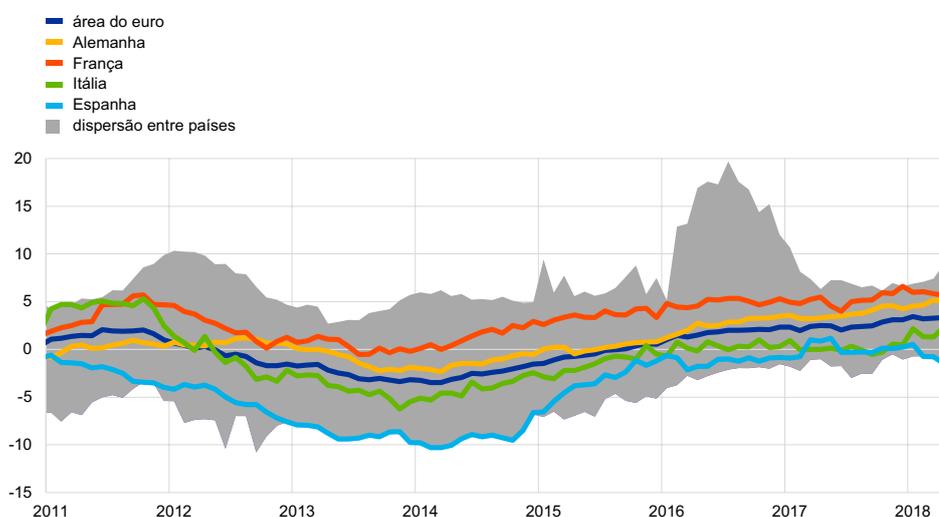
A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao setor privado manteve-se numa trajetória de expansão moderada. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos das IFM ao setor privado (corrigida de vendas, titularização e fluxos de caixa nocionais – *notional cash pooling* – de empréstimos) situou-se em 3.1% em abril (face a 3.0% em março; ver Gráfico 19). Entre setores, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF manteve-se estável em 3.3% em abril, tendo recuperado consideravelmente face ao nível baixo observado no primeiro trimestre de 2014 (ver Gráfico 21). O aumento do crédito às SNF, embora moderado, é apoiado por condições de financiamento muito favoráveis e pelo crescimento robusto do investimento empresarial. A taxa de crescimento

homóloga dos empréstimos às famílias permaneceu inalterada em 2.9% em abril (ver Gráfico 22), o que é promovido por condições de financiamento muito favoráveis, por melhorias nos mercados de trabalho, pelo reforço dos mercados da habitação e pelo crescimento do investimento residencial e do consumo privado. Ao mesmo tempo, o crescimento global dos empréstimos permaneceu heterogéneo entre os vários países. Além disso, os bancos fizeram progressos na consolidação dos respetivos balanços, na melhoria da rentabilidade e na redução dos créditos não produtivos, embora o nível destes últimos permaneça elevado em alguns países e possa continuar a afetar a capacidade de intermediação financeira dos bancos⁵.

Gráfico 21

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

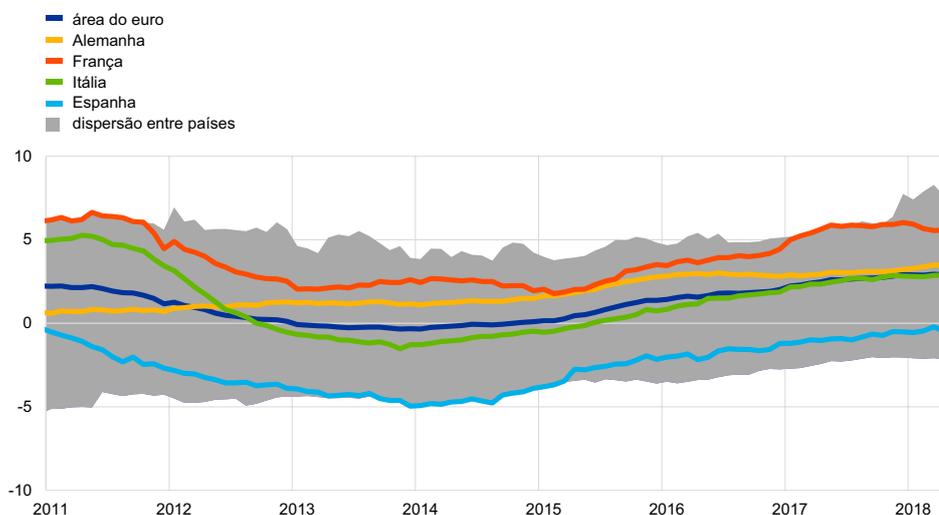
Notas: Dados corrigidos de vendas, titularização e fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*) de empréstimos. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo, com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a abril de 2018.

⁵ Ver também a Secção 3 da *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2018.

Gráfico 22

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

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

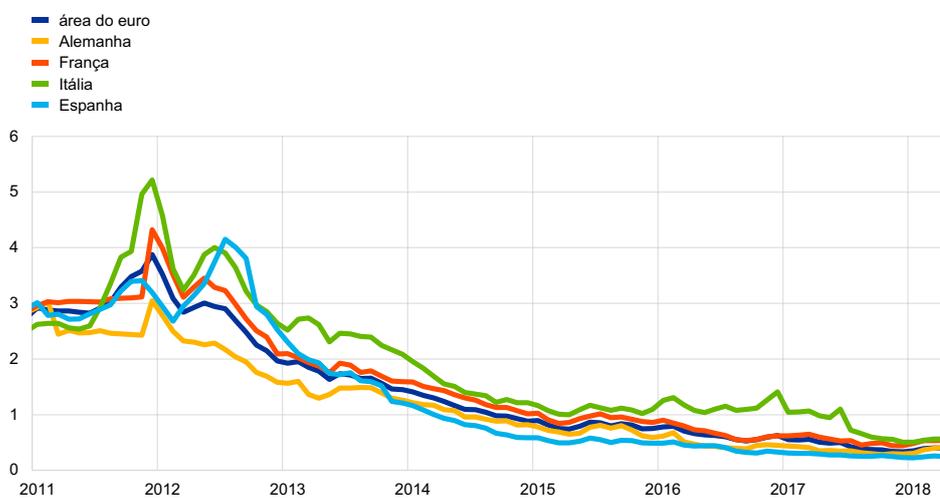
As condições de financiamento dos bancos mantiveram-se próximo dos níveis historicamente baixos observados em dezembro de 2017.

O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro manteve-se globalmente inalterado em abril, após um aumento no primeiro trimestre de 2018 (ver Gráfico 23). Esta evolução deveu-se a um aumento das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias, enquanto o custo para os bancos de financiamento com base em depósitos se manteve globalmente estável. A orientação acomodatória da política monetária do BCE, o reembolso líquido de responsabilidades financeiras a mais longo prazo de IFM e o fortalecimento dos balanços dos bancos contribuíram para as condições de financiamento favoráveis dos bancos. Ao mesmo tempo, as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias tornaram-se mais heterogéneas entre os vários países em maio de 2018, no contexto da incerteza política em Itália (ver Secção 2).

Gráfico 23

Custo compósito do financiamento por dívida dos bancos

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



Fontes: BCE, Markit Iboxx e cálculos do BCE.

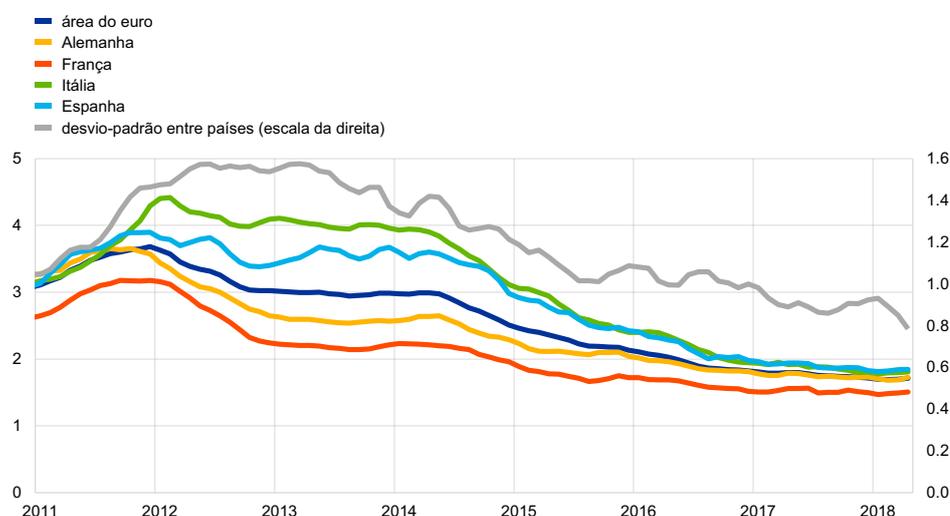
Notas: O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. A última observação refere-se a abril de 2018.

As taxas ativas bancárias para as SNF e as famílias mantiveram-se próximo dos mínimos históricos.

A taxa ativa bancária compósita dos empréstimos às SNF (ver Gráfico 24) situou-se em 1.70% em abril, próximo do mínimo histórico de 1.67% observado em janeiro de 2018. As taxas ativas bancárias compósitas dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação (ver Gráfico 25) permaneceram, em geral, inalteradas em 1.83%, apenas ligeiramente acima do valor mínimo histórico de 1.78% observado em dezembro de 2016. Em termos globais, as taxas ativas bancárias compósitas dos empréstimos às SNF e às famílias desceram mais significativamente do que as taxas de referência do mercado desde o anúncio pelo BCE de medidas de redução da restritividade do crédito em junho de 2014. Tal assinala uma melhoria da transmissão das medidas de política monetária às taxas ativas bancárias. A descida dos custos compósitos do financiamento dos bancos acima referida sustentou a diminuição das taxas ativas compósitas. Entre maio de 2014 e abril de 2018, as taxas ativas compósitas dos empréstimos às SNF e dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação desceram, respetivamente, 123 e 108 pontos base. A descida das taxas ativas bancárias dos empréstimos às SNF foi particularmente forte nos países da área do euro mais afetados pela crise financeira, levando a uma transmissão mais homogénea da política monetária a essas taxas nos vários países. No mesmo período, o diferencial entre as taxas de juro aplicadas aos empréstimos de reduzido montante (isto é, até €0.25 milhões) e as aplicadas aos empréstimos de grande montante (ou seja, superiores a €1 milhão) na área do euro diminuiu consideravelmente. Tal indica que as pequenas e médias empresas têm vindo, no geral, a beneficiar mais da descida das taxas ativas bancárias do que as grandes empresas.

Gráfico 24 Taxas ativas compósitas para as SNF

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)

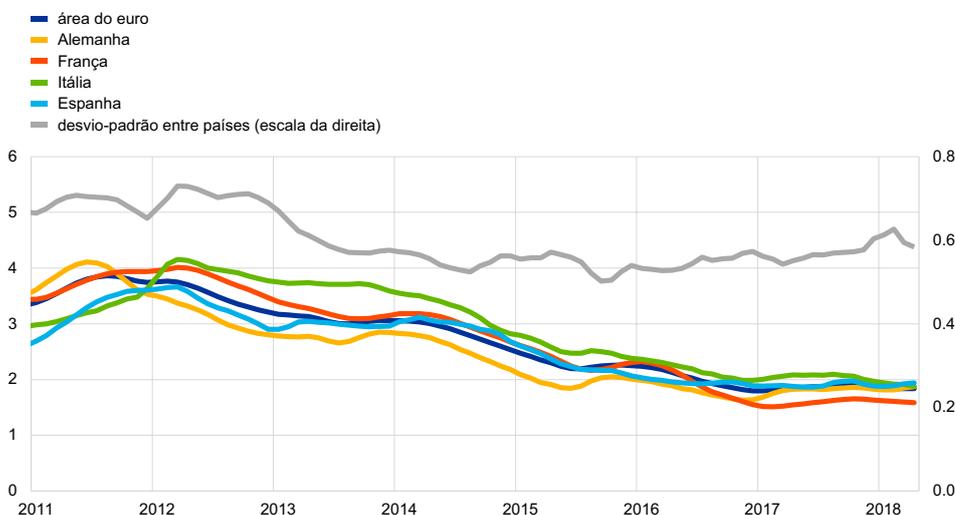


Fonte: BCE.

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

Gráfico 25 Taxas ativas compósitas dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



Fonte: BCE.

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

Estima-se que o fluxo anual do financiamento externo total a SNF da área do euro se tenha moderado ligeiramente no primeiro trimestre de 2018. Tal reflete uma descida das emissões de títulos de dívida e de ações cotadas no decurso de 2017. Em contrapartida, a dinâmica do crédito bancário melhorou, com o apoio, nomeadamente, da continuação da redução da restritividade dos critérios de concessão de crédito e da descida do custo do crédito bancário. Em termos gerais, a recuperação do financiamento externo das SNF, observada desde o início de

2014, foi apoiada pelo fortalecimento da atividade económica, pela transmissão das medidas de política monetária implementadas (melhorando assim as condições de concessão de empréstimos) e por requisitos de financiamento relacionados com o número mais elevado de fusões e aquisições. Ao mesmo tempo, o valor elevado dos lucros não distribuídos das SNF reduziu a necessidade de financiamento externo.

A emissão líquida de títulos de dívida por SNF aumentou significativamente no primeiro trimestre de 2018. As emissões líquidas apresentaram-se robustas em janeiro, embora se tenham moderado em fevereiro e março, não obstante registarem ainda o volume mais elevado desde o terceiro trimestre de 2016. Os dados de mercado relativos a abril e maio sugerem que a atividade de emissão se manteve forte, mas em níveis mais baixos do que os registados no primeiro trimestre. A emissão líquida de ações cotadas pelas SNF também aumentou de forma significativa no primeiro trimestre de 2018.

O custo de financiamento das SNF retomou os níveis favoráveis registados no início do ano. Em abril, o custo nominal global do financiamento externo das SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e financiamento através de ações, situou-se em 4.5%, tendo diminuído cerca de 14 pontos base face a março. Em maio, estima-se que o custo de financiamento se tenha mantido constante. Ainda que o custo atual de financiamento externo se encontre 43 pontos base acima do mínimo histórico de julho de 2016, permanece mais baixo do que o nível observado em meados de 2014, quando começaram a manifestar-se as expectativas do mercado quanto à introdução do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme*).

De acordo com o mais recente *Survey on the Access to Finance of Enterprises* (inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento), as PME da área do euro continuaram a assinalar novas melhorias na disponibilidade de fontes de financiamento externo. Atribuíram estas melhorias sobretudo a uma maior disponibilidade dos bancos em conceder crédito. As PME indicaram que todos os fatores macroeconómicos e relacionados com empresas analisados no inquérito tinham tido um impacto positivo na disponibilidade de financiamento externo, não reportando quaisquer alterações significativas face ao inquérito anterior. Indicaram novamente o acesso a financiamento como a sua menor preocupação, embora ainda existam diferenças significativas entre países. A percentagem de PME em risco na área do euro manteve-se no nível reduzido de cerca de 4% desde 2015 – significativamente abaixo dos níveis de 15% observados na região em 2012 ou perto dessa data, o que se deve, em parte, às medidas de política monetária convencionais e não convencionais acomodáticas em vigor. No conjunto, uma percentagem ligeiramente menor de PME reportou um aumento do volume de negócios, e uma menor percentagem líquida indicou um aumento dos lucros no contexto de crescimento dos custos do trabalho e de outros custos (para equipamento, energia e despesas com juros).

6 Evolução orçamental

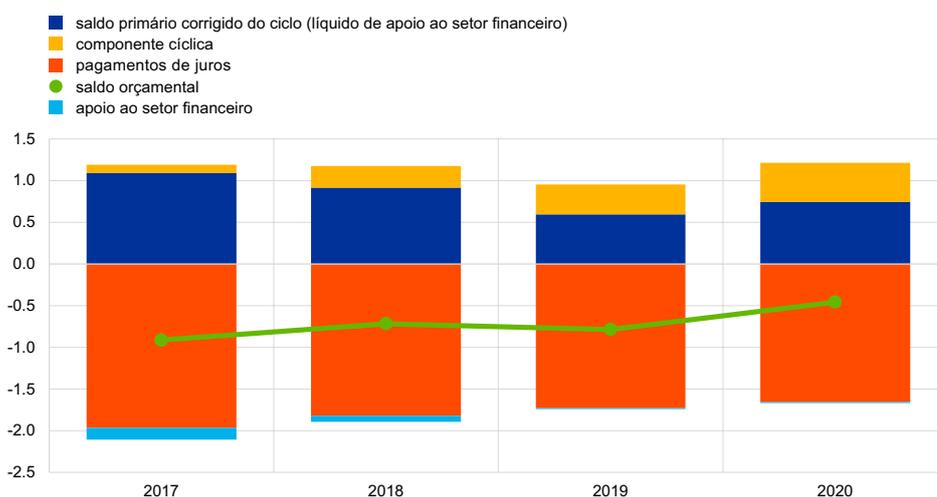
De acordo com as projeções, o défice orçamental da área do euro deverá registar nova queda ao longo do horizonte de projeção (2018-2020), sobretudo em resultado de condições cíclicas favoráveis e da descida dos pagamentos de juros. Espera-se que a orientação orçamental agregada da área do euro seja ligeiramente expansionista em 2018 e globalmente neutra no período 2019-2020. Embora o rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro continue a diminuir, permanecerá elevado. Em particular, os países com elevados níveis de dívida beneficiariam de esforços de consolidação adicionais para colocar o respetivo rácio da dívida pública numa trajetória descendente firme.

Prevê-se que o défice orçamental das administrações públicas da área do euro registre uma nova diminuição ao longo do horizonte de projeção.

De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema⁶, o rácio do défice das administrações públicas da área do euro deverá cair de 0.9% do PIB em 2017 para 0.5% do PIB em 2020. A melhoria nas perspetivas orçamentais ainda é principalmente impulsionada pela evolução cíclica favorável e pela descida dos pagamentos de juros, enquanto o saldo primário corrigido do ciclo deverá deteriorar-se ligeiramente em 2019 (ver Gráfico 26). As perspetivas para o défice das administrações públicas da área do euro são ligeiramente mais favoráveis do que nas projeções de março de 2018.

Gráfico 26
Saldo orçamental e respetivas componentes

(percentagem do PIB)



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

⁶ Ver [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema - junho de 2018](#). As projeções orçamentais não assentam em pressupostos em termos de políticas. Assim, as projeções apenas incluem medidas que já foram adotadas ou estão em vias de ser adotadas pelos respetivos parlamentos.

Projeta-se que a orientação orçamental da área do euro seja ligeiramente expansionista em 2018 e globalmente neutra no período de 2019-2020⁷.

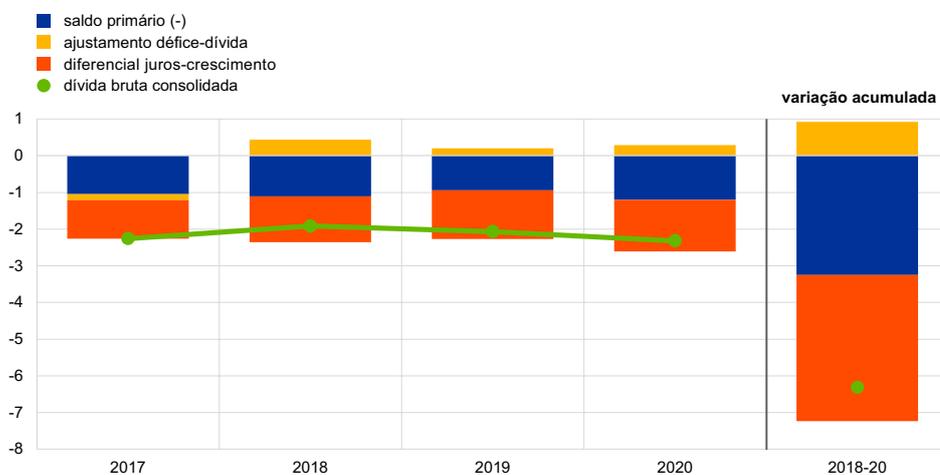
A orientação orçamental expansionista em 2018 deve-se a pequenos cortes nos impostos e ao facto de o crescimento da despesa pública ser mais dinâmico do que a tendência do PIB nominal. Foram implementadas políticas expansionistas na maioria dos países da área do euro. Em 2019-2020, cortes – em alguns casos consideráveis – nos impostos e nas contribuições para a segurança social deverão ser amplamente compensados por um crescimento mais moderado da despesa primária estrutural, devido principalmente a pagamentos mais baixos relativos a benefícios sociais e remuneração dos empregados. Ao invés, o investimento público deverá recuperar, excedendo ligeiramente a tendência do PIB nominal ao longo do horizonte de projeção.

Segundo as projeções, deverá continuar a descida do rácio agregado da dívida pública em relação ao PIB da área do euro. De acordo com as projeções macroeconómicas de junho de 2018 elaboradas por especialistas do Eurosistema, espera-se que o rácio agregado da dívida em relação ao PIB da área do euro diminua de 86.7% do PIB em 2017 para 80.4% do PIB até ao final de 2020. A redução projetada da dívida pública é apoiada sobretudo pela evolução favorável do diferencial entre taxa de juro e taxa de crescimento e por excedentes primários (ver Gráfico 27). Espera-se, contudo, que os ajustamentos défice-dívida contribuam ligeiramente para a acumulação de dívida. Em comparação com as projeções de março de 2018, a redução do rácio agregado da dívida em relação ao PIB da área do euro deverá ser ligeiramente mais moderada, devido sobretudo a diferenciais entre taxa de juro e taxa de crescimento menos favoráveis. As perspetivas para a dívida deverão melhorar na maioria dos países da área do euro; contudo, em alguns países, os níveis da dívida continuarão a exceder bastante o valor de referência de 60% do PIB. No médio a longo prazo, os custos relacionados com o envelhecimento da população deverão constituir um desafio para a sustentabilidade orçamental, sendo de esperar riscos ascendentes adicionais, caso sejam revertidas reformas anteriores nas áreas das pensões, cuidados de saúde e cuidados continuados. Para uma avaliação das projeções incluídas no relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2018, ver a Caixa 4 intitulada “Relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2018: o envelhecimento da população coloca grandes desafios orçamentais”, nesta edição do Boletim Económico.

⁷ A orientação orçamental reflete a direção e dimensão do estímulo das políticas orçamentais à economia, além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É medida como a variação do saldo primário estrutural, ou seja, o rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido de apoio estatal ao setor financeiro.

Gráfico 27 Fatores impulsionadores da variação na dívida pública

(pontos percentuais do PIB)



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

Os países devem prosseguir os seus esforços orçamentais em plena conformidade com o 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 numa trajetória descendente firme, uma vez que os níveis de dívida elevados tornam esses países particularmente vulneráveis em caso de futura desaceleração ou de nova instabilidade no mercado financeiro. Em 23 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 exceção da Grécia. Para uma avaliação, ver a Caixa 5 intitulada “Recomendações específicas por país em matéria de política orçamental emitidas no âmbito do Semestre Europeu de 2018”, na presente edição do Boletim Económico.

Caixas

1 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 31 de janeiro a 2 de maio de 2018

Por Riccardo Costantini

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante o primeiro e segundo períodos de manutenção de reservas de 2018, que decorreram de 31 de janeiro a 13 de março de 2018 e de 14 de março a 2 de maio de 2018, respetivamente. Durante este período, as taxas de juro das operações principais de refinanciamento (OPR), da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito permaneceram inalteradas em 0.00%, 0.25% e -0.40%, respetivamente.

Ao longo do período em análise, o Eurosistema continuou a comprar títulos de dívida do setor público, obrigações com ativos subjacentes, instrumentos de dívida titularizados e títulos emitidos pelo setor empresarial como parte do seu programa de compra de ativos, com um montante alvo de aquisições de, em média, €30 mil milhões por mês. As compras continuarão a este ritmo até setembro de 2018, ou mais tarde, se necessário, e em todo o caso até que o Conselho do BCE considere que se verifica um ajustamento sustentado da trajetória da inflação consistente com o seu objetivo para a inflação.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos líquidos e reservas mínimas, situavam-se em €1362.6 mil milhões, correspondendo a um aumento de €90.3 mil milhões face ao período em análise anterior (ou seja, o sétimo e oitavo períodos de manutenção de 2017). As necessidades de liquidez mais elevadas deveram-se a um aumento dos fatores autónomos líquidos médios, os quais subiram €89.4 mil milhões para €1238.5 mil milhões durante o período em análise, ao passo que as reservas mínimas obrigatórias aumentaram €0.9 mil milhões, situando-se em €124.2 mil milhões.

O crescimento dos fatores autónomos líquidos, que implica uma absorção de liquidez, resultou da diminuição dos fatores de cedência de liquidez e do aumento dos fatores de absorção de liquidez. A diminuição dos fatores de cedência de liquidez deveu-se, em particular, a disponibilidades líquidas sobre o exterior médias denominadas em euros, que diminuíram €38.9 mil milhões para €212.8 mil milhões. Tal resultou de um aumento das responsabilidades do

Eurosistema para com não residentes na área do euro, que registaram um aumento, em média, de €33.4 mil milhões no período em análise, dando, assim, um contributo negativo para as disponibilidades líquidas sobre o exterior médias denominadas em euros⁸. Do lado do passivo, o aumento mais relevante esteve relacionado com depósitos das administrações públicas que aumentaram, em média, €39.2 mil milhões para €227.5 mil milhões.

A volatilidade diária dos fatores autónomos permaneceu globalmente inalterada face ao anterior período analisado. As flutuações diárias nos fatores autónomos resultaram sobretudo de depósitos das administrações públicas e de ativos líquidos denominados em euros.

Quadro A

Situação de liquidez do Eurosistema

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

	31 de janeiro a 2 de maio de 2018		1 de novembro de 2017 a 30 de janeiro de 2018		Segundo período de manutenção		Primeiro período de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	2 080.1	(+44.3)	2 035.9	2 102.8	(+49.5)	2 053.2	(+12.5)	
Notas em circulação	1 154.1	(+2.1)	1 151.9	1 159.0	(+10.9)	1 148.2	(-10.0)	
Depósitos das administrações públicas	227.5	(+39.2)	188.3	247.5	(+44.0)	203.6	(+15.5)	
Outros fatores autónomos	698.6	(+3.0)	695.6	696.2	(-5.3)	701.5	(+7.0)	
Depósitos à ordem	1 304.6	(+10.8)	1 293.7	1 295.3	(-20.3)	1 315.6	(+40.5)	
Instrumentos de política monetária	800.5	(-8.3)	808.8	792.4	(-17.7)	810.2	(-2.8)	
Reservas mínimas obrigatórias ¹	124.2	(+0.9)	123.3	124.4	(+0.5)	123.9	(+0.1)	
Facilidade permanente de depósito	676.4	(-9.2)	685.6	668.0	(-18.3)	686.3	(-2.9)	
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0.0	(+0.0)	0.0	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	

⁸ As responsabilidades do Eurosistema para com não residentes na área do euro consistem sobretudo em contas de bancos centrais estrangeiros no Eurosistema. O final dos trimestres e, em menor medida, dos meses é tipicamente afetado por aumentos nestes depósitos, uma vez que os bancos comerciais demonstram maior relutância em aceitar numerário, com ou sem garantia, em momento anterior às datas de reporte do balanço. Por exemplo, em 29 de março de 2018, as responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros aumentaram €55.8 mil milhões para €339.8 mil milhões.

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

	31 de janeiro a 2 de maio de 2018		1 de novembro de 2017 a 30 de janeiro de 2018		Segundo período de manutenção		Primeiro período de manutenção	
Fatores de liquidez autónomos	841.7	(-45.1)	886.8	828.1	(-29.6)	857.8	(+14.2)	
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	628.9	(-6.2)	635.0	627.1	(-3.8)	630.9	(-4.7)	
Ativos líquidos denominados em euros	212.8	(-38.9)	251.8	201.0	(-25.8)	226.8	(+18.9)	
Instrumentos de política monetária	3 219.8	(+91.0)	3 128.8	3,238.4	(+40.8)	3,197.6	(+35.8)	
Operações de mercado aberto	3 219.7	(+91.1)	3 128.6	3 238.3	(+40.7)	3 197.6	(+35.9)	
Operações de leilão	761.7	(-3.5)	765.2	761.5	(-0.6)	762.1	(-1.5)	
OPR	1.7	(-1.2)	2.9	1.9	(+0.4)	1.5	(-1.3)	
ORPA com prazo de 3 meses	7.7	(-0.1)	7.8	7.7	(-0.1)	7.7	(-0.0)	
Operações das ORPA direcionadas I	13.0	(-1.8)	14.9	12.7	(-0.7)	13.4	(+0.0)	
Operações das ORPA direcionadas II	739.3	(-0.3)	739.6	739.2	(-0.2)	739.4	(-0.1)	
Carteiras definitivas	2 458.0	(+94.6)	2 363.4	2 476.8	(+41.3)	2 435.5	(+37.3)	
Primeiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	5.8	(-0.3)	6.1	5.6	(-0.3)	6.0	(-0.1)	
Segundo programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	4.5	(-0.3)	4.8	4.4	(-0.2)	4.6	(-0.2)	
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	248.8	(+8.3)	240.5	250.6	(+3.8)	246.8	(+4.3)	
Programa dos mercados de títulos de dívida	85.0	(-4.0)	89.0	84.9	(-0.1)	85.1	(-4.0)	
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	25.8	(+0.7)	25.1	26.2	(+1.0)	25.2	(+0.1)	
Programa de compra de ativos do setor público	1 942.3	(+74.5)	1 867.8	1 955.6	(+29.1)	1 926.5	(+29.3)	
Programa de compra de ativos do setor empresarial	145.7	(+15.6)	130.1	149.4	(+8.1)	141.3	(+7.9)	
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0.1	(-0.1)	0.2	0.1	(+0.1)	0.0	(-0.1)	

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

	31 de janeiro a 2 de maio de 2018		1 de novembro de 2017 a 30 de janeiro de 2018		Segundo período de manutenção		Primeiro período de manutenção	
Necessidades de liquidez em termos agregados	1 362.6	(+90.3)	1 272.3	1 399.0	(+79.7)	1 319.3	(-2.0)	
Fatores autónomos²	1 238.5	(+89.4)	1 149.1	1 274.6	(+79.2)	1 195.4	(-2.1)	
Liquidez excedentária	1 856.7	(+0.9)	1 855.8	1 838.8	(-39.2)	1 878.0	(+37.6)	

Evolução das taxas de juro (médias; percentagens)

	31 de janeiro a 2 de maio de 2018		1 de novembro de 2017 a 30 de janeiro de 2018		Segundo período de manutenção		Primeiro período de manutenção	
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	-0.364	(-0.013)	-0.351	-0.364	(-0.000)	-0.364	(-0.005)	

Fonte: BCE.

Notas: Todos os valores no quadro foram arredondados para o valor de €0.1 mil milhões mais próximo.

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

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

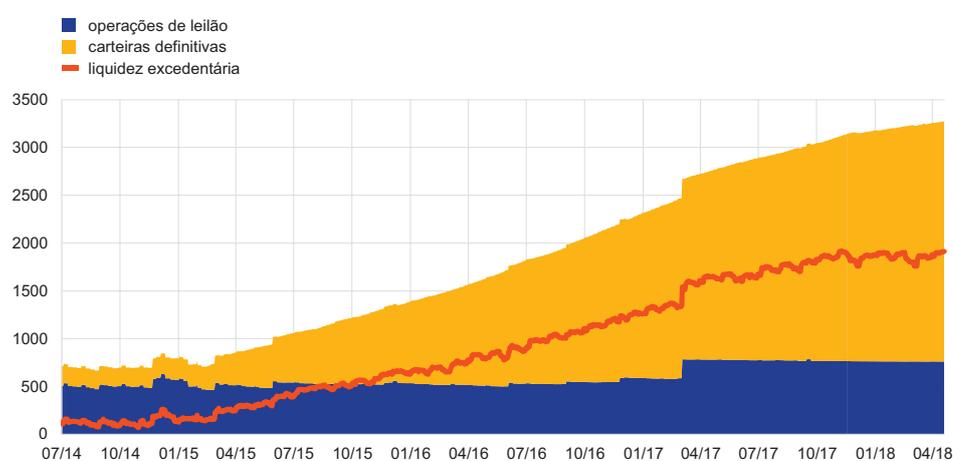
Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – tanto operações de leilão como compras no âmbito do programa de compra de ativos – aumentou €91.0 mil milhões, situando-se em €3219.8 mil milhões (ver Gráfico A). Este aumento deveu-se inteiramente ao programa de compra de ativos, tendo a procura nas operações de leilão diminuído ligeiramente.

Gráfico A

Evolução das operações de mercado aberto e da liquidez excedentária

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

O montante médio de liquidez cedida através das operações de leilão diminuiu ligeiramente, €3.5 mil milhões, durante o período em análise, situando-se em €761.7 mil milhões. Esta diminuição deveu-se sobretudo ao saldo médio mais baixo das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas), que diminuiu €2.1 mil milhões. A diminuição do saldo dos fundos obtidos nas ORPA direcionadas esteve relacionado com a liquidação do reembolso voluntário da terceira, quinta e sétima operações da série de ORPA direcionadas I em março de 2018. A liquidez média cedida através das OPR diminuiu €1.2 mil milhões e o montante médio de liquidez cedida através das ORPA com prazo de 3 meses registou uma descida de €0.1 mil milhões.

A liquidez cedida através das carteiras de política monetária do Eurosistema aumentou €94.8 mil milhões, situando-se em €2458 mil milhões, em média, em resultado das compras no âmbito do programa de compra de ativos. A liquidez cedida através do programa de compra de ativos do setor público, do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes, do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados e do programa de compra de ativos do setor empresarial aumentou, em média, €74.5 mil milhões, €8.3 mil milhões, €0.7 mil milhões e €15.6 mil milhões, respetivamente. A redução de liquidez em resultado do reembolso de obrigações detidas ao abrigo do programa dos mercados

de títulos de dívida e dos dois anteriores programas de compra de obrigações com ativos subjacentes totalizou €4.6 mil milhões.

Liquidez excedentária

Como consequência da evolução supradescrita, a liquidez excedentária média permaneceu globalmente estável no período em análise, apenas registando um aumento marginal, de €0.9 mil milhões, face ao anterior período em análise, situando-se em €1856.7 mil milhões (ver Gráfico A). O aumento da liquidez cedida através do programa de compra de ativos foi quase totalmente compensado por um aumento dos fatores autónomos, sobretudo no segundo período de manutenção. De facto, embora tenha crescido €37.6 mil milhões no primeiro período de manutenção, a liquidez excedentária diminuiu €39.2 mil milhões no segundo período de manutenção.

Com vista à repartição das detenções de liquidez excedentária entre os depósitos à ordem e a facilidade permanente de depósito, as detenções médias em depósitos à ordem aumentaram €10.8 mil milhões para €1304.6 mil milhões, ao passo que o recurso médio à facilidade permanente de depósito registou uma nova diminuição, de €9.2 mil milhões, situando-se em €676.4 mil milhões.

Evolução das taxas de juro

As taxas *overnight* do mercado monetário permaneceram próximo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito, situando-se ligeiramente abaixo desse nível para cabazes de ativos de garantia específicos nos segmentos garantidos. No mercado sem garantia, o índice *overnight* médio do euro (a EONIA) situou-se, em média, em -0.364%, face a uma média de -0.351% no período analisado precedente. A EONIA oscilou entre um mínimo de -0.370% no final de fevereiro de 2018 e um máximo de -0.348% no último dia de março de 2018. No mercado com garantia, as taxas médias *overnight* das operações de reporte no mercado de ativos de garantias gerais GC Pooling⁹ permaneceram estáveis para o cabaz de ativos de garantia normalizados e o cabaz de ativos de garantia alargados em relação ao período analisado anterior. A taxa média *overnight* das operações de reporte situou-se em -0.448% para o cabaz de ativos de garantia normalizados e em -0.415% para o cabaz de ativos de garantia alargados.

A diminuição no final do trimestre das principais taxas das operações de reporte, registada em março de 2018, foi menos pronunciada em comparação com o final do primeiro trimestre de 2017, tendo, em geral, sido considerada um não acontecimento. Por exemplo, no final de março de 2017, as taxas *overnight* das operações de reporte no mercado GC Pooling de ativos de garantia franceses diminuíram 12 pontos base para -0.54%, enquanto os ativos de garantia

⁹ O mercado GC Pooling permite que os acordos de recompra sejam transacionados na plataforma Eurex contra cabazes de ativos de garantia normalizados.

alemães desceram 34 pontos base para -0.78%. No final de março de 2018, os mesmos valores registaram uma diminuição de apenas 4 pontos base e 6 pontos base para -0.46% e -0.47%, respetivamente. Tal sugere que os participantes no mercado adotaram práticas de gestão de ativos de garantia mais eficientes. Além disso, esta evolução sugere igualmente efeitos positivos da facilidade de cedência de títulos prevista no contexto do programa de compra de ativos do setor público.

O abrandamento recente do crescimento do produto da área do euro reflete fatores cíclicos e temporários

Por Gonzalo Camba-Mendez e Magnus Forsells

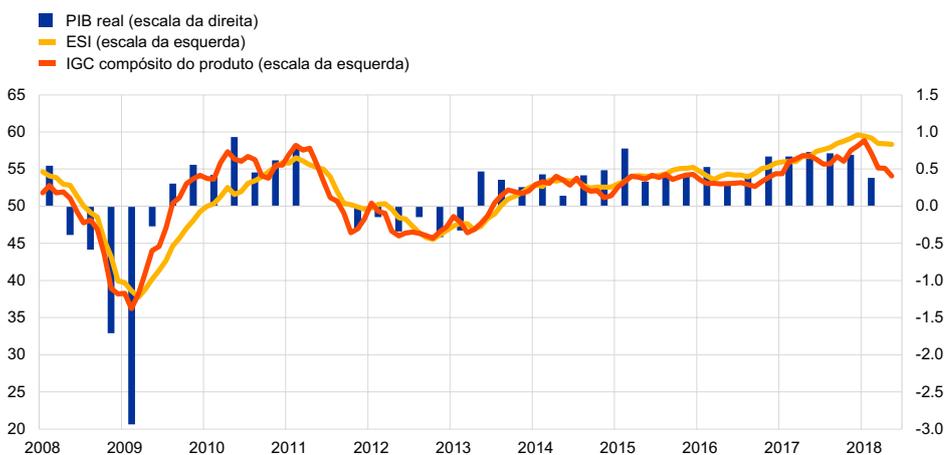
Após taxas de crescimento muito fortes em 2017, o crescimento trimestral do PIB real na área do euro moderou-se para 0.4% no primeiro trimestre de 2018.

O abrandamento do crescimento no início do ano, que parece refletir fatores temporários bem como fatores cíclicos mais duradouros, esteve em linha com a evolução dos indicadores económicos, nomeadamente os dados de inquéritos (ver Gráfico A). O Índice de Gestores de Compras (IGC) composto do produto e o indicador de sentimento económico (ESI) da Comissão Europeia diminuíram ao longo do primeiro trimestre de 2018. Contudo, é importante notar que, tal como o crescimento do produto, estes indicadores caíram face a níveis excepcionalmente elevados.

Gráfico A

PIB real da área do euro, indicador de sentimento económico e Índice de Gestores de Compras composto do produto

(escala da esquerda: índice de difusão; escala da direita: crescimento trimestral em cadeia (%))



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia, Markit e BCE.

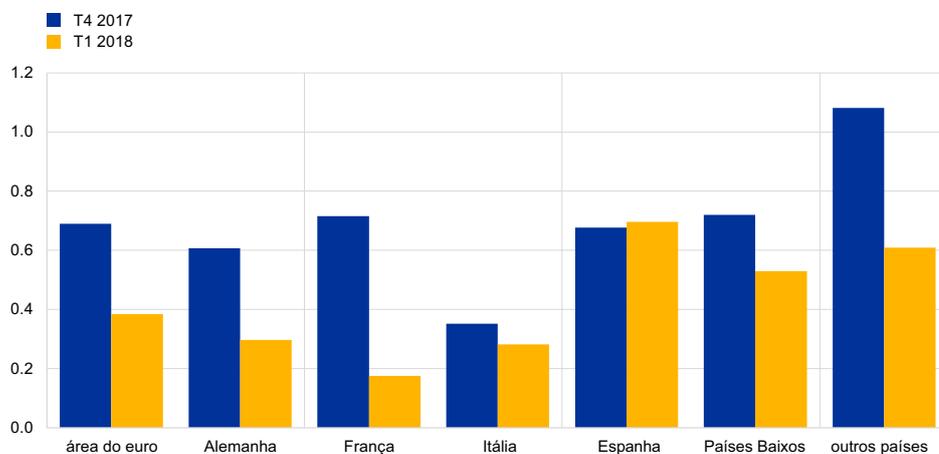
Notas: O ESI é normalizado e redimensionado para ter a mesma média e o mesmo desvio padrão que o IGC. O IGC abrange a indústria transformadora e os serviços, enquanto o ESI também abrange os setores da construção e do comércio a retalho, bem como a confiança dos consumidores. As últimas observações referem-se ao primeiro trimestre de 2018 para o PIB real e a maio de 2018 para o ESI e o IGC.

A moderação do crescimento no primeiro trimestre foi relativamente generalizada, refletindo sobretudo menores exportações. O abrandamento do crescimento entre o último trimestre de 2017 e o primeiro trimestre de 2018 foi generalizado na maior parte dos países da área do euro (ver Gráfico B). Dos países de maior dimensão da área do euro, as únicas exceções foram Espanha e Itália, onde as taxas de crescimento se mantiveram globalmente estáveis entre os dois trimestres. Analisando a desagregação da despesa da área do euro, o abrandamento do crescimento reflete o menor crescimento das exportações e, em menor escala, o menor crescimento do investimento. Enquanto a desaceleração do crescimento do investimento foi motivada pelos desenvolvimentos em alguns países, o menor crescimento das exportações foi generalizado (ver Gráfico C).

Gráfico B

PIB real na área do euro

(crescimento trimestral em cadeia (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: O PIB do primeiro trimestre de 2018 ainda não se encontra disponível para a Irlanda e o Luxemburgo.

O abrandamento do crescimento no início do ano parece refletir em parte fatores temporários.

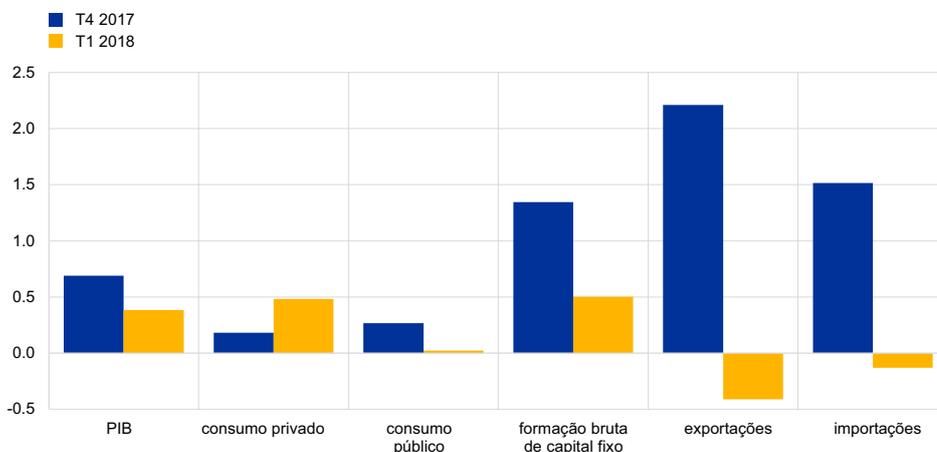
Os efeitos temporários terão desempenhado um papel importante na fragilidade das publicações recentes de dados económicos. Por exemplo, níveis elevados de baixa por doença devido à época de gripe invulgarmente virulenta em países como a Alemanha prejudicaram o crescimento. Entretanto, condições meteorológicas de inverno frio e greves em alguns países da área do euro podem também explicar parte da fragilidade nos setores de retalho e da construção.

Contudo, fatores de natureza cíclica mais duradoura podem também ter desempenhado um papel relevante na diminuição do crescimento. Em primeiro lugar, parte do abrandamento do crescimento do PIB pode ter estado associada ao aumento das restrições do lado da oferta em alguns países. Em segundo lugar, indicadores do crescimento do comércio mundial apontam para uma desaceleração modesta nos primeiros meses deste ano. Tal reflete provavelmente uma descida temporária da procura externa e efeitos desfasados da apreciação do euro em 2017, mas não se pode excluir que parte desta descida foi também impulsionada por uma deterioração das expectativas resultantes das discussões em curso sobre tarifas. Em terceiro lugar, a moderação do crescimento da produção industrial excluindo a construção foi generalizada nos vários países da área do euro, havendo alguns sinais de fragilidade nas divulgações de dados iniciais sobre a produção industrial para o segundo trimestre de 2018. Em quarto lugar, há cada vez mais evidência de que o setor automóvel terá atingido o seu valor máximo, o que se confirma em parte pelos novos registos de automóveis de passageiros, que terão estabilizado, após um aumento constante desde o início de 2013. Acresce que a diminuição do crescimento pode ter sido agravada por um aumento da incerteza.

Gráfico C

Composição do PIB real da área do euro

(crescimento trimestral em cadeia (%))



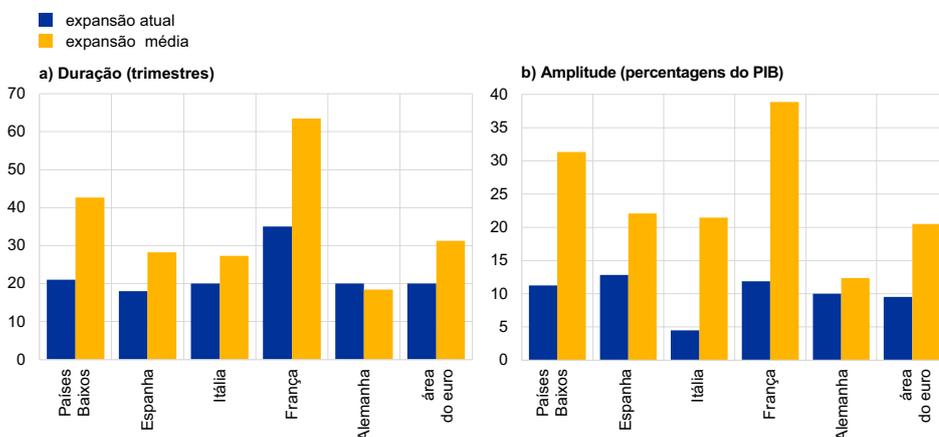
Fonte: Eurostat.

Contudo, numa perspetiva a longo prazo, a recuperação em curso não é de todo excepcional em termos de duração ou robustez. A duração da expansão atual, que teve início em 2013, encontra-se ainda abaixo da média histórica da maioria das economias da área do euro (ver Gráfico D, painel da esquerda). A amplitude (ganho percentual no PIB em relação ao valor mínimo) durante a expansão em curso é também baixa quando comparada com padrões históricos. Em princípio, há também margem para um maior crescimento do emprego, com a taxa de desemprego a manter-se elevada em alguns países da área do euro. Não obstante, a confiança dos consumidores da área do euro mantém-se próximo dos máximos históricos, em parte devido à redução da insegurança no emprego. Além do mais, o investimento real da área do euro mantém-se abaixo do nível anterior à crise. O investimento empresarial recuperou apenas recentemente para níveis semelhantes aos registados antes da crise financeira, e o investimento público mantém-se contido.

Gráfico D

PIB real da área do euro: características da expansão atual numa perspectiva histórica (do mínimo para o máximo)

(trimestres; percentagens do PIB)



Fontes: OCDE, Eurostat, CEPR e cálculos do BCE.

Notas: Expansão é a fase do ciclo económico em que a economia se movimenta de um valor mínimo para um valor máximo.

A cronologia das expansões para a área do euro provém do Centre for Economic Policy Research (CEPR). Para os cinco grandes países da área do euro, é calculada utilizando o PIB real trimestral e o algoritmo de Bry-Boschan. As barras azuis correspondem à expansão atual e as barras amarelas à duração média ou amplitude das expansões em cada país desde 1970. A expansão atual teve início no primeiro trimestre de 2013 para a área do euro, a Alemanha e a Itália, no quarto trimestre de 2012 para os Países Baixos, no terceiro trimestre de 2013 para a Espanha, e no segundo trimestre de 2009 para a França, e estende-se à observação mais recente do PIB (primeiro trimestre de 2018).

No geral, a expansão económica deverá permanecer sólida, apoiada pela robustez subjacente da economia da área do euro.

Embora os resultados de inquéritos se tenham moderado ligeiramente de novo, mantêm-se consistentes com um crescimento sólido adicional. A prazo, o sólido crescimento deverá continuar, ainda que possivelmente a taxas mais baixas, uma vez que as medidas de política monetária do BCE continuam a sustentar a procura interna. O consumo privado deverá continuar a ser apoiado por ganhos em termos de emprego e pelo aumento da riqueza das famílias. Espera-se que o investimento continue a registar um fortalecimento, em resultado das condições de financiamento muito favoráveis, da crescente rentabilidade das empresas e da procura sólida. Além disso, a expansão mundial generalizada está a dar ímpeto às exportações da área do euro.

3 Acompanhamento da repercussão das taxas de câmbio na inflação

Por Elke Hahn e Derry O'Brien

A evolução da taxa de câmbio pode desempenhar um papel importante na determinação das perspetivas para a inflação medida pelo IHPC. Dado que uma variação da taxa de câmbio pode afetar os preços no consumidor com atrasos consideráveis e que o impacto pode depender da situação económica na altura, a avaliação da repercussão das taxas de câmbio exige um acompanhamento constante. Entre abril de 2017 e maio de 2018, a taxa de câmbio do euro registou uma apreciação de cerca de 8% em termos efetivos nominais e de cerca de 10% face ao dólar dos Estados Unidos. A presente caixa fornece uma breve descrição do modo como as variações da taxa de câmbio são transmitidas aos preços no consumidor na área do euro. Analisa igualmente os indicadores em diferentes fases da cadeia de preços, com vista a aferir o grau de repercussão na conjuntura atual. A tónica é colocada no acompanhamento da repercussão em componentes do IHPC, excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, sensíveis às taxas de câmbio.

A repercussão das taxas de câmbio ocorre através de canais diretos e indiretos¹⁰. Por exemplo, a recente apreciação do euro tem um efeito direto na inflação medida pelo IHPC através de bens de consumo final importados mais baratos, os quais fazem parte do cabaz do IHPC. O efeito direto aplica-se, por exemplo, a importações mais baratas de óleo refinado, que têm um forte impacto atenuante na componente de preços dos produtos energéticos do IHPC. Além disso, pode verificar-se um efeito indireto, dado que fatores de produção importados mais baratos têm impacto nos preços internos no produtor, na medida em que estas descidas de custos não são absorvidas pelas margens de lucro. Ocorre um efeito ainda mais indireto se a apreciação da taxa de câmbio atenuar as pressões gerais sobre os preços através do seu impacto negativo no comércio líquido e, por conseguinte, na procura global e na produção. Podem igualmente registar-se repercussões na inflação através das expectativas de inflação. Enquanto o IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares está sujeito ao canal direto, os efeitos indiretos podem ser ainda mais relevantes para esta componente do IHPC. De um modo geral, há vários fatores que determinam a repercussão cambial. Entre eles, contam-se a percentagem de bens e serviços finais importados no índice de preços; a importância dos fatores de produção importados (em particular, das matérias-primas) na produção interna; as características do produto, designadamente o grau de diferenciação de produtos; e a intensidade da concorrência no mercado. Estes fatores podem também conduzir a variações em termos da magnitude e do momento em que se verifica a repercussão nas várias componentes do IHPC. A resposta dos preços após uma variação da

¹⁰ Ver também o artigo intitulado "Exchange rate pass-through into euro area inflation", *Boletim Económico*, BCE, Número 7, 2016.

taxa de câmbio pode ainda depender dos fatores subjacentes que impulsionam o movimento cambial¹¹.

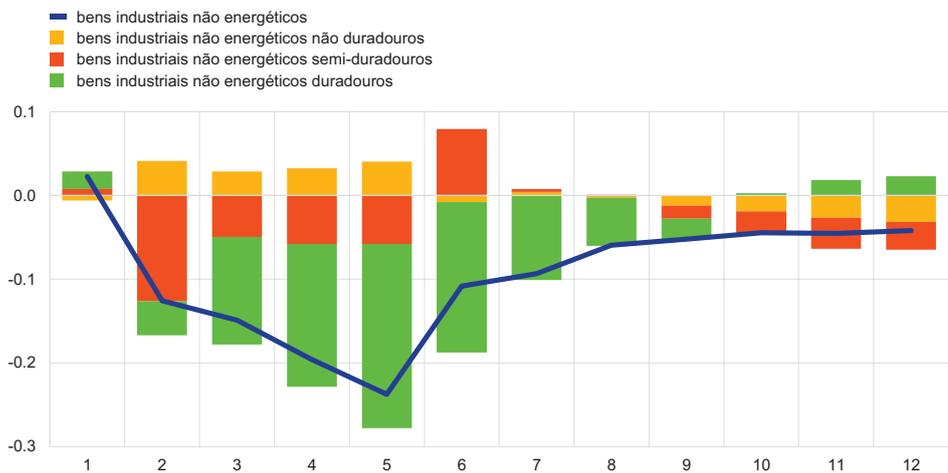
Das componentes que integram o IHPC excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, os preços dos bens industriais não energéticos são os mais sensíveis a movimentos na taxa de câmbio.

Tal deve-se, em particular, à componente de bens duradouros (ver Gráfico A), embora exista igualmente um elevado grau de heterogeneidade na resposta dos preços à taxa de câmbio no seio dessa componente. Até os impactos da taxa de câmbio se tornarem visíveis nestas diferentes categorias de bens de consumo, há um conjunto de indicadores de curto prazo que podem ser afetados ao longo das cadeias de produção e de preços e que proporcionam sinais relevantes.

Gráfico A

Impacto estimado de uma apreciação de 10% na taxa de câmbio efetiva nominal do euro na inflação dos preços dos bens industriais não energéticos

(taxa de variação homóloga (%); contributo em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O eixo x refere-se aos trimestres após uma variação da taxa de câmbio. As estimativas são calculadas com base numa versão alterada e atualizada do modelo VAR, apresentado em Hahn, E., "Pass-through of external shocks to euro area inflation", *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 243, BCE, julho de 2003.

O impacto da anterior apreciação da taxa de câmbio do euro foi evidente na evolução dos preços das importações.

Os preços das importações extra-área do euro de bens de consumo não alimentares diminuíram em termos homólogos de 1.3% em abril de 2017 para -2.0% em abril de 2018. Estas importações representam aproximadamente 12% do consumo final de bens não energéticos e não alimentares, sendo que apenas as margens de distribuição e de retalho separam os preços destes bens dos preços no consumidor. Durante o mesmo período, a inflação dos preços das importações extra-área do euro no tocante à indústria (excluindo produtos energéticos e construção), que também afeta os preços nas fases mais iniciais da cadeia de produção interna, diminuiu de 3.1% para -1.7% (ver Gráfico B).

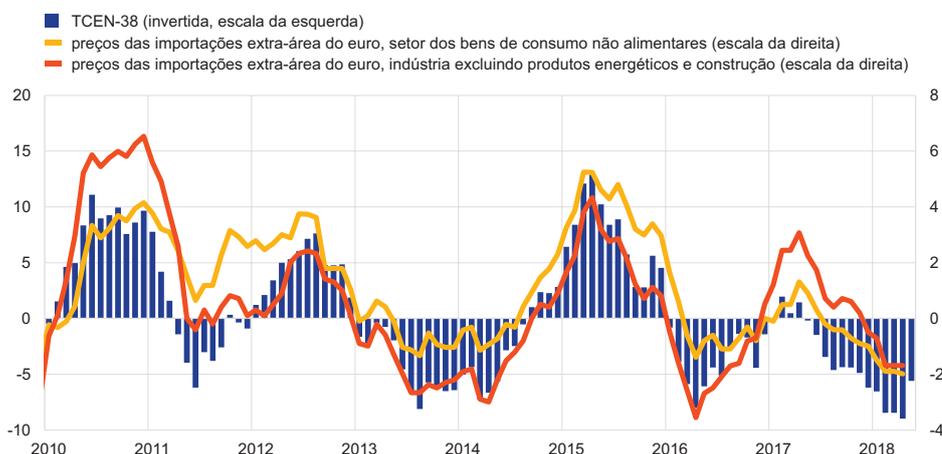
¹¹ Para mais pormenores sobre os fatores subjacentes que impulsionam o movimento cambial, consultar a caixa 3 do artigo "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2017", BCE, 2017.

Estas descidas refletiram, em larga medida, a influência da apreciação da taxa de câmbio efetiva do euro.

Gráfico B

Preços das importações e taxa de câmbio efetiva nominal

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2018 para a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face a 38 dos seus principais parceiros comerciais (TCEN-38) e a abril de 2018 para os preços das importações extra-área do euro.

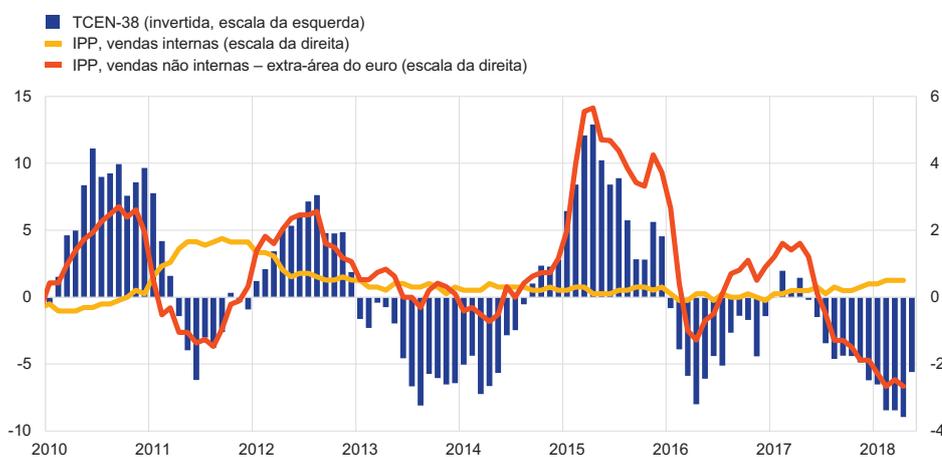
Em contraste com a inflação dos preços das importações, a inflação dos preços no produtor na área do euro permaneceu resiliente à pressão em sentido descendente resultante da apreciação da taxa de câmbio. A inflação dos preços no produtor no que respeita a vendas¹² de bens intermédios diminuiu apenas moderadamente e a inflação homóloga dos preços no produtor das vendas internas de bens de consumo não alimentares aumentou de 0.2% em abril de 2017 para 0.5% em abril de 2018, tendo grande parte do aumento ocorrido desde o outono, ou seja, numa altura em que a taxa de câmbio começaria a ter efeitos (ver Gráfico C). Os preços no produtor dependem da evolução dos custos internos do trabalho e não relacionados com o trabalho, bem como do comportamento das empresas no ajustamento das respetivas margens. Mais especificamente, os custos do trabalho subiram e o crescimento homólogo da remuneração por trabalhador no setor da indústria excluindo a construção aumentou de 1.4% no primeiro trimestre de 2017 para 2.0% no último trimestre de 2017. Ao mesmo tempo, poderá ter-se verificado algum aumento do poder de fixação de preços, como sugerido pela subida constante, para máximos históricos, da utilização da capacidade produtiva no setor dos bens de consumo não alimentares. Em conjunto, estes fatores poderão, até à data, ter compensado a pressão em sentido descendente advinda da taxa de câmbio.

¹² A série global para o índice de preços no produtor da área do euro é um agregado das séries relativas a vendas internas em cada país da área do euro. São excluídas as vendas de um país da área do euro para outro, as quais, de uma perspetiva do conjunto da área do euro, também podem ser consideradas vendas internas. A inflação dos preços no produtor no que respeita a bens de consumo não alimentares destas vendas intra-área do euro desceu de 0.2% em abril de 2017 para -0.9% em março de 2018. Estes representam cerca de 28% do total de bens de consumo não alimentares produzidos e vendidos na área do euro.

Gráfico C

Índice de preços no produtor (IPP) para vendas internas e extra-área do euro de bens de consumo não alimentares

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2018 para a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face a 38 dos seus principais parceiros comerciais (TCEN-38) e a abril de 2018 para o IPP.

É também de esperar que a apreciação da taxa de câmbio do euro afete as pressões internas sobre os preços através dos lucros das empresas nacionais, ainda que com um sinal global um pouco ambíguo.

A inflação dos preços no produtor dos bens de consumo não alimentares para vendas em mercados fora da área do euro diminuiu acentuadamente, passando de 1.6% em abril de 2017 para -2.7% em abril de 2018 (ver Gráfico C). Tal aponta para um certo comportamento de fixação dos preços ao nível do mercado (*pricing-to-market*) das empresas da área do euro nos mercados de exportação, possivelmente para mitigar perdas de quotas de mercado que, caso contrário, teriam ocorrido através da apreciação da taxa de câmbio. Este comportamento poderá ter reduzido os lucros globais das empresas da área do euro. Contudo, este efeito pode ser menor ou até sobrecompensado, em virtude da descida substancial da inflação dos preços das importações, dado que o resto do mundo não absorveu plenamente o movimento da taxa de câmbio do euro. Neste contexto, as empresas podem, na prática, subsidiar de forma cruzada receitas mais baixas nos mercados estrangeiros ao optarem por não transmitir os custos mais baixos a outras empresas ou aos consumidores num mercado interno robusto. O efeito líquido sobre os lucros dependerá também da dimensão relativa do setor das exportações e do grau em que as importações são utilizadas como fatores de produção para as empresas ou como produtos finais para os retalhistas.

A mais recente descida da inflação dos preços dos bens industriais não energéticos não fornece um sinal claro relativamente a efeitos significativos da apreciação da taxa de câmbio.

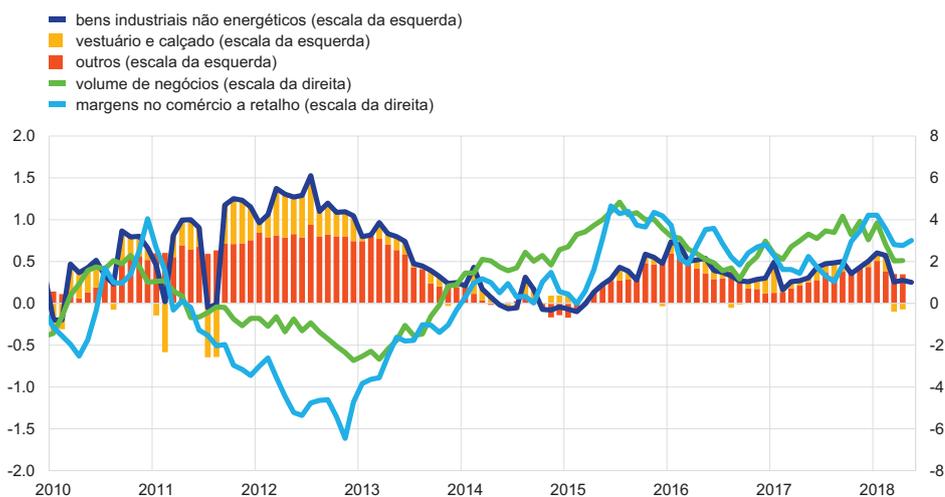
A inflação dos preços dos bens industriais não energéticos aumentou entre abril de 2017 e finais de 2017, não obstante a forte desaceleração da inflação dos preços dos bens de consumo não alimentares importados (ver Gráfico D). Tal ocorreu numa altura em que os modelos de repercussão, tal como apresentados no Gráfico A, teriam previsto o início do

impacto em sentido descendente da apreciação da taxa de câmbio do euro. Forças de contrabalanço ao nível da procura interna podem ter desempenhado um papel. A evidência das mesmas surge no forte crescimento do volume de negócios no comércio a retalho para os bens de consumo não alimentares e nas margens elevadas no setor retalhista não alimentar, como indicado no inquérito do Índice de Gestores de Compras. A descida da inflação dos preços dos bens industriais não energéticos nos últimos meses deveu-se, em parte, a uma forte volatilidade, por exemplo, das taxas de inflação homólogas da subcomponente de vestuário e calçado, que provavelmente refletiu o impacto da alteração dos padrões de vendas sazonais. Até à data, a inflação dos preços dos bens industriais não energéticos permaneceu, em certa medida, resiliente à pressão em sentido descendente da apreciação da taxa de câmbio do euro, o que pode espelhar a influência de forças internas de contrabalanço.

Gráfico D

Inflação dos preços dos bens industriais não energéticos e margens no comércio a retalho e volume de negócios

(taxas de variação homólogas (%), pontos percentuais e índice de difusão)



Fontes: Eurostat, cálculos do BCE e Markit.

Nota: As últimas observações referem-se a maio de 2018 no tocante às margens no comércio a retalho e ao IHPC dos bens industriais não energéticos (estimativa provisória) e a abril de 2018 no que respeita às componentes dos bens industriais não energéticos e ao volume de negócios.

Para concluir, o acompanhamento do impacto da anterior apreciação da taxa de câmbio do euro nas perspetivas para a inflação é um exercício contínuo.

Em primeiro lugar, os modelos de repercussão sugerem que os impactos se espalham por vários trimestres, pelo que a apreciação registada em meados de 2017 ainda pode ser relevante durante os próximos trimestres. Em segundo lugar, a repercussão da taxa de câmbio pode ser difícil de detetar, se for compensada por uma confluência de outros fatores, incluindo o aumento do poder de fixação de preços das empresas. Nessa conformidade, justifica-se a continuação do acompanhamento e da avaliação dos preços dos bens industriais não energéticos e dos seus indicadores ao longo da cadeia de preços.

4 Relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2018: o envelhecimento da população coloca grandes desafios orçamentais

Por Carolin Nerlich

A presente caixa expõe os principais resultados das projeções incluídas no relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2018 relativo aos países da área do euro. O relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2018, publicado em 25 de maio de 2018, é a edição mais recente dos relatórios publicados com um intervalo de três anos pelo Grupo de Trabalho sobre o Envelhecimento do Comité de Política Económica¹³. O relatório disponibiliza projeções de longo prazo sobre as despesas públicas totais com o envelhecimento demográfico e respetivas componentes, incluindo pensões, serviços de saúde, cuidados prolongados, educação e subsídios de desemprego, para todos os países da UE no período de 2016-2070. Evidentemente, estas projeções dependem dos pressupostos subjacentes¹⁴.

A população da área do euro está a envelhecer. De acordo com as projeções do Eurostat, o rácio de dependência da população idosa na área do euro, isto é, o número de indivíduos com 65 anos ou mais em relação à população em idade ativa, aumentará 20 pontos percentuais entre 2016 e 2070, atingindo 52% em 2070. Se esta questão não for resolvida por meio de medidas de política decisivas, o envelhecimento demográfico poderá ter efeitos negativos sobre a trajetória da dívida pública e o crescimento potencial¹⁵.

De acordo com o relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2018, projeta-se que as despesas públicas totais com o envelhecimento demográfico na área do euro aumentem 1.1 pontos percentuais do PIB ao longo do horizonte de projeção (2016-2070), passando de 26% do PIB em 2016 para 28.2% do PIB em 2040, antes de diminuir novamente, para 27.1% do PIB em 2070. O relatório mostra que as despesas com o envelhecimento demográfico na área do euro atingirão o seu nível máximo no início da década de 2040, com a geração do “baby boom” já reformada, e diminuirão parcialmente a partir de 2050¹⁶. As estimativas de despesas com o envelhecimento demográfico

¹³ Ver *The 2018 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)*, Comissão Europeia, maio de 2018.

¹⁴ As projeções do relatório sobre o envelhecimento têm por base um conjunto de pressupostos demográficos e macroeconómicos e uma metodologia comum. Estes foram publicados num relatório à parte, intitulado *2018 Ageing Report: Underlying Assumptions & Projection Methodologies*, Comissão Europeia, novembro de 2017. Como discutido adiante, no caso de alguns países, estes pressupostos subjacentes são bastante favoráveis.

¹⁵ Para uma análise dos desafios que advêm das despesas relacionadas com o envelhecimento demográfico e do papel da reforma dos regimes de pensões, ver o artigo intitulado “*The economic impact of population ageing and pension reforms*”, *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2018.

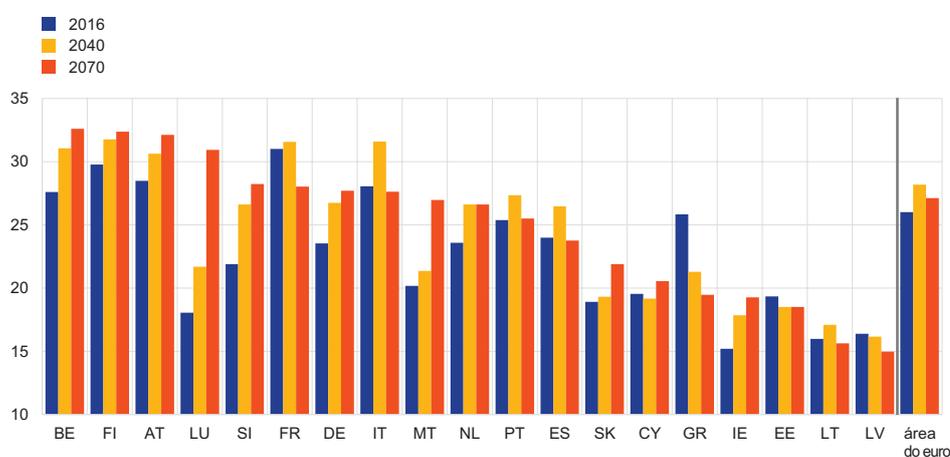
¹⁶ Em comparação com o anterior relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2015, projeta-se que as despesas públicas totais com o envelhecimento demográfico na área do euro aumentem 0.6 pontos percentuais mais entre 2016 e 2060, que correspondia à data-limite das projeções anteriores. Porém, o nível projetado das despesas com o envelhecimento demográfico em 2060 mantém-se praticamente inalterado, em 27.6% do PIB, devido à revisão em baixa do nível de 2016.

diferem consideravelmente entre países, sendo que se espera que esta divergência aumente na parte final do horizonte da projeção. Em 2070, projeta-se que as despesas com o envelhecimento demográfico sejam mais elevadas na Bélgica, Luxemburgo, Áustria e Finlândia, atingindo níveis acima de 30% do PIB, em comparação com cerca de 15% do PIB na Letónia e na Lituânia (Gráfico A). Ao longo do horizonte de projeção, as despesas com o envelhecimento demográfico deverão aumentar em 11 países, permanecendo globalmente inalteradas em quatro países e diminuindo em quatro países. Projeta-se que os aumentos mais substanciais se verifiquem no Luxemburgo, seguido de Malta, Eslovénia e Bélgica, enquanto as maiores descidas se deverão observar na Grécia e em França (Gráfico B).

Gráfico A

Despesas públicas totais com o envelhecimento demográfico

(percentagens do PIB; 2016, 2040 e 2070)

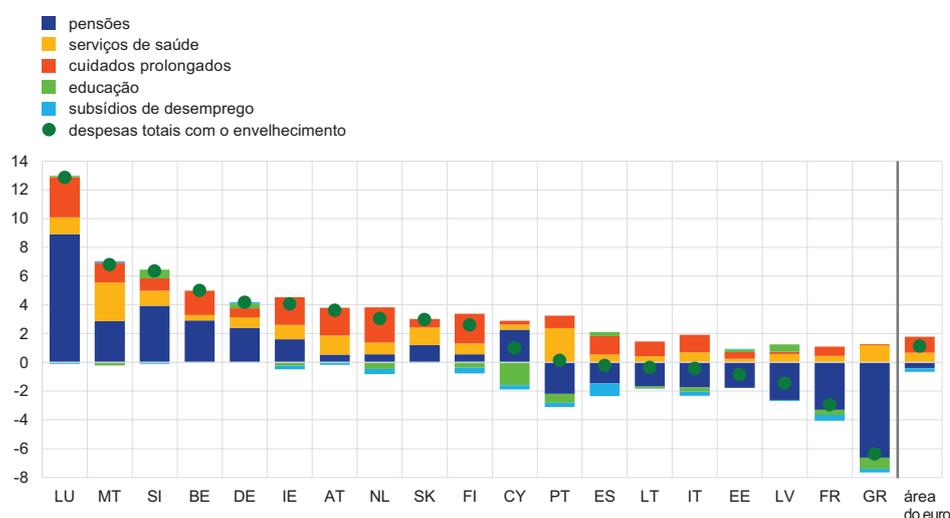


Fontes: Relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2018 e cálculos do BCE.
Nota: Média ponderada para a área do euro.

Gráfico B

Variações das despesas públicas totais com o envelhecimento demográfico e respetivas componentes

(pontos percentuais do PIB; 2016-2070)



Fontes: Relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2018 e cálculos do BCE.
Nota: Média ponderada para a área do euro.

As projeções das despesas totais com o envelhecimento demográfico são grandemente influenciadas pelas despesas com pensões públicas, seguidas das despesas com serviços de saúde e cuidados prolongados¹⁷.

Em média, as despesas com pensões públicas na área do euro deverão aumentar 1.3 pontos percentuais do PIB até 2040, mas diminuir 0.4 pontos percentuais do PIB ao longo do horizonte de projeção, para 11.9% do PIB em 2070. Verifica-se, no entanto, uma heterogeneidade significativa entre países. As despesas com pensões públicas são o principal fator impulsionador do aumento das despesas com o envelhecimento demográfico na Bélgica, Luxemburgo, Eslovénia, Alemanha, Malta e Chipre, ao mesmo tempo que contribuem substancialmente para a redução das despesas com o envelhecimento demográfico na Grécia e em França. Pelo contrário, em todos os países, as despesas com serviços de saúde e cuidados prolongados dão um contributo positivo para a variação das despesas totais com o envelhecimento demográfico, não obstante uma grande heterogeneidade entre países (Gráfico B).

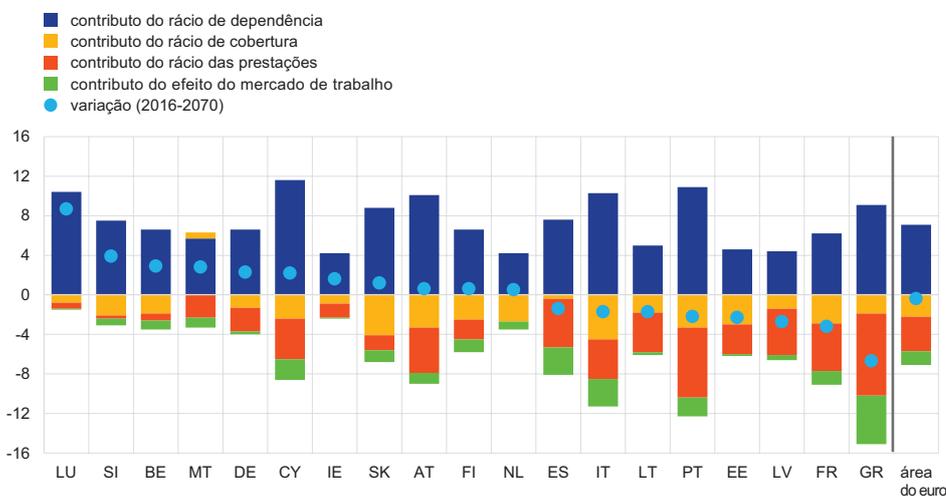
A dinâmica das despesas com pensões públicas é impulsionada por fatores opostos. Por um lado, a subida do rácio de dependência da população idosa devido ao envelhecimento demográfico deverá agravar as pressões sobre as despesas com pensões em todos os países. Por outro lado, prevê-se que este impacto seja compensado pelas descidas projetadas nos outros fatores, nomeadamente: i) o rácio das prestações, ii) o rácio de cobertura, e iii) o efeito do mercado de trabalho (Gráfico C). A redução do rácio das prestações (ou seja, prestações de reforma em relação aos salários) reflete reformas anteriores que reduzem a acumulação de prestações de reforma, mas também pressupostos relativamente favoráveis no que diz respeito à produtividade do trabalho e à produtividade total dos fatores através do seu impacto nos salários. Projeta-se que o rácio de cobertura (ou seja, o número de reformados em relação ao número de indivíduos com 65 anos ou mais) diminua em quase todos os países, devido sobretudo a medidas de restrição do acesso à reforma antecipada e ao aumento da idade de reforma legal. Por último, projeta-se que o efeito do mercado de trabalho (ou seja, o impacto sobre as despesas com pensões de alterações no mercado de trabalho que afetam o emprego, o horário laboral e a taxa de participação da população idosa) se reduza devido ao impacto das reformas (por exemplo, ao incentivar o prolongamento da atividade profissional) e ao pressuposto de que a taxa de desemprego converge no sentido de uma taxa estrutural mais baixa no longo prazo. Em termos globais, a evolução projetada para as despesas com pensões deve-se não apenas a anteriores esforços de reformas, mas também a pressupostos subjacentes parcialmente favoráveis.

¹⁷ Em 2016, quase metade das despesas totais com o envelhecimento demográfico consistia em despesas com pensões (45%), com percentagens menores associadas aos serviços de saúde (27%), educação (18%), cuidados prolongados (6%) e subsídios de desemprego (3%).

Gráfico C

Fatores impulsionadores das projeções das despesas com pensões

(pontos percentuais do PIB; 2016-2070)



Fontes: Relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2018 e cálculos do BCE.
Nota: Média ponderada para a área do euro.

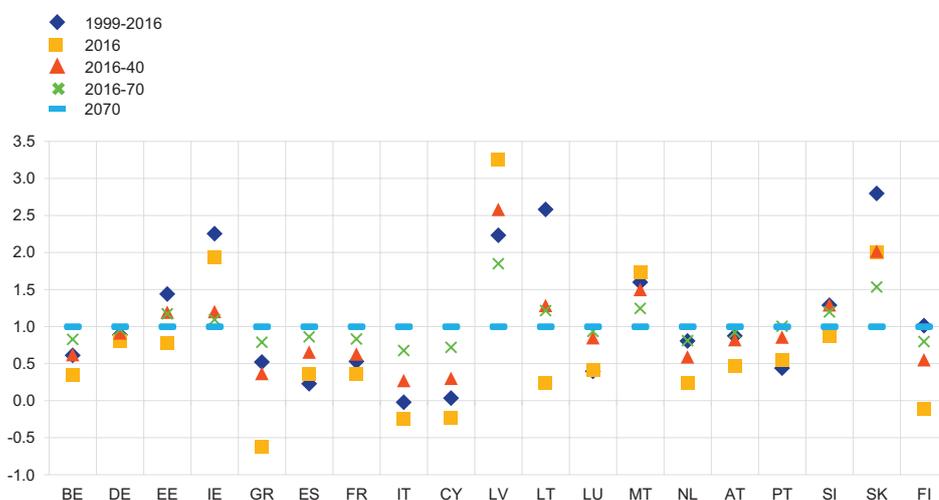
As projeções do relatório sobre o envelhecimento demográfico estão expostas a riscos adversos significativos resultantes de pressupostos subjacentes favoráveis.

Caso os pressupostos demográficos e macroeconómicos subjacentes não se concretizem, tal resultará num aumento considerável das despesas com o envelhecimento demográfico. Presume-se que a produtividade total dos fatores converge no sentido de uma taxa de crescimento de 1% por ano no longo prazo em todos os países, o que implica uma forte melhoria na maior parte dos países em relação aos atuais valores (Gráfico D). Acresce que se projeta que o desemprego estrutural diminua para uma taxa média de 6.8% no longo prazo, face a 10.2% em 2016. Embora as projeções sejam elaboradas com base no pressuposto de políticas inalteradas, é, porém, muito improvável que seja possível atingir níveis de produtividade significativamente mais elevados e taxas de desemprego estrutural mais baixas sem a implementação de reformas estruturais importantes. Além disso, para vários países, as projeções demográficas do Eurostat afiguram-se otimistas quando comparadas com as projeções elaboradas pelas autoridades nacionais ou pelas Nações Unidas.

Gráfico D

Produtividade total dos fatores: taxas de crescimento passadas, atuais e projetadas

(percentagens por ano)



Fontes: Relatório sobre o envelhecimento demográfico de 2018, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Outros riscos dizem respeito ao retrocesso de reformas já em curso.

O relatório parte do princípio de que todas as reformas dos regimes de pensões objeto de legislação nos últimos anos serão plenamente implementadas. No entanto, em alguns países (por exemplo, Itália e Espanha), parece existir um forte risco de que as reformas dos regimes de pensões anteriormente adotadas se venham a inverter. Acresce que o risco de retrocessos nas reformas poderá aumentar no caso de países que atualmente projetam grandes descidas nos rácios das prestações de reforma. Alternativamente, em casos destes, o risco de aumentar continuamente as transferências do sistema de segurança social poderá crescer caso os sistemas privados de pensões não consigam colmatar as lacunas.

Em termos globais, são necessários mais esforços de reforma em vários países para refrear o aumento esperado das despesas públicas com o envelhecimento demográfico numa conjuntura de níveis de dívida pública já elevados. Neste contexto, será importante que os países tomem novas medidas de política decisivas e incrementem os seus esforços de reforma estrutural no domínio das pensões, serviços de saúde e cuidados prolongados.

5 **Recomendações específicas por país em matéria de política orçamental no âmbito do Semestre Europeu de 2018**

Por Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Nadine Leiner-Killinger

Em 23 de maio, a Comissão Europeia emitiu o Pacote da Primavera de 2018 do Semestre Europeu, contendo recomendações de política dirigidas a cada um dos Estados-Membros. O pacote inclui recomendações específicas por país em matéria de política económica e orçamental dirigidas aos Estados-Membros da UE¹⁸. Inclui igualmente as recomendações relativas à aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) da União Europeia para vários países¹⁹. No que se refere às políticas orçamentais, as recomendações incidem em especial no cumprimento por parte dos Estados-Membros dos termos do PEC com base nas previsões da primavera da Comissão Europeia de 2018 e na avaliação pela Comissão dos planos políticos dos países refletidos nas atualizações dos programas de estabilidade e convergência divulgadas em abril. O exercício do Semestre Europeu deste ano é importante, em particular a fim de evitar a recorrência de erros cometidos antes da crise financeira, quando não foram criadas reservas orçamentais suficientes em períodos de conjuntura económica favoráveis e a recessão que se seguiu foi acentuada pela necessidade repentina de uma maior restritividade orçamental pró-cíclica. Neste contexto, a presente caixa analisa as recomendações em matéria de política orçamental dirigidas a 18 países da área do euro (excluindo a Grécia).

O Pacote da Primavera aponta para a melhoria das posições orçamentais nos países da área do euro, mas também para uma divergência considerável entre países, visto que os rácios da dívida pública elevados ainda tornam alguns países vulneráveis a choques. De acordo com as previsões económicas da primavera da Comissão Europeia de 2018, dez países da área do euro alcançaram (ou ultrapassaram) os seus objetivos de médio prazo (OMP) ou atingiram situações orçamentais estruturais próximas dos seus OMP em 2017 (ver Gráfico A). Tal deverá ajudar a reduzir os rácios da dívida pública e impulsionar as finanças públicas tendo em vista uma possível contração. Paralelamente, vários países mantêm-se distantes dos seus OMP, em particular países com rácios do PIB em relação à dívida pública superiores a 90% do PIB. Os níveis elevados de dívida pública tornam as finanças públicas vulneráveis a contrações macroeconómicas no futuro. Implicam também o risco de que as políticas orçamentais possam ser

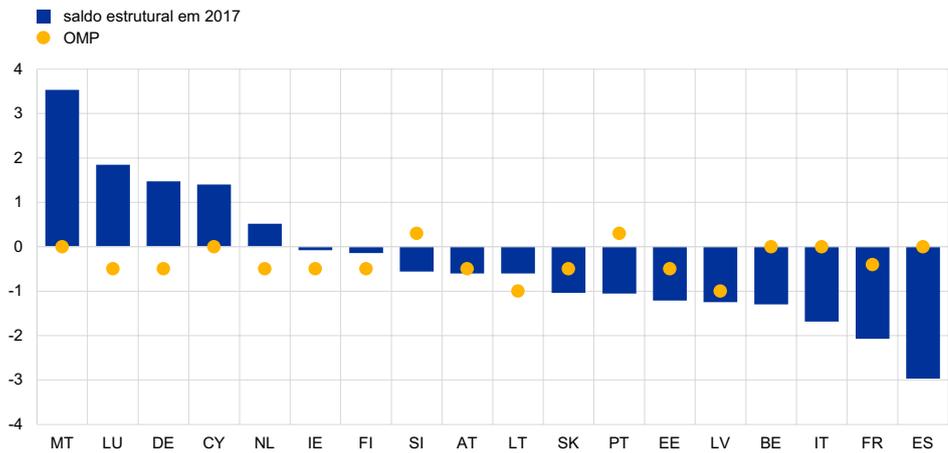
¹⁸ À exceção da Grécia, onde a monitorização do desempenho orçamental prosseguirá no âmbito do programa do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) ao longo de toda a sua duração (ou seja, até agosto de 2018). Por conseguinte, a Grécia esteve isenta da obrigação de submeter um plano orçamental de médio prazo (Programa de Estabilidade) e um Programa Nacional de Reforma em abril, e não foi objeto de recomendações.

¹⁹ As recomendações específicas por país foram finalizadas e aprovadas pelos ministros da Economia e das Finanças dos Estados-Membros em 22 de junho. Prevê-se que sejam aprovadas pelo Conselho Europeu em 28-29 de junho. A adoção destas recomendações pelo Conselho dos Assuntos Económicos e Financeiros (Conselho ECOFIN) na reunião marcada para 13 de julho encerrará formalmente o Semestre Europeu de 2018.

sujeitas a maior restritividade em períodos durante os quais se justificaria deixar as propriedades estabilizadoras das políticas orçamentais atuar para suportar a economia²⁰.

Gráfico A
Saldos estruturais em 2017 e OMP

(percentagens do PIB)



Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico ilustra os saldos estruturais dos países em 2017 e respetivos OMP. De acordo com o vade-mécum da Comissão Europeia relativo ao Pacto de Estabilidade e Crescimento, considera-se que os países com um saldo estrutural dentro da margem de tolerância do OMP de 0.25% do PIB atingiram o respetivo OMP.

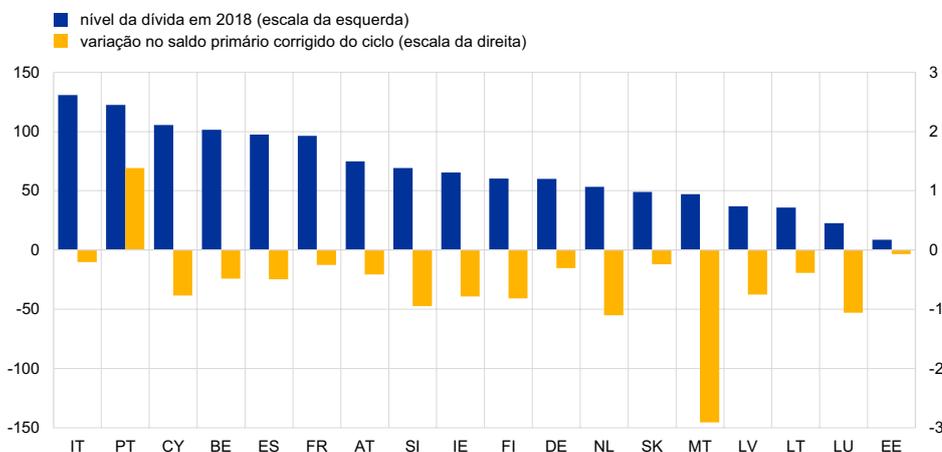
As políticas orçamentais deverão ser expansionistas na grande maioria dos Estados-Membros em 2018, incluindo em países com uma elevada dívida pública. De acordo com as previsões da Comissão Europeia, a orientação orçamental medida pela variação do saldo primário corrigido do ciclo será expansionista em quase todos os países da área do ano durante este ano (ver Gráfico B). Tal reflete o facto de se prever que vários países que atingiram os seus OMP em 2017 gastem parte dos seus excedentes orçamentais. Porém, a orientação expansionista prevista é também um reflexo da menor restritividade orçamental em países com rácios da dívida ainda elevados e novas necessidades de consolidação.

²⁰ Para uma panorâmica das consequências económicas da dívida pública elevada, ver o artigo intitulado "Government debt reduction strategies in the euro area", *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016.

Gráfico B

Rácio da dívida pública em relação ao PIB e orientação orçamental: 2018

(escala da esquerda: percentagens do PIB; escala da direita: pontos percentuais do PIB)



Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos do BCE.

Nota: A orientação orçamental é medida como uma variação do saldo primário corrigido do ciclo.

De facto, de acordo com as projeções da Comissão Europeia, a maior parte dos países que ainda não atingiram posições orçamentais robustas não conseguirão cumprir os compromissos assumidos no âmbito do PEC em 2018. Entre os sete países da área do euro considerados pela Comissão como estando em risco de desvios significativos face à vertente preventiva do PEC em 2018, quatro países – Bélgica, França, Itália e Portugal – têm rácios da dívida superiores a 90% do PIB. Além disso, embora se projete que Espanha, que é o único país objeto de um procedimento por défice excessivo (PDE) em 2018, cumpra o seu prazo de correção do PDE de 2018, este feito oculta uma deterioração significativa do saldo estrutural, o que contrasta com a melhoria recomendada²¹.

Embora, no geral, as recomendações específicas por país reflitam o princípio orientador de aproveitamento dos períodos de conjuntura económica favorável para repor as reservas, aplicam-se algumas exceções à abordagem clássica²².

No caso de Espanha e da Eslovénia, as recomendações específicas por país preveem requisitos de esforço estrutural para 2019 abaixo dos acordados ao abrigo da matriz da vertente preventiva do PEC, mais especificamente 0.65% do PIB em vez de 1% do PIB²³. O desvio face ao requisito matricial tem por base uma apreciação económica, em particular no que respeita ao elevado desemprego. A avaliação

²¹ Segundo as previsões da primavera da Comissão de 2018, a Espanha não cumprirá o objetivo de um défice nominal de 2.2% do PIB estabelecido no PDE (em cerca de 0.4 pontos percentuais do PIB) devido à deterioração significativa do saldo estrutural (de 0.3 pontos percentuais, por oposição à melhoria recomendada de 0.5 pontos percentuais).

²² Ver também a Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu, ao Comité das Regiões e ao Banco Europeu de Investimento: "Semestre Europeu 2018 – Recomendações específicas por país", COM(2018) 400 final.

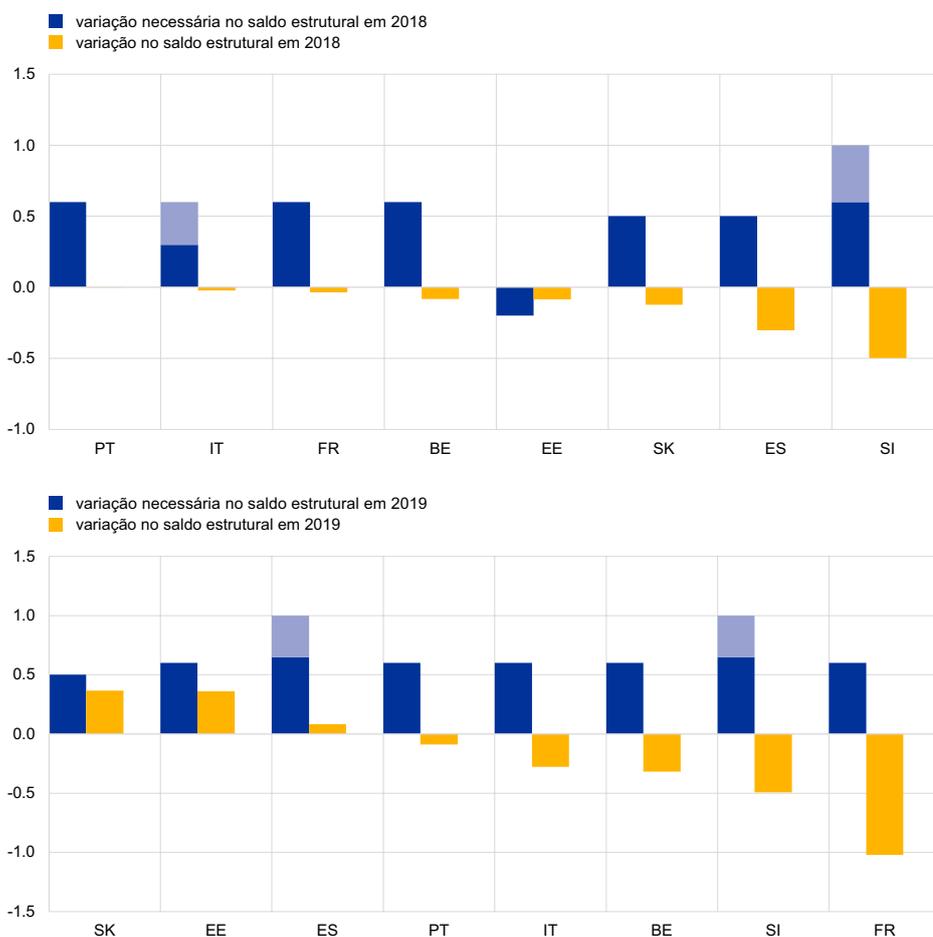
²³ Esta matriz diferencia as necessidades de ajustamento de acordo com os níveis de desvio do produto e de dívida pública. Tem por base o princípio de que os períodos de conjuntura económica favorável e elevada dívida pública justificam maiores necessidades de ajustamento. Para uma avaliação deste tema, ver a caixa intitulada "Flexibility within the Stability and Growth Pact", *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2015.

ex post do cumprimento dos termos do PEC em 2019 admitirá uma margem de desvio face aos resultados em 2018. Esta abordagem decorre da redução “discricionária” dos requisitos de ajustamento relativos a dois países em 2018, de 0.6% para 0.3% do PIB em Itália, e de 1% para 0.6% do PIB na Eslovénia (ver Gráfico C), neste caso sem margem de desvio adicional. Esta aplicação do PEC faz-se à custa da redução da transparência, coerência e previsibilidade do quadro.

Gráfico C

Requisitos de ajustamento ao abrigo do PEC em 2018 e 2019 para os países da área do euro que não atingiram o respetivo OMP em 2017

(pontos percentuais do PIB)



Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos do BCE.

Notas: Os requisitos de esforço estrutural para cada ano são os estabelecidos nas recomendações específicas por país. Para 2019, são quantificados nas recomendações específicas por país relativas às políticas orçamentais ao abrigo do Semestre Europeu de 2018. As áreas sombreadas a azul-claro nas barras respetivas refletem o facto de os requisitos de ajustamento serem inferiores aos previstos ao abrigo da matriz da vertente preventiva. Para 2019, as previsões da Comissão têm por base um cenário de políticas inalteradas caso não exista um orçamento para esse ano.

As recomendações específicas por país advertem os países que atingiram ou ultrapassaram os seus OMP para que aproveitem a margem de manobra orçamental para aumentar o produto potencial. Porém, é necessário algum cuidado, na medida em que os excedentes orçamentais também refletem fatores favoráveis de um ciclo robusto que se inverterá no futuro. É por esta razão que a evolução da despesa deve ser acompanhada de perto.

Em 23 de maio, a Comissão Europeia emitiu também recomendações dirigidas a alguns países da área do euro quanto à aplicação do PEC.

A Comissão adotou relatórios relativamente à Bélgica e à Itália ao abrigo do artigo 126.º, n.º 3, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, nos quais se avalia o cumprimento do critério da dívida estabelecido no Tratado. No caso da Itália, a Comissão concluiu que se devia considerar que o critério da dívida tinha “sido cumprido nesse momento” visto que se considerava que as políticas orçamentais tinham sido globalmente conformes à vertente preventiva do PEC em 2017. No caso da Bélgica, o relatório da Comissão conclui que não existem evidências robustas suficientes para concluir que a Bélgica não cumpriu os requisitos da vertente preventiva. Por conseguinte, não chega a uma conclusão definitiva quanto ao cumprimento do critério da dívida. Dado que se prevê que ambos os países se desviem consideravelmente dos requisitos da vertente preventiva do PEC durante este ano, a Comissão reavaliará o cumprimento das regras orçamentais com base em dados *ex post* referentes a 2018. Porém, o tratamento do “cumprimento global” da vertente preventiva como fator de relevância primordial, ao mesmo tempo que se ignora os desvios no cumprimento do valor de referência para a redução da dívida, limita a eficácia da regra da dívida. Tal acarreta o risco de a dívida elevada não ser reduzida com suficiente rapidez²⁴. Por último, a Comissão recomendou revogar o PDE relativamente à França no respetivo prazo de 2017, tendo o Conselho adotado a decisão correspondente em 22 de junho.

A recente volatilidade nos mercados financeiros realça a necessidade de aproveitar a atual conjuntura macroeconómica favorável de modo mais decisivo por forma a criar reservas orçamentais e reduzir a dívida elevada.

As regras orçamentais acordadas na UE devem assim, ser cumpridas e aplicadas plena e coerentemente nos vários países e ao longo do tempo. Tal é indispensável para que se forme a confiança na moeda comum e se progrida no sentido da conclusão da União Económica e Monetária.

²⁴ Para uma avaliação do funcionamento da regra da dívida estabelecida no PEC, ver o artigo intitulado “Government debt reduction strategies in the euro area”, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016.

Estatísticas

Índice

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

Mais informações

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sinais convencionais usados nos quadros

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

1 Conjuntura externa

1.1 Principais parceiros comerciais, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (variações percentuais em cadeia)						IPC (taxas de variação homólogas (%))						
	G20	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China	Por memória: área do euro	Países da OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IHPC)	Japão	China	Por memória: área do euro ²⁾ (IHPC)
							Total	excluindo produtos alimentares e energéticos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	3.5	2.9	2.3	1.4	6.9	2.1	0.6	1.7	0.1	0.0	0.8	1.4	0.0
2016	3.2	1.5	1.9	1.0	6.7	1.8	1.1	1.8	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2
2017	3.8	2.3	1.8	1.7	6.8	2.4	2.3	1.8	2.1	2.7	0.5	1.6	1.5
2017 T2	1.0	0.8	0.2	0.5	1.8	0.7	2.1	1.8	1.9	2.7	0.4	1.4	1.5
T3	1.0	0.8	0.5	0.5	1.8	0.7	2.2	1.8	2.0	2.8	0.6	1.6	1.4
T4	1.0	0.7	0.4	0.3	1.6	0.7	2.3	1.9	2.1	3.0	0.6	1.8	1.4
2018 T1	0.9	0.5	0.1	-0.2	1.4	0.4	2.2	1.9	2.2	.	1.3	2.2	1.3
2017 Dez.	-	-	-	-	-	-	2.3	1.9	2.1	3.0	1.0	1.8	1.4
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	2.2	1.8	2.1	3.0	1.4	1.5	1.3
Fev.	-	-	-	-	-	-	2.2	1.9	2.2	2.7	1.5	2.9	1.1
Mar.	-	-	-	-	-	-	2.3	2.0	2.4	2.5	1.1	2.1	1.3
Abr.	-	-	-	-	-	-	.	.	2.5	2.4	0.6	1.8	1.2
Maio ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	2.8	2.4	.	.	1.9

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

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

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

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

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

	Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão; c.s.)									Importações de mercadorias ¹⁾		
	Índice de Gestores de Compras composto						Índice de Gestores de Compras mundial ²⁾			Mundiais	Economias avançadas	Economias de mercado emergentes
	Mundial ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China	Por memória: área do euro	Indústria transformadora	Serviços	Novas encomendas de exportação			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2015	53.1	55.8	56.2	51.4	50.4	53.8	51.8	53.7	50.4	1.1	3.6	-0.4
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.8	52.0	50.2	1.1	1.2	1.0
2017	53.3	54.3	54.7	52.5	51.8	56.4	53.9	53.8	52.8	5.4	3.1	6.9
2017 T2	53.1	53.6	54.8	53.0	51.3	56.6	52.5	53.3	51.6	0.2	1.5	-0.6
T3	53.3	54.9	54.1	51.8	51.9	56.0	52.7	53.5	51.9	1.4	1.0	1.6
T4	53.4	54.6	55.2	52.6	51.9	57.2	53.5	53.4	52.1	1.5	1.7	1.4
2018 T1	53.6	54.6	53.4	52.1	53.0	57.0	53.8	53.5	52.2	2.5	0.8	3.6
2017 Dez.	53.4	54.1	54.9	52.2	53.0	58.1	54.2	53.1	52.5	1.5	1.7	1.4
2018 Jan.	53.5	53.8	53.4	52.8	53.7	58.8	54.5	53.2	53.2	3.0	2.8	3.1
Fev.	54.3	55.8	54.5	52.2	53.3	57.1	53.8	54.5	52.3	2.9	2.5	3.2
Mar.	52.8	54.2	52.4	51.3	51.8	55.2	52.9	52.8	51.2	2.5	0.8	3.6
Abr.	53.6	54.9	53.2	53.1	52.3	55.1	53.5	53.6	50.3	.	.	.
Maio	54.1	56.6	54.5	51.7	52.3	54.1	52.8	54.4	50.2	.	.	.

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) 1	Depósitos a 1 mês (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2015	-0.11	-0.07	-0.02	0.05	0.17	0.32	0.09
2016	-0.32	-0.34	-0.26	-0.17	-0.03	0.74	-0.02
2017	-0.35	-0.37	-0.33	-0.26	-0.15	1.26	-0.02
2017 Nov.	-0.35	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.43	-0.03
Dez.	-0.34	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.60	-0.02
2018 Jan.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.73	-0.03
Fev.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.87	-0.06
Mar.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	2.17	-0.05
Abr.	-0.37	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	2.35	-0.04
Mai	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	2.34	-0.03

Fonte: BCE.

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

2.2 Curvas de rendimentos

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

	Taxas à vista					Diferenciais			Taxas instantâneas dos contratos a prazo			
	Área do euro ^{1), 2)}					Área do euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Área do euro ^{1), 2)}			
	3 meses 1	1 ano 2	2 anos 3	5 anos 4	10 anos 5	10 anos - 1 ano 6	10 anos - 1 ano 7	10 anos - 1 ano 8	1 ano 9	2 anos 10	5 anos 11	10 anos 12
2015	-0.45	-0.40	-0.35	0.02	0.77	1.17	1.66	1.68	-0.35	-0.22	0.82	1.98
2016	-0.93	-0.82	-0.80	-0.47	0.26	1.08	1.63	1.17	-0.78	-0.75	0.35	1.35
2017	-0.78	-0.74	-0.64	-0.17	0.52	1.26	0.67	0.83	-0.66	-0.39	0.66	1.56
2017 Nov.	-0.78	-0.76	-0.70	-0.28	0.44	1.20	0.79	0.88	-0.73	-0.52	0.56	1.52
Dez.	-0.78	-0.74	-0.64	-0.17	0.52	1.26	0.67	0.83	-0.66	-0.39	0.66	1.56
2018 Jan.	-0.63	-0.64	-0.52	0.05	0.71	1.35	0.81	1.07	-0.59	-0.21	0.96	1.60
Fev.	-0.66	-0.68	-0.57	0.01	0.71	1.39	0.80	0.81	-0.64	-0.26	0.96	1.65
Mar.	-0.67	-0.70	-0.61	-0.10	0.55	1.25	0.65	0.61	-0.67	-0.35	0.75	1.47
Abr.	-0.63	-0.66	-0.57	-0.04	0.63	1.29	0.72	0.73	-0.63	-0.30	0.85	1.56
Mai	-0.63	-0.72	-0.69	-0.25	0.40	1.12	0.63	0.73	-0.76	-0.52	0.57	1.34

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Índices bolsistas

(níveis dos índices em pontos; médias do período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japão
	De referência		Índices dos principais setores										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice alargado 1	50 2	Matérias-primas 3	Serviços de consumo 4	Bens de consumo 5	Petróleo e gás 6	Finan- ceiros 7	Indus- triais 8	Tecno- logias 9	Serviços básicos 10	Teleco- muni- cações 11	Cuida- dos de saúde 12	13	14
2015	356.2	3 444.1	717.4	261.9	628.2	299.9	189.8	500.6	373.2	278.0	377.7	821.3	2 061.1	19 203.8
2016	321.6	3 003.7	620.7	250.9	600.1	278.9	148.7	496.0	375.8	248.6	326.9	770.9	2 094.7	16 920.5
2017	376.9	3 491.0	757.3	268.6	690.4	307.9	182.3	605.5	468.4	272.7	339.2	876.3	2 449.1	20 209.0
2017 Nov.	391.7	3 601.4	802.3	269.2	727.7	315.4	188.3	640.6	508.6	294.8	317.3	854.9	2 593.6	22 525.1
Dez.	389.7	3 564.7	796.2	274.9	719.0	313.5	189.1	641.2	491.3	291.3	316.1	839.7	2 664.3	22 769.9
2018 Jan.	398.4	3 612.2	822.3	276.1	731.7	323.4	196.3	661.2	504.6	284.9	312.6	848.1	2 789.8	23 712.2
Fev.	380.6	3 426.7	783.7	264.7	703.6	306.9	190.1	629.7	488.3	263.2	291.3	792.0	2 705.2	21 991.7
Mar.	375.9	3 374.3	769.1	258.0	699.7	308.0	183.6	622.9	498.9	268.9	292.0	775.6	2 702.8	21 395.5
Abr.	383.3	3 457.6	772.6	260.7	724.8	331.3	185.5	627.7	496.3	281.3	302.6	789.1	2 653.6	21 868.8
Mai	392.3	3 537.1	806.4	272.3	735.3	351.0	182.5	653.1	527.3	287.9	302.6	819.1	2 701.5	22 590.1

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

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

	Depósitos				Empréstimos renováveis e descobertos	Crédito renovado de cartão de crédito	Crédito ao consumo			Empréstimos a empresas individuais e sociedades irregulares	Crédito à habitação				Indicador compósito do custo dos empréstimos		
	Over-night	Reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Com prazo acordado				Por fixação inicial de taxa	TAEG ³⁾	Por período de fixação inicial de taxa								
			Até 2 anos	Superior a 2 anos					Taxa variável e até 1 ano		Superior a 1 ano	Taxa variável e até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 e até 10 anos		Superior a 10 anos	
																	1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16						
2017	Maio	0.05	0.46	0.39	0.81	6.32	16.70	5.09	5.78	6.22	2.46	1.73	1.90	1.90	1.87	2.23	1.87
	Jun.	0.05	0.46	0.38	0.77	6.30	16.82	4.68	5.74	6.19	2.43	1.69	1.89	1.91	1.89	2.22	1.87
	Jul.	0.05	0.45	0.38	0.76	6.26	16.81	4.95	5.84	6.28	2.38	1.75	1.91	1.90	1.90	2.22	1.88
	Ago.	0.05	0.44	0.35	0.75	6.24	16.80	5.32	5.89	6.34	2.38	1.75	2.00	1.92	1.94	2.21	1.91
	Set.	0.05	0.44	0.35	0.74	6.27	16.80	5.07	5.71	6.21	2.37	1.70	1.93	1.96	1.96	2.20	1.89
	Out.	0.05	0.44	0.35	0.75	6.23	16.80	4.94	5.68	6.16	2.43	1.68	1.91	1.93	1.96	2.18	1.88
	Nov.	0.04	0.44	0.33	0.75	6.21	16.80	4.73	5.69	6.14	2.38	1.67	1.92	1.95	1.94	2.16	1.87
	Dez.	0.04	0.44	0.34	0.73	6.09	16.84	4.47	5.39	5.80	2.31	1.69	1.86	1.92	1.87	2.15	1.83
2018	Jan.	0.04	0.44	0.36	0.69	6.16	16.90	5.02	5.83	6.28	2.30	1.67	1.86	1.91	1.90	2.14	1.84
	Fev.	0.04	0.44	0.34	0.69	6.20	16.86	4.72	5.70	6.19	2.36	1.64	1.88	1.93	1.91	2.14	1.84
	Mar.	0.04	0.45	0.35	0.67	6.14	16.87	4.71	5.57	6.05	2.34	1.64	1.85	1.95	1.91	2.15	1.84
	Abr. ^(p)	0.04	0.45	0.34	0.61	6.10	16.76	4.91	5.67	6.14	2.36	1.62	1.85	1.96	1.89	2.13	1.83

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 compósito do custo dos empréstimos	
	Over-night	Com prazo acordado			de valor até 0.25 milhões de euros			de valor entre 0.25 milhões e 1 milhão de euros			de valor superior a 1 milhão de euros				
		Até 2 anos	Superior a 2 anos		Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano	Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano	Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano		
															1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
14															
2017	Maio	0.05	0.10	0.43	2.52	2.49	2.77	2.40	1.76	1.74	1.76	1.20	1.47	1.64	1.76
	Jun.	0.04	0.06	0.43	2.51	2.46	2.68	2.36	1.74	1.72	1.71	1.27	1.43	1.56	1.76
	Jul.	0.04	0.11	0.35	2.45	2.45	2.76	2.38	1.75	1.75	1.76	1.23	1.34	1.67	1.74
	Ago.	0.04	0.10	0.36	2.44	2.49	2.71	2.43	1.74	1.79	1.82	1.24	1.44	1.59	1.75
	Set.	0.04	0.07	0.44	2.43	2.44	2.73	2.41	1.71	1.69	1.77	1.19	1.47	1.59	1.73
	Out.	0.04	0.11	0.40	2.40	2.39	2.69	2.38	1.70	1.66	1.73	1.23	1.35	1.61	1.73
	Nov.	0.04	0.08	0.30	2.36	2.43	2.61	2.37	1.71	1.62	1.72	1.23	1.33	1.57	1.71
	Dez.	0.04	0.06	0.32	2.36	2.40	2.46	2.31	1.70	1.67	1.71	1.34	1.28	1.53	1.71
2018	Jan.	0.04	0.05	0.39	2.35	2.39	2.51	2.33	1.65	1.61	1.72	1.12	1.37	1.60	1.67
	Fev.	0.04	0.09	0.42	2.36	2.37	2.48	2.33	1.66	1.62	1.74	1.18	1.34	1.63	1.70
	Mar.	0.04	0.08	0.40	2.33	2.42	2.53	2.34	1.67	1.61	1.70	1.26	1.39	1.66	1.73
	Abr. ^(p)	0.03	0.06	0.34	2.34	2.36	2.42	2.33	1.68	1.61	1.74	1.23	1.29	1.65	1.70

Fonte: BCE.

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

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

2 Evolução financeira

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

	Saldos							Emissões brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas	
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Sociedades de titularização	Administração central	Outras administrações públicas			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Administração central	Outras administrações públicas	
														3	4	5	6	7	10	11	12	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Curto prazo														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2017 Nov.	1 281	527	153	.	81	460	61	354	159	48	.	34	87	25
Dez.	1 240	519	155	.	70	438	57	305	139	51	.	30	55	29
2018 Jan.	1 270	532	153	.	77	447	61	400	195	38	.	41	91	36
Fev.	1 276	540	148	.	80	444	65	351	172	38	.	34	78	30
Mar.	1 284	541	140	.	84	453	67	378	167	53	.	41	84	33
Abr.	1 300	539	150	.	93	450	69	391	177	49	.	43	73	49
Longo prazo														
2015	15 249	3 786	3 285	.	1 060	6 481	637	216	68	46	.	13	80	9
2016	15 397	3 695	3 233	.	1 186	6 643	641	219	62	53	.	18	78	8
2017	15 352	3 560	3 140	.	1 190	6 819	642	248	66	75	.	17	83	7
2017 Nov.	15 373	3 594	3 129	.	1 188	6 819	643	227	55	64	.	23	77	8
Dez.	15 352	3 560	3 140	.	1 190	6 819	642	212	46	93	.	14	52	6
2018 Jan.	15 369	3 569	3 149	.	1 174	6 841	636	302	99	75	.	14	109	5
Fev.	15 375	3 566	3 144	.	1 171	6 864	629	216	57	52	.	12	88	7
Mar.	15 442	3 580	3 151	.	1 183	6 904	624	285	68	89	.	24	96	7
Abr.	15 434	3 581	3 158	.	1 187	6 884	624	227	60	64	.	14	85	4

Fonte: BCE.

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

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

(EUR mil milhões; variações em percentagem)

	Títulos de dívida							Ações cotadas			
	Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM	Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Sociedades de titularização	Administração central	Outras administrações públicas				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo											
2015	16 518.3	4 303.1	3 431.9	.	1 122.0	6 958.9	702.4	6 814.4	584.3	985.3	5 244.9
2016	16 638.4	4 212.9	3 368.4	.	1 245.5	7 108.1	703.5	7 089.5	537.6	1 097.8	5 454.1
2017	16 591.6	4 079.1	3 295.3	.	1 260.1	7 257.3	699.8	7 954.8	613.6	1 261.9	6 079.3
2017 Nov.	16 654.7	4 120.6	3 282.4	.	1 268.4	7 279.8	703.5	8 001.5	638.4	1 248.2	6 114.8
Dez.	16 591.6	4 079.1	3 295.3	.	1 260.1	7 257.3	699.8	7 954.8	613.6	1 261.9	6 079.3
2018 Jan.	16 639.3	4 101.8	3 301.9	.	1 250.8	7 287.7	697.1	8 204.1	666.7	1 332.0	6 205.4
Fev.	16 650.6	4 106.3	3 292.1	.	1 251.5	7 307.4	693.4	7 920.3	639.8	1 291.9	5 988.6
Mar.	16 725.7	4 120.9	3 290.6	.	1 267.7	7 356.1	690.5	7 814.0	600.0	1 252.3	5 961.7
Abr.	16 734.4	4 119.1	3 308.0	.	1 280.4	7 334.0	692.8	8 141.4	621.0	1 351.3	6 169.1
Taxa de crescimento											
2015	0.3	-7.0	5.7	.	4.9	1.8	0.6	1.1	4.2	1.6	0.6
2016	0.3	-3.0	-1.6	.	7.6	2.2	-0.1	0.5	1.2	0.9	0.4
2017	1.3	-0.5	0.0	.	6.3	2.2	0.5	1.1	6.1	2.8	0.3
2017 Nov.	1.1	-0.7	-0.2	.	6.5	1.9	0.4	1.0	6.1	2.8	0.1
Dez.	1.3	-0.5	0.0	.	6.3	2.2	0.5	1.1	6.1	2.8	0.3
2018 Jan.	1.2	-0.4	0.2	.	5.9	1.9	0.5	1.1	5.8	2.7	0.3
Fev.	1.3	-1.0	1.2	.	5.6	2.3	-0.8	0.9	3.1	2.8	0.4
Mar.	1.5	-0.1	1.9	.	6.0	2.0	-2.7	1.0	1.5	3.6	0.4
Abr.	1.5	0.4	0.9	.	5.9	2.0	-0.8	1.3	1.5	5.4	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	Real, deflator do PIB 4	Real, CUTIT ²⁾ 5	Real, CUTCE 6	Nominal 7	Real, IPC 8
2015	91.7	87.6	88.6	82.8	80.9	88.4	105.7	87.0
2016	94.4	89.5	90.9	84.9	80.1	89.4	109.7	88.9
2017	96.6	91.4	92.0	85.9	79.9	90.1	112.0	90.0
2017 T2	95.3	90.2	91.0	84.8	78.8	89.0	110.1	88.5
T3	98.6	93.2	93.8	87.7	80.7	91.7	114.5	91.8
T4	98.6	93.2	93.5	87.5	80.5	91.5	115.0	92.0
2018 T1	99.6	94.0	94.4	.	.	.	117.0	93.4
2017 Dez.	98.8	93.3	93.6	-	-	-	115.3	92.1
2018 Jan.	99.4	93.9	94.4	-	-	-	116.1	92.7
Fev.	99.6	93.9	94.4	-	-	-	117.3	93.6
Mar.	99.7	94.2	94.5	-	-	-	117.7	93.9
Abr.	99.5	93.9	94.0	-	-	-	117.9	93.9
Maio	98.1	92.9	92.6	-	-	-	116.6	93.2
				<i>Varição (%) face ao mês anterior</i>				
2018 Maio	-1.4	-1.1	-1.5	-	-	-	-1.1	-0.8
				<i>Varição (%) face ao ano anterior</i>				
2018 Maio	2.6	2.6	1.3	-	-	-	5.6	4.9

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
2015	6.973	7.614	27.279	7.459	309.996	134.314	4.184	0.726	4.4454	9.353	1.068	1.110
2016	7.352	7.533	27.034	7.445	311.438	120.197	4.363	0.819	4.4904	9.469	1.090	1.107
2017	7.629	7.464	26.326	7.439	309.193	126.711	4.257	0.877	4.5688	9.635	1.112	1.130
2017 T2	7.560	7.430	26.535	7.438	309.764	122.584	4.215	0.861	4.5532	9.692	1.084	1.102
T3	7.834	7.426	26.085	7.438	306.418	130.349	4.258	0.898	4.5822	9.557	1.131	1.175
T4	7.789	7.533	25.650	7.443	311.597	132.897	4.232	0.887	4.6189	9.793	1.162	1.177
2018 T1	7.815	7.438	25.402	7.447	311.027	133.166	4.179	0.883	4.6553	9.971	1.165	1.229
2017 Dez.	7.807	7.539	25.645	7.443	313.163	133.638	4.203	0.883	4.6348	9.937	1.169	1.184
2018 Jan.	7.840	7.436	25.452	7.445	309.269	135.255	4.163	0.883	4.6491	9.820	1.172	1.220
Fev.	7.807	7.440	25.320	7.446	311.735	133.293	4.165	0.884	4.6559	9.938	1.154	1.235
Mar.	7.798	7.438	25.429	7.449	312.194	130.858	4.209	0.883	4.6613	10.161	1.168	1.234
Abr.	7.735	7.421	25.365	7.448	311.721	132.158	4.194	0.872	4.6578	10.372	1.189	1.228
Maio	7.529	7.391	25.640	7.448	316.930	129.572	4.285	0.877	4.6404	10.342	1.178	1.181
							<i>Varição (%) face ao mês anterior</i>					
2018 Maio	-2.7	-0.4	1.1	0.0	1.7	-2.0	2.2	0.6	-0.4	-0.3	-0.9	-3.8
							<i>Varição (%) face ao ano anterior</i>					
2018 Maio	-1.1	-0.5	-3.5	0.1	2.3	4.4	2.0	2.5	1.9	6.5	8.0	6.8

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)												
2017 T1	25 245.3	25 690.0	-444.7	11 172.4	9 021.1	8 225.5	10 715.6	-60.7	5 181.5	5 953.3	726.6	14 231.8
T2	24 718.0	25 150.8	-432.8	10 918.3	8 790.0	8 148.6	10 598.6	-46.0	5 014.4	5 762.3	682.7	13 852.5
T3	24 554.9	24 904.9	-350.0	10 603.8	8 508.0	8 314.0	10 609.1	-57.2	5 019.4	5 787.9	674.8	13 740.7
T4	24 648.1	24 798.0	-149.8	10 561.0	8 510.7	8 499.4	10 594.2	-51.2	4 969.3	5 693.0	669.7	13 514.5
<i>Saldos em percentagem do PIB</i>												
2017 T4	220.6	222.0	-1.3	94.5	76.2	76.1	94.8	-0.5	44.5	51.0	6.0	121.0
Transações												
2017 T2	214.7	137.8	76.9	32.4	15.5	172.0	150.5	-0.5	12.3	-28.2	-1.4	-
T3	69.9	-56.9	126.9	-153.1	-146.3	188.2	53.8	-10.3	44.6	35.6	0.5	-
T4	147.0	-32.0	179.0	74.4	23.6	102.3	27.0	6.0	-37.5	-82.6	1.9	-
2018 T1	389.8	270.5	119.3	91.2	-1.0	147.5	113.2	-3.1	142.6	158.3	11.6	-
2017 Out.	230.0	182.2	47.8	74.5	42.3	30.5	-23.3	0.3	127.4	163.1	-2.7	-
Nov.	87.4	45.0	42.4	12.7	7.6	62.1	53.6	2.6	3.9	-16.2	6.2	-
Dez.	-170.3	-259.1	88.8	-12.8	-26.4	9.7	-3.3	3.1	-168.7	-229.5	-1.6	-
2018 Jan.	310.3	295.5	14.8	35.7	11.0	87.9	66.5	0.6	183.8	218.0	2.3	-
Fev.	92.2	73.9	18.4	25.0	20.6	29.6	-16.3	0.8	37.0	69.5	-0.1	-
Mar.	-12.7	-98.8	86.1	30.5	-32.6	30.0	63.0	-4.5	-78.2	-129.2	9.5	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses</i>												
2018 Mar.	821.5	319.5	502.0	44.9	-108.2	610.0	344.6	-8.0	162.0	83.1	12.6	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>												
2018 Mar.	7.3	2.8	4.5	0.4	-1.0	5.4	3.1	-0.1	1.4	0.7	0.1	-

Fonte: BCE.

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

3 Atividade económica

3.1 PIB e componentes da despesa

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

		PIB								Saldo externo ¹⁾			
		Total	Procura interna					Variação de existências ²⁾	Total	Expортаções ¹⁾	Importações ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		Preços correntes (EUR mil milhões)											
2015		10 519.9	10 014.4	5 735.4	2 171.8	2 077.6	1 016.3	637.9	417.9	29.5	505.5	4 868.4	4 362.9
2016		10 789.4	10 286.2	5 870.3	2 222.4	2 189.1	1 051.7	674.4	457.5	4.4	503.2	4 958.0	4 454.8
2017		11 171.9	10 639.7	6 054.9	2 275.5	2 290.5	1 116.2	711.1	457.7	18.8	532.2	5 312.5	4 780.3
2017	T2	2 782.5	2 657.3	1 510.1	566.9	573.7	278.1	176.0	118.2	6.6	125.2	1 315.0	1 189.8
	T3	2 811.2	2 672.3	1 518.1	571.2	574.3	280.7	179.6	112.6	8.7	138.9	1 331.8	1 192.9
	T4	2 836.0	2 689.7	1 528.5	575.3	584.4	285.6	184.0	113.3	1.6	146.3	1 368.4	1 222.1
2018	T1	2 854.9	2 715.0	1 542.8	577.1	590.9	291.3	183.8	114.4	4.1	139.9	1 367.5	1 227.6
<i>em percentagem do PIB</i>													
2017		100.0	95.2	54.2	20.4	20.5	10.0	6.4	4.1	0.2	4.8	-	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)													
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>													
2017	T2	0.7	0.9	0.5	0.5	2.0	1.1	2.0	4.1	-	-	1.1	1.6
	T3	0.7	0.2	0.4	0.5	-0.3	0.3	1.9	-5.0	-	-	1.5	0.5
	T4	0.7	0.3	0.2	0.3	1.3	1.0	2.4	0.4	-	-	2.2	1.5
2018	T1	0.4	0.6	0.5	0.0	0.5	1.1	-0.5	0.7	-	-	-0.4	-0.1
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2015		2.1	2.0	1.8	1.3	3.3	0.5	5.4	7.3	-	-	6.4	6.7
2016		1.8	2.3	2.0	1.8	4.6	2.5	5.6	8.4	-	-	3.3	4.6
2017		2.4	1.9	1.6	1.2	3.2	3.7	5.0	-0.7	-	-	5.3	4.3
2017	T2	2.5	2.3	1.9	1.1	3.7	4.4	4.3	1.1	-	-	4.7	4.5
	T3	2.8	2.0	1.8	1.4	2.7	4.0	6.0	-4.7	-	-	5.9	4.4
	T4	2.8	1.6	1.4	1.3	3.2	4.2	7.4	-5.0	-	-	6.6	4.3
2018	T1	2.5	2.0	1.5	1.2	3.6	3.6	6.1	-0.1	-	-	4.5	3.5
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do PIB; pontos percentuais</i>													
2017	T2	0.7	0.9	0.3	0.1	0.4	0.1	0.1	0.2	0.1	-0.1	-	-
	T3	0.7	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.5	-	-
	T4	0.7	0.3	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.4	-	-
2018	T1	0.4	0.5	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	-	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do PIB; pontos percentuais</i>													
2015		2.1	2.0	1.0	0.3	0.6	0.0	0.3	0.3	0.0	0.1	-	-
2016		1.8	2.2	1.1	0.4	0.9	0.2	0.3	0.3	-0.2	-0.4	-	-
2017		2.4	1.8	0.9	0.2	0.6	0.4	0.3	0.0	0.1	0.6	-	-
2017	T2	2.5	2.2	1.0	0.2	0.8	0.4	0.3	0.0	0.2	0.3	-	-
	T3	2.8	1.9	1.0	0.3	0.6	0.4	0.4	-0.2	0.1	0.9	-	-
	T4	2.8	1.6	0.8	0.3	0.7	0.4	0.5	-0.2	-0.1	1.3	-	-
2018	T1	2.5	1.9	0.8	0.3	0.7	0.4	0.4	0.0	0.1	0.6	-	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

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

3 Atividade económica

3.2 Valor acrescentado por atividade económica

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

	Valor acrescentado bruto (preços de base)											Impostos líquidos de subsídios sobre produtos
	Total	Agricultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Construção	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração	Informação e comunicação	Atividades financeiras e de seguros	Atividades imobiliárias	Serviços profissionais, empresariais e de apoio	Administração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)												
2015	9 447.6	154.6	1 903.1	468.9	1 786.4	432.9	463.6	1 070.6	1 029.9	1 808.4	329.3	1 072.2
2016	9 679.3	151.3	1 939.9	487.8	1 830.6	450.8	452.3	1 096.9	1 076.6	1 855.4	337.7	1 110.1
2017	10 016.3	163.9	2 000.7	513.7	1 912.2	467.4	445.8	1 130.2	1 131.8	1 904.3	346.3	1 155.5
2017 T2	2 494.7	40.8	497.7	127.9	477.3	116.6	111.2	281.4	281.1	474.5	86.2	287.8
T3	2 521.0	41.0	504.6	129.7	481.1	117.6	111.9	284.1	285.4	478.4	87.2	290.2
T4	2 542.7	41.6	511.4	131.8	484.9	118.5	111.4	285.5	288.7	481.5	87.6	293.3
2018 T1	2 558.2	41.6	512.2	134.2	488.3	119.3	111.9	287.8	291.5	483.5	88.1	296.7
<i>percentagem do valor acrescentado</i>												
2017	100.0	1.6	20.0	5.1	19.1	4.7	4.5	11.3	11.3	19.0	3.5	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2017 T2	0.7	0.1	1.1	1.1	0.9	0.8	0.2	0.2	1.0	0.5	0.4	0.8
T3	0.8	0.0	1.5	0.5	0.5	1.4	-0.1	0.5	0.8	0.5	0.8	0.2
T4	0.7	0.2	1.6	1.1	0.7	0.7	0.1	0.2	0.8	0.2	0.1	0.5
2018 T1	0.4	1.5	-0.3	0.7	0.8	0.8	-0.2	0.4	0.7	0.2	0.2	0.6
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2015	1.9	3.0	3.8	0.7	2.0	3.5	-0.4	0.6	3.0	0.9	0.6	3.4
2016	1.7	-1.8	1.9	1.3	1.9	3.2	0.6	0.8	3.1	1.4	1.5	2.8
2017	2.4	0.8	3.0	3.0	3.3	4.7	-1.2	1.3	4.0	1.3	1.2	2.4
2017 T2	2.5	0.4	3.1	3.3	3.6	5.2	-1.4	1.2	3.6	1.3	1.1	2.9
T3	2.8	0.8	4.0	3.4	3.7	4.7	-1.2	1.6	4.4	1.5	1.6	2.5
T4	2.9	1.8	4.6	4.2	3.4	4.3	-0.3	1.5	4.3	1.3	1.4	1.9
2018 T1	2.6	1.8	3.9	3.5	2.9	3.8	0.0	1.4	3.4	1.4	1.4	2.2
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2017 T2	0.7	0.0	0.2	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
T3	0.8	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-
T4	0.7	0.0	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
2018 T1	0.4	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2015	1.9	0.1	0.7	0.0	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016	1.7	0.0	0.4	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.1	-
2017	2.3	0.0	0.6	0.2	0.6	0.2	-0.1	0.2	0.4	0.3	0.0	-
2017 T2	2.5	0.0	0.6	0.2	0.7	0.2	-0.1	0.1	0.4	0.3	0.0	-
T3	2.8	0.0	0.8	0.2	0.7	0.2	-0.1	0.2	0.5	0.3	0.1	-
T4	2.9	0.0	0.9	0.2	0.6	0.2	0.0	0.2	0.5	0.3	0.0	-
2018 T1	2.6	0.0	0.8	0.2	0.5	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	0.0	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

3 Atividade económica

3.3 Emprego ¹⁾

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

	Total	Por situação na profissão		Por atividade económica									
	1	Trabalhadores por conta de outrem 2	Trabalhadores por conta própria 3	Agricultura, silvicultura e pesca 4	Indústria transformadora, energia e serviços básicos 5	Construção 6	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração 7	Informação e comunicação 8	Atividades financeiras e de seguros 9	Atividades imobiliárias 10	Serviços profissionais, empresariais e de apoio 11	Administração pública, educação, saúde e ação social 12	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços 13
Pessoas empregadas													
<i>em percentagem do total de pessoas empregadas</i>													
2015	100.0	85.2	14.8	3.3	14.9	6.0	24.8	2.7	2.6	1.0	13.3	24.3	7.0
2016	100.0	85.5	14.5	3.2	14.8	5.9	24.9	2.8	2.6	1.0	13.5	24.3	7.0
2017	100.0	85.7	14.3	3.2	14.7	5.9	24.9	2.8	2.5	1.0	13.7	24.2	7.0
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2015	1.0	1.2	-0.3	-1.1	0.1	0.1	1.3	1.6	-0.4	0.9	2.7	1.1	0.6
2016	1.4	1.6	-0.2	-0.2	0.6	-0.3	1.7	2.7	0.0	2.1	2.9	1.4	0.8
2017	1.6	2.0	-0.4	-0.1	1.2	1.6	1.7	3.2	-1.0	1.8	3.3	1.3	1.3
2017 T2	1.6	2.0	-0.6	0.4	1.1	1.1	1.8	3.4	-0.9	1.8	3.2	1.2	1.5
T3	1.7	2.1	-0.5	-0.8	1.4	1.8	1.8	3.0	-1.0	1.6	3.3	1.2	2.2
T4	1.6	1.9	-0.5	-0.8	1.4	2.3	1.4	3.1	-1.4	1.9	3.3	1.2	0.9
2018 T1	1.4	1.8	-0.9	-0.9	1.5	1.9	1.4	2.5	-0.8	2.2	3.1	1.1	0.4
Horas trabalhadas													
<i>em percentagem do total de horas trabalhadas</i>													
2015	100.0	80.3	19.7	4.4	15.4	6.7	25.7	2.9	2.7	1.0	13.0	21.9	6.2
2016	100.0	80.5	19.5	4.3	15.3	6.7	25.8	2.9	2.7	1.0	13.2	21.9	6.2
2017	100.0	80.9	19.1	4.2	15.3	6.7	25.8	3.0	2.6	1.0	13.4	21.8	6.2
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2015	1.1	1.4	-0.1	-0.4	0.5	0.5	1.0	2.6	-0.3	1.2	2.7	1.1	1.0
2016	1.4	1.7	0.0	-0.3	0.7	0.1	1.7	2.4	0.7	2.4	3.1	1.3	1.0
2017	1.3	1.8	-0.7	-1.1	1.1	1.5	1.4	3.0	-1.3	1.9	3.1	1.0	0.8
2017 T2	1.4	1.9	-0.5	-1.1	1.2	1.2	1.7	3.5	-1.5	1.7	3.0	1.0	0.7
T3	1.7	2.2	-0.4	-1.1	1.7	1.9	1.9	3.0	-0.9	1.5	3.4	1.1	1.7
T4	1.7	2.2	-0.6	-0.8	2.0	3.2	1.4	3.0	-1.6	3.0	3.4	1.2	0.4
2018 T1	1.3	1.8	-1.1	-1.4	1.5	2.0	1.2	2.1	-1.0	2.9	2.8	1.1	0.0
Horas trabalhadas por pessoa empregada													
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2015	0.1	0.1	0.3	0.7	0.4	0.4	-0.3	0.9	0.0	0.4	0.1	0.0	0.5
2016	0.0	0.1	0.3	0.0	0.1	0.3	0.0	-0.3	0.7	0.3	0.2	-0.1	0.2
2017	-0.3	-0.1	-0.3	-1.0	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.4	0.1	-0.2	-0.2	-0.6
2017 T2	-0.2	-0.1	0.1	-1.5	0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.5	-0.1	-0.2	-0.2	-0.8
T3	0.0	0.1	0.1	-0.3	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.5
T4	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.6	0.9	0.0	-0.1	-0.2	1.1	0.1	0.0	-0.6
2018 T1	-0.2	0.0	-0.3	-0.5	0.1	0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.7	-0.3	-0.1	-0.4

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

3 Atividade económica

3.4 População ativa, desemprego e ofertas de emprego

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	População ativa, milhões ¹⁾	Subemprego, % da população ativa ¹⁾	Desemprego										Taxa de oferta de emprego ²⁾	
			Total		Desemprego de longa duração, % da população ativa ¹⁾	Por idade				Por sexo				% do total de postos
			Milhões	% da população ativa		Adultos		Jovens		Homens		Mulheres		
						Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% do total em 2016			100.0			81.7		18.3		52.2		47.8		
2015	160.717	4.6	17.465	10.9	5.6	14.301	9.8	3.164	22.3	9.260	10.7	8.205	11.1	1.5
2016	162.012	4.3	16.253	10.0	5.0	13.289	9.0	2.965	20.9	8.483	9.7	7.770	10.4	1.7
2017	162.635	4.1	14.760	9.1	4.4	12.093	8.1	2.668	18.8	7.634	8.7	7.126	9.5	1.9
2017 T2	162.351	4.2	14.851	9.1	4.5	12.132	8.2	2.720	19.2	7.684	8.8	7.168	9.5	1.9
T3	163.317	4.0	14.606	9.0	4.2	11.967	8.0	2.639	18.5	7.579	8.6	7.028	9.3	1.9
T4	163.107	3.9	14.226	8.7	4.2	11.669	7.8	2.557	17.9	7.332	8.4	6.894	9.1	2.0
2018 T1	.	.	14.028	8.6	.	11.536	7.8	2.492	17.5	7.219	8.2	6.809	9.0	2.1
2017 Nov.	-	-	14.213	8.7	-	11.665	7.8	2.548	17.9	7.318	8.4	6.895	9.1	-
Dez.	-	-	14.129	8.7	-	11.601	7.8	2.528	17.8	7.282	8.3	6.846	9.1	-
2018 Jan.	-	-	14.138	8.7	-	11.622	7.8	2.516	17.6	7.275	8.3	6.863	9.1	-
Fev.	-	-	14.010	8.6	-	11.504	7.7	2.506	17.6	7.230	8.2	6.779	9.0	-
Mar.	-	-	13.936	8.6	-	11.483	7.7	2.453	17.3	7.151	8.2	6.785	9.0	-
Abr.	-	-	13.880	8.5	-	11.446	7.7	2.433	17.2	7.113	8.1	6.767	9.0	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Dados não corrigidos de sazonalidade.

2) A taxa de oferta de emprego é igual ao número de postos de trabalho por preencher dividido pela soma do número de postos de trabalho ocupados e o número de postos de trabalho por preencher, expressa em percentagem.

3.5 Estatísticas conjunturais das empresas

	Produção industrial						Produção na construção	Indicador do BCE das novas encomendas na indústria	Vendas no comércio a retalho				Registos de automóveis novos de passageiros
	Total (excluindo a construção)	Grandes Agrupamentos Industriais							Total	Produtos alimentares, bebidas e tabaco	Produtos não alimentares	Combustíveis	
		Indústria transformadora	Bens intermédios	Bens de investimento	Bens de consumo	Produtos energéticos							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% do total em 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0
taxas de variação homólogas (%)													
2015	2.6	2.9	1.4	7.0	2.2	0.7	-0.6	3.4	2.9	1.6	4.0	2.7	8.8
2016	1.6	1.7	1.8	1.9	1.7	0.5	3.0	0.5	1.6	1.0	2.1	1.4	7.2
2017	3.0	3.2	3.7	3.9	1.5	1.4	2.9	7.9	2.3	1.4	3.3	0.9	5.6
2017 T2	2.5	2.6	3.3	2.2	2.0	2.3	3.9	7.4	2.6	2.3	3.2	1.4	6.0
T3	4.1	4.4	4.7	6.0	1.7	1.5	2.7	8.8	2.6	1.3	4.2	0.4	5.5
T4	4.1	4.7	5.4	6.0	2.2	-0.5	2.7	9.5	2.0	0.8	3.1	0.0	6.3
2018 T1	3.1	3.5	3.1	4.4	2.4	0.6	2.5	6.4	1.5	1.4	1.9	0.0	5.3
2017 Nov.	4.8	5.5	4.9	9.1	0.5	-0.6	2.8	10.4	3.7	1.7	5.7	0.4	8.6
Dez.	5.1	5.6	6.2	7.7	2.1	1.2	2.0	9.0	2.2	1.3	3.0	-0.1	4.4
2018 Jan.	3.6	6.0	5.1	8.6	3.2	-9.7	6.9	9.1	1.4	0.0	3.0	-1.3	6.4
Fev.	2.6	2.3	2.7	2.0	1.9	4.9	0.2	5.7	1.8	1.9	1.9	0.7	4.8
Mar.	3.2	2.4	1.7	3.0	2.0	8.7	0.8	4.6	1.5	2.3	0.8	0.5	4.8
Abr.	1.7	2.0	0.8	4.3	0.7	-0.7	.	.	1.7	0.4	3.2	-0.7	2.7
taxas de variação mensais em cadeia (%) (c.s.)													
2017 Nov.	1.5	1.4	0.7	2.7	0.5	2.5	0.3	1.8	2.1	1.2	3.1	0.4	4.5
Dez.	-0.2	-0.4	1.0	-1.7	0.1	0.6	1.0	1.6	-1.0	-0.2	-1.8	-0.5	0.4
2018 Jan.	-0.6	0.3	-1.1	0.6	0.5	-6.2	-0.7	-2.1	-0.4	-0.7	0.0	-0.1	0.1
Fev.	-0.8	-1.9	-0.8	-3.4	-1.2	6.9	-0.7	-0.4	0.3	1.1	-0.3	1.0	-0.6
Mar.	0.6	0.5	-0.1	-0.4	1.5	1.0	-0.3	-0.9	0.4	0.6	-0.2	-0.4	-0.1
Abr.	-0.9	-0.3	-0.8	1.9	-1.6	-5.0	.	.	0.1	-0.7	1.7	-0.8	-2.0

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 (saldo de respostas extremas, salvo indicação em contrário)							Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão)				
	Indicador de sentimento económico (média a longo prazo = 100)	Indústria transformadora		Indicador de confiança dos consumidores	Indicador de confiança na construção	Indicador de confiança no comércio a retalho	Setor dos serviços		Índice de Gestores de Compras para a indústria transformadora	Produção na indústria transformadora	Atividade económica nos serviços	Produto composto
		Indicador de confiança na indústria	Utilização da capacidade produtiva (%)				Indicador de confiança nos serviços	Utilização da capacidade produtiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2014	99.8	-5.8	80.7	-12.7	-14.5	-9.5	6.9	-	51.1	52.4	52.9	52.7
2015	103.8	-2.8	81.3	-6.2	-22.4	1.0	8.7	88.5	52.2	53.4	54.0	53.8
2016	104.2	-2.6	81.8	-7.7	-16.4	0.3	10.6	89.0	52.5	53.6	53.1	53.3
2017	110.8	5.0	83.3	-2.5	-4.0	2.1	14.1	89.9	57.4	58.5	55.6	56.4
2017 T2	109.5	3.8	83.0	-2.8	-4.8	1.8	13.0	89.9	57.0	58.3	56.0	56.6
T3	111.8	6.1	83.7	-1.5	-2.2	1.9	14.5	90.1	57.4	58.0	55.3	56.0
T4	114.3	8.9	84.2	-0.2	1.7	3.9	16.1	90.1	59.7	60.7	56.0	57.2
2018 T1	114.0	8.5	84.4	0.5	4.7	2.8	16.3	90.3	58.2	58.9	56.4	57.0
2017 Dez.	115.2	9.5	-	0.5	3.2	4.8	16.9	-	60.6	62.2	56.6	58.1
2018 Jan.	114.9	9.7	84.5	1.4	4.7	4.1	15.9	90.4	59.6	61.1	58.0	58.8
Fev.	114.3	8.8	-	0.1	4.2	3.5	16.9	-	58.6	59.6	56.2	57.1
Mar.	112.8	7.0	-	0.1	5.2	0.8	16.0	-	56.6	55.9	54.9	55.2
Abr.	112.7	7.3	84.3	0.3	4.6	-0.7	14.7	90.2	56.2	56.2	54.7	55.1
Mai	112.5	6.8	-	0.2	7.0	0.7	14.3	-	55.5	54.8	53.8	54.1

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

3.7 Síntese das contas das famílias e das sociedades não financeiras

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

	Famílias							Sociedades não financeiras					
	Rácio de poupança (bruto) ¹⁾	Rácio da dívida	Rendimento disponível bruto real	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Património líquido ²⁾	Património imobiliário	Participação nos lucros ³⁾	Rácio de poupança (líquido)	Rácio da dívida ⁴⁾	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Financiamento
	Percentagem do rendimento disponível bruto (corrigido)	Taxas de variação homólogas (%)					Percentagem do valor acrescentado líquido	Percentagem do PIB	Taxas de variação homólogas (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	12.7	94.3	1.0	1.9	1.3	2.3	0.9	32.4	4.9	132.1	2.9	7.2	1.6
2015	12.4	93.7	1.5	2.0	1.4	3.4	2.5	33.2	6.3	134.4	4.4	4.8	2.3
2016	12.2	93.3	1.9	2.0	5.5	4.5	4.5	33.0	7.7	134.5	4.0	6.1	2.1
2017 T1	12.1	93.0	1.5	1.9	9.7	4.8	4.6	33.0	7.1	134.6	4.6	10.1	2.6
T2	12.0	93.2	1.2	2.0	5.3	5.0	4.7	32.9	6.4	133.3	4.2	10.2	2.5
T3	12.0	93.1	1.5	2.1	6.7	5.1	5.2	33.2	6.5	132.0	4.3	4.1	2.6
T4	12.0	93.6	1.3	2.1	7.3	5.2	6.0	33.5	6.9	131.7	3.7	3.4	2.2

Fontes: BCE e Eurostat.

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

3 Atividade económica

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

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

		Balança corrente										Balança de capital ¹⁾		
		Total			Bens		Serviços		Rendimento primário		Rendimento secundário		Crédito	Débito
		Crédito	Débito	Líquido	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2017	T2	965.1	887.4	77.6	560.9	477.7	209.3	190.3	168.5	150.2	26.4	69.3	7.2	18.2
	T3	988.8	873.1	115.7	575.5	482.8	214.5	186.3	171.8	138.5	26.9	65.4	7.1	8.4
	T4	996.7	890.8	105.9	590.5	496.3	217.2	188.5	161.1	143.4	27.9	62.5	12.0	9.6
2018	T1	984.9	876.5	108.5	584.4	496.1	217.3	189.8	156.1	134.4	27.2	56.1	8.8	7.6
2017	Out.	327.3	292.2	35.1	192.3	163.0	72.0	62.4	54.2	46.0	8.8	20.8	2.9	2.2
	Nov.	331.8	295.2	36.5	197.0	165.7	71.8	63.2	53.8	45.5	9.1	20.9	2.8	2.3
	Dez.	337.7	303.4	34.3	201.2	167.6	73.3	62.9	53.1	52.0	10.0	20.9	6.3	5.0
2018	Jan.	330.8	291.1	39.7	196.9	167.6	71.9	63.0	53.0	42.2	8.9	20.9	2.9	1.8
	Fev.	324.6	287.9	36.8	192.8	164.1	71.8	62.6	51.7	44.9	8.3	16.4	2.2	1.6
	Mar.	329.5	297.5	32.0	194.7	164.4	73.6	64.2	51.3	47.4	9.9	21.4	3.7	4.2
<i>transações acumuladas de 12 meses</i>														
2018	Mar.	3 935.5	3 527.8	407.7	2 311.2	1 953.0	858.3	754.8	657.5	566.5	108.5	253.4	35.1	43.8
<i>transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>														
2018	Mar.	34.9	31.3	3.6	20.5	17.3	7.6	6.7	5.8	5.0	1.0	2.2	0.3	0.4

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

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

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	Total (n.c.s.)		Exportações (f.o.b.)					Importações (c.i.f.)						
	Exp- tações	Impor- tações	Total			Por memória: Indústria transfor- madora	Total			Por memória:				
			Bens interméd- ios	Bens de investi- mento	Bens de consumo		Bens de interméd- ios	Bens de investi- mento	Bens de consumo	Indústria transfor- madora	Petróleo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
<i>Valores (EUR mil milhões; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>														
2017	T2	5.4	10.2	545.6	257.2	112.7	162.8	456.5	489.0	276.1	81.2	124.0	355.5	52.3
	T3	6.0	7.9	547.2	257.0	114.6	164.2	459.8	486.1	273.1	80.9	123.0	355.0	48.4
	T4	6.1	7.6	562.0	267.8	115.8	167.1	471.6	500.3	285.0	81.2	125.0	359.6	58.9
2018	T1	2.5	1.4	562.5	.	.	.	470.9	500.3	.	.	.	353.1	.
2017	Out.	9.0	10.8	181.1	86.7	36.5	54.1	151.9	163.5	92.6	27.2	41.3	119.2	17.7
	Nov.	8.6	9.3	188.9	90.2	38.8	56.0	158.0	168.2	95.2	27.4	42.3	120.2	19.7
	Dez.	0.9	2.6	192.0	91.0	40.5	57.0	161.7	168.6	97.2	26.5	41.3	120.3	21.5
2018	Jan.	9.0	5.9	190.2	92.4	38.0	56.7	158.8	170.2	98.2	27.6	41.5	120.2	23.1
	Fev.	2.8	1.1	185.4	90.0	37.3	54.7	155.5	164.4	95.4	25.8	40.1	116.5	21.5
	Mar.	-2.9	-2.5	186.9	.	.	.	156.6	165.7	.	.	.	116.4	.
<i>Índices de volumes (2000 = 100; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>														
2017	T2	1.5	2.5	122.4	121.0	121.7	125.4	122.1	112.9	112.9	113.3	114.3	116.5	104.7
	T3	3.8	3.4	123.8	121.9	124.8	128.1	124.0	114.3	114.1	115.3	114.0	117.8	100.3
	T4	4.5	3.9	126.4	125.6	125.5	130.4	126.9	114.6	114.7	113.1	115.2	118.2	106.5
2018	T1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017	Set.	3.1	1.3	125.8	124.1	128.8	128.3	126.2	113.8	113.4	115.8	114.2	117.4	98.2
	Out.	7.0	7.7	122.8	122.7	120.4	126.3	123.0	114.8	114.8	117.0	115.2	119.2	102.6
	Nov.	6.8	4.2	127.6	126.6	126.1	132.1	127.6	115.3	114.4	115.3	116.6	118.3	105.2
	Dez.	-0.2	-0.3	128.9	127.5	130.1	132.7	130.0	113.7	114.9	107.1	113.9	117.0	111.7
2018	Jan.	8.5	5.0	127.5	128.3	122.7	132.8	127.7	114.1	114.8	112.7	114.1	116.9	114.2
	Fev.	3.4	1.9	125.1	126.0	121.8	128.5	125.8	112.5	113.4	109.1	112.4	115.4	110.8

Fontes: BCE e Eurostat.

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

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

4 Preços e custos

4.1 Índice Harmonizado de Preços no Consumidor ¹⁾

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

	Total					Total (c.s.; variação em percentagem face ao período anterior) ²⁾						Por memória: Preços administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total			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
		2	Total excl. produtos alimentares e produtos energéticos	Bens										3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% do total em 2018	100.0	100.0	70.7	55.6	44.4	100.0	12.1	7.5	26.3	9.7	44.4	86.6	13.4
2015	100.0	0.0	0.8	-0.8	1.2	-	-	-	-	-	-	-0.1	1.0
2016	100.2	0.2	0.9	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.3
2017	101.8	1.5	1.0	1.7	1.4	-	-	-	-	-	-	1.6	1.0
2017 T2	102.0	1.5	1.1	1.5	1.6	0.1	0.6	-1.2	0.1	-1.4	0.5	1.6	1.3
T3	101.8	1.4	1.2	1.4	1.5	0.2	0.7	0.4	0.1	-0.9	0.3	1.5	1.1
T4	102.4	1.4	0.9	1.6	1.2	0.4	0.5	1.1	0.1	2.6	0.1	1.5	1.2
2018 T1	102.3	1.3	1.0	1.2	1.3	0.5	0.7	0.1	0.1	1.9	0.5	1.2	1.9
2017 Dez.	102.7	1.4	0.9	1.5	1.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	1.4	1.2
2018 Jan.	101.8	1.3	1.0	1.4	1.2	0.3	0.3	0.0	0.1	1.8	0.1	1.2	1.9
Fev.	102.0	1.1	1.0	1.0	1.3	0.0	-0.1	-0.2	0.0	-0.3	0.1	1.0	1.8
Mar.	103.0	1.3	1.0	1.2	1.5	0.1	0.7	0.1	-0.1	-0.8	0.3	1.2	2.0
Abr.	103.3	1.2	0.7	1.4	1.0	0.1	0.3	0.1	0.0	0.8	0.0	1.2	1.6
Maio ³⁾	103.8	1.9	1.1	.	1.6	0.5	0.0	0.9	0.0	2.2	0.4	.	.

	Bens						Serviços						
	Produtos alimentares (incl. bebidas alcoólicas e tabaco)			Produtos industriais			Habitação		Transportes	Comunicações	Recreativos e pessoais	Diversos	
	Total	Transformados	Não transformados	Total	Produtos industriais não energéticos	Energéticos	Rendas						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% do total em 2018	19.6	12.1	7.5	36.0	26.3	9.7	10.6	6.4	7.3	3.2	15.3	8.1	
2015	1.0	0.6	1.6	-1.8	0.3	-6.8	1.2	1.1	1.3	-0.8	1.5	1.2	
2016	0.9	0.6	1.4	-1.1	0.4	-5.1	1.1	1.1	0.8	0.0	1.4	1.2	
2017	1.8	1.6	2.2	1.6	0.4	4.9	1.3	1.2	2.1	-1.5	2.1	0.7	
2017 T2	1.5	1.4	1.6	1.5	0.3	4.6	1.3	1.3	2.6	-1.4	2.3	0.8	
T3	1.6	2.0	0.9	1.3	0.5	3.4	1.3	1.2	2.3	-1.8	2.4	0.8	
T4	2.2	2.1	2.3	1.3	0.4	3.5	1.2	1.2	1.7	-1.7	2.0	0.4	
2018 T1	1.7	2.6	0.3	0.9	0.5	2.1	1.3	1.3	1.7	-1.0	1.8	1.2	
2017 Dez.	2.1	2.2	1.9	1.2	0.5	2.9	1.2	1.2	1.9	-1.7	1.9	0.4	
2018 Jan.	1.9	2.5	1.1	1.0	0.6	2.2	1.3	1.2	1.5	-1.0	1.6	1.2	
Fev.	1.0	2.3	-0.9	1.0	0.6	2.1	1.3	1.3	1.7	-1.2	1.7	1.1	
Mar.	2.1	2.9	0.8	0.7	0.2	2.0	1.3	1.3	1.9	-0.9	2.1	1.2	
Abr.	2.4	3.0	1.5	0.9	0.3	2.6	1.3	1.3	0.8	-0.7	1.2	1.2	
Maio ³⁾	2.6	2.6	2.5	.	0.2	6.1	.	.	.	.	.	.

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

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

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

4 Preços e custos

4.2 Preços da produção industrial, construção e edifícios

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

	Preços da produção industrial excluindo construção ¹⁾										Construção	Preços dos edifícios residenciais ²⁾	Indicador experimental dos preços dos edifícios comerciais ²⁾
	Total (índice: 2015 = 100)	Total	Indústria excluindo construção e produtos energéticos						Produtos energéticos				
			Indústria transformadora	Total	Bens intermédios	Bens de investimento	Bens de consumo						
							Total	Prod. alimentares, bebidas e tabaco		Produtos não alimentares			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% do total em 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9			
2015	100.0	-2.6	-2.3	-0.5	-1.2	0.7	-0.6	-0.9	0.2	-8.7	0.4	1.6	2.3
2016	97.8	-2.2	-1.4	-0.5	-1.6	0.4	0.0	0.0	0.0	-6.9	0.6	3.2	5.0
2017	100.8	3.1	3.0	2.1	3.2	0.9	1.9	2.7	0.2	5.9	2.1	4.1	5.1
2017 T2	100.3	3.3	3.0	2.4	3.5	0.8	2.3	3.4	0.2	6.1	2.0	3.9	4.2
T3	100.5	2.4	2.6	2.1	3.0	1.0	2.2	3.1	0.2	3.3	2.0	4.2	5.7
T4	101.7	2.5	2.5	2.0	3.2	0.9	1.5	2.0	0.3	3.8	2.4	4.6	6.6
2018 T1	102.5	1.8	1.6	1.6	2.4	1.0	0.9	1.1	0.5	2.3	-	-	-
2017 Nov.	101.9	2.8	2.8	2.0	3.1	1.0	1.5	2.1	0.3	5.2	-	-	-
Dez.	102.0	2.2	2.1	1.9	2.9	0.9	1.3	1.7	0.4	3.0	-	-	-
2018 Jan.	102.4	1.6	2.0	1.8	2.8	0.9	1.0	1.3	0.4	1.1	-	-	-
Fev.	102.5	1.7	1.4	1.6	2.4	1.0	0.8	1.0	0.5	2.0	-	-	-
Mar.	102.6	2.1	1.6	1.4	2.2	1.0	0.9	1.2	0.5	3.8	-	-	-
Abr.	102.6	2.0	1.9	1.3	2.1	1.0	0.5	0.4	0.5	3.8	-	-	-

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

1) Apenas vendas internas.

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

4.3 Preços das matérias-primas e deflatores do PIB

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

	Deflatores do PIB								Preços do petróleo (EUR por barril)	Preços das matérias-primas não energéticas (EUR)					
	Total (c.s.; índice: 2010 = 100)	Total	Procura interna				Exportações ¹⁾	Importações ¹⁾		Ponderados pelas importações ²⁾			Ponderados pela utilização ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo				Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares	Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% do total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2015	106.0	1.4	0.4	0.3	0.6	0.7	0.4	-1.9	47.1	0.0	4.2	-4.5	2.9	7.0	-2.7
2016	106.8	0.8	0.4	0.3	0.5	0.7	-1.5	-2.4	39.9	-3.7	-4.0	-3.3	-7.4	-10.4	-3.0
2017	108.0	1.1	1.5	1.5	1.2	1.4	1.8	2.9	48.1	5.9	-3.5	16.4	5.5	-3.3	17.5
2017 T2	107.9	1.1	1.5	1.5	1.2	1.4	2.2	3.2	45.6	7.0	-2.7	18.4	6.8	-2.4	20.1
T3	108.2	1.3	1.6	1.5	1.2	1.5	1.4	2.1	44.0	1.9	-7.5	12.3	2.6	-5.8	13.5
T4	108.4	1.2	1.5	1.4	1.3	1.5	1.2	1.8	52.2	-2.6	-9.6	4.6	-0.1	-5.4	6.3
2018 T1	108.7	1.3	1.4	1.3	1.3	1.7	0.3	0.4	54.6	-9.0	-14.6	-3.6	-7.7	-12.8	-1.9
2017 Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	54.2	-7.0	-13.3	-1.0	-5.1	-10.4	1.0
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	56.6	-8.1	-16.2	-0.2	-6.4	-13.5	2.0
Fev.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.0	-9.5	-14.7	-4.6	-7.8	-12.4	-2.6
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.9	-9.3	-12.9	-6.0	-8.8	-12.4	-4.8
Abr.	-	-	-	-	-	-	-	-	58.4	-5.0	-10.4	0.1	-5.3	-11.3	1.5
Maio	-	-	-	-	-	-	-	-	64.9	3.8	-5.0	12.6	2.9	-6.3	13.9

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

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

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

4 Preços e custos

4.4 Inquéritos de opinião relacionados com os preços

(dados corrigidos de sazonalidade)

	Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores (saldos de respostas extremas)					Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão)			
	Expetativas dos preços de venda (para os 3 meses seguintes)				Tendências dos preços no consumidor nos últimos 12 meses	Preços dos fatores de produção		Preços cobrados	
	Indústria transforma- dora	Comércio a retalho	Serviços	Construção		Indústria transforma- dora	Serviços	Indústria transforma- dora	Serviços
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2014	4.4	-	-	-3.1	33.5	57.2	56.5	-	49.8
2015	-3.1	3.1	2.3	-13.2	-0.2	48.9	53.5	49.6	49.0
2016	-1.0	2.2	4.1	-7.2	0.2	49.8	53.9	49.3	49.6
2017	8.7	5.0	6.7	2.6	12.3	64.6	56.3	55.1	51.6
2017 T2	7.5	4.1	5.7	2.0	12.3	62.5	55.9	54.6	51.5
T3	8.1	4.3	6.6	3.4	10.4	60.4	55.7	54.4	51.4
T4	10.9	7.1	8.2	8.2	13.8	67.9	56.9	56.3	52.1
2018 T1	12.5	6.7	8.9	10.9	17.4	68.4	57.2	57.9	52.9
2017 Dez.	13.4	7.3	7.9	8.8	13.6	67.9	57.1	56.3	52.0
2018 Jan.	13.0	7.1	9.0	10.6	17.3	70.7	58.4	58.1	53.6
Fev.	12.6	6.5	9.4	10.2	18.3	68.7	56.9	58.4	52.9
Mar.	11.9	6.4	8.3	11.8	16.5	65.8	56.3	57.3	52.1
Abr.	9.9	6.1	9.0	9.8	16.3	63.9	56.5	57.5	51.8
Maió	9.3	7.3	9.1	14.3	18.0	65.3	57.6	56.4	52.0

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

4.5 Índices de custos do trabalho

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

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componente		Para atividades económicas selecionadas		Por memória: Indicador dos acordos salariais ¹⁾
			Ordenados e salários	Contribuições sociais dos empregadores	Setor empresarial	Sobretudo setor não empresarial	
	1	2	3	4	5	6	7
% do total em 2012	100.0	100.0	74.6	25.4	69.3	30.7	
2015	104.3	1.6	1.9	0.7	1.6	1.6	1.5
2016	105.8	1.5	1.4	1.6	1.4	1.6	1.4
2017	107.5	1.6	1.8	1.3	1.7	1.4	1.5
2017 T2	111.2	1.8	2.2	0.8	1.9	1.7	1.5
T3	104.2	1.6	1.7	1.5	1.9	1.0	1.5
T4	114.0	1.5	1.8	1.1	1.8	1.1	1.6
2018 T1	.	.	.	.	.	.	1.9

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

4 Preços e custos

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por atividade económica									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Custos unitários do trabalho												
2015	104.8	0.4	-3.0	-1.5	0.6	0.7	0.7	0.7	2.6	1.4	1.3	1.7
2016	105.6	0.7	2.1	0.0	0.1	1.2	-0.3	1.7	3.5	0.3	1.3	1.1
2017	106.4	0.8	0.0	-0.3	0.1	0.1	0.2	1.4	4.4	1.6	1.6	1.6
2017 T2	106.2	0.7	0.8	-0.5	-0.4	-0.4	-0.2	1.8	5.5	2.0	1.6	1.8
T3	106.3	0.5	-0.4	-1.1	-0.5	0.0	0.8	1.1	3.8	1.5	1.3	1.4
T4	106.6	0.6	-0.8	-1.3	-0.1	-0.2	0.7	0.0	4.5	1.5	1.7	1.4
2018 T1	107.0	0.8	-0.3	-0.7	-0.2	0.5	1.1	0.8	4.1	2.2	1.3	1.3
Remuneração por empregado												
2015	108.2	1.5	1.1	2.1	1.2	1.5	2.6	0.7	2.3	1.7	1.2	1.8
2016	109.5	1.2	0.5	1.3	1.6	1.4	0.2	2.3	2.1	0.5	1.2	1.8
2017	111.2	1.6	0.9	1.5	1.5	1.6	1.6	1.2	3.9	2.3	1.6	1.5
2017 T2	111.0	1.5	0.8	1.4	1.9	1.4	1.6	1.3	4.8	2.3	1.7	1.5
T3	111.4	1.6	1.2	1.5	1.1	1.9	2.4	0.8	3.7	2.6	1.5	0.8
T4	112.2	1.8	1.8	1.8	1.7	1.8	1.9	1.1	4.0	2.5	1.8	1.9
2018 T1	112.6	1.9	2.5	1.7	1.4	2.0	2.3	1.7	3.2	2.5	1.6	2.3
Produtividade do trabalho por pessoa empregada												
2015	103.2	1.1	4.2	3.6	0.6	0.7	1.9	-0.1	-0.3	0.3	-0.2	0.1
2016	103.7	0.4	-1.6	1.3	1.6	0.2	0.5	0.6	-1.3	0.2	0.0	0.8
2017	104.5	0.8	0.9	1.8	1.4	1.5	1.5	-0.2	-0.5	0.7	0.1	-0.1
2017 T2	104.5	0.9	0.0	1.9	2.2	1.8	1.8	-0.4	-0.6	0.3	0.1	-0.4
T3	104.8	1.1	1.6	2.6	1.6	1.9	1.6	-0.3	-0.1	1.1	0.2	-0.5
T4	105.3	1.3	2.6	3.1	1.9	1.9	1.2	1.1	-0.4	0.9	0.1	0.4
2018 T1	105.3	1.1	2.8	2.4	1.6	1.4	1.3	0.9	-0.8	0.3	0.3	1.0
Remuneração por hora trabalhada												
2015	110.0	1.4	1.2	1.7	0.7	1.6	1.6	0.7	1.6	1.3	1.3	1.6
2016	111.3	1.1	0.0	1.2	1.6	1.1	0.4	1.7	2.0	0.2	1.4	1.6
2017	113.2	1.7	0.9	1.6	1.4	1.8	1.6	1.5	3.7	2.3	1.9	1.8
2017 T2	112.7	1.7	1.9	1.3	1.6	1.5	1.4	1.9	5.2	2.2	1.9	2.2
T3	113.0	1.4	-0.1	1.1	0.6	1.7	2.0	0.8	3.6	2.3	1.7	1.1
T4	113.8	1.5	1.0	1.1	0.9	1.5	1.7	1.2	2.6	2.2	1.7	2.0
2018 T1	114.4	1.9	2.3	1.6	0.9	2.1	2.6	1.8	2.4	2.6	1.6	2.3
Produtividade horária do trabalho												
2015	105.3	1.0	3.5	3.3	0.2	1.0	0.9	-0.1	-0.7	0.2	-0.1	-0.4
2016	105.7	0.4	-1.6	1.2	1.3	0.2	0.8	-0.1	-1.6	0.1	0.1	0.6
2017	106.9	1.1	2.0	1.9	1.5	1.9	1.7	0.1	-0.6	0.9	0.3	0.4
2017 T2	106.6	1.1	1.5	1.9	2.1	1.9	1.7	0.1	-0.5	0.5	0.3	0.5
T3	106.8	1.1	1.9	2.2	1.5	1.8	1.6	-0.3	0.0	1.0	0.4	0.0
T4	107.4	1.1	2.6	2.6	1.0	2.0	1.2	1.3	-1.5	0.8	0.1	1.0
2018 T1	107.6	1.3	3.3	2.4	1.5	1.7	1.7	1.0	-1.5	0.6	0.4	1.4

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

5 Moeda e crédito

5.1 Agregados monetários ¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	M3-M2					
	Circulação monetária	Depósitos overnight	Depósitos com prazo acordado até 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte		Ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário	Títulos de dívida com prazo até 2 anos				
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
Saldos												
2015	1 037.7	5 575.8	6 613.5	1 444.1	2 159.7	3 603.8	10 217.2	74.5	485.1	75.6	635.2	10 852.4
2016	1 075.1	6 083.9	7 159.0	1 329.6	2 221.2	3 550.8	10 709.8	70.4	523.2	95.7	689.2	11 399.0
2017	1 112.0	6 636.6	7 748.6	1 194.4	2 261.2	3 455.5	11 204.1	75.7	509.4	75.7	660.8	11 864.9
2017 T2	1 095.5	6 383.9	7 479.3	1 259.8	2 237.4	3 497.2	10 976.6	68.2	513.7	76.8	658.6	11 635.2
T3	1 104.8	6 531.0	7 635.8	1 224.1	2 251.4	3 475.4	11 111.3	66.6	530.5	77.4	674.6	11 785.8
T4	1 112.0	6 636.6	7 748.6	1 194.4	2 261.2	3 455.5	11 204.1	75.7	509.4	75.7	660.8	11 864.9
2018 T1	1 113.4	6 736.7	7 850.1	1 171.3	2 265.9	3 437.2	11 287.3	71.6	505.7	74.6	652.0	11 939.2
2017 Nov.	1 110.2	6 613.1	7 723.3	1 201.8	2 258.9	3 460.7	11 184.0	78.4	518.8	77.5	674.8	11 858.8
Dez.	1 112.0	6 636.6	7 748.6	1 194.4	2 261.2	3 455.5	11 204.1	75.7	509.4	75.7	660.8	11 864.9
2018 Jan.	1 114.5	6 679.0	7 793.4	1 198.0	2 263.9	3 461.9	11 255.3	74.7	514.5	61.6	650.9	11 906.2
Fev.	1 115.6	6 713.2	7 828.7	1 178.5	2 265.4	3 443.9	11 272.6	72.8	502.5	63.0	638.3	11 910.8
Mar.	1 113.4	6 736.7	7 850.1	1 171.3	2 265.9	3 437.2	11 287.3	71.6	505.7	74.6	652.0	11 939.2
Abr. ^(p)	1 122.2	6 752.3	7 874.4	1 159.4	2 270.0	3 429.5	11 303.9	81.9	511.4	74.8	668.1	11 972.0
Transações												
2015	66.5	566.9	633.3	-134.5	12.3	-122.2	511.2	-47.4	49.7	-27.2	-25.0	486.1
2016	37.5	541.7	579.2	-105.6	16.0	-89.5	489.7	-4.2	38.0	16.1	49.8	539.5
2017	37.1	588.2	625.3	-111.8	36.3	-75.5	549.8	6.7	-13.7	-19.0	-26.0	523.8
2017 T2	7.8	155.5	163.3	-36.7	11.3	-25.4	137.9	-5.6	-17.5	-19.3	-42.5	95.5
T3	9.5	157.0	166.5	-32.6	10.8	-21.8	144.7	-1.1	16.8	3.2	19.0	163.7
T4	7.2	108.9	116.2	-21.6	9.8	-11.7	104.4	9.4	-21.4	-5.9	-17.9	86.5
2018 T1	1.4	104.2	105.6	-21.4	6.0	-15.4	90.2	-3.9	-3.6	-0.1	-7.5	82.7
2017 Nov.	0.1	69.3	69.4	-7.9	0.4	-7.5	61.9	9.8	-9.4	5.2	5.6	67.5
Dez.	1.9	26.0	27.8	-6.4	2.3	-4.2	23.6	-2.6	-9.5	-2.0	-14.1	9.5
2018 Jan.	2.4	49.0	51.5	6.3	4.3	10.6	62.0	-0.6	5.1	-13.0	-8.5	53.5
Fev.	1.1	30.0	31.1	-21.1	1.1	-20.0	11.1	-2.1	-12.1	0.6	-13.6	-2.5
Mar.	-2.2	25.2	23.0	-6.6	0.6	-5.9	17.1	-1.2	3.4	12.4	14.6	31.7
Abr. ^(p)	8.8	12.2	21.0	-12.4	4.1	-8.3	12.7	7.5	5.7	-0.4	12.8	25.5
Taxas de crescimento												
2015	6.8	11.3	10.6	-8.5	0.6	-3.3	5.3	-38.9	11.4	-25.4	-3.8	4.7
2016	3.6	9.7	8.8	-7.3	0.7	-2.5	4.8	-5.7	7.8	21.0	7.8	5.0
2017	3.4	9.7	8.8	-8.5	1.6	-2.1	5.1	9.7	-2.6	-20.6	-3.8	4.6
2017 T2	3.9	10.6	9.6	-9.3	1.0	-3.0	5.2	-18.6	5.0	-16.3	-0.9	4.9
T3	3.6	11.0	9.9	-10.4	1.4	-3.2	5.5	-13.2	5.6	-11.3	1.2	5.2
T4	3.4	9.7	8.8	-8.5	1.6	-2.1	5.1	9.7	-2.6	-20.6	-3.8	4.6
2018 T1	2.4	8.4	7.5	-8.7	1.7	-2.1	4.4	-1.6	-4.8	-23.2	-7.0	3.7
2017 Nov.	3.3	10.2	9.2	-9.3	1.7	-2.5	5.3	10.0	1.4	-19.6	-0.6	4.9
Dez.	3.4	9.7	8.8	-8.5	1.6	-2.1	5.1	9.7	-2.6	-20.6	-3.8	4.6
2018 Jan.	3.1	9.8	8.8	-8.1	1.7	-1.9	5.3	-1.6	-1.0	-31.8	-5.1	4.6
Fev.	2.8	9.4	8.4	-9.3	1.8	-2.3	4.9	7.7	-2.3	-32.3	-5.3	4.3
Mar.	2.4	8.4	7.5	-8.7	1.7	-2.1	4.4	-1.6	-4.8	-23.2	-7.0	3.7
Abr. ^(p)	2.8	7.8	7.0	-8.3	1.8	-1.9	4.2	11.6	-1.5	-6.0	-0.6	3.9

Fonte: BCE.

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

5 Moeda e crédito

5.2 Depósitos no M3¹⁾

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

	Sociedades não financeiras ²⁾					Famílias ³⁾					So- ciedades financi- eiras exceto IFM e so- ciedades de seguros e fundos de pensões ²⁾	So- ciedades de seguros e fundos de pensões	Outras adminis- trações públicas ⁴⁾
	Total	Overnight	Com prazo acordado até 2 anos	Reem- bolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte	Total	Overnight	Com prazo acordado até 2 anos	Reem- bolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos													
2015	1 953.2	1 503.9	323.6	117.4	8.3	5 750.7	3 060.7	695.0	1 992.3	2.7	957.9	226.6	365.5
2016	2 082.3	1 617.4	296.2	160.3	8.4	6 052.3	3 400.9	644.8	2 004.7	1.9	989.1	198.2	383.2
2017	2 243.1	1 786.8	287.0	159.8	9.5	6 301.7	3 697.5	561.5	2 042.0	0.6	1 010.8	202.2	409.9
2017 T2	2 190.1	1 732.1	293.6	158.0	6.4	6 189.3	3 560.7	600.8	2 025.5	2.3	970.3	196.5	403.1
T3	2 219.9	1 770.4	286.0	158.3	5.3	6 255.9	3 633.7	583.6	2 036.6	2.0	977.1	201.0	419.2
T4	2 243.1	1 786.8	287.0	159.8	9.5	6 301.7	3 697.5	561.5	2 042.0	0.6	1 010.8	202.2	409.9
2018 T1	2 256.9	1 818.8	273.4	157.2	7.6	6 375.2	3 781.0	542.7	2 050.0	1.5	990.8	209.5	413.1
2017 Nov.	2 247.7	1 798.0	282.2	159.6	7.9	6 295.1	3 682.1	568.5	2 042.5	2.0	989.3	208.1	412.1
Dez.	2 243.1	1 786.8	287.0	159.8	9.5	6 301.7	3 697.5	561.5	2 042.0	0.6	1 010.8	202.2	409.9
2018 Jan.	2 283.5	1 823.4	291.9	157.7	10.5	6 329.6	3 724.4	556.1	2 047.4	1.7	986.0	203.8	412.7
Fev.	2 266.6	1 812.6	287.0	158.1	8.9	6 359.5	3 760.1	548.7	2 048.9	1.8	982.3	207.9	413.7
Mar.	2 256.9	1 818.8	273.4	157.2	7.6	6 375.2	3 781.0	542.7	2 050.0	1.5	990.8	209.5	413.1
Abr. ^(p)	2 270.2	1 837.5	269.5	155.6	7.6	6 405.8	3 808.6	539.3	2 056.1	1.8	956.1	211.5	420.0
Transações													
2015	85.1	124.3	-32.9	4.9	-11.2	194.7	303.8	-109.8	1.2	-0.4	88.3	-0.5	29.6
2016	128.0	151.8	-24.2	0.2	0.2	299.8	333.3	-46.3	13.7	-0.8	30.9	-29.6	18.8
2017	178.9	180.6	-2.8	-0.1	1.1	254.1	303.8	-81.8	33.4	-1.3	53.7	5.8	27.0
2017 T2	39.2	43.3	-4.8	0.7	0.0	55.4	66.2	-20.3	9.9	-0.3	14.0	5.3	10.7
T3	35.1	41.7	-5.8	0.3	-1.1	66.0	75.1	-16.7	8.0	-0.3	12.1	4.8	16.2
T4	23.5	16.6	1.2	1.5	4.2	47.6	65.2	-21.8	5.5	-1.3	42.2	2.1	-8.9
2018 T1	16.6	34.0	-12.7	-2.7	-1.9	75.8	83.9	-18.5	9.5	0.9	-18.1	7.6	3.0
2017 Nov.	17.9	13.2	2.0	0.3	2.4	2.2	9.1	-7.0	0.3	-0.2	52.4	5.6	-6.5
Dez.	-4.2	-11.0	5.2	0.1	1.5	8.2	16.7	-6.8	-0.4	-1.4	22.6	-5.1	-2.4
2018 Jan.	44.7	39.5	6.2	-2.1	1.1	30.8	27.9	-5.0	6.9	1.0	-20.8	1.6	2.8
Fev.	-19.3	-12.4	-5.6	0.3	-1.7	28.9	35.0	-7.6	1.4	0.1	-6.4	3.9	0.9
Mar.	-8.7	6.8	-13.3	-0.9	-1.3	16.1	21.1	-5.9	1.2	-0.3	9.1	2.1	-0.6
Abr. ^(p)	11.2	17.3	-4.5	-1.6	0.1	29.9	27.2	-3.7	6.1	0.3	-38.4	1.8	6.9
Taxas de crescimento													
2015	4.6	9.0	-9.2	4.4	-57.6	3.5	11.0	-13.6	0.1	-13.2	10.2	-0.2	8.8
2016	6.7	10.1	-7.5	0.2	2.1	5.2	10.9	-6.7	0.6	-29.9	3.1	-13.0	5.2
2017	8.6	11.2	-1.0	0.0	13.8	4.2	8.9	-12.7	1.7	-65.9	5.6	3.0	7.0
2017 T2	8.1	11.5	-4.3	-1.6	-21.4	4.8	10.7	-12.3	1.3	-25.3	3.2	-6.2	6.1
T3	8.1	12.2	-7.3	-1.8	-42.3	4.6	9.9	-12.5	1.6	-25.3	5.7	-2.0	9.0
T4	8.6	11.2	-1.0	0.0	13.8	4.2	8.9	-12.7	1.7	-65.9	5.6	3.0	7.0
2018 T1	5.3	8.0	-7.4	-0.1	17.8	4.0	8.3	-12.5	1.6	-42.2	5.2	10.4	5.4
2017 Nov.	8.5	12.0	-5.7	-0.1	-4.9	4.4	9.3	-12.7	1.7	-17.5	6.2	1.1	7.6
Dez.	8.6	11.2	-1.0	0.0	13.8	4.2	8.9	-12.7	1.7	-65.9	5.6	3.0	7.0
2018 Jan.	8.5	10.8	-0.5	-0.4	48.4	4.1	8.6	-12.5	1.7	-37.1	7.3	4.9	5.4
Fev.	6.8	9.0	-2.9	0.2	31.1	4.2	8.7	-12.5	1.7	-33.3	7.0	6.0	5.7
Mar.	5.3	8.0	-7.4	-0.1	17.8	4.0	8.3	-12.5	1.6	-42.2	5.2	10.4	5.4
Abr. ^(p)	5.6	8.4	-7.6	-0.5	13.2	4.1	8.4	-11.9	1.7	-40.6	1.7	7.1	5.6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moeda e crédito

5.3 Crédito a residentes na área do euro ¹⁾

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

	Crédito às administrações públicas			Crédito a outros residentes na área do euro								Títulos de dívida	Ações/ unidades de participação em fundos de investimento exceto fundos do mercado monetário
	Total	Empréstimos	Títulos de dívida	Total	Empréstimos					Títulos de dívida			
					Total Empréstimos corrigidos ²⁾	A sociedades não financeiras ³⁾	A famílias ⁴⁾	A sociedades financeiras exceto IFM e sociedades de seguros e fundos de pensões ³⁾	A sociedades de seguros e fundos de pensões				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Saldos													
2015	3 901.3	1 113.5	2 785.4	12 599.8	10 509.7	10 805.0	4 290.2	5 308.7	787.1	123.8	1 307.8	782.4	
2016	4 393.6	1 083.3	3 297.1	12 877.7	10 708.3	10 979.2	4 313.5	5 447.3	834.7	112.7	1 385.4	784.0	
2017	4 631.1	1 032.5	3 584.7	13 114.0	10 872.5	11 169.8	4 325.1	5 597.8	840.8	108.8	1 440.1	801.5	
2017 T2	4 463.8	1 064.5	3 385.1	13 001.0	10 766.8	11 050.4	4 302.0	5 520.2	831.9	112.7	1 437.8	796.4	
T3	4 548.2	1 050.5	3 483.6	13 049.0	10 816.1	11 103.7	4 305.0	5 554.6	844.7	111.9	1 439.0	794.0	
T4	4 631.1	1 032.5	3 584.7	13 114.0	10 872.5	11 169.8	4 325.1	5 597.8	840.8	108.8	1 440.1	801.5	
2018 T1	4 600.8	1 021.1	3 565.9	13 198.0	10 947.9	11 236.9	4 347.0	5 632.0	856.8	112.0	1 466.2	783.8	
2017 Nov.	4 581.9	1 041.6	3 526.4	13 121.6	10 888.7	11 170.0	4 344.5	5 581.1	848.1	115.0	1 427.1	805.8	
Dez.	4 631.1	1 032.5	3 584.7	13 114.0	10 872.5	11 169.8	4 325.1	5 597.8	840.8	108.8	1 440.1	801.5	
2018 Jan.	4 597.3	1 031.1	3 552.0	13 187.7	10 933.5	11 230.6	4 353.4	5 604.3	863.3	112.5	1 453.3	800.9	
Fev.	4 598.8	1 023.2	3 561.3	13 188.8	10 936.6	11 225.4	4 349.3	5 615.0	858.5	113.8	1 459.4	792.7	
Mar.	4 600.8	1 021.1	3 565.9	13 198.0	10 947.9	11 236.9	4 347.0	5 632.0	856.8	112.0	1 466.2	783.8	
Abr. ^(p)	4 595.7	1 020.9	3 560.3	13 254.3	10 968.5	11 261.7	4 360.1	5 642.8	847.7	117.9	1 482.9	802.9	
Transações													
2015	295.3	-21.0	316.0	82.9	55.9	76.0	-15.0	98.5	-22.0	-5.7	25.6	1.5	
2016	488.3	-34.6	522.8	317.1	234.2	258.2	81.5	120.3	43.6	-11.1	78.8	4.1	
2017	289.5	-43.1	331.9	361.8	272.9	316.3	81.9	173.7	20.9	-3.6	64.0	24.9	
2017 T2	34.0	-5.4	39.4	55.6	24.5	49.4	0.5	34.6	-10.6	0.0	19.3	11.8	
T3	88.6	-10.8	99.5	74.6	76.2	86.7	21.2	40.8	14.9	-0.7	2.3	-3.9	
T4	89.8	-15.9	105.6	88.4	75.8	93.7	33.8	48.8	-3.7	-3.0	5.8	6.8	
2018 T1	-39.6	-10.6	-28.9	116.4	103.1	97.3	40.5	39.7	19.6	3.3	28.7	-15.4	
2017 Nov.	21.0	-1.2	22.2	44.1	35.7	32.7	15.8	18.8	-1.8	2.9	0.3	8.1	
Dez.	64.5	-9.0	73.4	5.8	-4.3	16.2	-9.4	18.7	-7.4	-6.2	14.2	-4.1	
2018 Jan.	-29.9	-0.7	-29.5	83.3	70.2	68.1	33.5	7.7	25.4	3.7	14.8	-1.6	
Fev.	2.5	-7.7	10.1	1.9	0.7	-3.5	-5.9	10.9	-5.6	1.3	6.5	-5.3	
Mar.	-12.1	-2.2	-9.5	31.1	32.2	32.7	12.9	21.1	-0.2	-1.7	7.4	-8.4	
Abr. ^(p)	-3.7	-0.2	-4.1	46.3	15.8	18.3	12.8	11.4	-14.3	5.8	16.6	13.9	
Taxas de crescimento													
2015	8.2	-1.8	12.8	0.7	0.5	0.7	-0.3	1.9	-2.7	-4.4	2.0	0.2	
2016	12.5	-3.1	18.7	2.5	2.2	2.4	1.9	2.3	5.6	-9.0	6.0	0.5	
2017	6.6	-4.0	10.2	2.8	2.6	2.9	1.9	3.2	2.5	-3.2	4.6	3.2	
2017 T2	8.2	-3.8	12.6	3.1	2.3	2.5	1.2	2.9	3.7	8.4	7.2	6.4	
T3	8.3	-4.0	12.7	2.8	2.4	2.7	1.5	3.0	3.6	2.0	5.6	2.6	
T4	6.6	-4.0	10.2	2.8	2.6	2.9	1.9	3.2	2.5	-3.2	4.6	3.2	
2018 T1	3.9	-4.0	6.4	2.6	2.6	3.0	2.2	3.0	2.4	-0.4	4.0	-0.1	
2017 Nov.	6.8	-3.7	10.4	2.8	2.5	2.9	1.8	3.1	3.2	0.1	3.9	4.4	
Dez.	6.6	-4.0	10.2	2.8	2.6	2.9	1.9	3.2	2.5	-3.2	4.6	3.2	
2018 Jan.	5.4	-4.4	8.7	3.1	2.9	3.3	2.3	3.1	5.6	-1.2	4.7	2.3	
Fev.	5.2	-4.1	8.2	2.8	2.7	3.1	2.0	2.9	4.5	2.0	5.0	1.1	
Mar.	3.9	-4.0	6.4	2.6	2.6	3.0	2.2	3.0	2.4	-0.4	4.0	-0.1	
Abr. ^(p)	3.2	-4.1	5.5	3.0	2.8	3.1	2.4	3.0	3.2	3.7	5.1	1.8	

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	Empréstimos corrigidos ⁴⁾	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Total	Empréstimos corrigidos ⁴⁾	Crédito ao consumo	Crédito à habitação	Outros empréstimos
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos										
2015	4 290.2	4 272.8	1 043.1	761.8	2 485.2	5 308.7	5 641.5	595.4	3 949.4	763.9
2016	4 313.5	4 313.1	1 002.2	797.7	2 513.6	5 447.3	5 727.2	615.6	4 083.3	748.4
2017	4 325.1	4 365.2	976.7	820.5	2 527.8	5 597.8	5 865.5	653.3	4 214.4	730.1
2017 T2	4 302.0	4 316.2	990.9	798.7	2 512.5	5 520.2	5 798.9	635.3	4 147.7	737.2
T3	4 305.0	4 326.2	978.3	812.4	2 514.3	5 554.6	5 828.8	644.7	4 179.0	730.9
T4	4 325.1	4 365.2	976.7	820.5	2 527.8	5 597.8	5 865.5	653.3	4 214.4	730.1
2018 T1	4 347.0	4 384.2	1 002.6	820.2	2 524.3	5 632.0	5 905.4	663.1	4 242.1	726.9
2017 Nov.	4 344.5	4 365.7	987.9	822.7	2 533.9	5 581.1	5 853.1	652.2	4 197.5	731.4
Dez.	4 325.1	4 365.2	976.7	820.5	2 527.8	5 597.8	5 865.5	653.3	4 214.4	730.1
2018 Jan.	4 353.4	4 388.1	996.7	826.5	2 530.2	5 604.3	5 880.3	659.5	4 215.8	729.0
Fev.	4 349.3	4 382.2	988.9	824.9	2 535.5	5 615.0	5 892.2	662.3	4 224.0	728.8
Mar.	4 347.0	4 384.2	1 002.6	820.2	2 524.3	5 632.0	5 905.4	663.1	4 242.1	726.9
Abr. ^(p)	4 360.1	4 396.7	1 004.7	823.1	2 532.3	5 642.8	5 917.2	667.0	4 249.9	725.9
Transações										
2015	-15.0	22.8	-62.2	31.9	15.3	98.5	76.9	21.8	80.2	-3.6
2016	81.5	98.7	-17.3	44.2	54.6	120.3	114.4	23.9	105.6	-9.2
2017	81.9	132.7	1.1	36.6	44.1	173.7	166.7	44.0	134.1	-4.4
2017 T2	0.5	11.2	-2.4	2.3	0.6	34.6	40.1	10.3	24.9	-0.5
T3	21.2	33.1	-6.0	17.1	10.1	40.8	36.3	10.7	33.3	-3.2
T4	33.8	57.1	3.0	10.8	19.9	48.8	46.5	11.9	36.7	0.2
2018 T1	40.5	38.8	31.0	4.4	5.1	39.7	46.3	11.5	27.3	0.8
2017 Nov.	15.8	17.4	-2.5	6.9	11.4	18.8	16.6	6.3	11.4	1.1
Dez.	-9.4	11.6	-8.4	-0.7	-0.3	18.7	17.2	2.1	17.6	-1.0
2018 Jan.	33.5	26.1	22.5	7.3	3.7	7.7	16.0	6.1	1.8	-0.3
Fev.	-5.9	-4.8	-9.1	-1.7	5.0	10.9	12.8	3.1	7.5	0.4
Mar.	12.9	17.5	17.7	-1.2	-3.6	21.1	17.5	2.3	18.1	0.8
Abr. ^(p)	12.8	12.4	2.1	2.7	8.0	11.4	11.1	5.7	7.4	-1.7
Taxas de crescimento										
2015	-0.3	0.5	-5.6	4.4	0.6	1.9	1.4	3.9	2.1	-0.5
2016	1.9	2.3	-1.7	5.8	2.2	2.3	2.0	4.0	2.7	-1.2
2017	1.9	3.1	0.1	4.6	1.8	3.2	2.9	7.2	3.3	-0.6
2017 T2	1.2	2.0	-2.5	3.8	2.0	2.9	2.6	6.0	3.2	-1.1
T3	1.5	2.5	-1.2	4.3	1.7	3.0	2.7	6.9	3.2	-1.1
T4	1.9	3.1	0.1	4.6	1.8	3.2	2.9	7.2	3.3	-0.6
2018 T1	2.2	3.3	2.6	4.3	1.4	3.0	2.9	7.1	3.0	-0.4
2017 Nov.	1.8	3.1	-1.0	4.8	2.0	3.1	2.8	7.3	3.1	-0.8
Dez.	1.9	3.1	0.1	4.6	1.8	3.2	2.9	7.2	3.3	-0.6
2018 Jan.	2.3	3.4	1.2	5.3	1.8	3.1	2.9	7.4	3.1	-0.8
Fev.	2.0	3.2	0.4	5.2	1.7	2.9	2.9	7.5	2.9	-0.6
Mar.	2.2	3.3	2.6	4.3	1.4	3.0	2.9	7.1	3.0	-0.4
Abr. ^(p)	2.4	3.3	3.2	4.3	1.5	3.0	2.9	7.6	2.9	-0.5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moeda e crédito

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

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

	Responsabilidades das IFM						Disponibilidades das IFM			
	Detenções da administração central ²⁾	Responsabilidades financeiras a mais longo prazo face a outros residentes na área do euro					Disponibilidades líquidas sobre o exterior	Outras		
		Total	Depósitos com prazo acordado superior a 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso superior a 3 meses	Títulos de dívida com prazo superior a 2 anos	Capital e reservas		Total	Acordos de reporte com contrapartes centrais ³⁾	Acordos de revenda a contrapartes centrais ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos										
2015	284.7	6 999.2	2 119.4	80.0	2 255.8	2 543.9	1 350.6	284.6	205.9	135.6
2016	314.2	6 956.8	2 090.9	70.9	2 146.7	2 648.4	1 136.9	261.8	205.9	121.6
2017	356.2	6 742.7	1 968.9	59.7	2 016.1	2 698.0	934.6	284.1	143.9	93.6
2017 T2	305.7	6 800.8	2 035.7	66.8	2 066.7	2 631.6	1 028.3	248.6	154.2	109.7
T3	365.3	6 730.6	2 007.3	61.5	2 015.9	2 645.8	1 022.3	262.1	140.6	85.4
T4	356.2	6 742.7	1 968.9	59.7	2 016.1	2 698.0	934.6	284.1	143.9	93.6
2018 T1	339.6	6 722.1	1 952.4	59.4	2 020.1	2 690.2	910.0	292.2	136.2	88.3
2017 Nov.	308.9	6 696.4	1 965.1	60.1	2 016.4	2 654.8	952.0	208.7	167.6	132.7
Dez.	356.2	6 742.7	1 968.9	59.7	2 016.1	2 698.0	934.6	284.1	143.9	93.6
2018 Jan.	316.2	6 728.7	1 960.1	60.5	2 022.5	2 685.7	821.5	344.7	133.2	85.3
Fev.	346.9	6 715.4	1 958.4	59.8	2 016.0	2 681.1	841.1	344.5	125.0	82.9
Mar.	339.6	6 722.1	1 952.4	59.4	2 020.1	2 690.2	910.0	292.2	136.2	88.3
Abr. ^(p)	349.7	6 738.0	1 955.1	59.3	2 018.9	2 704.8	879.6	330.1	147.4	154.5
Transações										
2015	8.9	-216.2	-106.3	-13.5	-215.4	118.9	-86.7	-12.7	21.4	-4.0
2016	26.7	-113.7	-69.6	-9.1	-110.4	75.4	-276.1	-76.8	12.8	-12.0
2017	45.7	-86.2	-84.7	-8.7	-72.5	79.7	-97.3	-70.7	-60.7	-27.3
2017 T2	-2.6	-12.0	-24.8	-2.4	-2.7	18.0	-11.7	3.0	-28.9	-2.1
T3	64.9	-24.7	-25.5	-2.9	-31.1	34.7	24.8	15.9	-13.6	-24.3
T4	-9.1	-36.0	-17.7	-1.8	-11.0	-5.4	-75.6	-61.1	3.4	8.2
2018 T1	-16.5	11.2	-16.1	-1.3	12.0	16.6	60.5	-59.9	-7.8	-5.3
2017 Nov.	-33.0	-3.3	2.3	-0.7	-7.3	2.4	0.2	-34.2	9.3	23.2
Dez.	47.3	-5.2	4.8	-0.5	5.3	-14.8	-10.9	-7.9	-23.7	-39.1
2018 Jan.	-39.8	15.5	-6.8	-0.6	19.9	3.0	-27.6	3.4	-10.7	-8.3
Fev.	30.6	-23.1	-3.7	-0.4	-16.3	-2.8	10.3	-9.7	-8.2	-2.4
Mar.	-7.3	18.8	-5.6	-0.4	8.4	16.4	77.9	-53.7	11.2	5.4
Abr. ^(p)	10.1	1.6	1.8	-0.2	-10.2	10.2	-38.7	33.2	-10.5	-12.0
Taxas de crescimento										
2015	3.5	-3.0	-4.8	-14.4	-8.8	4.8	-	-	11.6	-2.9
2016	9.4	-1.6	-3.3	-11.5	-4.9	2.9	-	-	6.3	-9.0
2017	14.4	-1.3	-4.1	-12.4	-3.5	3.0	-	-	-29.6	-22.6
2017 T2	-7.7	-1.2	-4.0	-10.9	-3.7	3.5	-	-	-30.7	-22.6
T3	22.0	-0.9	-4.1	-12.5	-3.5	4.2	-	-	-31.2	-33.4
T4	14.4	-1.3	-4.1	-12.4	-3.5	3.0	-	-	-29.6	-22.6
2018 T1	11.8	-0.9	-4.1	-12.5	-1.6	2.4	-	-	-25.6	-21.0
2017 Nov.	4.0	-1.3	-4.6	-12.7	-3.8	3.5	-	-	-13.1	10.0
Dez.	14.4	-1.3	-4.1	-12.4	-3.5	3.0	-	-	-29.6	-22.6
2018 Jan.	5.1	-0.9	-4.0	-12.4	-2.3	3.1	-	-	-24.5	-19.8
Fev.	16.9	-1.3	-3.7	-12.6	-2.8	2.0	-	-	-27.0	-20.5
Mar.	11.8	-0.9	-4.1	-12.5	-1.6	2.4	-	-	-25.6	-21.0
Abr. ^(p)	7.3	-0.7	-3.7	-12.8	-1.7	2.6	-	-	-28.3	-26.4

Fonte: BCE.

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

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

3) Dados não corrigidos de efeitos de sazonalidade.

6 Evolução orçamental

6.1 Défice/excedente

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

	Défice(-)/excedente(+)					Por memória: Défice (-)/ excedente (+) primário
	Total	Administração central	Administração estadual	Administração local	Fundos de segurança social	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2.5	-2.1	-0.2	0.0	-0.1	0.1
2015	-2.0	-1.9	-0.2	0.2	-0.1	0.3
2016	-1.5	-1.7	-0.1	0.2	0.0	0.6
2017	-0.9	-1.3	0.1	0.2	0.1	1.1
2017 T1	-1.3	.	.	.	.	0.9
T2	-1.2	.	.	.	.	0.8
T3	-1.0	.	.	.	.	1.0
T4	-0.9	.	.	.	.	1.1

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

6.2 Receita e despesa

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

	Receita						Despesa						
	Total	Receita corrente			Receita de capital	Total	Despesa corrente				Despesa de capital		
		Impostos diretos	Impostos indiretos	Contribuições sociais líquidas			Remunerações dos empregados	Consumo intermédio	Juros	Pagamentos com fins sociais			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	46.7	46.2	12.5	13.1	15.4	0.5	49.2	45.3	10.3	5.3	2.6	23.0	4.0
2015	46.3	45.7	12.6	13.0	15.2	0.5	48.3	44.4	10.0	5.2	2.3	22.7	3.9
2016	46.1	45.7	12.6	13.0	15.3	0.5	47.6	44.0	10.0	5.2	2.1	22.8	3.5
2017	46.2	45.8	12.9	13.0	15.3	0.4	47.1	43.3	9.9	5.1	2.0	22.5	3.7
2017 T1	46.2	45.7	12.7	13.0	15.3	0.5	47.4	43.9	9.9	5.2	2.1	22.7	3.6
T2	46.2	45.8	12.7	13.0	15.3	0.4	47.4	43.8	9.9	5.1	2.1	22.7	3.6
T3	46.2	45.8	12.8	13.0	15.3	0.4	47.2	43.5	9.9	5.1	2.0	22.6	3.7
T4	46.2	45.8	12.9	13.0	15.3	0.4	47.1	43.3	9.9	5.1	2.0	22.5	3.7

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

6.3 Rácio da dívida pública em relação ao PIB

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

	Total	Instrumento financeiro			Detentor			Prazo original		Prazo residual			Moedas	
		Número e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida	Credores residentes	Credores não residentes	IFM	Até 1 ano	Superior a 1 ano	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Euro ou moedas participantes	Outras moedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	91.9	2.7	17.1	72.0	44.0	25.6	47.9	10.0	81.9	18.8	31.9	41.2	89.8	2.1
2015	89.9	2.8	16.2	71.0	44.1	27.1	45.8	9.3	80.6	17.6	31.2	41.1	87.9	2.0
2016	89.0	2.7	15.5	70.8	46.1	30.4	42.9	9.0	80.0	17.2	29.9	41.9	87.0	2.0
2017	86.7	2.6	14.3	69.8	46.7	31.8	40.1	8.3	78.5	16.0	28.8	41.9	84.9	1.8
2017 T1	89.2	2.6	15.2	71.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	89.1	2.7	14.9	71.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	88.1	2.8	14.7	70.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	86.7	2.6	14.3	69.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolução orçamental

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

	Variação do rácio da dívida em relação ao PIB ²⁾	Défice (+)/excedente (-) primário	Ajustamento défice-dívida								Diferencial juros-crescimento	Por memória: Necessidades de financiamento
			Total	Transações dos principais ativos financeiros					Efeitos de reavaliação e outras variações de volume	Outros		
				Total	Numerário e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida	Ações e outras participações				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0.3	-0.1	-0.2	-0.5	0.2	-0.5	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.6	2.2
2015	-1.9	-0.3	-0.8	-0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	-0.3	-0.8	1.3
2016	-1.0	-0.6	-0.2	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.2	-0.1	1.6
2017	-2.3	-1.1	-0.1	0.4	0.4	0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.5	-1.0	0.8
2017 T1	-1.7	-0.9	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.3	-0.1	-0.4	1.0
T2	-1.8	-0.8	-0.6	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	0.0	-0.4	0.8
T3	-1.6	-1.0	0.1	0.7	0.8	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.5	-0.7	1.2
T4	-2.3	-1.1	-0.1	0.4	0.4	0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.5	-1.0	0.8

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

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

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

6.5 Títulos de dívida pública ¹⁾

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

	Serviço da dívida a 1 ano ²⁾					Prazo residual médio em anos ³⁾	Taxas de rendibilidade nominais médias ⁴⁾						
	Total	Capital		Juros			Saldos				Transações		
		Prazos até 3 meses	Prazos até 3 meses	Prazos até 3 meses	Prazos até 3 meses		Total	Taxa variável	Cupão zero	Taxa fixa	Prazos até 1 ano	Emissões	Reembolsos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	14.1	12.4	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2017	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2017 T1	13.9	12.2	4.2	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.2	3.0	2.9	0.2	1.1
T2	13.8	12.1	4.3	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.2
T3	13.0	11.3	3.8	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.1
T4	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2017 Nov.	12.9	11.2	3.8	1.7	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.4	0.2	1.2
Dez.	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2018 Jan.	12.7	11.1	4.2	1.6	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.2	0.4	1.2
Fev.	12.7	11.1	4.1	1.6	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.4	0.4	1.2
Mar.	13.0	11.4	4.2	1.6	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	1.1
Abr.	12.8	11.2	3.9	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.4	0.4	1.1

Fonte: BCE.

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

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

3) Prazo residual no final do período.

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

6 Evolução orçamental

6.6 Evolução orçamental nos países da área do euro

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

	Bélgica	Alemanha	Estónia	Irlanda	Grécia	Espanha	França	Itália	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Défice (-)/excedente (+) público									
2014	-3.1	0.5	0.7	-3.6	-3.6	-6.0	-3.9	-3.0	-9.0
2015	-2.5	0.8	0.1	-1.9	-5.7	-5.3	-3.6	-2.6	-1.3
2016	-2.5	1.0	-0.3	-0.5	0.6	-4.5	-3.4	-2.5	0.3
2017	-1.0	1.3	-0.3	-0.3	0.8	-3.1	-2.6	-2.3	1.8
2017 T1	-2.0	1.2	-0.4	-0.4	1.1	-4.2	-3.3	-2.2	0.4
T2	-1.6	1.0	-0.7	-0.5	1.1	-3.6	-3.2	-2.5	0.8
T3	-1.3	1.3	-0.7	-0.6	1.1	-3.2	-3.0	-2.4	1.8
T4	-1.0	1.3	-0.3	-0.3	0.8	-3.1	-2.6	-2.3	1.8
Dívida pública									
2014	107.0	74.7	10.7	104.5	178.9	100.4	94.9	131.8	107.5
2015	106.1	71.0	10.0	76.9	176.8	99.4	95.6	131.5	107.5
2016	105.9	68.2	9.4	72.8	180.8	99.0	96.6	132.0	106.6
2017	103.1	64.1	9.0	68.0	178.6	98.3	97.0	131.8	97.5
2017 T1	107.4	66.7	9.2	74.8	177.7	99.7	98.9	133.8	106.0
T2	106.1	66.1	8.9	74.1	176.1	99.5	99.3	134.9	105.7
T3	106.9	65.2	8.9	72.0	177.4	98.5	98.4	134.2	102.5
T4	103.1	64.1	9.0	68.0	178.6	98.3	97.0	131.8	97.5

	Letónia	Lituânia	Luxemburgo	Malta	Países Baixos	Áustria	Portugal	Eslovénia	Eslováquia	Finlândia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Défice (-)/excedente (+) público										
2014	-1.5	-0.6	1.3	-1.8	-2.3	-2.7	-7.2	-5.5	-2.7	-3.2
2015	-1.4	-0.2	1.4	-1.1	-2.1	-1.0	-4.4	-2.9	-2.7	-2.8
2016	0.1	0.3	1.6	1.0	0.4	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.8
2017	-0.5	0.5	1.5	3.9	1.1	-0.7	-3.0	0.0	-1.0	-0.6
2017 T1	-0.3	0.8	0.8	2.0	1.0	-0.9	-3.8	-1.3	-2.0	-1.5
T2	0.3	0.7	1.0	2.1	1.1	-1.2	-3.5	-1.0	-1.6	-1.0
T3	0.1	0.9	1.4	3.3	1.2	-0.9	-2.4	-0.5	-1.6	-1.1
T4	-0.5	0.5	1.5	3.9	1.1	-0.7	-3.0	0.0	-1.0	-0.6
Dívida pública										
2014	40.9	40.5	22.7	63.8	68.0	84.0	130.6	80.3	53.5	60.2
2015	36.8	42.6	22.0	58.7	64.6	84.6	128.8	82.6	52.3	63.5
2016	40.5	40.1	20.8	56.2	61.8	83.6	129.9	78.6	51.8	63.0
2017	40.1	39.7	23.0	50.8	56.7	78.4	125.7	73.6	50.9	61.4
2017 T1	39.3	39.2	23.9	56.6	59.5	81.7	130.1	80.3	53.3	62.7
T2	39.9	41.7	23.4	55.0	58.6	81.4	131.7	79.8	51.7	61.7
T3	38.2	39.4	23.4	53.4	56.9	80.2	130.5	78.5	51.3	60.5
T4	40.1	39.7	23.0	50.8	56.7	78.4	125.7	73.6	50.9	61.4

Fonte: Eurostat.

© **Banco Central Europeu, 2018**

Endereço postal 60640 Frankfurt am Maion, 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 13 de junho de 2018.

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-18-004-PT-N (pdf)