



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 8 / 2017



Índice

Evolução económica e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	5
2 Evolução financeira	12
3 Atividade económica	17
4 Preços e custos	23
5 Moeda e crédito	29
6 Evolução orçamental	36
Caixas	38
1 Quais os fatores impulsionadores dos preços dos metais?	38
2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 26 de julho a 31 de outubro de 2017	43
3 Recente dinamismo dos indicadores baseados em inquéritos: o que nos diz sobre a profundidade e a amplitude do crescimento real do PIB?	48
4 O que podemos aprender com o Inquérito aos Analistas Profissionais do BCE sobre a perceção do dinamismo do mercado de trabalhos na área do euro?	53
5 Uma avaliação da análise dos projetos de planos orçamentais com base no exercício relativo a 2018	57
Estatísticas	E1

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Na sua reunião de política monetária de 14 de dezembro de 2017, o Conselho do BCE concluiu que é ainda necessário um grau muito elevado de acomodação monetária para garantir um regresso sustentado das taxas de inflação a níveis abaixo, mas próximo, de 2%. A informação disponibilizada desde a última reunião de política monetária no final de outubro, incluindo as novas projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema, indica um ritmo forte de expansão económica e uma melhoria significativa das perspetivas de crescimento. O Conselho do BCE considerou que o forte dinamismo cíclico e a redução significativa da margem disponível da economia dão motivos para uma maior confiança de que a inflação irá convergir no sentido do seu objetivo. Ao mesmo tempo, as pressões sobre os preços internos permanecem, no geral, modestas, ainda não tendo apresentado sinais convincentes de uma tendência ascendente sustentada. O Conselho do BCE concluiu assim que continua a ser necessário um elevado grau de estímulo monetário para que as pressões inflacionistas subjacentes continuem a aumentar e apoiem a evolução da inflação global no médio prazo. Este apoio monetário continuado é dado pelas compras líquidas adicionais de ativos que o Conselho do BCE decidiu na reunião de política monetária de outubro, pelo volume considerável de ativos adquiridos e os reinvestimentos futuros, bem como pela orientação futura das taxas de juro.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 14 de dezembro de 2017

Segundo a avaliação económica do Conselho do BCE, a expansão económica na área do euro continua a ser sólida e generalizada nos vários países e setores. O crescimento real do PIB é apoiado pelo crescimento do consumo e investimento privados, bem como pelas exportações que beneficiam da retoma mundial abrangente. Os últimos resultados de inquéritos e os dados que têm vindo a ser disponibilizados confirmam um dinamismo robusto do crescimento. A economia mundial também continua a expandir-se a uma taxa sólida, e a recuperação apresenta sinais de sincronização à esfera mundial.

As condições de financiamento na área do euro permaneceram muito favoráveis. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro diminuíram ligeiramente desde 7 de setembro. Os diferenciais das obrigações das empresas também se reduziram, enquanto os preços das ações das sociedades não financeiras (SNF) da área do euro aumentaram. Paralelamente, as valorizações das obrigações e títulos de participação no capital das empresas continuaram a ser sustentadas por perspetivas económicas robustas. Nos mercados cambiais, o euro permaneceu globalmente inalterado nos últimos meses.

A prazo, as projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento do PIB real anual de 2.4% em 2017, 2.3% em 2018, 1.9% em 2019 e 1.7% em 2020. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, as perspectivas para o crescimento do PIB foram objeto de uma revisão em alta substancial. A expansão económica em curso na área do euro deverá continuar a ser apoiada pelas medidas de política monetária do BCE. Acresce que a despesa privada e o crescimento do consumo são apoiados por menores necessidades de desalavancagem e uma melhoria das condições do mercado de trabalho. Melhorias na rentabilidade das empresas e condições de financiamento muito favoráveis continuam a promover a recuperação do investimento empresarial, enquanto os exportadores da área do euro beneficiam da expansão económica mundial em curso.

A inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro situou-se em 1.5% em novembro, face a 1.4% em outubro, de acordo com a estimativa provisória do Eurostat. Ao mesmo tempo, as medidas da inflação subjacente registaram recentemente uma ligeira moderação, em parte devido a fatores especiais. Numa análise prospetiva, com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que as taxas homólogas da inflação global registem uma moderação nos próximos meses, refletindo sobretudo efeitos de base nos preços dos produtos energéticos, antes de subirem novamente. Espera-se que a inflação subjacente aumente gradualmente 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 maior crescimento salarial.

Esta avaliação encontra-se também refletida nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, que preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.5% em 2017, 1.4% em 2018, 1.5% em 2019 e 1.7% em 2020. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, as perspectivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas em alta, refletindo sobretudo preços mais elevados do petróleo e dos produtos alimentares.

As projeções mais recentes elaboradas por especialistas também preveem uma nova descida do défice orçamental da área do euro ao longo do horizonte de projeção, devido sobretudo à melhoria das condições cíclicas e à redução dos pagamentos de juros. Espera-se que a orientação orçamental agregada para a área do euro seja globalmente neutra. O rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro deverá continuar a diminuir, embora a partir de um nível ainda elevado.

Em complemento da avaliação económica, a análise monetária mostrou que o crescimento monetário se manteve robusto em outubro e durante o terceiro trimestre de 2017. O agregado monetário largo continuou a expandir-se a 5% em outubro, em linha com o ritmo estável observado desde meados de 2015. A retoma do crescimento dos empréstimos ao setor privado também prosseguiu. Estima-se que

o fluxo anual do financiamento externo total a SNF se tenha fortalecido no terceiro trimestre de 2017, refletindo melhorias na concessão de crédito bancário e na emissão de títulos de dívida.

Decisões de política monetária

Com base nas análises económica e monetária regulares, o Conselho do BCE confirmou a necessidade de um grau muito elevado de acomodação monetária para garantir um regresso sustentado das taxas de inflação a níveis abaixo, mas próximo, de 2%. O Conselho do BCE decidiu manter inalteradas as taxas de juro diretas do BCE e continua a esperar que estas taxas permaneçam nos níveis atuais por um período de tempo alargado, muito para além do horizonte das compras líquidas de ativos. No que respeita às medidas de política monetária não convencionais, o Conselho do BCE confirmou a intenção de continuar a efetuar compras líquidas de ativos no âmbito do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), a partir de janeiro de 2018 a um ritmo mensal de €30 mil milhões, até ao final de setembro de 2018, ou até mais tarde, se necessário, e, em qualquer caso, até que o Conselho considere que se verifica um ajustamento sustentado da trajetória de inflação, compatível com o seu objetivo. Além disso, o Conselho do BCE reconfirmou que se as perspetivas se tornassem menos favoráveis, ou se as condições financeiras se tornassem inconsistentes com um maior progresso no sentido de um ajustamento sustentado da trajetória da inflação, estaria pronto a aumentar o APP em termos da sua dimensão e/ou duração. O Conselho do BCE reiterou que o Eurosistema reinvestirá os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos ao abrigo do APP durante um período prolongado após o termo das compras líquidas de ativos e, em qualquer caso, enquanto for necessário.

1 Conjuntura externa

A economia mundial continua a expandir-se a uma taxa sólida, com sinais crescentes de sincronização. As perspetivas no seio das economias avançadas envolvem uma expansão modesta, que abranda ao longo do horizonte de projeção com a evolução da retoma. Entre as economias dos mercados emergentes, as perspetivas são apoiadas pelo fortalecimento da atividade nos países exportadores de matérias-primas. Os indicadores do comércio mundial apontam para uma recuperação no terceiro trimestre. A inflação mundial deverá aumentar lentamente, à medida que a capacidade produtiva disponível a nível mundial diminui.

Atividade económica e comércio a nível mundial

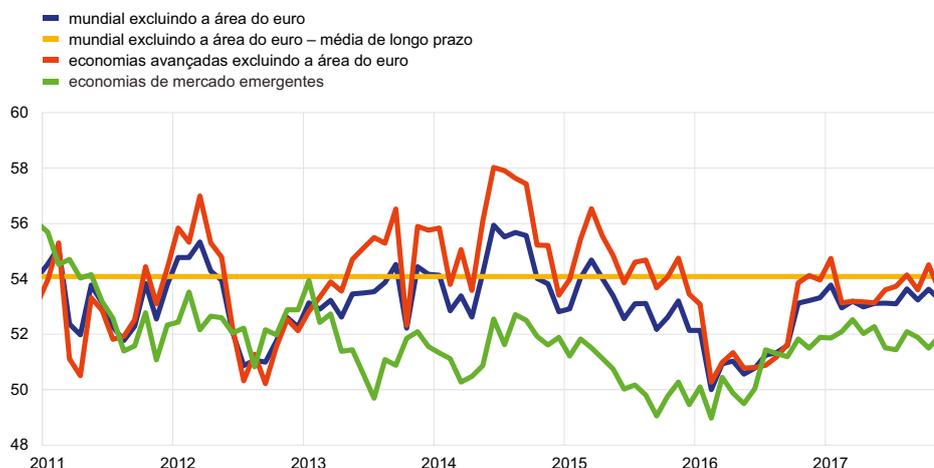
O ritmo de expansão sustentado da economia mundial tornou-se mais generalizado e continuou no segundo semestre do ano. A recuperação mostra sinais de sincronização à esfera mundial e a percentagem de países que apresentam um crescimento da atividade económica acima da média dos últimos anos tem vindo a aumentar desde o segundo semestre de 2016. No contexto das economias avançadas, a atividade económica nos Estados Unidos registou um ritmo de expansão sólido no terceiro trimestre, não obstante o impacto dos recentes furacões. O crescimento real do PIB no Japão também permaneceu robusto, ao passo que a atividade no Reino Unido se apresentou relativamente modesta, em parte devido ao efeito negativo da depreciação da libra no rendimento real das famílias e no consumo, o que mais do que compensou os ganhos de competitividade e o ímpeto positivo da expansão cada vez mais robusta na área do euro. Quanto às economias dos mercados emergentes, a atividade foi apoiada pela Índia e pela China, bem como pela recuperação no Brasil e na Rússia após as profundas recessões nestes países, embora se preveja alguma perda de dinamismo no curto prazo na Rússia.

Os indicadores baseados em inquéritos e os inquéritos de sentimento apontam para um crescimento mundial sustentado no curto prazo. O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial composto do produto (excluindo a área do euro) permaneceu, no terceiro trimestre, em níveis semelhantes aos registados nos dois trimestres precedentes, situando-se próximo das médias de longo prazo e sinalizando a continuação da expansão constante da atividade mundial (ver Gráfico 1). Os indicadores dos inquéritos de sentimento também subiram ao longo dos últimos meses.

Gráfico 1

IGC mundial compósito do produto

(Índice de difusão)



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

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

As políticas monetárias apresentam alguma divergência, mas, em geral, as condições financeiras a nível mundial mantêm-se favoráveis.

Os mercados continuam a esperar um aumento muito gradual da restritividade monetária nos Estados Unidos. O Comité de Operações de Mercado Aberto (*Federal Open Market Committee – FOMC*) manteve as taxas de política monetária inalteradas na reunião de setembro, mas decidiu começar a reduzir o balanço do Sistema de Reserva Federal. Em dezembro, em consonância com as expectativas do mercado, verificou-se uma subida das taxas. As expectativas de maior restritividade no Reino Unido, confirmadas pelo aumento da taxa de juro diretora, continuaram a ganhar firmeza, na sequência da subida da inflação para níveis acima do objetivo e de persistentes pressões em sentido ascendente sobre os preços após a recente depreciação da libra esterlina. No Japão, o banco central nacional manteve a sua orientação acomodatória. Na China, a fim de travar a alavancagem no sistema financeiro, o People's Bank of China permitiu o aumento da restritividade das condições financeiras desde o início do ano, subindo as taxas de juro do mercado aberto e orientando as taxas interbancárias em sentido ascendente. Outras economias dos mercados emergentes, incluindo a Índia e alguns países exportadores de matérias-primas, reduziram as taxas de juro diretoras, à medida que as pressões inflacionistas se atenuavam e as taxas de câmbio se consolidavam. De um modo geral, o sentimento dos mercados financeiros permaneceu forte nas economias avançadas, com ganhos nos mercados acionistas e nova descida da volatilidade. Entre as economias dos mercados emergentes, as taxas de juro baixaram em várias economias importantes, contribuindo para uma diminuição modesta da restritividade das condições financeiras, e as entradas de capital aumentaram acentuadamente.

Numa análise prospetiva, a atividade económica deverá permanecer, em geral, estável a nível mundial, mas a evolução entre países e regiões varia de forma considerável. As perspetivas entre as economias avançadas apontam para uma

expansão robusta, que abranda durante o horizonte de projeção, à medida que a retoma – em particular, nos Estados Unidos e no Japão – evolui e os desvios do produto se estreitam gradualmente, ao passo que o crescimento no Reino Unido deverá permanecer fraco. No contexto das economias dos mercados emergentes, as perspetivas são apoiadas pela recuperação dos países exportadores de matérias-primas, em especial o Brasil e a Rússia. Na Índia e na China, o crescimento permanece sólido, mas espera-se que a China apresente uma trajetória de menor crescimento, à luz do abrandamento do crescimento potencial. De um modo geral, estas tendências compensam-se globalmente entre si e traduzem-se em perspetivas de crescimento do PIB mundial estáveis.

O potencial de crescimento diminuiu na maioria das economias avançadas e emergentes nos últimos anos e espera-se que estabilize em níveis abaixo dos observados antes da crise. Nas economias avançadas, os contributos do capital diminuíram, dado que as taxas de investimento registaram uma queda na sequência da crise financeira, impulsionadas pelas subseqüentes expectativas mais fracas em relação às perspetivas para a procura, a par de condições financeiras mais restritivas e da incerteza acrescida. O investimento também foi mais baixo nas economias dos mercados emergentes, em particular nos países exportadores de matérias-primas. O menor apoio proporcionado pela demografia contribuiu para a descida do potencial de crescimento em vários países.

Nos Estados Unidos, espera-se que a atividade permaneça robusta, apoiada pela procura interna sólida. A recuperação prosseguirá, em resultado de um crescimento sólido do investimento e do consumo, à medida que as condições restritivas no mercado de trabalho se refletem de forma gradual num maior crescimento dos salários e as condições financeiras favoráveis impulsionam a riqueza. Além disso, o fortalecimento da procura externa e a recente depreciação do dólar dos Estados Unidos também apoiam as perspetivas para os Estados Unidos. É provável que a reforma fiscal e o pacote orçamental associado proporcionem algum ímpeto a partir do próximo ano. Projeta-se, contudo, que o crescimento do PIB registre uma desaceleração gradual no médio prazo, regressando ao seu potencial.

No Reino Unido, a expectativa é de que o crescimento real do PIB permaneça relativamente moderado, devido à elevada incerteza. O abrandamento recente da atividade económica – conduzido pelo consumo privado, à medida que as famílias começaram a sentir o impacto da subida da inflação e da diminuição do crescimento dos salários reais – deverá continuar nos próximos trimestres. Expectativas de crescimento relativamente moderadas refletem o atual impacto da elevada incerteza e a forte depreciação da libra esterlina na sequência do referendo no Reino Unido.

No Japão, espera-se que a expansão económica se mantenha firme, apoiada por fatores internos e externos. Embora a diminuição do apoio orçamental constitua provavelmente um entrave ao crescimento, espera-se que a atividade económica seja coadjuvada pela consolidação da procura externa, por ganhos em termos de investimento privado associados a elevados lucros e à crescente escassez de mão de obra e de capacidade, bem como por condições de financiamento favoráveis. Todavia, a expectativa é de que a planeada subida do

imposto sobre o valor acrescentado (IVA) em outubro de 2019 tenha um impacto negativo na atividade económica após a sua implementação.

Na China, a atividade continua a expandir-se a um ritmo robusto, sendo apoiada pelo consumo resiliente e por um mercado da habitação ainda sólido. As perspetivas de curto prazo são dominadas pelo foco das autoridades no crescimento estável, dada a transição política em curso, enquanto o pressuposto a médio prazo é de uma implementação gradual das reformas estruturais em curso, o que conduzirá a um abrandamento ordenado.

Espera-se que a atividade económica nos países da Europa Central e de Leste registe uma aceleração no curto prazo, impulsionada pela retoma do investimento e pelo forte consumo privado. A procura interna continuará a ser o principal fator impulsionador do crescimento económico no futuro, apoiada pela melhoria dos mercados de trabalho e pela maior absorção dos fundos da União Europeia.

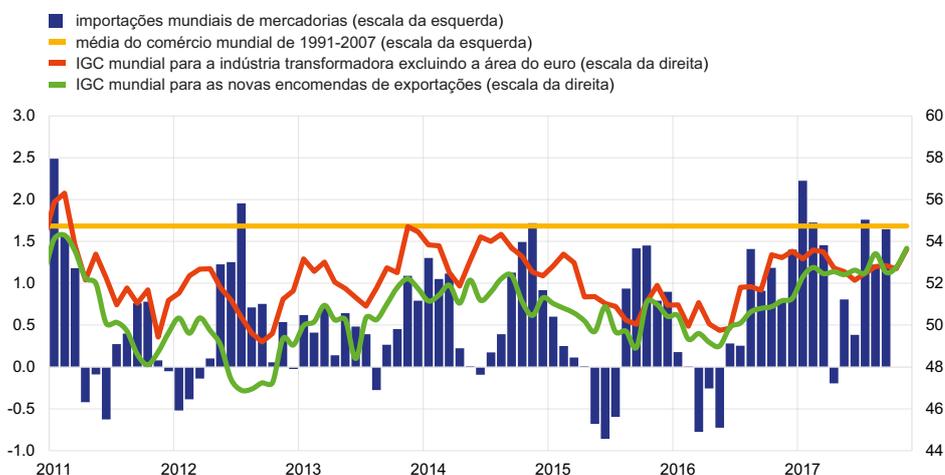
A recuperação nos grandes países exportadores de matérias-primas prossegue, após recessões profundas. Na Rússia, os indicadores avançados sinalizam um abrandamento da recuperação no curto prazo, mas, subsequentemente, espera-se uma retoma do crescimento, apoiada por preços do petróleo mais elevados, pelo rublo mais forte e pela descida da inflação. No médio prazo, o crescimento deverá permanecer moderado, no contexto de desafios orçamentais que pesam sobre o enquadramento empresarial e da ausência de investimento fixo e de reformas estruturais, que minam a capacidade de oferta da Rússia. No Brasil, embora as incertezas políticas recorrentes afetem continuamente o investimento empresarial e as despesas de consumo, a menor restritividade das condições financeiras, aliada à crescente acomodação monetária e à melhoria dos termos de troca, apoiará a economia no médio prazo.

O crescimento do comércio mundial permaneceu robusto no segundo trimestre e as perspetivas mantêm-se positivas no curto prazo. O dinamismo do crescimento das importações mundiais de mercadorias aponta para uma continuação da robustez do comércio mundial no terceiro trimestre do ano (ver Gráfico 2). O volume das importações de mercadorias aumentou 1.6% em setembro (em termos trimestrais em cadeia), devido sobretudo a uma retoma acentuada do crescimento das importações nas economias dos mercados emergentes, em particular na Ásia e na América Latina. Em contraste, nas economias avançadas, os dados de setembro apontam para uma leitura negativa no tocante aos Estados Unidos e ao Japão, confirmando a queda das importações (de bens e serviços) nas contas trimestrais disponíveis. Os indicadores avançados parecem confirmar a dinâmica robusta do comércio mundial, com o IGC relativo a novas encomendas de exportações a manter-se em níveis elevados no início do quarto trimestre.

Gráfico 2

Comércio mundial de bens

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



Fontes: Markit, CPB e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a novembro de 2017 (IGC mundial para a indústria transformadora), outubro de 2017 (IGC mundial para as novas encomendas de exportações) e setembro de 2017 (comércio).

Numa análise prospetiva, espera-se que a expansão do comércio mundial prossiga. A combinação entre os fortes indicadores e inquéritos relativos ao comércio e as repetidas surpresas em sentido ascendente poderia sugerir um dinamismo mais cíclico do comércio mundial do que o anteriormente previsto, relacionado com a recuperação cíclica e a retoma do investimento.

De um modo geral, projeta-se que o crescimento mundial permaneça globalmente estável durante o horizonte de projeção. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento real do PIB mundial (excluindo a área do euro) deverá aumentar de 3.7% em 2017 para 3.9% em 2018, regressando depois gradualmente a 3.7% em 2020. Esta evolução resulta de um abrandamento progressivo, ao longo do horizonte de projeção, nas economias avançadas, onde o ciclo é mais maduro. Esse abrandamento é compensado por um dinamismo acrescido nas economias dos mercados emergentes, em particular na América Latina. Relativamente ao crescimento da procura externa da área do euro, projeta-se que registre uma expansão de 5.5% em 2017, 4.4% em 2018, 3.8% em 2019 e 3.5% em 2020. Em comparação com as projeções de setembro de 2017, o PIB mundial é revisto apenas ligeiramente em sentido ascendente em 2017 e 2018. O crescimento da procura externa da área do euro foi revisto em alta ao longo de todo o horizonte de projeção, refletindo revisões de dados e uma visão mais positiva da evolução no médio prazo.

Os riscos quanto às perspetivas para a atividade mundial encontram-se do lado ascendente no curto prazo, mas mantêm-se enviesados em sentido descendente no médio prazo. Do lado ascendente, é possível que a melhoria do sentimento se traduza numa retoma mais rápida do que o esperado da atividade. Um estímulo orçamental maior do que o esperado, na linha do que está atualmente a ser discutido no Congresso norte-americano, também apresenta um risco

moderado em sentido ascendente para o crescimento nos Estados Unidos e a nível mundial. Prevaecem, contudo, riscos em sentido descendente no médio prazo, tais como um aumento do protecionismo comercial, uma maior restritividade repentina das condições financeiras mundiais (que poderia afetar, em particular, economias dos mercados emergentes vulneráveis), perturbações associadas ao processo de reforma e liberalização da China, bem como incertezas políticas e geopolíticas, incluindo as relacionadas com as negociações sobre as futuras relações entre o Reino Unido e a União Europeia.

Evolução dos preços a nível mundial

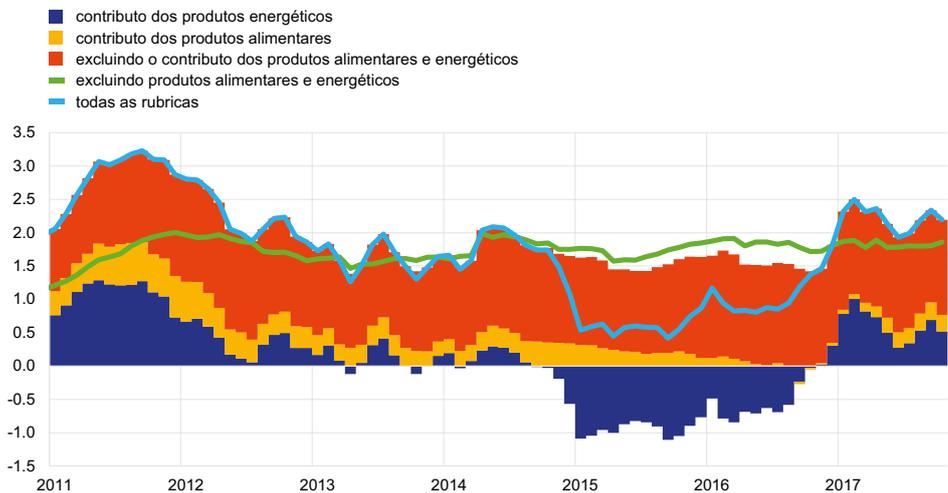
A inflação mundial dos preços no consumidor diminuiu ligeiramente em outubro, com a desaceleração dos preços dos produtos energéticos.

Após aumentar durante os últimos meses, à medida que se intensificava o contributo dos preços dos produtos energéticos, a inflação homóloga dos preços no consumidor na área da OCDE diminuiu para 2.2% em outubro (ver Gráfico 3). No entanto, excluindo os produtos alimentares e os produtos energéticos, a inflação homóloga nos países da OCDE aumentou para 1.9%, após ter permanecido estável, em 1.8%, nos cinco meses precedentes.

Gráfico 3

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

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



Fonte: OCDE.

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

Os preços do petróleo continuaram a aumentar nas últimas semanas. Os

preços do petróleo bruto Brent subiram de USD 50 por barril em meados de agosto para mais de USD 64 por barril recentemente. Os preços mais altos foram apoiados por tensões geopolíticas no Médio Oriente e pelos desenvolvimentos recentes na Venezuela, pela consolidação das expectativas de uma extensão do acordo

entre a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e os principais produtores não pertencentes à OPEP relativamente a cortes na oferta para além de março de 2018, confirmado pela extensão efetiva do mesmo até ao final de 2018, a qual teve lugar em 30 de novembro de 2017, e pela procura robusta de petróleo. Os futuros do petróleo sugerem que os preços do petróleo diminuirão para valores inferiores aos atuais, situando-se em cerca de USD 61 por barril em 2018 e USD 58 por barril em 2019. Em contraste, os preços das matérias-primas não energéticas registaram uma ligeira descida nas últimas semanas, não obstante o aumento das cotações do minério de ferro. A Caixa 1 analisa os fatores impulsionadores dos preços dos metais em mais pormenor, apresentando uma decomposição em fatores da procura e da oferta.

Numa análise prospetiva, a inflação mundial deverá aumentar lentamente.

Enquanto a atual curva dos futuros do petróleo deixa antever uma ligeira descida dos preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção, sinalizando um contributo muito limitado dos preços dos produtos energéticos para a inflação, espera-se que a diminuição lenta da capacidade produtiva disponível a nível mundial apoie a inflação subjacente.

2 Evolução financeira

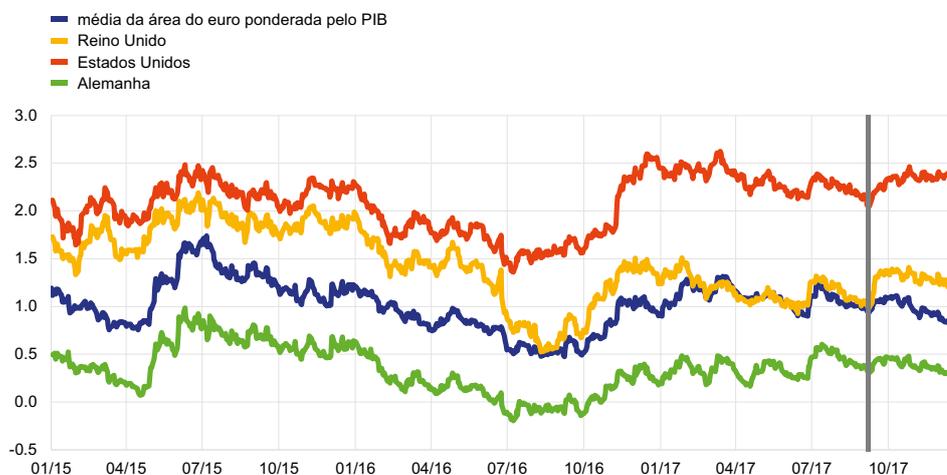
As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro diminuíram ligeiramente desde a reunião de política monetária do Conselho do BCE em 7 de setembro. Os diferenciais das obrigações das empresas também se reduziram, enquanto os preços das ações das sociedades não financeiras da área do euro aumentaram, à medida que os riscos geopolíticos observados se atenuavam. Paralelamente, as valorizações das obrigações e títulos de participação no capital das empresas continuaram a ser sustentadas por perspectivas económicas robustas. Nos mercados cambiais, o euro permaneceu globalmente inalterado.

As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo da área do euro diminuíram ligeiramente desde o início de setembro. Ao longo do período em análise (de 7 de setembro a 13 de dezembro de 2017), a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas da Alemanha a 10 anos aumentou 2 pontos base para 0.32% (ver Gráfico 4). Porém, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro a 10 anos ponderada pelo PIB diminuiu 5 pontos base para 0.88%, devido a quedas idiossincráticas das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas em alguns países da área do euro. Nos Estados Unidos e no Reino Unido, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo aumentaram 30 pontos base e 24 pontos base, para 2.34% e 1.21%, respetivamente. A evolução das taxas de juro de longo prazo da área do euro desde o início de setembro foi, no geral, modesta e não refletiu aumentos no exterior, devido a expectativas de mercado quanto à política monetária da área do euro. Nos Estados Unidos, o aumento foi impulsionado em parte pela perspectiva de reformas ao código federal dos impostos, enquanto no Reino Unido a reavaliação da futura trajetória da política monetária contribuiu para este aumento.

Gráfico 4

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

(percentagens por ano)



Fontes: Bloomberg e BCE.

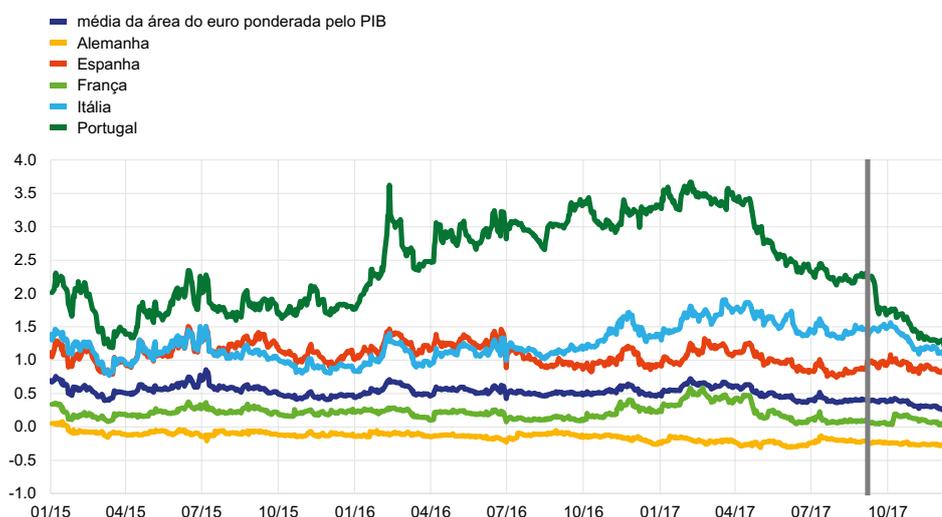
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 7 de setembro de 2017. A última observação refere-se a 13 de dezembro de 2017.

Os diferenciais das obrigações soberanas face às taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* isentas de risco diminuíram em vários países da área do euro. As descidas oscilaram entre 3 pontos base na Alemanha e 20 pontos base em Itália, e aproximadamente 100 pontos base em Portugal (ver Gráfico 5). Nestes dois últimos países, uma avaliação mais favorável da capacidade creditícia do soberano por parte de algumas das principais agências de notação de crédito contribuiu para a compressão dos diferenciais em linha com a melhoria global da conjuntura macroeconómica da área do euro. Acresce que as quedas idiossincráticas em Portugal e Itália foram amplamente responsáveis pela redução da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro a 10 anos ponderada pelo PIB, como ilustrado no Gráfico 4.

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.

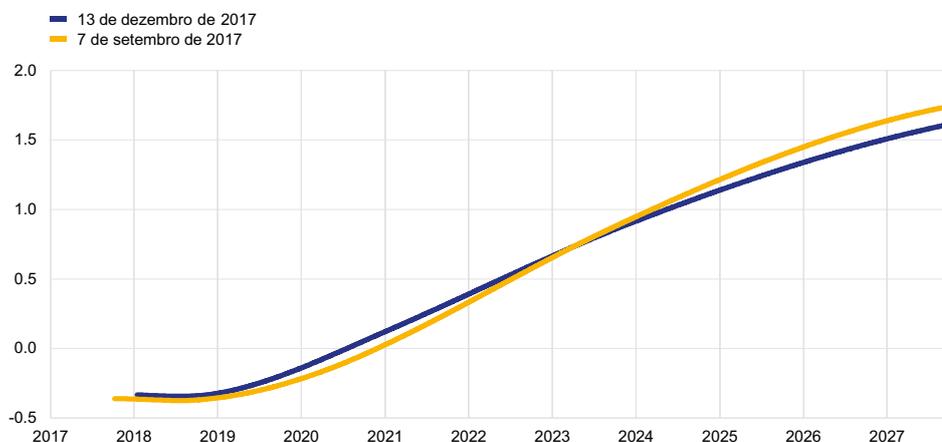
Notas: O diferencial é calculado subtraindo a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas. A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 7 de setembro de 2017. A observação mais recente refere-se a 13 de dezembro de 2017.

A curva a prazo do índice *overnight* médio do euro (EONIA) manteve-se globalmente inalterada. A curva a prazo da EONIA deslocou-se em sentido ligeiramente ascendente para os prazos curtos e em sentido ligeiramente descendente para os prazos mais longos (ver Gráfico 6). O facto de a curva permanecer em terreno negativo até meados de 2020 está em linha com as expectativas dos participantes no mercado quanto à taxa negativa da facilidade permanente de depósito do BCE durante um longo período de tempo.

Gráfico 6

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

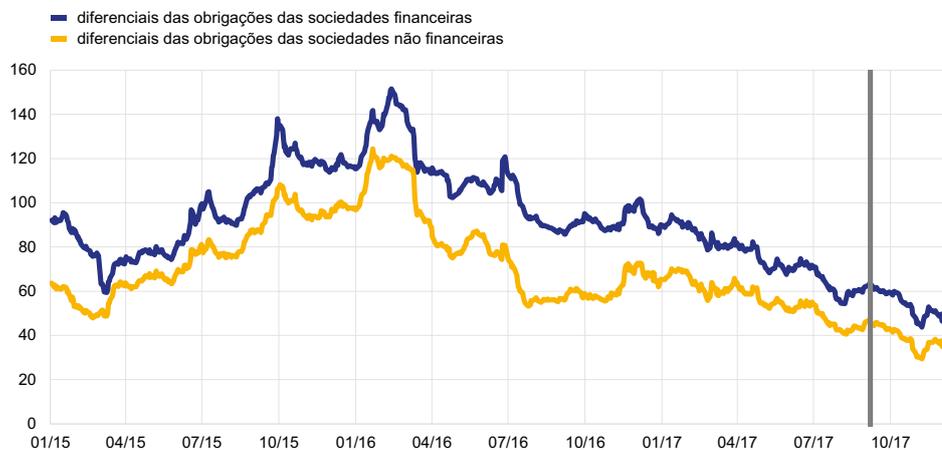
A EONIA situou-se, em média, em -35 pontos base. Devido a fatores idiossincráticos, a EONIA aumentou para um valor máximo de -24 pontos base no final de novembro. A liquidez excedentária aumentou cerca de €121 mil milhões, para aproximadamente €1898 mil milhões, devido às atuais compras ao abrigo do programa de compra de ativos do Eurosistema. As condições de liquidez são discutidas em maior pormenor na Caixa 2.

Os diferenciais das obrigações de empresas registaram nova redução durante o período em análise. Em 7 de dezembro, os diferenciais das obrigações das sociedades não financeiras (SNF) com categoria de investimento (para a curva correspondente das taxas de rendibilidade médias da área do euro com notação AAA) situaram-se, em média, 16 pontos base abaixo do nível observado no início de

Gráfico 7

Diferenciais das obrigações das empresas da área do euro

(pontos base)



Fontes: Índices iBoxx e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 7 de setembro de 2017. A última observação refere-se a 13 de dezembro de 2017.

setembro e cerca de 80 pontos base abaixo do nível observado em março de 2016, antes do anúncio do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP). Os diferenciais face às SNF sem categoria de investimento e à dívida do setor financeiro também diminuíram, em 11 e 16 pontos base, respetivamente (ver Gráfico 7). O nível reduzido e a nova compressão dos diferenciais das obrigações de empresas estão em linha com um fortalecimento da retoma económica.

Os preços das ações na área do euro aumentaram. Os preços das ações das SNF e dos bancos da área do euro terminaram o período em análise num nível aproximadamente 4% acima do inicial, devido em parte a uma redução dos riscos geopolíticos observados (ver Gráfico 8). Os preços das ações na área do euro continuam a ser sustentados por perspetivas económicas robustas e pelo subsequente aumento das perspetivas de lucros. Os preços das ações das SNF e dos bancos nos Estados Unidos terminaram o período em análise num nível 7% e 19%, respetivamente, acima do inicial, refletindo igualmente a perceção favorável do mercado quanto a uma reforma do regime de fiscalidade das empresas nos Estados Unidos. Na área do euro, as expectativas de mercado quanto à volatilidade dos preços das ações registaram uma ligeira diminuição, permanecendo em níveis reduzidos prevaletentes ao longo de 2017, tendo caído globalmente nos Estados Unidos.

Gráfico 8

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

(Índice: 1 de janeiro de 2015 = 100)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

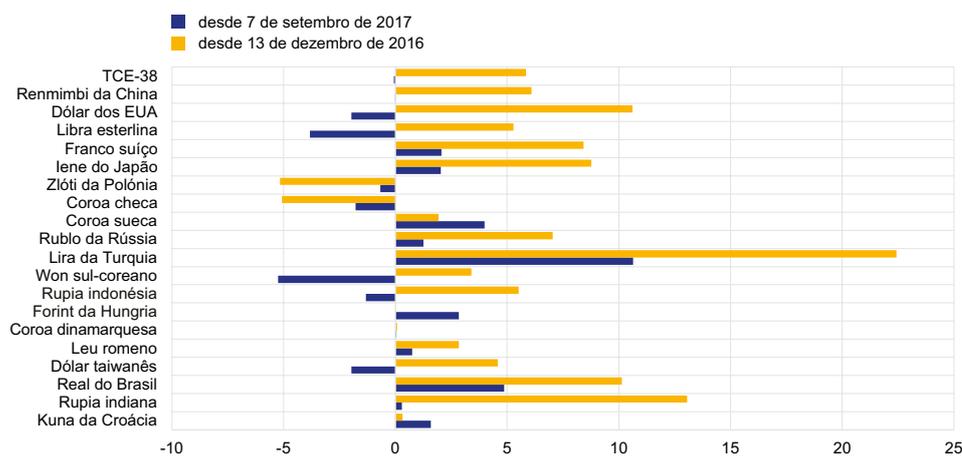
Notas: A linha vertical a cinzento denota o início do período em análise em 7 de setembro de 2017. A última observação refere-se a 13 de dezembro de 2017.

Nos mercados cambiais, o euro permaneceu praticamente inalterado. Porém, esta situação oculta uma evolução irregular entre pares de moedas. Desde que registou um pico no início do período em análise, o euro depreciou-se 2.0% face ao dólar dos Estados Unidos (ver Gráfico 9), refletindo expectativas quanto a políticas futuras e notícias macroeconómicas associadas. Observou-se igualmente uma depreciação do euro face à libra esterlina (de 3.8%) e às moedas de várias economias de mercado emergentes na Ásia. O euro apreciou-se face às moedas de algumas economias emergentes e avançadas, incluindo o franco suíço (2.1%), o iene do Japão (2.0%) e o renminbi da China. Apreciou-se igualmente face às moedas da maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, à exceção do zlóti da Polónia e da coroa checa, face aos quais se depreciou 0.7% e 1.8%, respetivamente.

Gráfico 9

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(percentagens)



Fonte: BCE.

Notas: A TCE-38 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevalecentes em 13 de dezembro de 2017.

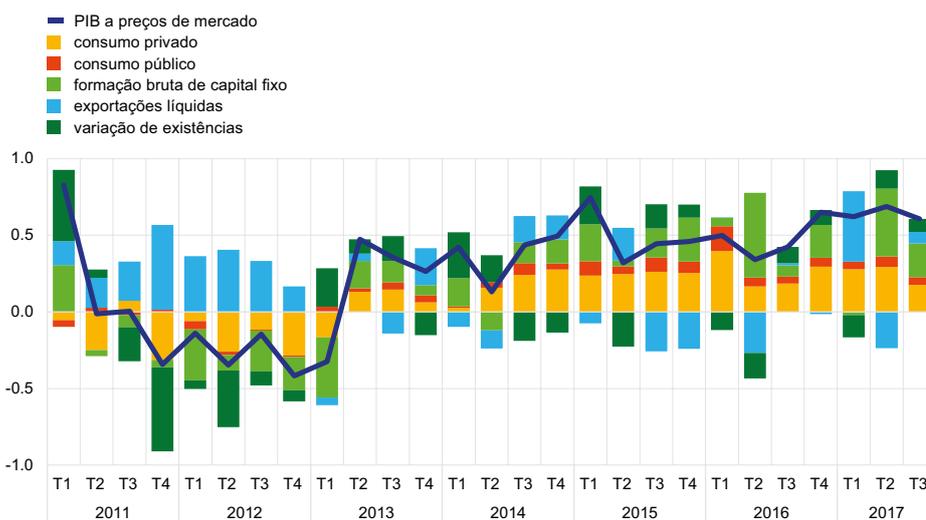
3 Atividade económica

A expansão económica na área do euro continua a ser sólida e generalizada nos vários países e setores. O crescimento real do PIB é apoiado pelo crescimento do consumo e investimento privados, bem como pelas exportações que beneficiam da retoma mundial abrangente. Os últimos resultados de inquéritos e os dados que têm vindo a ser disponibilizados confirmam um dinamismo robusto do crescimento no curto prazo. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento do PIB foram objeto de uma revisão em alta substancial nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Segundo as projeções, o crescimento real do PIB da área do euro será de 2.4% em 2017, 2.3% em 2018, 1.9% em 2019 e 1.7% em 2020.

A expansão económica na área do euro permanece dinâmica e generalizada nos diversos países e setores. O PIB real aumentou 0.6%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2017, após um crescimento de 0.7% no trimestre precedente (ver Gráfico 10). O principal fator impulsionador continuou a ser a procura interna, em especial as despesas de investimento fixo, e, em menor grau, as exportações líquidas e as variações de existências. No lado da produção, a atividade foi abrangente, com um crescimento forte do valor acrescentado na indústria (excluindo a construção) e um crescimento ligeiramente menor nos setores da construção e dos serviços.

Gráfico 10
PIB real da área do euro e respetivas componentes

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



Fonte: Eurostat.
Nota: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2017.

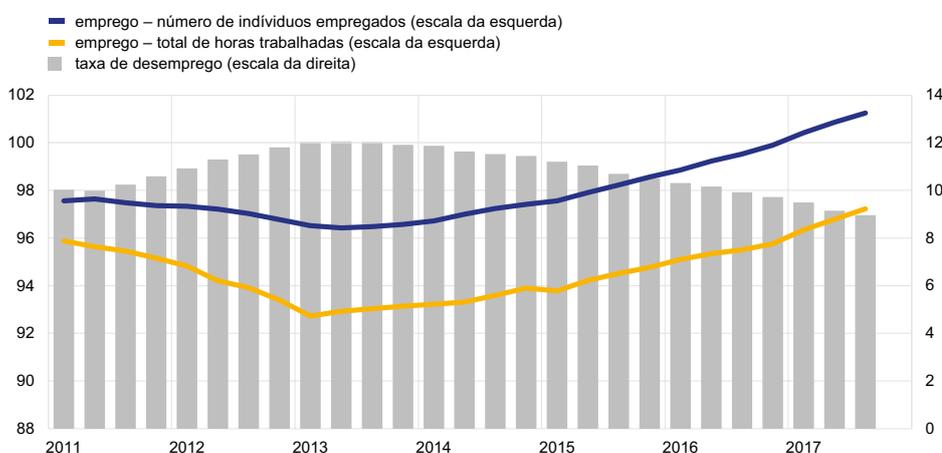
O mercado de trabalho da área do euro continua a exibir uma dinâmica forte.

O emprego registou um novo aumento, de 0.4% em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre de 2017, o que resultou numa subida homóloga de 1.7%. O emprego situa-se atualmente 1.2% acima do seu pico pré-crise registado no primeiro trimestre de 2008. O total de horas trabalhadas continuou a subir, embora a média de horas trabalhadas por indivíduo empregado tenha permanecido globalmente estável. Tal verificou-se apesar de tanto os trabalhadores a tempo inteiro como os trabalhadores a tempo parcial terem, em média, trabalhado mais horas, uma vez que estes aumentos foram compensados pela alteração na composição do emprego no sentido de uma maior proporção de trabalhadores a tempo parcial¹. A taxa de desemprego na área do euro situou-se em 8.8% em outubro de 2017, o seu nível mais baixo desde janeiro de 2009 (ver Gráfico 11). A descida abrangeu ambos os sexos e todos os escalões etários. O desemprego de longa duração (ou seja, o número de indivíduos desempregados há, pelo menos, 12 meses, expresso como uma percentagem da população ativa) também continuou a descer, mas mantém-se bastante acima do seu nível anterior à crise. Informação baseada em inquéritos aponta para a continuação das melhorias das condições do mercado de trabalho no futuro próximo. Simultaneamente, são cada vez mais os sinais de escassez de mão de obra em alguns países e setores.

Gráfico 11

Evolução do mercado do trabalho na área do euro

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

A melhoria do mercado de trabalho continua a apoiar o crescimento do rendimento e as despesas de consumo.

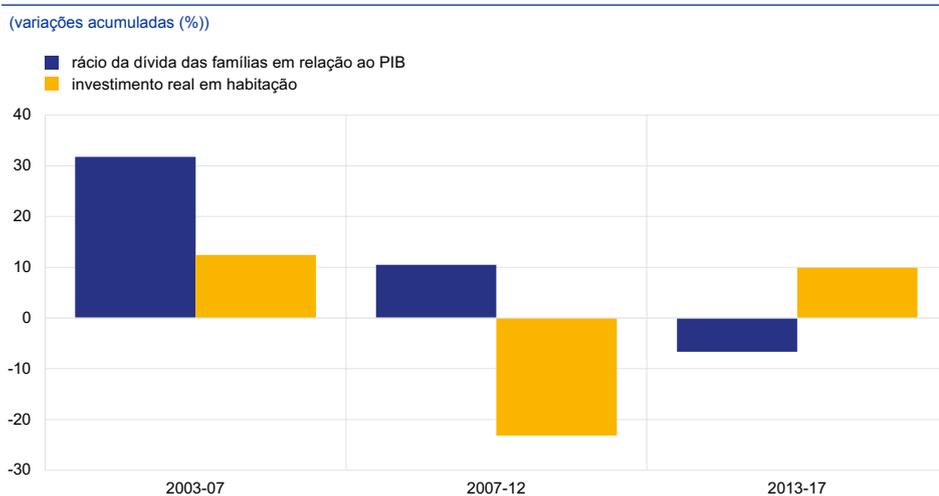
O crescimento do consumo privado abrandou ligeiramente no terceiro trimestre de 2017, situando-se em 0.3% em termos trimestrais em cadeia face a 0.5% no trimestre precedente. Este crescimento, em particular dos bens duráveis, foi sustentado pela recuperação a nível das condições do mercado de trabalho e pelo aumento dos salários reais por trabalhador. As medidas de política monetária do BCE, que tornaram as condições

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

de financiamento menos restritivas, continuam também a apoiar a despesa das famílias. O rácio de poupança diminuiu nos últimos trimestres, refletindo sobretudo tanto uma melhoria da situação económica e financeira das famílias como o enquadramento de taxas de juro baixas, que reduziu a sua propensão para a poupança. A confiança dos consumidores aumentou em novembro de 2017, em resultado do maior otimismo das famílias relativamente às suas circunstâncias financeiras futuras e à situação geral na área do euro. Como consequência, a confiança dos consumidores encontra-se agora próximo dos seus máximos históricos, indicando uma dinâmica de consumo subjacente forte no curto prazo.

A recuperação nos mercados da habitação deverá continuar a impulsionar o crescimento. O investimento em habitação aumentou 1.3% no segundo trimestre de 2017, espelhando a prossecução da retoma na área do euro como um todo e em muitos países da área do euro. A partir do início da crise na área do euro, o investimento em habitação e o endividamento das famílias evoluíram em direções opostas. Em 2008, o endividamento das famílias começou a aumentar, ao passo que o investimento em habitação começou a diminuir. Desde 2013, esta tendência inverteu-se, sendo a recuperação do investimento acompanhada de uma desalavancagem das famílias. Esta evolução contrasta marcadamente com a do período precedente à crise, quando tanto o endividamento como o investimento estavam a subir (ver Gráfico 12).

Gráfico 12
Endividamento e investimento em habitação



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2017.

O investimento em habitação e os preços da habitação continuaram a ser impulsionados pelas condições de financiamento muito favoráveis, por reajustamentos de carteira em favor de investimentos em habitação face às taxas de rendibilidade baixas das oportunidades de investimento a longo prazo alternativas, e pelo aumento do crescimento do rendimento relacionado com a criação de emprego em curso. Indicadores recentes sugerem que a dinâmica positiva do investimento em habitação persistirá. A confiança das

empresas no segmento de construção de edifícios registou nova melhoria em outubro e permanece em níveis antes observados em 2008. A produção no setor da construção também aumentou no terceiro trimestre, em consonância com o crescimento positivo do investimento em habitação no mesmo trimestre, embora a um ritmo mais lento do que em inícios do ano. Uma nova melhoria do indicador da Comissão Europeia para a confiança no segmento de construção de edifícios do sector da construção em outubro e novembro, em comparação com o primeiro trimestre, sugere que o crescimento positivo prosseguirá também no quarto trimestre.

O ritmo de crescimento do investimento empresarial apresentou-se estável no terceiro trimestre de 2017 e as perspetivas de curto prazo permanecem robustas.

O investimento em outros setores exceto construção aumentou 1.9%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre, após um crescimento de 3.9% no trimestre anterior. No quarto trimestre, dados do inquérito da Comissão Europeia indicam que existe a perceção de que as restrições a nível da oferta se intensificaram, apontando para a necessidade de alargar ou racionalizar o *stock* de capital. Além disso, o sentimento no setor produtor de bens de investimento mantém-se forte, refletindo expectativas muito favoráveis relativamente à produção e às carteiras de encomendas. Por último, o crescimento moderado do financiamento por dívida, em conjunto com a recuperação acentuada dos preços das ações observada nos anos recentes, reduziu para níveis mínimos históricos o rácio de alavancagem (dívida em relação ao total de ativos) no setor das sociedades não financeiras (SNF), o que deverá liberar recursos das empresas para atividades de investimento.

A recuperação do investimento empresarial deverá persistir no médio prazo.

As perspetivas sólidas para o investimento são apoiadas por uma série de fatores. A utilização da capacidade produtiva continua a subir, permanecendo acima dos níveis médios observados antes da crise, as condições de financiamento deverão manter-se muito favoráveis e, quando às margens de lucro, prevê-se que aumentem no contexto de um setor das SNF já caracterizado por uma liquidez elevada. Espera-se, além disso, que as pressões de desalavancagem continuem a diminuir, face ao avanço da expansão económica num enquadramento de taxas de juro baixas, reforçando, por seu lado, o crescimento do investimento empresarial. No entanto, as expectativas de um crescimento ainda fraco do produto potencial e as limitações à capacidade de intermediação das instituições de crédito em alguns países, assim como os obstáculos estruturais remanescentes e a escassez de trabalhadores com determinadas qualificações, poderão continuar a pesar sobre as perspetivas para o investimento empresarial.

As exportações da área do euro continuam a apresentar um crescimento robusto.

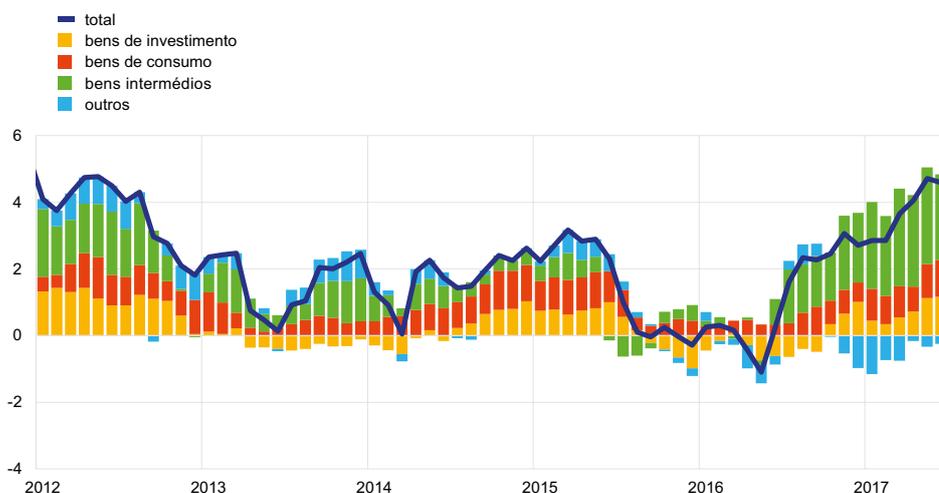
Dados mensais sobre comércio apontam para um dinamismo forte das exportações extra-área do euro no terceiro trimestre, as quais registaram um aumento anual recorde em seis anos de 4.1% (tendo em conta os dados para julho e agosto) e se situam muito acima do seu nível médio posterior à crise. Tal assinala uma continuação da retoma iniciada em 2016. A evolução favorável da procura externa mais do que compensa o impacto adverso da recente apreciação do euro. As exportações para países fora da UE, nomeadamente para a China e o resto da

Ásia, constituem o principal fator impulsionador desta dinâmica. Novas encomendas no setor da indústria transformadora superiores à média e indicadores do clima no mercado de exportações sugerem que o crescimento forte das exportações prosseguirá nos próximos meses e que o dinamismo positivo em termos de bens intermédios e de investimento (ver Gráfico 13) poderá estar relacionado com uma recuperação do investimento a nível mundial. Um aumento deste último poderá sustentar as exportações no médio prazo.

Gráfico 13

Exportações de bens extra-área do euro

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



Fonte: Eurostat.

Notas: As exportações de bens são expressas em volumes. A última observação refere-se a agosto de 2017.

No conjunto, os dados que têm vindo a ser disponibilizados apontam para um dinamismo de crescimento em sentido ascendente ininterrupto no quarto trimestre de 2017 e perto da viragem do ano, devendo o crescimento robusto prosseguir em 2018. O indicador de sentimento económico da Comissão Europeia e o índice de gestores de compras compósito do produto continuaram a subir em novembro, permanecendo bastante acima dos seus níveis médios. Tal sugere que o crescimento no quarto trimestre de 2017 foi, pelo menos, tão forte como no trimestre anterior (ver a caixa intitulada “Recente dinamismo dos indicadores baseados em inquéritos: o que nos diz sobre a profundidade e a amplitude do crescimento real do PIB?”, no presente *Boletim Económico*).

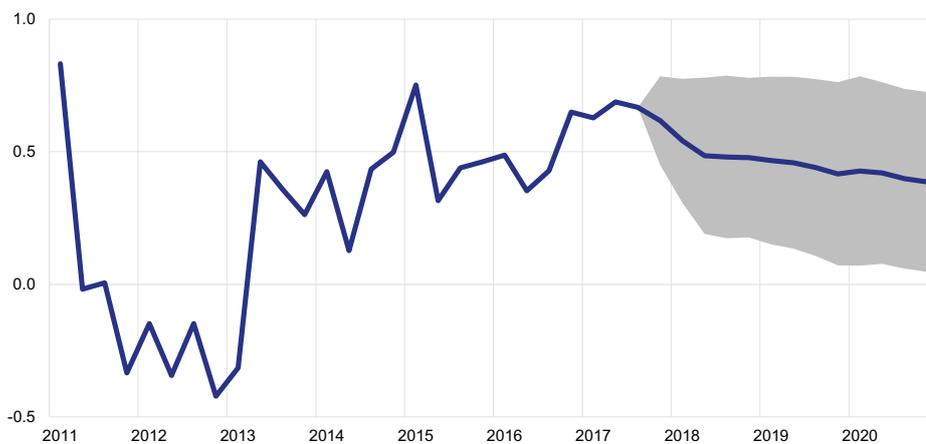
Projeta-se que a atual expansão económica na área do euro prossiga, apoiada pelas medidas de política monetária do BCE, que estão a ser transmitidas à economia real. As menores necessidades de desalavancagem continuam a contribuir para o crescimento da despesa privada. As condições melhoradas do mercado de trabalho, as taxas de juro baixas e as condições de financiamento muito favoráveis apoiam o crescimento do consumo privado. As melhorias a nível da rentabilidade das empresas e as condições de financiamento muito favoráveis continuam a promover a recuperação do investimento empresarial. Ao mesmo tempo, os exportadores da área do euro continuam a beneficiar da expansão económica mundial em curso.

De acordo com as projeções macroeconómicas para a área do euro de dezembro de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o PIB real anual aumentará 2.4% em 2017, 2.3% em 2018, 1.9% em 2019 e 1.7% em 2020 (ver Gráfico 14). Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para o crescimento real do PIB foram revistas consideravelmente em alta. Os riscos em torno das perspetivas de crescimento da área do euro apresentam-se, em geral, equilibrados.

Gráfico 14

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 – dezembro de 2017", publicado no sítio do BCE em 14 de dezembro de 2017.

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

4 Preços e custos

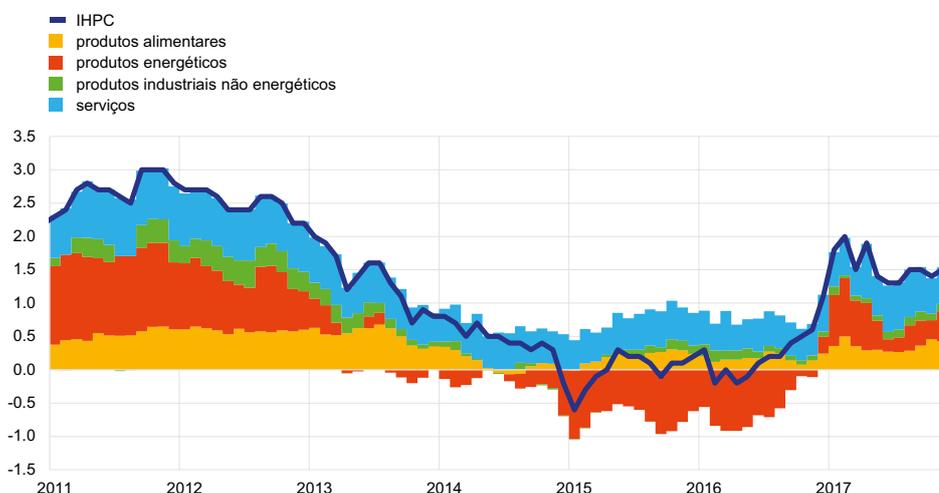
De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro situou-se em 1.5% em novembro, face a 1.4% em outubro. Ao mesmo tempo, as medidas de inflação subjacente registaram recentemente uma ligeira moderação, em parte devido a fatores especiais. Numa análise prospetiva, com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que as taxas homólogas da inflação global registem uma moderação nos próximos meses, refletindo sobretudo efeitos de base nos preços dos produtos energéticos, antes de subirem novamente. Espera-se que a inflação subjacente aumente gradualmente 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 maior crescimento salarial. Esta avaliação encontra-se também amplamente refletida nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, que preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.5% em 2017, 1.4% em 2018, 1.5% em 2019 e 1.7% em 2020. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas em alta, refletindo sobretudo preços mais elevados do petróleo e dos produtos alimentares.

A inflação global aumentou ligeiramente em novembro. De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga da área do euro medida pelo IHPC aumentou para 1.5% em novembro, face a 1.4% em outubro, regressando ao nível registado em setembro (ver Gráfico 15). O aumento registado em novembro reflete principalmente uma subida da inflação dos preços dos produtos energéticos, em parte compensada por uma pequena redução da inflação dos preços dos produtos alimentares. O aumento da inflação dos produtos energéticos foi maior do que o previsto, devendo-se aos consideráveis aumentos mais recentes dos preços do petróleo.

Gráfico 15

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.

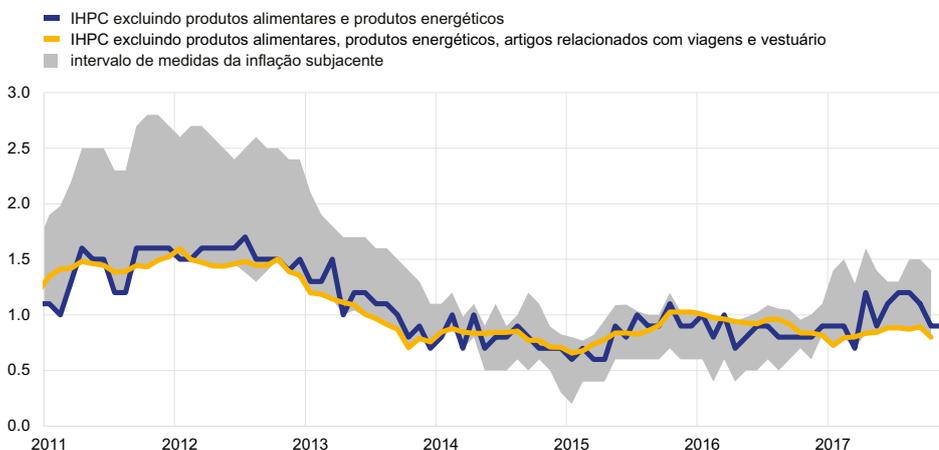
Nota: As últimas observações referem-se a novembro de 2017 (estimativas provisórias).

Medidas da inflação subjacente registaram recentemente uma ligeira moderação, em parte devido a fatores especiais. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos situou-se em 0.9% em novembro de 2017, mantendo-se inalterada face a outubro, mas registando uma descida face a 1.1% registado em setembro (ver Gráfico 16). Esta descida global desde setembro deveu-se em parte ao impacto de consideráveis descidas da inflação em determinadas rubricas de serviços, incluindo propinas escolares em Itália e seguros no ramo dos transportes na Alemanha. A inflação medida pelo IHPC em novembro, excluindo produtos alimentares e produtos energéticos situou-se próximos dos seus níveis no virar do ano passado. Em termos gerais, as medidas de inflação subjacente não revelaram ainda quaisquer sinais convincentes de uma tendência ascendente sustentada.

Gráfico 16

Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O intervalo de medidas da inflação subjacente inclui as seguintes: IHPC excluindo produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares, produtos energéticos, artigos relacionados com viagens e vestuário; média aparada a 10%; média aparada a 30%; mediana do IHPC; e a medida baseada no modelo de fatores dinâmicos. As últimas observações referem-se a novembro de 2017 (para o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, estimativas provisórias) e a outubro de 2017 (para todos os outros indicadores).

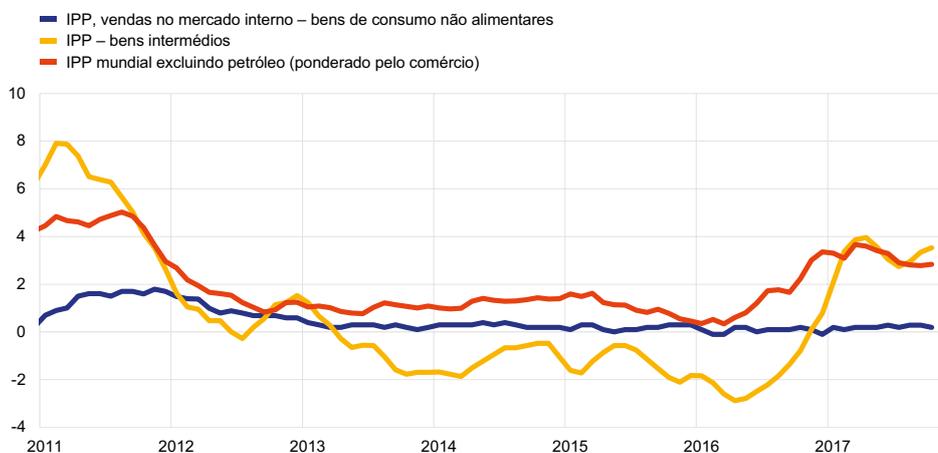
Pressões sobre os preços mundiais mantiveram-se fortes, mas não se transmitiram ainda às fases mais avançadas da cadeia de preços.

Na área do euro, a inflação homóloga do preço do petróleo em euros aumentou acentuadamente nos últimos meses e as pressões sobre os preços mundiais dos preços dos produtos não energéticos mantiveram-se fortes (ver Gráfico 17). Estas pressões mundiais em sentido ascendente sobre os preços das importações da área do euro, embora tenham sido mitigadas por pressões em sentido descendente do impacto da apreciação do euro ao longo do verão, continuaram a refletir-se no crescimento robusto das importações e dos preços no produtor de bens intermédios, tendo ambos crescido a uma taxa homóloga de 3.5% em outubro. No entanto, a transmissão às fases mais avançadas da cadeia de preços parece ser ainda fraca, uma vez que a inflação homóloga dos preços no produtor de bens de consumo não alimentares permaneceu globalmente estável, em apenas 0.2% em outubro. Uma possível explicação para a fraca inflação dos preços no produtor de bens de consumo não alimentares, apesar das fortes pressões sobre os preços em fases anteriores da produção e da cadeia de preços, é que as margens estão a ser reduzidas.

Gráfico 17

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

Crescimento salarial ligeiramente maior nos últimos trimestres. O crescimento homólogo da remuneração dos empregados registou uma subida, passando de um mínimo de 1.1% no segundo trimestre de 2016 para 1.7% no terceiro trimestre de 2017. Este aumento foi principalmente impulsionado por um maior desvio salarial, que tende a reagir mais rapidamente à evolução cíclica do que aos salários negociados. O crescimento homólogo dos salários negociados foi de 1.4% no terceiro trimestre de 2017, mantendo-se inalterado face ao trimestre anterior e igual à média de 2016. Os fatores que podem ainda pesar sobre o crescimento dos salários incluem uma margem disponível ainda significativa no mercado de trabalho, a baixa inflação passada, o fraco crescimento da produtividade e o impacto contínuo das reformas no mercado de trabalho implementadas em alguns países durante a crise.²

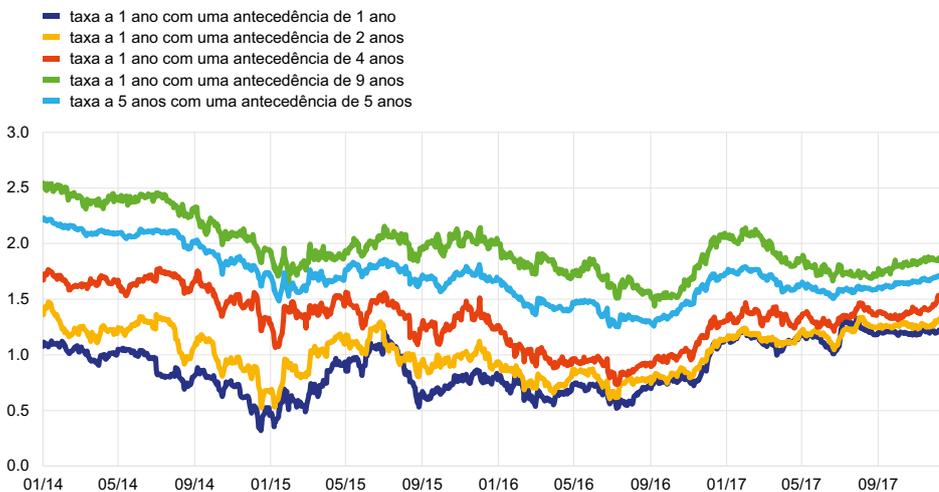
Quer as medidas baseadas no mercado quer as medidas baseadas em inquéritos das expectativas de inflação a mais longo prazo mantiveram-se globalmente estáveis. A taxa de inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos situava-se em 1.7% em 13 de dezembro de 2017, ligeiramente acima do nível observado no início de setembro (ver Gráfico 18). O perfil a prazo das medidas das expectativas de inflação baseadas no mercado continua a apontar para um período prolongado de inflação baixa, apenas com um regresso muito gradual a níveis abaixo, mas próximo, de 2%. A probabilidade de deflação implícita nos mercados de opções da inflação continua a ser baixa e sugere que os riscos de deflação se mantêm contidos. De acordo com o Inquérito a Analistas Profissionais realizado pelo BCE para o quarto trimestre de 2017, as medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo para a área do euro situavam-se em 1.9%.

² Ver também a discussão apresentada na Caixa "O que podemos aprender com o Inquérito aos Analistas Profissionais do BCE sobre a perceção do dinamismo do mercado de trabalho na área do euro?", na presente edição do Boletim Económico.

Gráfico 18

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 13 de dezembro de 2017.

Embora se preveja que os efeitos de base em sentido descendente relacionados com os produtos energéticos provoquem uma descida ligeira da inflação medida pelo IHPC no curto prazo, espera-se que esta siga posteriormente uma trajetória ascendente, atingindo 1.7% em 2020. Com base na informação disponível no final de novembro, as projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 1.5% em 2017, 1.4% em 2018, 1.5% em 2019 e 1.7% em 2020 (ver Gráfico 19)³. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2017 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas em sentido ascendente, refletindo sobretudo preços mais elevados do petróleo e dos produtos alimentares.

³ Ver o artigo intitulado “Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema - dezembro de 2017”, publicado no sítio do BCE em 14 de dezembro de 2017.

Gráfico 19

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 – dezembro de 2017", publicado no sítio do BCE em 14 de dezembro de 2017.

A inflação medida pelo IHPC excluindo os produtos alimentares e os produtos energéticos deverá aumentar gradualmente no médio prazo. Prevê-se que a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares se situe em 1.0% em 2017, 1.1% em 2018, 1.5% em 2019 e 1.8% em 2020. A nível dos custos internos, entre os fatores importantes responsáveis pela recuperação gradual da inflação subjacente estão a melhoria prevista das condições do mercado de trabalho na área do euro e a escassez crescente da oferta de trabalho em algumas partes da área do euro, o que deverá levar a uma recuperação do crescimento dos salários. Além disso, a recuperação significativa da inflação global em 2017 em comparação com os três anos anteriores deverá contribuir para um maior crescimento salarial nos países da área do euro onde os processos de formação dos salários incluem indexação retrospectiva ou elementos de expectativa.

5 Moeda e crédito

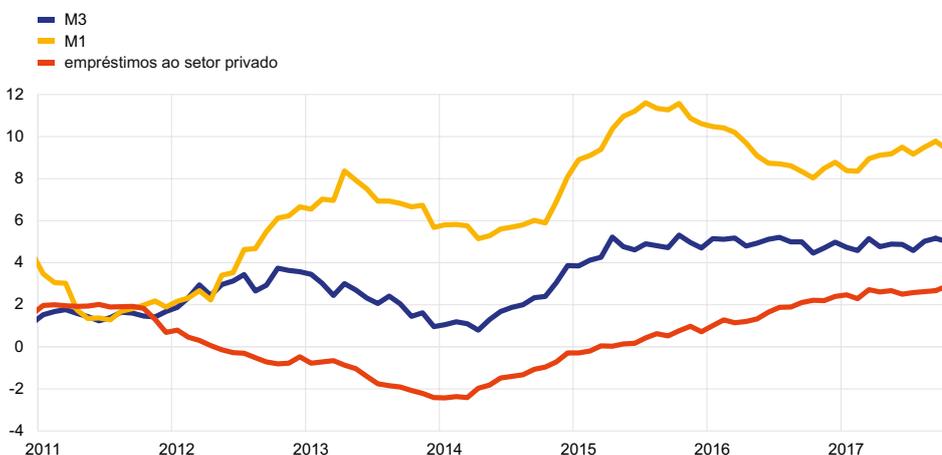
No terceiro trimestre de 2017 e em outubro, o crescimento do agregado monetário largo continuou a expandir-se ao ritmo robusto globalmente observado desde meados de 2015. A retoma do crescimento dos empréstimos ao setor privado também prosseguiu. Estima-se que o fluxo anual do financiamento externo total a sociedades não financeiras se tenha fortalecido no terceiro trimestre de 2017, refletindo melhorias na concessão de crédito bancário e na emissão de títulos de dívida.

O crescimento do agregado monetário largo permaneceu robusto, em 4.9%, em média, no terceiro trimestre de 2017, situando-se em 5.0% em outubro, em linha com o ritmo constante de expansão monetária desde meados de 2015 (ver Gráfico 20). O crescimento da moeda foi suportado pelos baixos custos de oportunidade de detenção de instrumentos mais líquidos numa conjuntura de taxas de juro muito baixas, bem como pelo impacto das medidas de política monetária do BCE. As componentes mais líquidas continuaram a dar o maior contributo para o crescimento do agregado monetário largo, com a taxa de crescimento anual do M1 a situar-se em 9.4% no terceiro trimestre de 2017 e em outubro (o que compara com 9.2% no segundo trimestre de 2017 e 9.8% em setembro).

Gráfico 20

M3, M1 e empréstimos ao setor privado

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



Fonte: BCE.

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

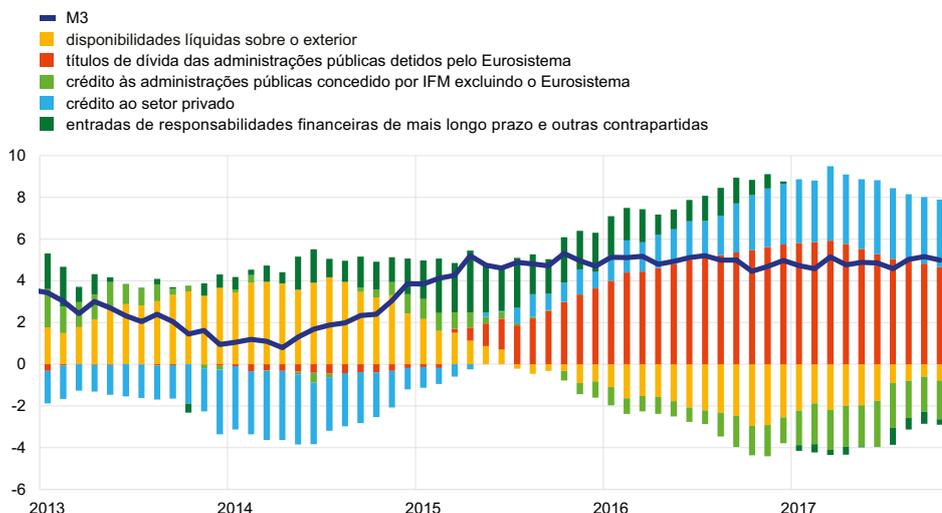
Os depósitos pelo prazo *overnight* continuaram a ser o principal fator impulsionador do crescimento do M3. Mais especificamente, a taxa de crescimento anual dos depósitos pelo prazo *overnight* detidos pelas famílias e pelas sociedades não financeiras (SNF) manteve-se forte no terceiro trimestre de 2017 e em outubro. Em contraste, a taxa de crescimento anual volátil dos depósitos pelo prazo *overnight* detidos por instituições financeiras não monetárias diminuiu em outubro, desencadeando o abrandamento do crescimento do M1 ao longo do mês. A taxa de crescimento anual da moeda em circulação permaneceu praticamente

inalterada no terceiro trimestre de 2017 e em outubro, não indicando uma tendência por parte do setor detentor de moeda de substituir os depósitos por numerário num contexto de taxas de juro muito baixas ou negativas. Os depósitos de curto prazo exceto depósitos *overnight* (isto é, M2 menos M1) continuaram a ter um impacto negativo sobre o M3. A taxa de variação anual dos instrumentos negociáveis (isto é, M3 menos M2) – uma pequena componente do M3 – tornou-se negativa durante este período. Esta evolução seguiu-se a um menor contributo positivo das ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário, indicando uma redução da atratividade destes instrumentos, e a uma nova descida da emissão por instituições financeiras monetárias (IFM) de títulos de dívida de curto prazo.

As fontes internas de criação de moeda continuaram a ser o principal fator impulsionador do crescimento do agregado monetário largo (ver Gráfico 21). Numa perspetiva de contrapartidas, as compras de títulos de dívida das administrações públicas por parte do Eurosistema (ver a parte a vermelho no Gráfico 21), principalmente no contexto do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) do BCE, deram um contributo positivo para o crescimento do M3. A atual retoma do crédito ao setor privado (ver a parte a azul no Gráfico 21) também continuou a sustentar o crescimento do M3, o que inclui os empréstimos de IFM ao setor privado e as detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Consequentemente, abrange igualmente as compras de títulos de dívida de instituições financeiras não monetárias pelo Eurosistema ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme* – CSPP). A contração persistente das responsabilidades financeiras de mais longo prazo das IFM (excluindo capital e reservas) deu um contributo positivo para o crescimento do M3 (incluídas em conjugação com outras contrapartidas na parte a verde-escuro no Gráfico 21). A taxa de variação anual destas responsabilidades

Gráfico 21
M3 e suas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

Notas: O crédito ao setor privado inclui empréstimos de IFM ao setor privado e detenções por IFM de títulos de dívida emitidos pelo setor privado excluindo IFM da área do euro. Inclui, assim, as detenções pelo Eurosistema de títulos de dívida no contexto do programa de compra de ativos do setor empresarial. A última observação refere-se a outubro de 2017.

foi negativa desde o segundo trimestre de 2012, em parte devido ao impacto das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas do BCE (ORPA direcionadas II), que podem estar a servir de substituto do financiamento a mais longo prazo baseado no mercado. Por último, as vendas de obrigações de dívida pública de IFM da área do euro excluindo o Eurosistema contribuíram para o crescimento anual negativo do crédito à administração pública por IFM excluindo o Eurosistema, atenuando assim o crescimento do M3 (ver a parte a verde-claro no Gráfico 21).

As disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM exerceram ainda pressão descendente sobre o crescimento anual do M3 (ver a parte a amarelo no Gráfico 21). Enquanto o fluxo anual das disponibilidades líquidas sobre o exterior permaneceu negativo no terceiro trimestre de 2017, as saídas de capital da área do euro, que se ficaram a dever em parte a vendas relacionadas de obrigações de dívida pública da área do euro por parte de não residentes relacionadas com o programa de compra de ativos do setor público, diminuíram ao longo dos últimos meses. Tal mitigou a pressão descendente associada sobre o crescimento do M3. A redução do contributo negativo das disponibilidades líquidas sobre o exterior foi interrompida em outubro. Os não residentes, que continuaram a contar-se entre os principais vendedores de títulos elegíveis para o programa de compra de ativos, poderão ter moderado o reequilíbrio das suas carteiras no sentido de outros ativos da área do euro.

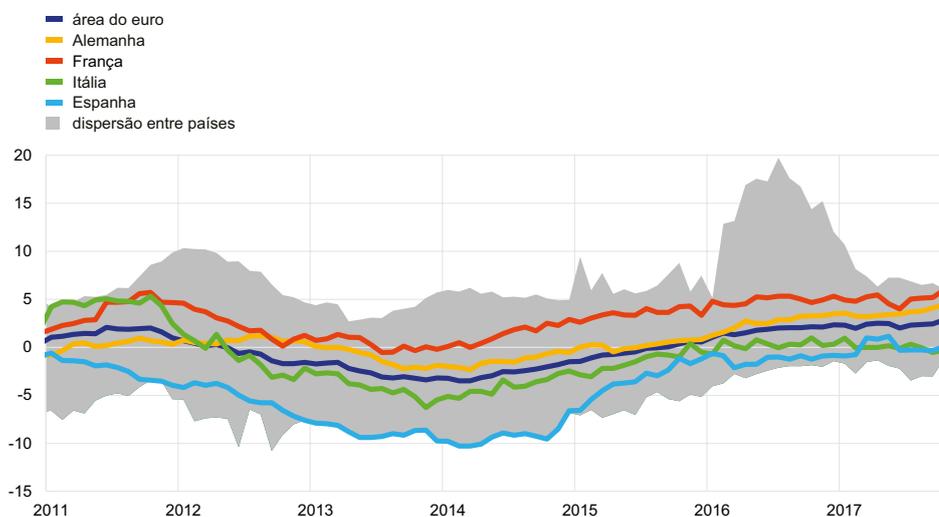
Prosseguiu a retoma do crescimento dos empréstimos ao setor privado observada desde o início de 2014. A taxa de crescimento anual dos empréstimos das IFM ao setor privado (corrigida de vendas, titularização e *notional cash pooling*) manteve-se globalmente estável no terceiro trimestre de 2017 e aumentou em outubro (ver Gráfico 20). Entre setores, o crescimento anual dos empréstimos a SNF aumentou para 2.9% em outubro, face a 2.3% no terceiro trimestre (ver Gráfico 22). O crescimento dos empréstimos a SNF recuperou significativamente face a um mínimo registado no primeiro trimestre de 2014, enquanto a dispersão entre países da evolução dos empréstimos a SNF registou uma descida global. Paralelamente, a heterogeneidade no crescimento dos empréstimos entre os quatro maiores países da área do euro aumentou ligeiramente em outubro de 2017. A taxa de crescimento anual dos empréstimos às famílias manteve-se globalmente estável, situando-se em 2.7% em outubro (ver Gráfico 23). A descida substancial das taxas ativas bancárias registada em toda a área do euro desde o verão de 2014 (especialmente devido às medidas de política monetária não convencionais do BCE) e as melhorias generalizadas na oferta e na procura de empréstimos bancários sustentaram estas tendências. Acresce que os bancos alcançaram progressos na consolidação dos respetivos balanços e na redução dos créditos não produtivos, embora o nível destes permaneça elevado em alguns países e possa restringir a intermediação financeira⁴.

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

Gráfico 22

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

(taxas de variação homólogas (%))



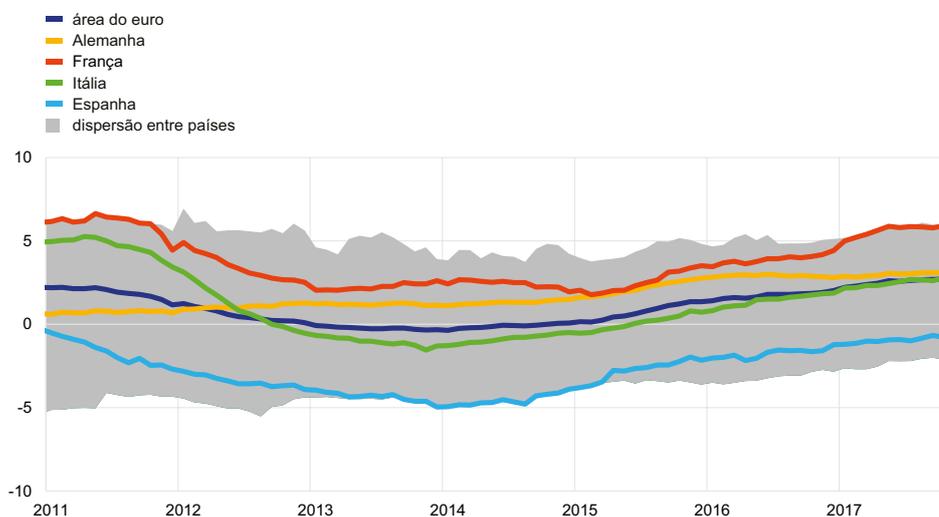
Fonte: BCE.

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

Gráfico 23

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

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

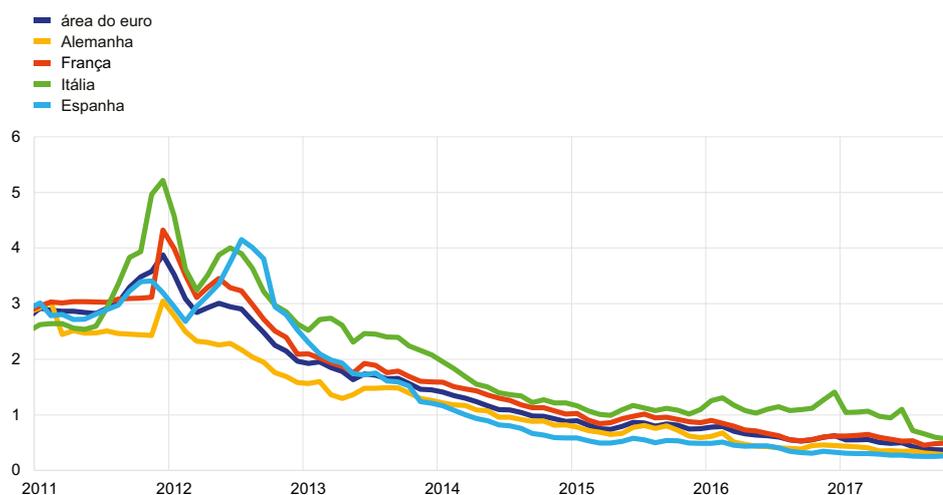
As condições de financiamento dos bancos reduziram-se novamente, atingindo novos mínimos históricos. O custo composto do financiamento por dívida dos bancos registou uma nova descida no terceiro trimestre de 2017 e situou-se num mínimo histórico em outubro (ver Gráfico 24). A redução observada no terceiro trimestre ficou a dever-se à evolução das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias, enquanto o custo dos depósitos permaneceu estável.

Em outubro, as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias e o custo dos depósitos caíram para novos mínimos históricos. A orientação acomodatória da política monetária do BCE, o reembolso líquido de responsabilidades financeiras a mais longo prazo de IFM, o reforço dos balanços dos bancos e a redução da fragmentação nos mercados financeiros contribuíram para as condições de financiamento dos bancos favoráveis.

Gráfico 24

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, Markitt Iboxx e cálculos do BCE.

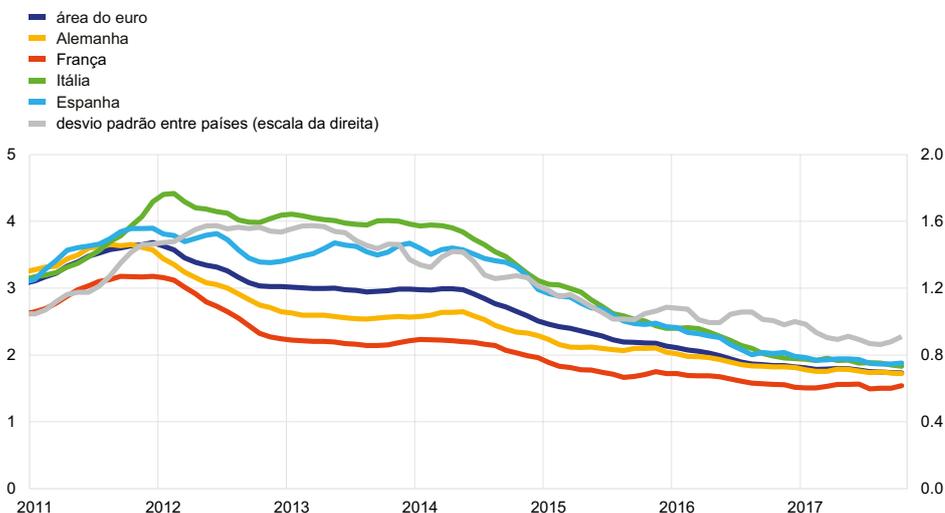
Notas: O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. A última observação refere-se a outubro de 2017.

As taxas ativas bancárias dos empréstimos às SNF permaneceram em mínimos históricos (ver Gráfico 25).

A taxa ativa bancária compósita dos empréstimos às SNF registou nova descida, para um mínimo histórico, no terceiro trimestre de 2017, onde permaneceu em outubro. No que se refere aos empréstimos às famílias para aquisição de habitação, o aumento moderado da taxa ativa bancária compósita para esta categoria de empréstimos até agosto de 2017, face a um mínimo histórico de 1.78% em dezembro de 2016, atenuou-se em setembro e outubro de 2017 (ver Gráfico 26). 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, mencionada anteriormente, dos custos compósitos do financiamento dos bancos sustentou a diminuição das taxas ativas compósitas. Entre maio de 2014 e outubro de 2017, as taxas ativas compósitas dos empréstimos às SNF e às famílias caíram 120 pontos base e 103 pontos base, respetivamente. A redução das taxas ativas bancárias dos empréstimos às SNF foi particularmente forte em países vulneráveis da área do euro, apoiando uma transmissão mais homogénea da política monetária a tais taxas entre países. No mesmo período, o diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos de muito pequena dimensão (isto é, até €0.25 milhões) e as taxas de

Gráfico 25 Taxas ativas compósitas para as SNF

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)

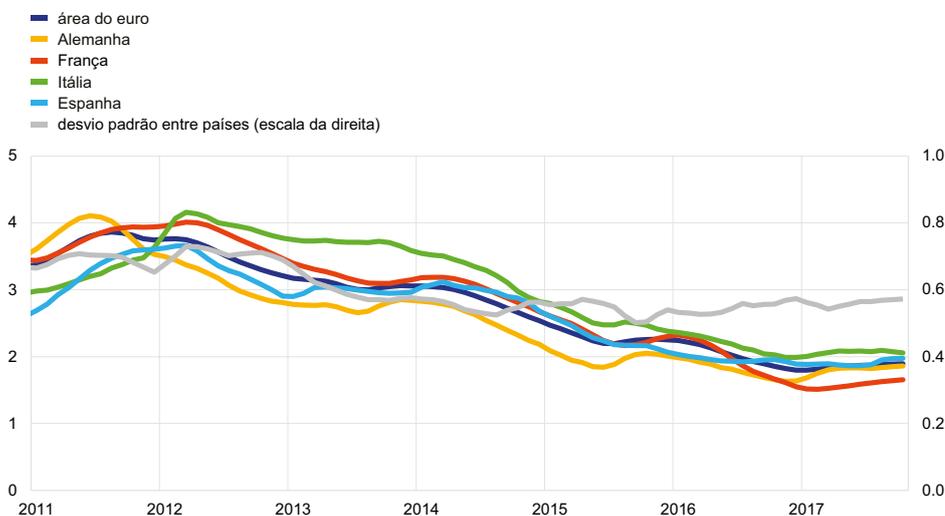


Fonte: BCE.

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

Gráfico 26 Taxas ativas compósitas para aquisição de habitação

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



Fonte: BCE.

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

juro dos empréstimos de grande dimensão (isto é, acima de €1 milhão) na área do euro reduziu-se consideravelmente e aproximou-se do respetivo mínimo histórico em outubro de 2017. Tal indica que as pequenas e médias empresas têm vindo, no geral, a beneficiar mais da diminuição das taxas ativas bancárias do que as grandes empresas.

Estima-se que o fluxo anual do financiamento externo total a SNF da área do euro se tenha fortalecido no terceiro trimestre de 2017. Tal reflete melhorias nos empréstimos bancários e na emissão de títulos de dívida, que haviam sido mitigados por fatores especiais no segundo trimestre. No geral, a recuperação do financiamento externo das SNF observada desde o início de 2014 foi sustentada pelo fortalecimento da atividade económica, por novas descidas dos custos do financiamento por dívida, pela menor restritividade dos critérios de concessão de empréstimos bancários e pelo número mais elevado de fusões e aquisições. Ao mesmo tempo, o valor máximo, ainda crescente, das detenções de moeda registado pelas SNF reduziu a necessidade de financiamento externo.

A emissão líquida de títulos de dívida por SNF aumentou no terceiro trimestre de 2017. O aumento da emissão líquida concentrou-se em julho, enquanto em agosto e setembro a emissão foi moderada. Os dados de mercado apontam para uma emissão de dívida bruta robusta em outubro e novembro. A emissão líquida de ações cotadas por SNF continuou a ser atenuada pela considerável recompra de ações em alguns países.

O custo de financiamento das SNF permanece favorável. Estima-se que o custo nominal global do financiamento externo por parte de SNF, incluindo empréstimos bancários, emissão de dívida no mercado e participações no capital social, registou nova descida ligeira, para 4.3% em novembro de 2017, após um pequeno aumento em junho e julho. A descida observada desde julho de 2017, na sua maior parte, ficou a dever-se à queda do custo das ações. Além disso, estima-se que o custo da dívida com base no mercado desceu para um novo mínimo histórico (ver Secção 2). O custo nominal global do financiamento externo situa-se agora 30 pontos base acima do respetivo mínimo histórico de julho de 2016 mas mantém-se consideravelmente abaixo do nível observado no verão de 2014, imediatamente antes de os mercados começarem a tomar em consideração as expectativas quanto ao futuro programa de compra de ativos.

6 Evolução orçamental

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o défice orçamental da área do euro deverá registar nova descida ao longo do horizonte de projeção (2017-2020), devido sobretudo à melhoria das condições cíclicas e à redução dos pagamentos de juros. Espera-se que a orientação orçamental agregada da área do euro seja globalmente neutra. Prevê-se que o rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro continue a diminuir, embora a partir de um nível ainda elevado. Em particular, os países com elevados níveis de dívida devem envidar esforços de consolidação adicionais de modo a colocar o respetivo rácio da dívida pública numa trajetória descendente firme e repor as reservas orçamentais.

Prevê-se que o défice orçamental das administrações públicas da área do euro registre uma diminuição gradual ao longo do horizonte de projeção. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 elaboradas por especialistas do Eurosistema⁵, o rácio do défice das administrações públicas para a área do euro deverá cair de 1.5% do PIB em 2016 para 0.5% do PIB em 2020 (ver Quadro 1). A melhoria esperada das perspetivas orçamentais, globalmente inalteradas face às projeções de setembro de 2017, é apoiada sobretudo por condições cíclicas favoráveis e menores pagamentos de juros. Embora os projetos de planos orçamentais para 2018, submetidos pelos países da área do euro em meados de outubro de 2017, prevejam esforços de consolidação adicionais por parte de alguns países, tal não se reflete necessariamente na sua totalidade nas projeções, visto que apenas incluem medidas que já foram adotadas ou estão em vias de serem adotadas pelos respetivos parlamentos. Para mais pormenores sobre os projetos de planos orçamentais, ver a caixa intitulada “Uma avaliação da análise dos projetos de planos orçamentais com base no exercício relativo a 2018” na presente edição do *Boletim Económico*. Espera-se que a orientação orçamental da área do euro seja globalmente neutra ao longo do horizonte de projeção⁶.

Prevê-se que a dívida pública da área do euro continue a cair, face aos atuais níveis elevados. Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB na área do euro, que registou um pico em 2014, diminua de 88.9% do PIB em 2016 para 80.7% do PIB até ao final de 2020. Esta diminuição é apoiada sobretudo por um excedente primário positivo e crescente em conjugação com um diferencial favorável entre crescimento e taxas de juro, este último refletindo as perspetivas macroeconómicas geralmente estáveis. O rácio da dívida diminuiu ligeiramente face ao exercício de setembro de 2017, refletindo principalmente um diferencial entre crescimento e taxas de juro mais favorável. Prevê-se que os rácios da dívida melhorem na maior parte dos países da área do euro, enquanto em alguns países se espera que o

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

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

rácio da dívida pública aumente ao longo do horizonte de projeção. No caso dos países com elevados níveis de dívida, em particular, são cruciais novos esforços de consolidação em plena conformidade com o Pacto de Estabilidade e Crescimento para colocar o respetivo rácio da dívida pública em relação ao PIB numa trajetória descendente firme. A reposição das reservas orçamentais tornaria os países menos vulneráveis em caso de instabilidade renovada do mercado financeiro ou de uma retoma rápida das taxas de juro.

Quadro

Evolução orçamental na área do euro

(percentagem do PIB)

	2016	2017	2018	2019	2020
a. Receita total	46.1	46.0	45.7	45.3	45.2
b. Despesa total	47.6	47.1	46.6	46.2	45.7
da qual:					
c. Despesa com juros	2.2	2.0	1.9	1.7	1.7
d. Despesa primária (b-c)	45.4	45.1	44.7	44.5	44.0
Saldo orçamental (a-b)	-1.5	-1.1	-0.9	-0.9	-0.5
Saldo orçamental primário (a-d)	0.6	0.9	1.0	0.9	1.2
Saldo orçamental corrigido do ciclo	-1.4	-1.2	-1.1	-1.2	-1.0
Saldo primário estrutural	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7
Dívida bruta	88.9	87.0	85.1	83.1	80.7
Por memória: PIB real (variações em percentagem)	1.8	2.4	2.3	1.9	1.7

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

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

Caixas

1 Quais os fatores impulsionadores dos preços dos metais?

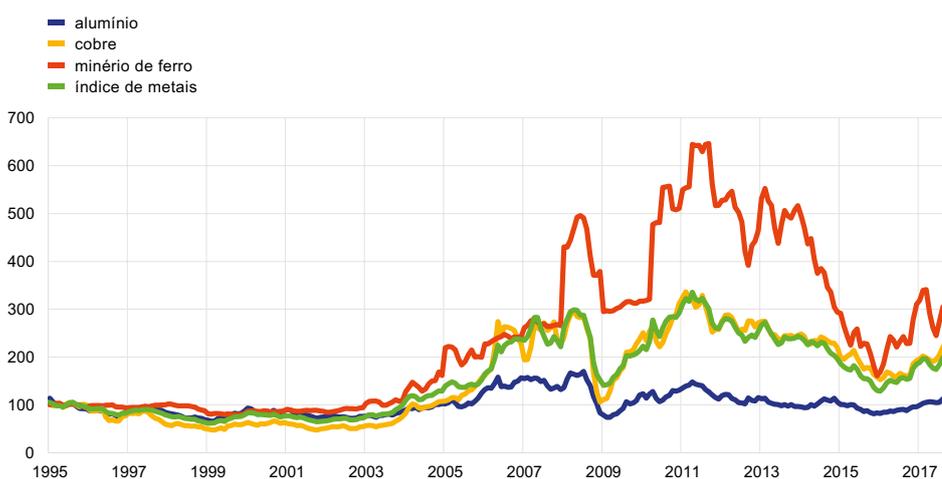
A compreensão dos fatores subjacentes aos preços dos metais é importante na avaliação das suas implicações para os preços na área do euro. A presente caixa analisa os fatores impulsionadores da evolução dos preços dos metais desde 1998, dando especial ênfase à subida dos preços dos metais entre junho e setembro de 2017, um período em que os preços do alumínio, do cobre e do minério de ferro aumentaram simultaneamente cerca de 10%.

Embora chamem menos a atenção do que os preços do petróleo, os preços dos metais também têm registado fortes flutuações desde o final de 2003.

Os preços dos metais mantiveram-se relativamente estáveis entre 1995 e o final de 2003, aumentaram de forma acentuada até meados de 2011 (exceção feita a uma queda observada durante a recessão mundial), desceram até ao início de 2016 e, posteriormente, começaram a subir de novo (ver Gráfico A). Os preços eram cerca de 75% mais elevados em setembro de 2017 do que em 1995, com o minério de ferro e o cobre na linha da frente, ao passo que os preços do alumínio permaneceram mais estáveis ao longo deste período.

Gráfico A
Preços dos metais

(índice: 1995=100)



Fontes: Bloomberg, Instituto de Economia Internacional de Hamburgo e cálculos do BCE.

Notas: O índice de metais inclui o alumínio, o cobre, o chumbo, o níquel, a sucata de aço, o estanho, o zinco e o minério de ferro. As ponderações têm por base as importações para países da área do euro (ver Gráfico B).

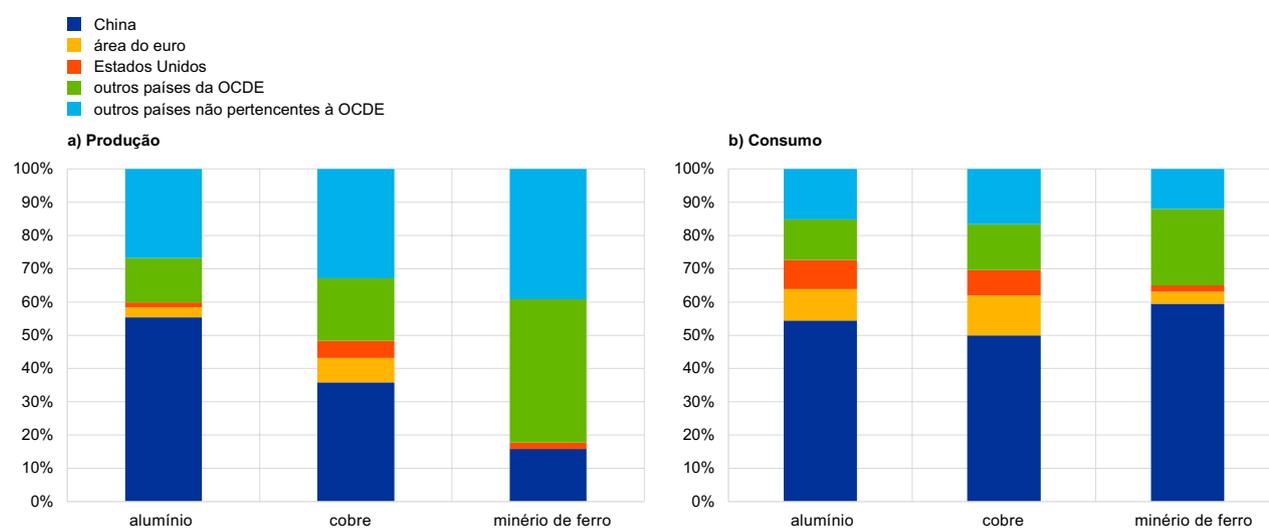
Refletindo o dinamismo do crescimento económico na última década, a China passou a ter uma posição dominante em termos de percentagem no consumo de metais e, relativamente a alguns deles, também em termos de produção

(ver Gráfico B). A China consome cerca de 50 a 60% dos metais a nível mundial, sendo responsável por cerca de 50% da produção mundial de alumínio e 35% da produção mundial de cobre. Todavia, o consumo de minério de ferro na China diminuiu de 70% em 2014 para 60% em 2015, espelhando um reequilíbrio económico gradual neste país, caracterizado por um afastamento de atividades intensivas em matérias-primas a favor dos serviços. Além disso, as preocupações ambientais apoiaram a diminuição da produção de aço na China, verificando-se um impacto negativo na procura de minério de ferro.

Gráfico B

Composição geográfica da produção e do consumo de metais

(percentagens em relação ao total em 2016)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

Notas: No painel (a), os dados relativos ao alumínio e ao cobre provêm do World Bureau of Metal Statistics (WBMS), refletindo a produção primária e a produção refinada, respetivamente. Os dados relativos ao minério de ferro têm por base a produção mineira de minério de ferro utilizável e provêm do *United States Geological Survey* (USGS). No painel (b), as mesmas fontes de dados são utilizadas para o consumo. Os dados relativos ao consumo de minério de ferro em 2016 não se encontram disponíveis, tendo sido utilizados os dados de 2015.

Embora os fatores do lado da procura tenham sido um elemento determinante das flutuações dos preços dos metais ao longo das últimas duas décadas, estimativas baseadas em modelos indicam que a recente subida dos preços dos metais foi também impulsionada por fatores do lado da oferta. A fim de destrinçar os principais fatores subjacentes a essa subida, recorre-se a um modelo de fatores dinâmicos aplicado a um painel alargado de preços de produtos energéticos e não energéticos, tal como desenvolvido por Delle Chiaie, Ferrara e Giannone (2017)⁷. Esta abordagem pressupõe que choques específicos das matérias-primas, tais como choques da oferta em determinados mercados de matérias-primas, tendem a ser idiossincráticos e, por conseguinte, se anulam quando se considera um vasto leque de preços de matérias-primas. Em contraste, alterações sustentadas da componente comum (o fator global) tendem a indicar alterações ao nível da procura impulsionadas pelo ciclo económico mundial. O fator global (ao nível da procura) capta uma grande percentagem das flutuações dos preços dos metais e tem sido muito

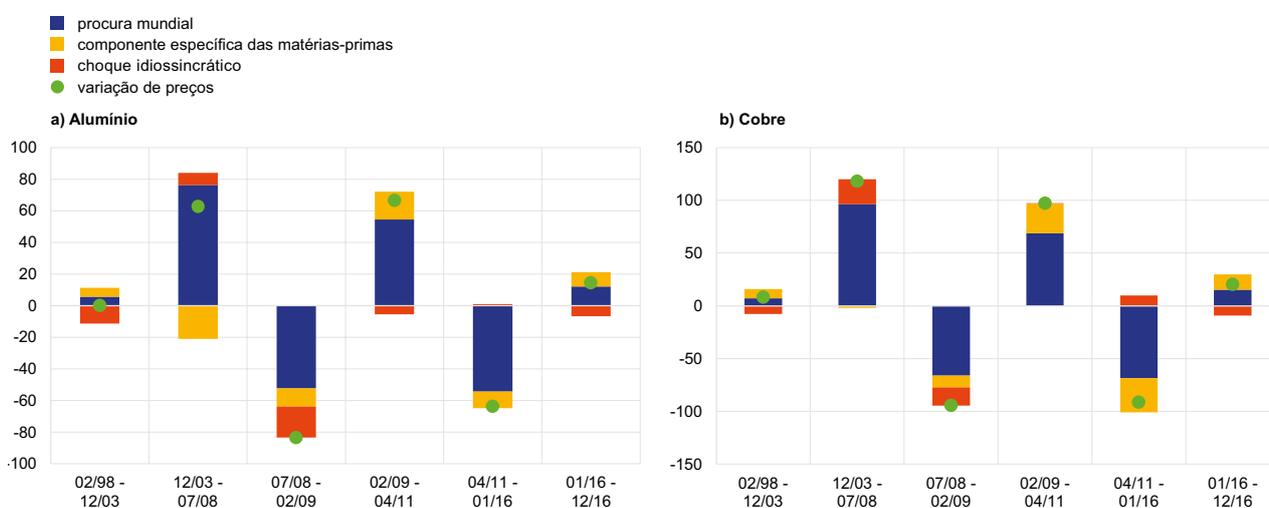
⁷ Delle Chiaie, S., Ferrara, L. e Giannone, D., "Common factors of commodity prices", *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 2112, novembro de 2017.

relevante desde o início da década de 2000, devido, em larga medida, à crescente importância da China (ver Gráfico C). No entanto, observando o período mais recente, o aumento simultâneo dos preços de três metais, de cerca de 10% entre junho e setembro de 2017, foi impulsionado sobretudo pelas componentes específicas das matérias-primas, que devem refletir fatores do lado da oferta, tal como captados por contributos idiossincráticos e específicos por blocos (ver Gráfico D). O aumento da procura mundial também desempenhou um papel, embora em menor grau do que a oferta.

Gráfico C

Principais fatores impulsionadores dos preços dos metais entre 1998 e 2016

(variação em percentagem e contributos em pontos percentuais para as variações de preços)



Fonte: Delle Chiaie, Ferrara e Giannone (2017).

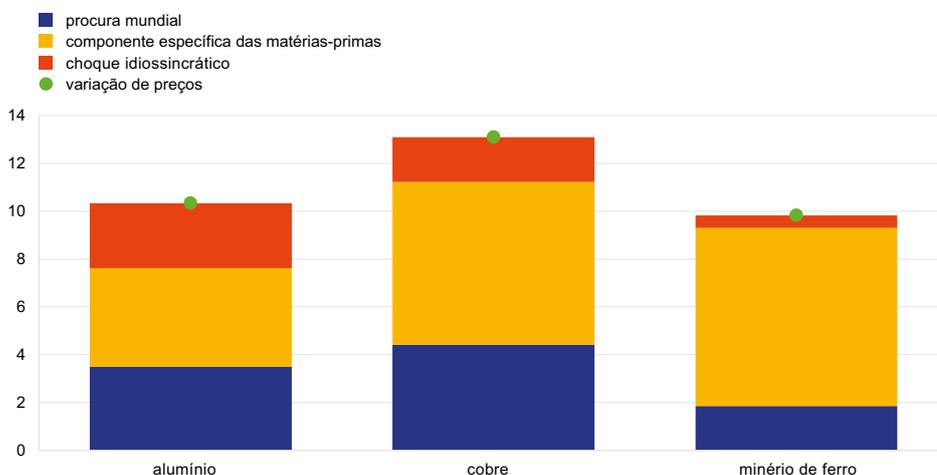
Estes resultados são consentâneos com a evolução dos mercados de metais ao longo do período em análise.

A produção de cobre diminuiu no Chile e no Peru, em virtude das condições meteorológicas e das greves em algumas minas, ao passo que a escassez da oferta na Austrália e no Brasil apoiou cotações do minério de ferro mais elevadas. Os preços do alumínio também registaram subidas, devido à forte procura mundial e à política chinesa de redução da sobreprodução e da poluição através do encerramento de fábricas. Desde o início de outubro de 2017, os preços dos metais aumentaram ligeiramente (cerca de 2%), sobretudo em virtude da dinâmica do minério de ferro. A subida dos preços do minério de ferro ficou a dever-se à procura crescente de minério de ferro de qualidade superior na sequência de uma reestruturação da indústria siderúrgica na China, que foi afetada pela implementação de reformas ambientais.

Gráfico D

Principais fatores impulsionadores do aumento dos preços dos metais entre junho e setembro de 2017

(variação em percentagem e contributos em pontos percentuais)



Fonte: Delle Chiaie, Ferrara e Giannone (2017) (atualizado).

Notas: A decomposição histórica relativa ao minério de ferro deve ser tratada com prudência, devido a preocupações com a qualidade da série. Os preços do minério de ferro só estão disponíveis desde 1995 e, até 2010, a maioria destes preços foi negociada com base num preço de referência anual.

Não obstante os recentes aumentos dos preços dos metais, a maioria das previsões para o cobre, o alumínio e o minério de ferro indica uma estabilização ou uma descida dos preços. Enquanto os mercados de futuros sinalizam uma estabilização dos preços dos metais, as previsões da Consensus Economics apontam para uma descida, de cerca de 7% até meados de 2019, devendo a procura acrescida ser compensada por aumentos da oferta. As projeções do Banco Mundial indicam que a queda dos preços dos metais será um pouco mais forte, esperando-se que os preços do minério de ferro registem uma descida de cerca de 30% até finais de 2019. Os preços do cobre e do alumínio deverão também diminuir cerca de 11%. Provavelmente, a China desempenhará um papel preponderante na evolução dos preços dos metais, visto que a maior restritividade dos mercados de metais é, em grande medida, influenciada pelas políticas chinesas em matéria de ambiente e de segurança e pelo crescimento da procura de metais, tendo um efeito mais forte no minério de ferro do que no cobre e no alumínio. Os riscos em sentido ascendente no tocante a estas previsões incluem interrupções inesperadas da oferta, ao passo que os riscos em sentido descendente estão relacionados com um crescimento da procura mais lento do que o previsto na China e um abrandamento das restrições ao nível da produção nas indústrias pesadas chinesas.

A evolução dos preços dos metais desempenha um papel na avaliação das perspectivas para a inflação da área do euro e dos riscos para a estabilidade de preços no médio prazo. As flutuações dos preços dos metais afetam a inflação principalmente através do seu impacto na cadeia de produção e de distribuição, uma vez que a percentagem de metais ao nível do consumo é bastante diminuta. Além disso, dado que afetam sobretudo a indústria e têm um impacto muito limitado nos serviços, o seu efeito é mais relevante em países com um setor industrial de grande dimensão do que em economias orientadas

para os serviços. Comparativamente com o impacto do petróleo, o efeito dos preços dos metais na inflação é reduzido, dado que os preços dos metais não exercem um efeito direto através dos preços dos produtos energéticos do IHPC. Algumas estimativas sugerem que uma descida de 10% nos preços das matérias-primas industriais resulta numa redução de 0.15% do IHPC da área do euro excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados ao longo de um horizonte de três anos⁸.

⁸ Relativamente ao impacto dos preços das matérias-primas, ver Landau, B. e Skudelny, F., "Pass-through of external shocks along the pricing chain – a panel estimation approach for the euro area", *Série de Documentos de Trabalho do BCE*, n.º 1104, novembro de 2009.

2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 26 de julho a 31 de outubro de 2017

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante o quinto e sexto períodos de manutenção de reservas de 2017, que decorreram de 26 de julho a 12 de setembro de 2017 e de 13 de setembro a 31 de outubro de 2017, 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.

Em paralelo, o Eurosistema continuou a comprar títulos de dívida do setor público, obrigações com ativos subjacentes, instrumentos de dívida titularizados e títulos emitidos pelo setor empresarial como parte do seu programa de compra de ativos, com um montante-alvo de aquisições de, em média, €60 mil milhões por mês. Este ritmo manter-se-á até dezembro de 2017, altura em que será reduzido para €30 mil milhões, em média, por mês até setembro de 2018, ou até mais tarde, se necessário.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos líquidos e reservas mínimas obrigatórias, situavam-se em €1212.5 mil milhões, o que representa um aumento de €43.7 mil milhões, em comparação com o período em análise anterior (ou seja, o terceiro e quarto períodos de manutenção de 2017).

As necessidades de liquidez mais elevadas deveram-se a um aumento dos fatores autónomos líquidos médios, os quais subiram €43.9 mil milhões para um valor máximo histórico de €1090.2 mil milhões durante o período em análise, ao passo que as reservas mínimas obrigatórias registaram uma ligeira descida, de €0.2 mil milhões, para €122.2 mil milhões.

O crescimento dos fatores autónomos líquidos agregados, que implica absorção de liquidez, resultou sobretudo da diminuição dos fatores de cedência de liquidez. O principal contributo veio das disponibilidades líquidas sobre o exterior, as quais desceram €33.0 mil milhões, situando-se em €637.0 mil milhões, em média, no período em análise. Os ativos líquidos médios denominados em euros desceram igualmente, €26.3 mil milhões, para €306.1 mil milhões em relação ao anterior período em análise.

Os fatores autónomos de absorção de liquidez também diminuíram ao longo do período em análise, contrariando, em certa medida, a evolução dos fatores autónomos de cedência de liquidez. O principal contributo veio de outros fatores autónomos, que desceram €30.1 mil milhões para €690.3 mil milhões. Os aumentos registados nas notas em circulação e nos depósitos das administrações públicas,

Quadro A

Situação de liquidez no Eurosistema

	26 de julho de 2017 a 31 de outubro de 2017		3 de maio de 2017 a 25 de julho de 2017		Sexto período de manutenção		Quinto período de manutenção	
Passivo – necessidades de liquidez (médias; EUR mil milhões)								
Fatores de liquidez autónomos	2 033.1	(-15.3)	2 048.3	2 046.7	(+27.2)	2,019.5	(-52.2)	
Notas em circulação	1 142.7	(+11.5)	1,131.2	1,142.8	(+0.3)	1,142.5	(+6.2)	
Depósitos das administrações públicas	200.1	(+3.4)	196.7	218.3	(+36.4)	181.8	(-47.9)	
Outros fatores autónomos	690.3	(-30.1)	720.5	685.6	(-9.5)	695.1	(-10.4)	
Depósitos à ordem	1 248.0	(+74.0)	1 174.0	1 253.3	(+10.5)	1,242.7	(+73.5)	
Instrumentos de política monetária	752.0	(+35.0)	717.0	770.4	(+36.7)	733.6	(+15.7)	
Reservas mínimas obrigatórias	122.2	(-0.2)	122.5	122.3	(+0.1)	122.2	(-0.4)	
Facilidade permanente de depósito	629.8	(+35.2)	594.5	648.1	(+36.6)	611.4	(+16.1)	
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	0.0	(+0.0)	0.0	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	
Ativo – cedência de liquidez (médias; EUR mil milhões)								
Fatores de liquidez autónomos	943.2	(-59.2)	1 002.4	937.0	(-12.3)	949.3	(-34.0)	
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	637.0	(-33.0)	670.0	635.0	(-4.0)	639.0	(-17.8)	
Ativos líquidos denominados em euros	306.1	(-26.3)	332.4	302.0	(-8.3)	310.3	(-16.2)	
Instrumentos de política monetária	2 966.8	(+152.3)	2 814.4	3 010.2	(+85.9)	2 924.3	(+71.4)	
Operações de mercado aberto	2 966.5	(+152.3)	2 814.2	3 010.0	(+86.0)	2 924.0	(+71.4)	
Operações de leilão	772.7	(-6.0)	778.7	771.6	(-2.2)	773.8	(-2.7)	
OPR	6.1	(-5.4)	11.5	6.7	(+1.2)	5.5	(-3.9)	
ORPA com prazo de 3 meses	8.4	(+2.3)	6.1	8.3	(-0.2)	8.5	(+1.8)	
Operações das ORPA direcionadas I	18.6	(-2.6)	21.1	17.2	(-2.7)	19.9	(-0.6)	
Operações das ORPA direcionadas II	739.6	(-0.3)	739.9	739.4	(-0.5)	739.8	(-0.1)	
Carteiras definitivas	2 193.8	(+158.3)	2 035.5	2 238.4	(+88.2)	2 150.2	(+74.1)	
Primeiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	7.2	(-0.8)	8.0	6.9	(-0.5)	7.4	(-0.3)	
Segundo programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	4.9	(-0.7)	5.5	4.8	(-0.1)	4.9	(-0.4)	
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	229.7	(+8.4)	221.3	232.7	(+5.8)	226.9	(+3.6)	
Programa dos mercados de títulos de dívida	91.2	(-7.2)	98.3	90.5	(-1.2)	91.8	(-6.5)	
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	24.6	(+0.6)	24.0	24.6	(-0.1)	24.6	(+0.4)	
Programa de compra de ativos do setor público	1 725.5	(+139.9)	1 585.6	1,762.6	(+73.4)	1 689.2	(+69.5)	
Programa de compra de ativos do setor empresarial	110.8	(+18.0)	92.8	116.2	(+10.8)	105.4	(+7.7)	
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0.3	(+0.0)	0.2	0.2	(-0.1)	0.3	(+0.0)	
Outras informações com base na liquidez (médias; EUR mil milhões)								
Necessidades de liquidez em termos agregados	1 212.5	(+43.7)	1 168.7	1 232.3	(+39.7)	1 192.6	(-18.7)	
Fatores autónomos ¹	1 090.2	(+43.9)	1 046.3	1 110.0	(+39.6)	1 070.4	(-18.2)	
Liquidez excedentária	1 755.3	(+109.5)	1 645.8	1 778.8	(+47.1)	1 731.7	(+90.1)	
Evolução das taxas de juro (médias; percentagens)								
OPR	0.00	(+0.00)	0.00	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)	
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0.25	(+0.00)	0.25	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)	
Facilidade permanente de depósito	-0.40	(+0.00)	-0.40	-0.40	(+0.00)	-0.40	(+0.00)	
EONIA	-0.357	(+0.001)	-0.358	-0.359	(-0.003)	-0.356	(+0.003)	

Fonte: BCE.

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

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

de €11.5 mil milhões e €3.4 mil milhões, respetivamente, tiveram um efeito compensador sobre o nível dos fatores autónomos de absorção de liquidez.

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

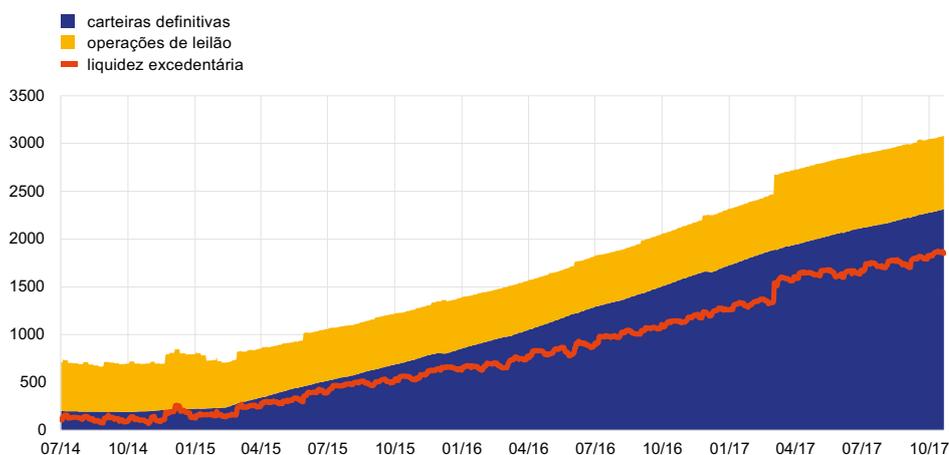
Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

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 €152.3 mil milhões, para €2966.5 mil milhões (ver Gráfico A). Este aumento deveu-se inteiramente ao programa de compra de ativos, enquanto a procura nas operações de leilão diminuiu ligeiramente.

Gráfico A

Evolução das operações de mercado aberto e da liquidez excedentária

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

O montante médio de liquidez cedida através das operações de leilão diminuiu ligeiramente durante o período em análise, tendo descido €6.0 mil milhões para €772.7 mil milhões. Esta diminuição ficou a dever-se principalmente à descida do nível médio de liquidez cedida através das OPR, que caiu €5.4 mil milhões. O saldo médio das ORPA direcionadas também desceu ligeiramente, €2.8 mil milhões, em resultado do reembolso antecipado voluntário dos fundos disponibilizados nestas operações. Pelo contrário, o montante médio de liquidez cedida através das ORPA com prazo de 3 meses aumentou €2.3 mil milhões.

A liquidez cedida através das carteiras de política monetária do Eurosistema aumentou €158.3 mil milhões, para €2193.8 mil milhões, em média, em

resultado das compras no âmbito do programa de compra de ativos. A liquidez média cedida através do programa de compra de ativos do setor público, do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes, do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados e do programa de compra de ativos do setor empresarial aumentou, em média, €139.9 mil milhões, €8.4 mil milhões, €0.6 mil milhões e €18.0 mil milhões, respetivamente. A redução de liquidez devido aos reembolsos de obrigações detidas ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e dos dois anteriores programas de compra de obrigações com ativos subjacentes totalizou €8.6 mil milhões.

Liquidez excedentária

Como consequência da evolução supradescrita, a liquidez excedentária média aumentou €109.5 mil milhões, situando-se em €1755.3 mil milhões no período em análise, face ao período anterior (ver Gráfico A). Como referido, o aumento reflete, em larga medida, a liquidez cedida através do programa de compra de ativos, com um montante-alvo mensal de €60 mil milhões, ligeiramente compensada por um aumento das necessidades de liquidez resultantes dos fatores autónomos. Uma análise mais pormenorizada do período em análise mostra que a liquidez excedentária aumentou no quinto período de manutenção, crescendo €90.1 mil milhões, devido às compras no âmbito do programa de compra de ativos e a uma descida dos fatores autónomos de absorção de liquidez, principalmente em resultado de uma diminuição dos depósitos das administrações públicas. O sexto período de manutenção registou um aumento mais ligeiro da liquidez excedentária, no montante de €47.1 mil milhões, uma vez que a liquidez injetada pelo programa de compra de ativos foi compensada, em certa medida, pelo aumento das necessidades de liquidez agregadas do setor bancário, em resultado de um aumento dos depósitos das administrações públicas.

A maior liquidez excedentária correspondeu a detenções médias em depósitos à ordem mais elevadas, as quais aumentaram €74.0 mil milhões, situando-se em €1248.0 mil milhões no período em análise, ao passo que o recurso médio à facilidade permanente de depósito voltou a registar um aumento, de €35.2 mil milhões, situando-se em €629.8 mil milhões.

Evolução das taxas de juro

As taxas *overnight* do mercado monetário permaneceram próximo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito, sendo que as taxas para cabazes de ativos de garantia específicos nos segmentos garantidos até se situaram abaixo desse nível. No mercado sem garantia, o índice *overnight* médio do euro (a EONIA) situou-se, em média, em -0.357%, face a uma média de -0.358% no período analisado precedente. A EONIA oscilou num intervalo estreito, com um máximo de -0.345% no último dia de agosto de 2017 e um mínimo de -0.366% em meados de setembro de 2017.

No mercado com garantia, as taxas médias *overnight* das operações de reporte no mercado GC Pooling diminuíram ligeiramente para o cabaz de ativos de garantia normalizados e o cabaz de ativos de garantia alargados em relação ao período analisado anterior. A taxa *overnight* das operações de reporte situou-se em -0.437% para o cabaz de ativos de garantia normalizados, enquanto a taxa média *overnight* das operações de reporte se situou em -0.402% para o cabaz de ativos de garantia alargados.

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

3 Recente dinamismo dos indicadores baseados em inquéritos: o que nos diz sobre a profundidade e a amplitude do crescimento real do PIB?

Inquéritos de opinião recentes apontam para um aumento robusto do PIB real, o que levanta a questão de saber se é exetável que esta dinâmica de crescimento forte prossiga.

Por exemplo, os dados indicativos dos dois inquéritos mais proeminentes da área do euro – o inquérito da Comissão Europeia às empresas e consumidores e o inquérito do índice de gestores de compras da IHS Markit – têm revelado ultimamente um fortalecimento notável, que parece indicar que a economia da área do euro regista um crescimento sólido. Ambos os inquéritos são acompanhados de perto pelos analistas e pelos decisores de políticas, por serem considerados um indicador atual, e muitas vezes único, da evolução económica: os resultados dos inquéritos são divulgados numa base mensal (a partir da terceira semana do mês de referência), ao passo que a estimativa provisória do PIB só é publicada 30 dias depois do final do trimestre de referência. A presente caixa aborda as principais séries de dados de cada inquérito, ou seja, o indicador de sentimento económico e o índice de gestores de compras compósito do produto, visto que os dois indicadores em causa estão normalmente mais bem correlacionados com a evolução do PIB real.

O indicador de sentimento económico e o índice de gestores de compras compósito do produto são úteis para avaliar os movimentos do PIB real, mas apresentam diferenças metodológicas.

O inquérito da Comissão Europeia tem uma cobertura alargada em termos de países (abrangendo todos os países da área do euro, exceto a Irlanda), setores, perguntas e dimensão da amostra (abarcando 75 000 empresas do setor privado e 26 000 consumidores). Proporciona, assim, uma imagem detalhada da evolução económica. Como parte do inquérito, o indicador de sentimento económico compreende indicadores de confiança para cinco setores, correspondendo a cada uma média de duas a quatro subperguntas. Algumas das perguntas estão relacionadas com encomendas, procura/produção esperada ou emprego e, como tal, são de natureza prospetiva. As ponderações subjacentes ao indicador de sentimento económico fixadas são as seguintes: 40% para a indústria, 30% para os serviços, 20% para os consumidores (famílias) e 5% tanto para o comércio como para a construção⁹. Contudo, o indicador de sentimento económico não inclui os serviços financeiros. Tal constitui uma lacuna, uma vez que o setor financeiro afeta o PIB real, podendo a evolução deste setor ser muito diferente da registada no resto da economia, como observado durante a crise financeira.

O índice de gestores de compras compósito do produto é determinado a partir das respostas a uma pergunta sobre a variação mensal em cadeia do produto,

⁹ Ver Gelper, S. e Croux, C., “On the Construction of the European Economic Sentiment Indicator”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), fevereiro de 2010, pp. 47-62; Pošta, V. e Pikhart, Z., “The Use of the Sentiment Economic Indicator for GDP Short-term Forecasting: Evidence from EU Economies”, *Statistika*, 49(1), 2012, pp. 41-55; e Sorić, P., Lolić, I. e Čižmešija, M., “European economic sentiment indicator: an empirical reappraisal”, *Quality & Quantity – International Journal of Methodology*, 50(5), setembro de 2016, pp. 2025-54.

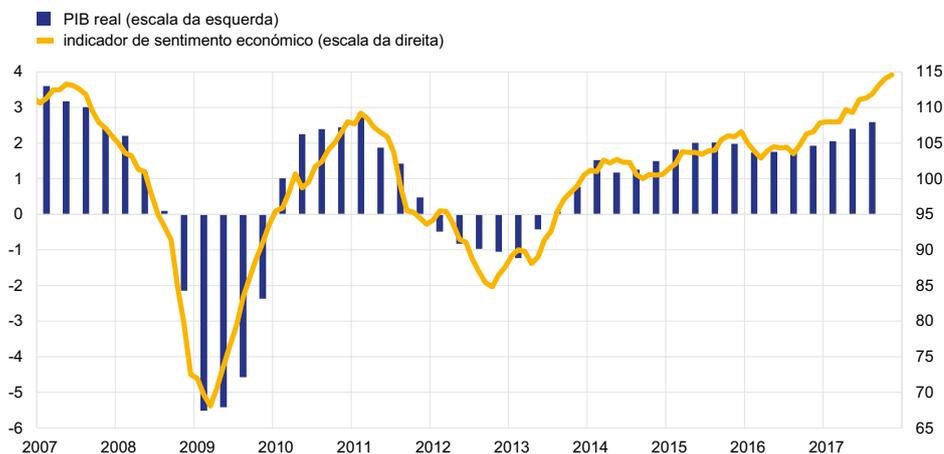
sendo três as respostas possíveis: “subiu”, “permaneceu inalterado” ou “desceu”. É aplicada uma ponderação de 65% à atividade relacionada com serviços (que abrange 2000 empresas do setor privado dos quatro países de maior dimensão da área do euro e da Irlanda) e os restantes 35% são atribuídos à produção na indústria transformadora (que abrange 3000 empresas a nível dos países, incluindo os Países Baixos, a Áustria e a Grécia). Faltam, portanto, setores importantes como, por exemplo, os serviços públicos e a indústria não transformadora (principalmente a construção).

O indicador de sentimento económico e o índice de gestores de compras compósito do produto sugerem que a economia da área do euro continuou a registar um crescimento forte no quarto trimestre de 2017. Como ilustrado no Gráfico A, o indicador de sentimento económico está concebido para acompanhar os movimentos correntes do PIB real homólogo¹⁰. A correlação estreita entre o indicador de sentimento económico e o PIB real homólogo aponta para a continuação de uma expansão económica sólida no quarto trimestre. Parte da discrepância recentemente observada entre o indicador de sentimento económico e o crescimento homólogo pode ser explicada pelo facto de o recente aumento do indicador estar, em grande medida, relacionado com as componentes prospetivas subjacentes ao mesmo. Por conseguinte, a recente melhoria do indicador de sentimento económico poderá também sinalizar uma evolução robusta para além do quarto trimestre.

Gráfico A

PIB real da área do euro e indicador de sentimento económico

(variação homóloga em percentagem; índice de difusão)



Fontes: Eurostat e Comissão Europeia.

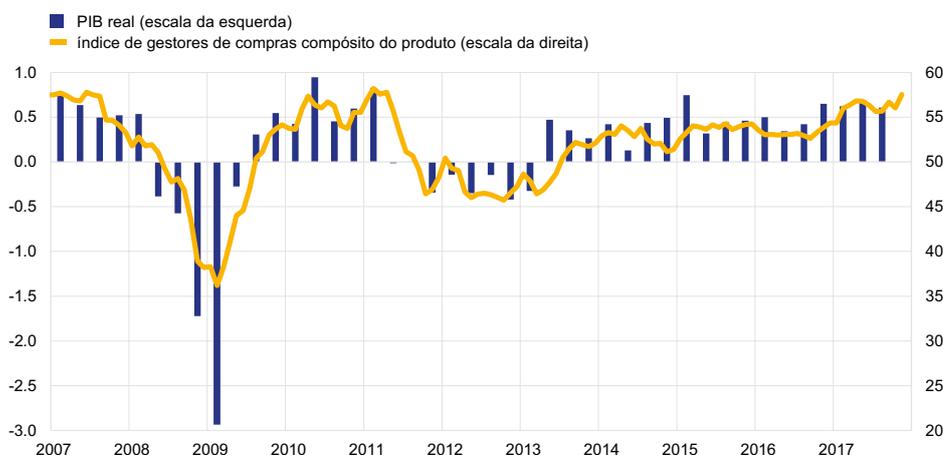
¹⁰ Para dados empíricos, incluindo uma comparação dos dois inquéritos e a consideração da variação homóloga e trimestral em cadeia do PIB real, ver “ESI and other BCS indicators vs PMI – properties and empirical performance” em “European Business Cycle Indicators: 2nd Quarter 2017”, *European Economy Technical Paper*, n.º 17, Comissão Europeia, julho de 2017, pp. 18-26. São fornecidos mais pormenores sobre o acompanhamento do PIB com base no índice de gestores de compras, nomeadamente uma comparação com as primeiras estimativas provisórias do PIB, em de Bondt, G.J., “Nowcasting: Trust the Purchasing Managers’ Index or wait for the flash GDP estimate?”, *EcoMod2012 Conference Paper*, julho de 2012. Os resultados atualizados do índice de gestores de compras, incluindo um conjunto de testes de estabilidade, indicam que não existem sinais de uma alteração significativa da ligação entre o índice e o PIB.

O índice de gestores de compras compósito do produto está concebido de forma a acompanhar a variação trimestral em cadeia do crescimento real do PIB. O Gráfico B ilustra uma regra simples de acompanhamento do PIB com base no índice de gestores de compras, isto é, a variação percentual trimestral em cadeia do PIB real equivale a 10% da média trimestral do índice de gestores de compras compósito do produto a que se subtrai 50. A ligação entre a variação trimestral do PIB real e o índice de gestores de compras compósito do produto tem, por vezes, tendido a enfraquecer, em especial durante os primeiros anos da crise financeira (2008 e 2009). No entanto, desde 2003 (o início da publicação da estimativa provisória do PIB para a área do euro), esta regra simples de acompanhamento tem sido mais exata na previsão dos dados finais relativos ao PIB divulgados para anos civis do que para a primeira “colheita” de dados sobre o PIB em cerca de metade do período abrangido. Esta regra indica que, no quarto trimestre de 2017, o crescimento real do PIB esteve globalmente em consonância com as estimativas dos nossos especialistas para dezembro de 2017 numa base trimestral¹¹.

Gráfico B

PIB real da área do euro e índice de gestores de compras compósito do produto

(variação trimestral em cadeia em percentagem; índice de difusão)



Fontes: Eurostat e IHS Markit.

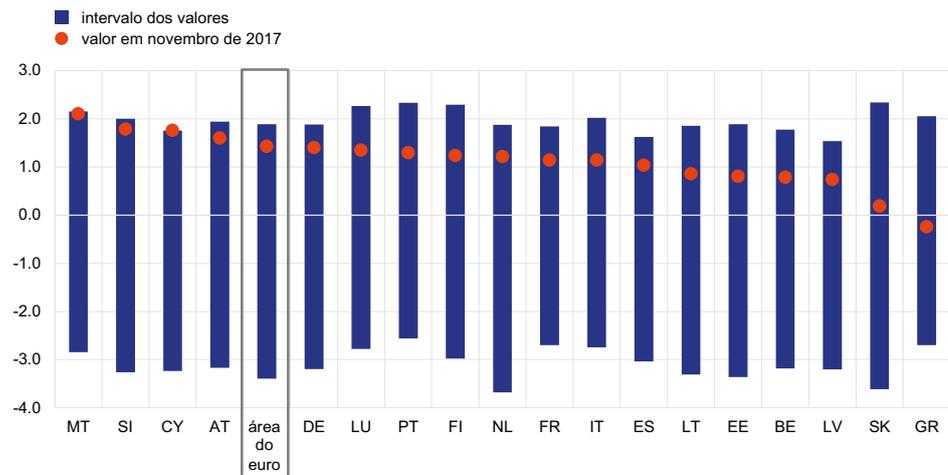
O indicador de sentimento económico sugere que se verificará um aumento continuado e ininterrupto do PIB real no conjunto da área do euro no médio prazo, observando-se essa tendência na maioria dos países. Atendendo à sua cobertura, o indicador de sentimento económico adequa-se mais a uma análise aprofundada a nível de países e setores. Os resultados mais recentes do indicador de sentimento económico, relativos a novembro de 2017 (ver os pontos a vermelho no Gráfico C), revelam que o indicador se situa acima da sua média de longo prazo (representada pela linha zero) em todos os países da área do euro, exceto na Grécia. Além disso, em todos os países, excluindo os três

¹¹ Ver as “Projeções macroeconómicas de dezembro de 2017 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema”, publicadas no sítio do BCE.

Estados bálticos, a Bélgica, a Eslováquia e a Grécia, o indicador de sentimento económico apresenta atualmente mais do que um desvio-padrão acima do seu nível médio. O indicador atingiu o seu máximo histórico em Malta e Chipre em novembro (como indicado pela posição dos pontos a vermelho no topo das barras azuis).

Gráfico C
Indicador de sentimento económico

(valores padronizados)



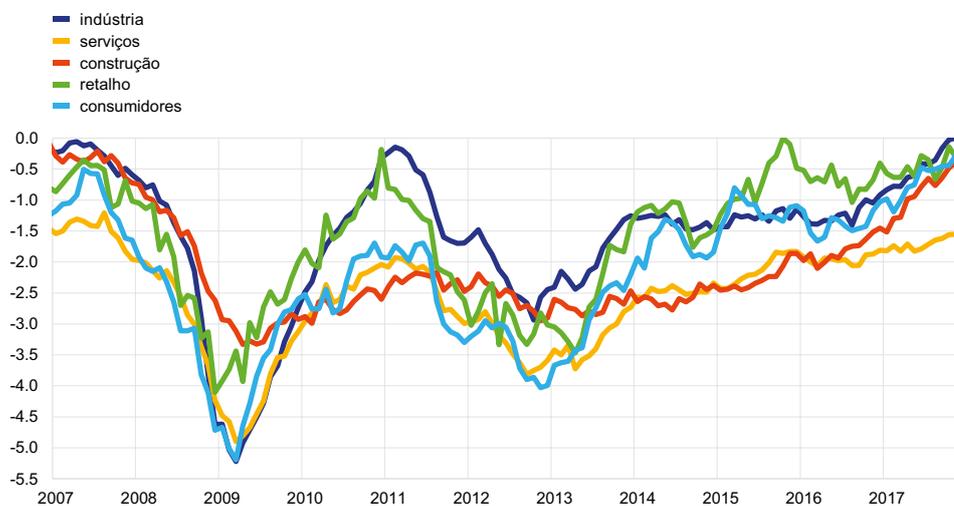
Nota: As barras azuis indicam o nível máximo e mínimo desde o início da série para o país em questão; os pontos a vermelho representam os resultados mais recentes; e a linha zero representa a média.
Fontes: Comissão Europeia e cálculos dos especialistas do BCE.

A nível setorial, a imagem que surge é, em geral, positiva, registando-se níveis elevados de confiança na maior parte dos setores no conjunto da área do euro. Em novembro de 2017, a nível setorial, os indicadores de confiança subjacentes ao indicador de sentimento económico registaram um valor máximo histórico no caso da indústria transformadora e um valor próximo de um máximo de todos os tempos no que toca ao setor das famílias (consumidores), ao comércio a retalho e à construção (ver Gráfico C). A construção, em particular, exibiu uma recuperação cíclica notável. Em contrapartida, os últimos resultados para o setor dos serviços foram comparativamente fracos, embora ainda superiores à sua média de longo prazo e ao anterior pico registado em 2011. Estas diferenças setoriais são importantes em termos económicos. Por exemplo, a agregação dos indicadores de confiança nos serviços e na indústria do inquérito da Comissão Europeia – utilizando as ponderações setoriais do índice de gestores de compras composto do produto (65% para os serviços e 35% para a indústria) – resultaria numa estimativa consideravelmente mais baixa para o crescimento homólogo do PIB real no quarto trimestre do corrente ano do que a implícita no indicador de sentimento económico (ilustrada no Gráfico A). De um modo geral, as leituras a nível setorial sugerem que, presentemente, todos os setores estão a contribuir para o crescimento, se bem que em diferentes graus.

Gráfico D

Confiança nos vários setores

(valores padronizados dos desvios face ao máximo)



Nota: Os cálculos dos dados relativos à confiança começam em janeiro de 1985 para todos os setores, exceto os serviços (para os quais começam em abril de 1995).

Fontes: Comissão Europeia e cálculos dos especialistas do BCE.

O que podemos aprender com o Inquérito aos Analistas Profissionais do BCE sobre a perceção do dinamismo do mercado de trabalho na área do euro?

Ao longo dos últimos dez anos, os mercados de trabalho da área do euro estiveram sujeitos a uma série de choques, que conduziram a flutuações significativas da taxa de desemprego e do crescimento das remunerações.

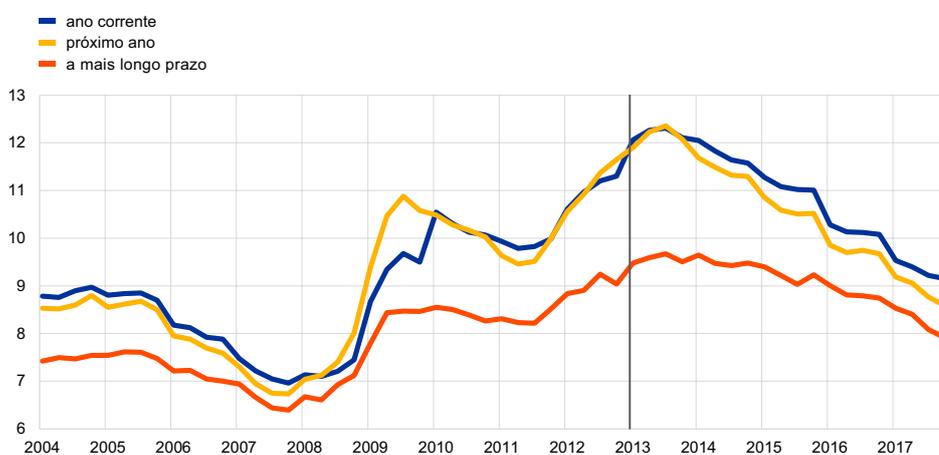
Em resposta a estes desenvolvimentos, os analistas profissionais têm repetidamente ajustado as suas expectativas quanto à taxa de desemprego e ao crescimento anual das remunerações dos empregados (adiante designado por crescimento salarial), no sentido quer ascendente, quer descendente. A presente caixa analisa as revisões das expectativas reportadas no Inquérito aos Analistas Profissionais (IAP) realizado pelo BCE, e a forma como essas expectativas podem ser comparadas com os resultados dos dados observados.

Entre 2008 e 2013, as adversidades económicas associadas às crises financeira e da dívida soberana levaram os participantes no IAP a ajustar gradualmente as suas expectativas para a taxa de desemprego no sentido ascendente e para o crescimento salarial no sentido descendente (ver Gráficos A e B). Isto está de acordo com a noção tradicional de desemprego enquanto fator impulsionador da margem disponível no mercado de trabalho e, por seu lado, a dinâmica quantidade-preço no mercado de trabalho: quanto maior for o número de desempregados a competir pelos postos de trabalho, menor será o salário que as empresas terão de oferecer para recrutar ou manter empregados. Este co-movimento foi também perceptível na direção oposta durante o período de recuperação temporária de 2010 a 2011, quando as expectativas a mais curto prazo de crescimento salarial foram revistas em alta, ao mesmo tempo que se previa que a margem disponível no mercado de trabalho diminuísse (como indicava o estreitamento do desvio entre as expectativas para a taxa de desemprego a mais curto prazo e a mais longo prazo).

Gráfico A

Expectativas quanto à taxa de desemprego

(percentagens)

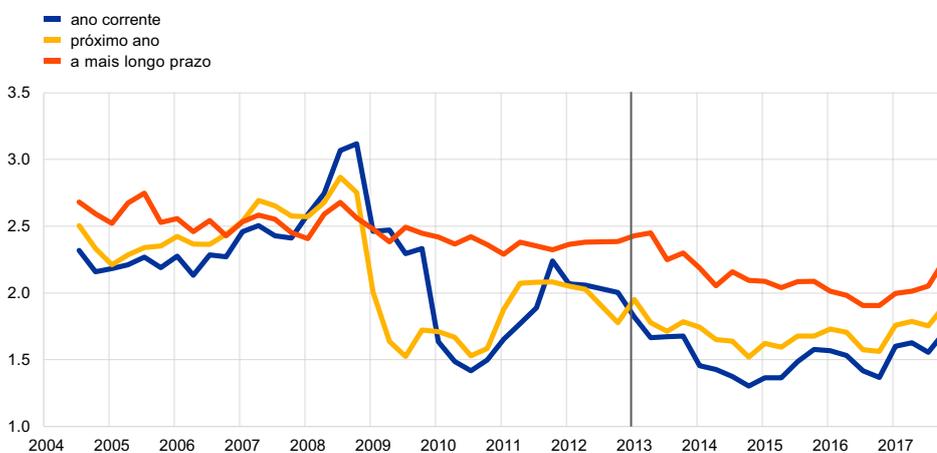


Fontes: IAP e cálculos de especialistas do BCE.

Gráfico B

Expetativas quanto ao crescimento salarial

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: IAP e cálculos de especialistas do BCE.

Porém, em 2013, surgiu um cenário diferente, sendo as expetativas quer para a taxa de desemprego quer para o crescimento salarial sucessivamente revistas em baixa.

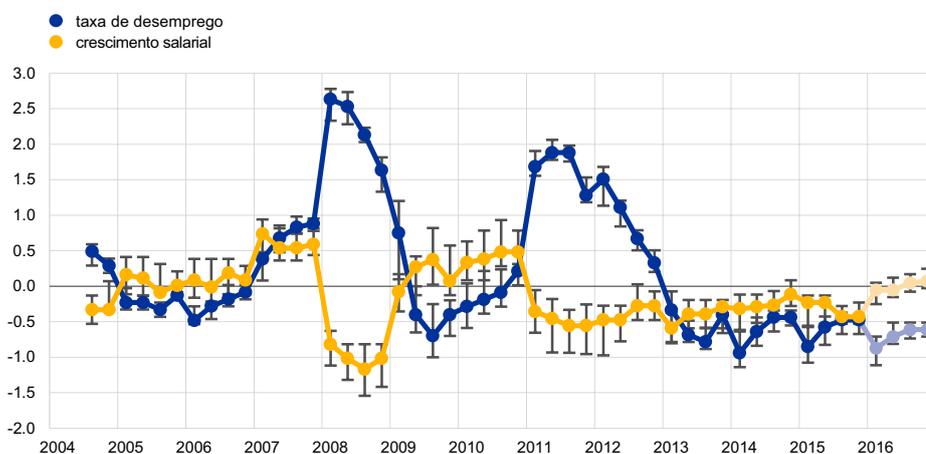
Até 2013, os erros de projeção do IAP tendiam a refletir os erros relacionados com o desemprego: episódios de crescimento salarial mais fraco do que o esperado coincidiam com uma taxa de desemprego mais elevada do que o esperado, e vice-versa (ver Gráfico C)¹². Após 2013, contudo, não só se alterou o padrão de revisão das previsões de desemprego e de crescimento salarial, como também o padrão de erros de projeção. Quer o crescimento salarial quer a taxa de desemprego foram ambos sobrestimados pelo IAP ao longo do período de 2013 a 2015, uma miríade de erros que parecem invulgares face ao anterior historial do inquérito. Além disso, este padrão não foi apenas observado nas previsões médias reportadas pelo IAP, mas também na grande maioria dos analistas individuais. No Gráfico C, as barras de erro ilustram a distribuição dos erros dos analistas individuais (calculados como intervalo interquartilico). Ao longo do período de 2013 a 2015, estas barras de erro situam-se principalmente abaixo da linha zero, o que indica que uma grande maioria de inquiridos sobreavaliou tanto o crescimento salarial como o desemprego.

¹² O IAP coligiu as taxas de crescimento homólogas esperadas (em horizontes de ano de calendário fixo) para as remunerações dos empregados (ou seja, o crescimento salarial) desde 2004.

Gráfico C

Erros de projeção a curto prazo no IAP para a taxa de desemprego e o crescimento salarial

(pontos percentuais)



Fontes: IAP e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O horizonte de projeção é o próximo ano de calendário; a data indicada refere-se à data do inquérito. O gráfico mostra o intervalo mediano e interquartilício dos microdados de previsão no IAP. Os erros de projeção são definidos como o resultado observado, de acordo com os dados mais recentes, menos a expectativa. Os dados mais recentes das remunerações dos empregados referem-se ao terceiro trimestre de 2017. As expectativas mais recentes do IAP para o horizonte do próximo ano de calendário que podem ser definitivamente avaliadas são as expectativas para o ano 2016, a partir dos inquéritos realizados em 2015. Contudo, este gráfico apresenta também uma avaliação indicativa das expectativas para 2017 dos inquéritos de 2016, no pressuposto de que os dados para o último trimestre estão de acordo com as projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema para dezembro. O padrão de erros de projeção de desemprego e de crescimento salarial para o horizonte do ano de calendário a seguir ao próximo (coligido apenas no terceiro e quarto inquéritos trimestrais até 2013) é idêntico.

Este padrão historicamente invulgar de erros de previsão desde 2013 pode sugerir uma quebra estrutural da dinâmica do mercado de trabalho na área do euro. Especificamente, o padrão sugere que, muito embora a margem disponível no mercado de trabalho (medida pelo desemprego) se tenha revelado inferior à esperada, outros fatores mantiveram o crescimento salarial moderado. Esses fatores podem incluir: maior flexibilidade dos salários, em virtude da profundidade da crise e na sequência das reformas estruturais nos mercados de trabalho; um maior aumento dos postos de trabalho com baixa produtividade; e os efeitos decorrentes de um contexto de baixa inflação¹³. Este padrão pode também indicar que, na atual conjuntura, a taxa de desemprego subestima a margem disponível total no mercado de trabalho. Por exemplo, uma proporção elevada de trabalhadores a tempo parcial que pretendem aumentar o seu horário de trabalho ou de trabalhadores marginalmente ativos podem ter permitido que o emprego aumentasse sem gerar uma onda significativa de inflação salarial. Isso é consistente com as conclusões do inquérito para o segundo trimestre de 2017: perante uma questão relacionada com a perceção de riscos para a evolução salarial, os inquiridos salientaram a incerteza em torno da resposta dos salários à margem disponível, e o risco de que o crescimento dos salários se pudesse revelar mais fraco do que o esperado, se os trabalhadores marginalmente ativos reentrassem no mercado de trabalho, à medida que a recuperação económica progredisse.

¹³ Ver a caixa intitulada "Recent wage trends in the euro area", *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016.

No entanto, a influência de fatores subjacentes à recente evolução invulgar do mercado de trabalho pode estar já a diminuir. As expectativas de crescimento salarial têm vindo a recuperar ao longo de 2017 em todos os horizontes de projeção. Em particular, o IAP mais recente (para o quarto trimestre de 2017) mostra que as expectativas de crescimento salarial a mais longo prazo recuperaram agora mais de metade da descida registada ao longo do período de 2013 a 2016 (ver Gráfico B). Por seu lado, isto sugere que os fatores que continham o crescimento salarial parecem estar agora a enfraquecer.

5 Uma avaliação da análise dos projetos de planos orçamentais com base no exercício relativo a 2018

Em 22 de novembro de 2017, a Comissão Europeia publicou os seus pareceres sobre os projetos de planos orçamentais para 2018 dos governos da área do euro, juntamente com uma análise da situação orçamental da área do euro no seu todo. Cada parecer inclui uma análise da conformidade do respetivo plano com o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Dá igualmente seguimento às orientações fornecidas nas recomendações específicas por país relativas às políticas orçamentais no âmbito do Semestre Europeu de 2017, conforme adotadas pelo Conselho dos Assuntos Económicos e Financeiros (Conselho ECOFIN) em 11 de julho de 2017¹⁴.

No geral, os projetos de planos orçamentais propõem um apoio globalmente neutro à economia da área do euro pelas políticas orçamentais, mas com divergências consideráveis entre países. Alguns Estados-Membros atingiram os respetivos objetivos orçamentais de médio prazo (OMP) e vários deles estão a fazer uso da margem de manobra que as regras orçamentais da UE lhes concedem. Em contraste, os esforços estruturais num número considerável de Estados-Membros ficam aquém dos compromissos assumidos por força do PEC, não obstante a expansão económica robusta e generalizada a toda a área do euro. Na sua declaração de 4 de dezembro de 2017 sobre os projetos de planos orçamentais para 2018, o Eurogrupo concluiu que “uma orientação orçamental globalmente neutra a nível agregado da área do euro continua a afigurar-se adequada em 2018”¹⁵. Tal também se coaduna com a perspetiva de que quando o desvio do produto é reduzido, não é necessária uma apuração do apoio dado pelas políticas orçamentais à macroeconomia¹⁶. O Eurogrupo sublinhou igualmente que “ao mesmo tempo, a melhoria das condições económicas demonstra a necessidade de repor as reservas orçamentais, enquanto se reforça o potencial de crescimento das economias”.

Com base nas suas previsões económicas do outono de 2017, a Comissão concluiu que apenas seis dos 18 projetos de planos orçamentais estão em plena conformidade com as disposições do PEC¹⁷. Nesta lista incluem-se os planos apresentados pela Alemanha, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Países Baixos e Finlândia (todos ao abrigo da vertente preventiva do PEC), ultrapassando em um o número de países cujos planos cumpriram na íntegra o PEC no ano anterior. A Comissão considera os projetos de planos orçamentais de outros seis países como

¹⁴ Para conhecer o enquadramento e obter mais pormenores, ver a caixa intitulada “Recomendações específicas por país em matéria de política orçamental emitidas no âmbito do Semestre Europeu de 2017”, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, junho de 2017.

¹⁵ Ver a [declaração do Eurogrupo relativa aos projetos de planos orçamentais para 2018](#).

¹⁶ O conceito da orientação orçamental agregada para a área do euro é importante no contexto da União Económica e Monetária, onde uma política monetária única é complementada por políticas orçamentais implementadas ao nível dos países. Porém, este conceito não é vinculativo. Para consultar uma discussão sobre as dificuldades em torno da avaliação da orientação orçamental, ver o artigo intitulado “The euro area fiscal stance”, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, junho de 2016 (apenas disponível na versão em inglês).

¹⁷ A Grécia não foi incluída neste exercício.

apenas “globalmente conformes” com o PEC¹⁸, mais especificamente, os planos da Estónia, Irlanda, Chipre, Malta e Eslováquia ao abrigo da vertente preventiva e Espanha ao abrigo da vertente corretiva. Embora se preveja que o défice nominal de Espanha, que tinha submetido um projeto de plano orçamental num cenário de políticas inalteradas, diminua para um valor inferior ao valor de referência para o défice de 3% do PIB até ao prazo de 2018 imposto no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos (PDE), tal está associado a insuficiências acumuladas em termos de esforços estruturais face aos compromissos assumidos por força do PEC¹⁹. Considera-se que os projetos de planos orçamentais dos outros seis países estão “em risco de incumprimento do PEC”²⁰. Neste grupo incluem-se os planos de França – com um prazo imposto no PDE de 2017 – ao abrigo da vertente corretiva do PEC e, ao abrigo da vertente preventiva, a Bélgica, Itália, Áustria, Portugal e Eslovénia (sendo que a Áustria submeteu o respetivo plano num cenário de políticas inalteradas na ausência de um governo em funções).

Os rácios da dívida estão a diminuir a um ritmo lento nos países com elevados níveis de dívida pública. No grupo dos seis países cujos projetos de planos orçamentais apresentam riscos de incumprimento do PEC, prevê-se que os rácios da dívida pública da Bélgica, França, Itália e Portugal se situem em máximos históricos, superiores a 90% do PIB em 2018 (ver o gráfico). À exceção de Portugal, não se prevê que estes países reduzam a dívida pública no sentido no valor de referência de 60% do PIB em linha com a regra da dívida estabelecida no PEC. Na sua declaração de 4 de dezembro de 2017, o Eurogrupo sublinhou que “um ritmo lento de redução da dívida face a níveis elevados em vários Estados-Membros constitui ainda motivo de preocupação”. No caso da Itália, a carta enviada pela Comissão em 22 de novembro de 2017 declara que “os progressos para o cumprimento do critério da dívida foram insuficientes”, e que a “dívida pública italiana constitui ainda uma vulnerabilidade considerável”²¹. Paralelamente, a Comissão ainda não emitiu um relatório ao abrigo do n.º 3 do artigo 126.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia com base nos dados relativos a 2016.

¹⁸ No que respeita aos países sujeitos à vertente preventiva do PEC, os projetos de planos orçamentais são “globalmente conformes” se, de acordo com a previsão da Comissão, o plano possa resultar num desvio face ao OMP ou à trajetória de ajustamento no sentido deste, mas a insuficiência em relação ao requisito não representa um desvio significativo do ajustamento necessário. Os desvios face aos objetivos orçamentais à luz da vertente preventiva são classificados como “significativos” caso ultrapassem 0.5% do PIB durante um ano ou, em média, 0.25% do PIB durante dois anos consecutivos. Para os países sujeitos à vertente corretiva do PEC, a Comissão avalia os projetos de planos orçamentais como estando “globalmente conformes” se a sua previsão indicar que os objetivos para o défice nominal serão atingidos, mas que existe uma insuficiência notória de esforço orçamental face ao valor recomendado, colocando em risco o cumprimento da recomendação do PDE.

¹⁹ Segundo as previsões económicas do outono de 2017 da Comissão Europeia, não se prevê um esforço estrutural em 2018, sendo de 0.5% do PIB o especificado na recomendação do PDE dirigida pelo Conselho à Espanha em 2016 ao abrigo do n.º 9 do artigo 126.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

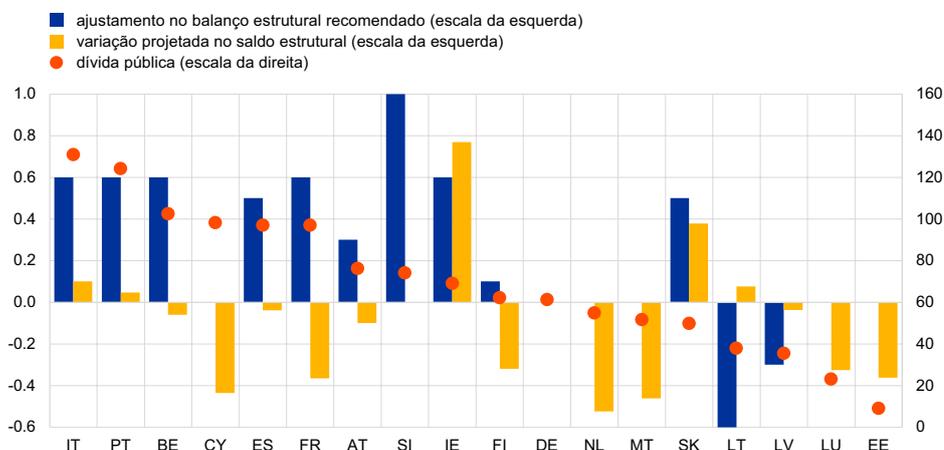
²⁰ No que respeita aos países sujeitos à vertente preventiva do PEC, a Comissão avalia um projeto de plano orçamental como “em risco de incumprimento do PEC” se previr um desvio significativo face ao OMP ou à trajetória de ajustamento necessário no sentido do OMP em 2018, e/ou incumprimento do valor de referência para a redução da dívida, nos casos em que este valor é aplicável. Para os países sujeitos à vertente corretiva do PEC, a Comissão avalia um projeto de plano orçamental como estando “em risco de incumprimento do PEC” caso a sua previsão para 2018 (sujeita a confirmação posterior) possa resultar numa intensificação do PDE, atendendo a que não se prevê que o esforço orçamental recomendado nem o objetivo para o défice nominal sejam atingidos.

²¹ Ver [carta a Itália](#).

Gráfico A

Ajustamentos no saldo estrutural recomendados e projetados para 2018 e dívida pública em 2018

(% do PIB)



Fontes: AMECO e recomendações específicas por país relativas às políticas orçamentais adotadas pelo Conselho dos Assuntos Económicos e Financeiros em 11 de julho de 2017.

Notas: Recomenda-se que a Alemanha, Estónia, Chipre, Lituânia, Luxemburgo, Malta e Países Baixos permaneçam nos respetivos OMP. No caso da Áustria e da Finlândia, os requisitos de esforço estrutural são inferiores aos especificados nas respetivas recomendações específicas por país quando corrigidos da flexibilidade concedida no âmbito do PEC (mais especificamente, nas áreas de acolhimento de refugiados, reformas estruturais, investimento e pensões). No caso da Itália e da Eslovénia, os requisitos de esforço estrutural podem ser reduzidos no uso dos poderes discricionários.

No uso dos seus poderes discricionários, a Comissão recomenda que os requisitos de ajustamento estrutural para 2018 estipulados no PEC relativamente a Itália e à Eslovénia sejam significativamente reduzidos²². No caso dos países com requisitos de ajustamento estrutural em 2018 de pelo menos 0.5% do PIB, os considerando das recomendações adotadas pelo Conselho em 2017 relativamente às políticas económicas, orçamentais e de emprego dos Estados-Membros emitidas em 11 de julho de 2017 indicavam que as futuras avaliações teriam de “atender devidamente ao objetivo de assegurar uma orientação orçamental que apoie a recuperação em curso, garantindo a sustentabilidade das finanças públicas.” Nesta base, a Comissão recomenda uma redução dos requisitos de esforço estrutural aplicáveis a Itália de 0.6% para 0.3% do PIB, e uma redução dos aplicáveis à Eslovénia de 1.0% para 0.6% do PIB²³. De um modo geral, a previsibilidade e a transparência na aplicação das regras orçamentais são importantes para a credibilidade do PEC²⁴. Não obstante a redução dos requisitos, não se prevê que qualquer um destes dois países esteja em plena conformidade com a vertente preventiva do PEC no próximo ano, segundo as previsões do outono de 2017 da Comissão.

²² Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Uso de poderes discricionários no quadro do exercício de supervisão orçamental do outono de 2017”, na comunicação da Comissão “[Projetos de Planos Orçamentais para 2018: Avaliação global](#)”.

²³ O Conselho procederá a uma avaliação final, o mais tardar na primavera de 2019, quando tomar uma decisão sobre a conformidade com o PEC para 2018.

²⁴ No [relatório de classificação](#) sobre as consultas no âmbito do Artigo IV relativas à área do euro, o Fundo Monetário Internacional afirma que “o aumento dos poderes discricionários da Comissão Europeia na avaliação da conformidade com as regras prejudica a credibilidade do PEC” e que “é necessário tomar medidas que reponham a credibilidade do PEC”.

O exercício de análise dos projetos de planos orçamentais parece ter perdido eficácia ao longo do tempo. Tendo sido implementada em resposta à crise, a análise dos projetos de planos orçamentais tinha por objetivo disponibilizar um meio de identificação e prevenção de potenciais desvios face a políticas orçamentais robustas numa fase inicial do processo orçamental, ou seja, antes da finalização dos orçamentos. Quando se identifica um risco de incumprimento grave das disposições do PEC – isto é, quando um plano prevê de facto esforços estruturais que ficam aquém dos requisitos – a Comissão pode pedir a esse Estado-Membro que prepare um plano orçamental atualizado. A Comissão ainda não fez um pedido desta natureza desde o início do primeiro exercício de análise no outono de 2013, afirmando que o critério de “incumprimento particularmente grave” não havia sido satisfeito em nenhum caso específico²⁵. Porém, a Comissão comunicou por escrito com os países cujos planos incluem insuficiências consideráveis face aos requisitos do PEC, pedindo-lhes que tomassem medidas adicionais. Numa fase inicial do exercício de análise, em particular em 2014, alguns países comprometeram-se publicamente em satisfazer estes pedidos²⁶. Em contraste, no contexto da presente análise, nenhum dos países cujos planos incluem insuficiências relativamente aos esforços orçamentais em 2018 tomaram medidas adicionais para colmatar esta situação²⁷. Acresce que, em anos anteriores, alguns países cujos projetos de planos orçamentais comportavam riscos de não conformidade com o PEC com base nas previsões da Comissão tinham-se comprometido em “implementar as medidas necessárias para assegurar que o [...] orçamento esteja em conformidade com o PEC”, com base numa quantificação dos desvios de consolidação face aos compromissos assumidos por força do PEC²⁸. Porém, este ano, na declaração sobre os projetos de planos orçamentais para 2018, o Eurogrupo convida apenas os países visados a “examinar tempestivamente as medidas necessárias para avaliar os riscos identificados pela Comissão para assegurar que os respetivos orçamentos para 2018 estejam em conformidade com as disposições do PEC.” É igualmente de notar que, ao contrário de anos anteriores, não parece estar previsto um seguimento do atual exercício de análise com base nas previsões do inverno da Comissão pelo Eurogrupo no início de 2018. Desde o início do exercício de análise dos projetos de planos orçamentais no outono de 2013, a proporção de países que submeteram projetos de planos orçamentais conformes ao PEC permaneceu inalterada em redor de um terço, não obstante a melhoria das condições económicas²⁹.

Numa análise prospetiva, é crucial repor a eficácia do exercício de análise dos projetos de planos orçamentais. No geral, é difícil avaliar até que ponto a análise dos projetos de planos orçamentais incentivou os países a incluir medidas

²⁵ Tal incluiu casos nos quais se previa que a melhoria do saldo estrutural no sentido do OMP específico de cada país ficaria significativamente aquém dos requisitos, ou seja, mais de 0.5 pontos percentuais do PIB. Este é o limiar do procedimento significativo de desvio à luz da vertente preventiva do PEC.

²⁶ Por exemplo, a Comissão enviou cartas a Itália, Áustria e França em outubro de 2014. Já tinha pedido medidas adicionais por parte da Áustria em maio de 2014, quando o governo austríaco, após as eleições legislativas, tinha submetido um projeto de plano orçamental para 2014 (não conforme).

²⁷ Em outubro de 2017, a Comissão comunicou por escrito com a Bélgica, Espanha, França, Itália e Portugal.

²⁸ Consultar a [declaração do Eurogrupo de 5 de dezembro de 2016](#).

²⁹ Desde o início do exercício de análise no outono de 2013, apenas os planos apresentados todos os anos pela Alemanha e pelos Países Baixos receberam, na totalidade, uma avaliação positiva.

adicionais nos respetivos orçamentos finais³⁰. Os governos podem tomar medidas adicionais durante a finalização do orçamento ou durante a sua implementação ao longo do ano, sem os associar especificamente aos resultados do exercício de análise. Além disso, a avaliação do cumprimento pelos países das disposições do PEC num determinado ano baseia-se em dados de execução e tem lugar apenas cerca de 18 meses ou mais após o início do exercício de análise dos projetos de planos orçamentais. Nessa altura, alterações às estimativas da posição de um país no ciclo, bem como correções às regras, podem dar lugar a uma avaliação mais favorável da conformidade com o PEC³¹. Uma forma através da qual o cumprimento por parte de um país das disposições do PEC pode ser melhorado passa por pedir sempre planos atualizados em todos os casos onde se preveja desvios significativos face aos requisitos. É importante melhorar o funcionamento do exercício de análise dos projetos de planos orçamentais, em particular para corrigir os desequilíbrios orçamentais durante conjunturas económicas favoráveis, criando assim mais margem de manobra em termos orçamentais numa futura fase de desaceleração cíclica.

³⁰ Para mais informação, ver a caixa intitulada “Seguimento da revisão dos projetos de planos orçamentais para 2015”, *Boletim Económico*, Número 2, BCE, março de 2015.

³¹ Por exemplo, os requisitos de esforço estrutural foram reduzidos em contrapartida de reformas estruturais e investimento adicionais em 2015.

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
2014	3.5	2.6	3.1	0.4	7.3	1.3	1.7	1.8	1.6	1.5	2.7	2.0	0.4
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	1.8	0.9	6.7	1.8	1.1	1.8	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2
2016 T4	1.0	0.4	0.6	0.3	1.7	0.6	1.5	1.7	1.8	1.2	0.3	2.2	0.7
2017 T1	0.8	0.3	0.3	0.4	1.4	0.6	2.4	1.8	2.5	2.1	0.3	1.4	1.8
T2	1.0	0.8	0.3	0.7	1.8	0.7	2.1	1.8	1.9	2.7	0.4	1.4	1.5
T3	.	0.8	0.4	0.6	1.7	0.6	2.2	1.8	2.0	2.8	0.6	1.6	1.4
2017 Jun.	-	-	-	-	-	-	1.9	1.8	1.6	2.6	0.4	1.5	1.3
Jul.	-	-	-	-	-	-	2.0	1.8	1.7	2.6	0.4	1.4	1.3
Ago.	-	-	-	-	-	-	2.2	1.8	1.9	2.9	0.7	1.8	1.5
Set.	-	-	-	-	-	-	2.3	1.8	2.2	3.0	0.7	1.6	1.5
Out.	-	-	-	-	-	-	2.2	1.9	2.0	3.0	0.2	1.9	1.4
Nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	1.5

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

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

2) Os dados 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
2014	54.2	57.3	57.9	50.9	51.1	52.7	53.3	54.1	51.5	2.7	3.8	2.0
2015	53.2	55.8	56.2	51.4	50.4	53.8	51.8	53.7	50.3	0.9	3.7	-1.0
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.8	51.9	50.2	1.0	1.3	0.7
2016 T4	53.2	54.6	55.5	52.0	53.1	53.8	53.4	53.2	50.5	1.8	-1.3	3.9
2017 T1	53.3	54.3	54.6	52.5	52.3	55.6	53.4	53.3	51.8	2.1	1.4	2.6
T2	53.1	53.6	54.8	53.0	51.3	56.6	52.5	53.3	51.5	-0.3	1.6	-1.6
T3	53.3	54.9	54.1	51.8	51.9	56.0	52.7	53.5	51.8	.	.	.
2017 Jun.	53.1	53.9	53.8	52.9	51.1	56.3	52.1	53.4	51.7	-0.3	1.6	-1.6
Jul.	53.1	54.6	54.1	51.8	51.9	55.7	52.5	53.3	51.6	1.5	2.3	0.9
Ago.	53.6	55.3	54.0	51.9	52.4	55.7	52.8	53.9	52.4	1.2	1.2	1.2
Set.	53.2	54.8	54.1	51.7	51.4	56.7	52.8	53.4	51.6	.	.	.
Out.	53.6	55.2	55.8	53.4	51.0	56.0	52.7	53.9	51.7	.	.	.
Nov.	53.2	54.5	54.9	52.2	51.6	57.5	53.6	53.1	52.2	.	.	.

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

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

2) Excluindo a área do euro.

2 Evolução financeira

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

	Área do euro ¹⁾					Estados Unidos	Japão
	Depósitos overnight (EONIA)	Depósitos a 1 mês (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (EURIBOR)	Depósitos a 6 meses (EURIBOR)	Depósitos a 12 meses (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2014	0.09	0.13	0.21	0.31	0.48	0.23	0.13
2015	-0.11	-0.07	-0.02	0.05	0.17	0.32	0.09
2016	-0.32	-0.34	-0.26	-0.17	-0.03	0.74	-0.02
2017 Maio	-0.36	-0.37	-0.33	-0.25	-0.13	1.19	-0.01
Jun.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.15	1.26	-0.01
Jul.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.15	1.31	-0.01
Ago.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.16	1.31	-0.03
Set.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.17	1.32	-0.03
Out.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.18	1.36	-0.04
Nov.	-0.35	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.43	-0.03

Fonte: BCE.

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

2.2 Curvas de rendimentos

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

	Taxas à vista					Diferenciais			Taxas instantâneas dos contratos a prazo			
	Área do euro ^{1), 2)}					Área do euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Área do euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	10 anos - 1 ano	1 ano	2 anos	5 anos	10 anos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	-0.02	-0.09	-0.12	0.07	0.65	0.74	1.95	1.45	-0.15	-0.11	0.58	1.77
2015	-0.45	-0.40	-0.35	0.02	0.77	1.17	1.66	1.68	-0.35	-0.22	0.82	1.98
2016	-0.93	-0.82	-0.80	-0.47	0.26	1.08	1.63	1.17	-0.78	-0.75	0.35	1.35
2017 Maio	-0.73	-0.74	-0.74	-0.39	0.36	1.10	1.05	0.88	-0.76	-0.67	0.43	1.54
Jun.	-0.69	-0.65	-0.59	-0.17	0.54	1.19	1.07	0.93	-0.60	-0.41	0.65	1.63
Jul.	-0.71	-0.71	-0.67	-0.21	0.58	1.29	1.07	0.93	-0.70	-0.51	0.72	1.75
Ago.	-0.78	-0.77	-0.73	-0.35	0.38	1.15	0.89	0.92	-0.75	-0.62	0.48	1.52
Set.	-0.76	-0.75	-0.70	-0.26	0.52	1.27	1.04	0.98	-0.73	-0.54	0.65	1.68
Out.	-0.79	-0.79	-0.74	-0.32	0.44	1.23	0.95	0.87	-0.78	-0.60	0.55	1.61
Nov.	-0.78	-0.76	-0.70	-0.28	0.44	1.20	0.79	0.88	-0.73	-0.52	0.56	1.52

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Índices bolsistas

(níveis dos índices em pontos; médias do período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japão
	De referência		Índices dos principais setores										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice alargado	50	Matérias-primas	Serviços de consumo	Bens de consumo	Petróleo e gás	Finan- ceiros	Indus- triais	Tecno- logias	Serviços básicos	Teleco- muni- cações	Cuida- dos de saúde	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2014	318.7	3 145.3	644.3	216.6	510.6	335.5	180.0	452.9	310.8	279.2	306.7	668.1	1 931.4	15 460.4
2015	356.2	3 444.1	717.4	261.9	628.2	299.9	189.8	500.6	373.2	278.0	377.7	821.3	2 061.1	19 203.8
2016	321.6	3 003.7	620.7	250.9	600.1	278.9	148.7	496.0	375.8	248.6	326.9	770.9	2 094.7	16 920.5
2017 Maio	387.1	3 601.9	765.9	281.9	707.5	318.8	186.4	616.2	477.1	272.5	363.8	935.1	2 395.3	19 726.8
Jun.	383.6	3 547.8	767.8	283.0	698.8	299.9	182.4	617.2	475.2	283.6	355.4	927.3	2 434.0	20 045.6
Jul.	377.8	3 483.9	745.3	270.9	685.3	289.5	187.7	606.5	465.2	273.5	339.7	891.3	2 454.1	20 044.9
Ago.	375.1	3 451.3	727.5	266.5	681.4	288.8	187.3	596.2	467.4	284.4	340.3	861.1	2 456.2	19 670.2
Set.	380.7	3 507.1	750.1	261.2	701.2	298.1	185.9	615.8	480.3	288.2	331.8	883.8	2 492.8	19 924.4
Out.	391.7	3 614.7	791.0	267.8	724.9	306.3	190.2	636.2	501.1	290.1	330.9	895.9	2 557.0	21 267.5
Nov.	391.7	3 601.4	802.3	269.2	727.7	315.4	188.3	640.6	508.6	294.8	317.3	854.9	2 593.6	22 525.1

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

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

	Depósitos				Empréstimos renováveis e descobertos	Crédito renovado de cartão de crédito	Crédito ao consumo			Empréstimos a empresas individuais e sociedades irregulares	Crédito à habitação				Indicador composto do custo dos empréstimos		
	Over-night	Reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Com prazo acordado				Por fixação inicial de taxa	TAEG ³⁾	Por período de fixação inicial de taxa								
			Até 2 anos	Superior a 2 anos					Taxa variável e até 1 ano		Superior a 1 ano	Taxa variável e até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 e até 10 anos		Superior a 10 anos	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2016	Nov.	0.08	0.49	0.43	0.78	6.39	16.73	4.91	5.74	6.12	2.43	1.76	1.91	1.76	1.79	2.24	1.79
	Dez.	0.08	0.49	0.43	0.76	6.33	16.69	4.78	5.48	5.87	2.31	1.77	1.90	1.80	1.75	2.24	1.78
2017	Jan.	0.07	0.48	0.41	0.76	6.34	16.64	5.05	5.87	6.24	2.27	1.76	1.88	1.80	1.76	2.28	1.81
	Fev.	0.07	0.48	0.40	0.77	6.38	16.69	5.09	5.72	6.17	2.39	1.77	1.89	1.84	1.81	2.29	1.85
	Mar.	0.06	0.48	0.40	0.74	6.39	16.70	4.99	5.62	6.08	2.39	1.74	1.88	1.85	1.82	2.25	1.85
	Abr.	0.06	0.47	0.39	0.72	6.34	16.70	4.83	5.58	5.97	2.36	1.73	1.89	1.91	1.85	2.26	1.87
	Mai	0.06	0.47	0.39	0.81	6.33	16.70	5.08	5.78	6.22	2.43	1.73	1.90	1.90	1.87	2.23	1.87
	Jun.	0.06	0.47	0.38	0.77	6.31	16.82	4.68	5.74	6.19	2.41	1.69	1.89	1.91	1.89	2.21	1.87
	Jul.	0.05	0.46	0.38	0.76	6.27	16.80	4.95	5.84	6.28	2.36	1.75	1.91	1.90	1.90	2.21	1.88
	Ago.	0.05	0.45	0.35	0.75	6.24	16.80	5.32	5.89	6.34	2.35	1.75	2.00	1.92	1.94	2.21	1.91
	Set.	0.05	0.45	0.35	0.74	6.28	16.80	5.07	5.71	6.20	2.34	1.70	1.93	1.96	1.96	2.20	1.89
	Out. ^(p)	0.05	0.44	0.35	0.75	6.24	16.80	4.88	5.68	6.15	2.40	1.67	1.92	1.93	1.96	2.18	1.88

Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos			Empréstimos renováveis e descobertos	Outros empréstimos por dimensão e período de fixação inicial de taxa									Indicador composto do custo dos empréstimos	
	Over-night	Com prazo acordado			de valor até 0.25 milhões de euros			de valor entre 0.25 milhões e 1 milhão de euros			de valor superior a 1 milhão de euros				
		Até 2 anos	Superior a 2 anos		Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano	Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano	Taxa variável e até 3 meses	Superior a 3 meses e até 1 ano	Superior a 1 ano		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2016	Nov.	0.07	0.12	0.42	2.65	2.60	2.91	2.38	1.82	1.82	1.68	1.29	1.43	1.52	1.82
	Dez.	0.07	0.12	0.59	2.64	2.58	2.84	2.30	1.83	1.84	1.68	1.33	1.46	1.62	1.81
2017	Jan.	0.06	0.12	0.51	2.64	2.68	2.80	2.30	1.81	1.86	1.73	1.22	1.37	1.62	1.79
	Fev.	0.06	0.10	0.53	2.64	2.58	2.78	2.35	1.77	1.76	1.71	1.18	1.31	1.53	1.76
	Mar.	0.06	0.08	0.58	2.58	2.52	2.79	2.35	1.76	1.79	1.72	1.30	1.62	1.57	1.82
	Abr.	0.06	0.10	0.40	2.56	2.55	2.69	2.35	1.79	1.78	1.70	1.34	1.50	1.64	1.81
	Mai	0.05	0.10	0.43	2.52	2.49	2.77	2.37	1.76	1.73	1.71	1.20	1.47	1.63	1.76
	Jun.	0.05	0.06	0.43	2.51	2.46	2.68	2.34	1.74	1.71	1.67	1.27	1.43	1.56	1.76
	Jul.	0.05	0.11	0.35	2.45	2.45	2.76	2.36	1.75	1.74	1.72	1.23	1.33	1.65	1.74
	Ago.	0.05	0.10	0.36	2.44	2.49	2.70	2.41	1.74	1.78	1.78	1.24	1.43	1.59	1.74
	Set.	0.04	0.07	0.44	2.42	2.45	2.73	2.39	1.71	1.68	1.73	1.19	1.45	1.58	1.73
	Out. ^(p)	0.04	0.11	0.42	2.41	2.40	2.69	2.36	1.70	1.66	1.70	1.23	1.34	1.61	1.73

Fonte: BCE.

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

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

2 Evolução financeira

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

	Saldos							Emissões brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário		Administrações públicas		
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Sociedades de titularização	Administração central	Outras administrações públicas			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Administração central	Outras administrações públicas	
														3	4	5	6	7	10	11	12	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Curto prazo														
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	219	219	34	.	38	93	25
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	161	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	135	.	59	466	62	161	161	45	.	32	79	33
2017 Maio	1 302	521	139	.	93	481	68	173	173	52	.	37	84	21
Jun.	1 288	507	144	.	80	484	72	149	149	60	.	33	81	33
Jul.	1 289	514	146	.	86	477	66	177	177	54	.	43	77	32
Ago.	1 293	516	147	.	84	474	71	169	169	54	.	29	80	25
Set.	1 299	530	145	.	81	478	65	162	162	61	.	38	82	29
Out.	1 279	529	146	.	84	457	62	175	175	44	.	41	74	36
Longo prazo														
2014	15 128	4 048	3 160	.	993	6 285	643	225	65	48	.	16	86	10
2015	15 246	3 784	3 287	.	1 056	6 481	637	216	68	46	.	13	81	9
2016	15 397	3 695	3 233	.	1 186	6 643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017 Maio	15 423	3 626	3 245	.	1 140	6 779	634	281	68	90	.	18	101	4
Jun.	15 406	3 620	3 216	.	1 144	6 788	638	230	62	50	.	24	84	9
Jul.	15 399	3 618	3 232	.	1 154	6 762	633	268	74	93	.	21	76	4
Ago.	15 326	3 592	3 173	.	1 150	6 777	633	127	29	35	.	3	54	5
Set.	15 367	3 570	3 180	.	1 178	6 805	634	231	56	63	.	17	90	5
Out.	15 347	3 587	3 147	.	1 184	6 789	640	236	78	42	.	21	85	10

Fonte: BCE.

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

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

(EUR mil milhões; variações em percentagem)

	Títulos de dívida							Ações cotadas			
	Total	IFM (incluindo o Euro-sistema)	Sociedades do setor não monetário			Administrações públicas		Total	IFM	Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Sociedades de titularização	Administração central	Outras administrações públicas				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo											
2014	16 448.6	4 590.6	3 291.0	.	1 051.3	6 822.7	693.0	6 016.4	591.3	850.5	4 574.6
2015	16 514.6	4 301.6	3 433.5	.	1 117.8	6 959.3	702.4	6 813.1	584.3	984.0	5 244.9
2016	16 637.7	4 213.1	3 368.1	.	1 245.0	7 108.2	703.4	7 089.5	537.6	1 097.9	5 454.0
2017 Maio	16 724.9	4 146.3	3 384.1	.	1 232.3	7 260.3	701.9	7 845.6	631.3	1 151.9	6 062.4
Jun.	16 693.4	4 127.4	3 360.0	.	1 223.7	7 272.4	709.9	7 694.5	640.5	1 151.7	5 902.4
Jul.	16 688.5	4 132.6	3 378.3	.	1 240.4	7 238.8	698.5	7 718.2	663.1	1 197.6	5 857.6
Ago.	16 618.5	4 108.3	3 320.5	.	1 234.3	7 250.5	704.7	7 638.4	630.8	1 174.6	5 833.0
Set.	16 666.3	4 100.2	3 325.3	.	1 259.1	7 282.2	699.5	7 937.9	657.7	1 237.6	6 042.6
Out.	16 625.3	4 115.8	3 293.3	.	1 267.5	7 246.3	702.2	8 169.9	649.6	1 299.6	6 220.6
Taxa de crescimento											
2014	-0.6	-8.2	1.0	.	5.3	3.2	1.1	1.5	7.2	1.9	0.7
2015	0.2	-7.0	5.7	.	4.7	1.8	0.6	1.1	4.2	1.6	0.6
2016	0.3	-3.0	-1.7	.	7.5	2.1	-0.1	0.5	1.2	0.9	0.4
2017 Maio	1.6	-2.0	2.9	.	8.1	2.2	0.1	0.8	5.9	1.1	0.2
Jun.	1.5	-2.2	3.7	.	8.3	1.7	0.4	0.7	4.8	1.2	0.3
Jul.	1.8	-1.1	3.4	.	9.3	1.8	-0.9	0.8	6.1	1.4	0.1
Ago.	1.5	-1.5	1.9	.	9.1	2.0	-0.4	0.8	6.1	1.4	0.2
Set.	1.3	-1.5	0.9	.	7.5	2.3	-0.4	0.9	6.1	2.0	0.2
Out.	0.9	-0.9	-0.9	.	7.2	1.9	-0.4	0.9	6.0	2.8	0.1

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.8 Taxas de câmbio efetivas ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38		
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPP 3	Real, deflator do PIB 4	Real, CUTIT ²⁾ 5	Real, CUTCE 6	Nominal 7	Real, IPC 8	
2014	101.4	97.2	96.4	91.0	96.4	98.6	114.3	95.4	
2015	91.7	87.6	88.6	82.8	80.6	88.2	105.7	87.0	
2016	94.4	89.5	90.8	85.0	79.8	89.3	109.7	89.3	
2016 T4	94.5	89.6	90.5	84.7	79.5	89.1	109.4	88.9	
2017 T1	93.8	89.0	89.6	83.4	78.7	88.3	108.6	88.1	
T2	95.3	90.3	91.0	84.7	78.8	89.2	110.2	89.1	
T3	98.6	93.2	93.7	-	-	-	114.5	92.4	
2017 Jun.	96.3	91.3	91.9	-	-	-	111.5	90.1	
Jul.	97.6	92.4	93.0	-	-	-	113.4	91.5	
Ago.	99.0	93.6	94.3	-	-	-	115.1	92.9	
Set.	99.0	93.6	94.0	-	-	-	115.1	92.8	
Out.	98.6	93.1	93.5	-	-	-	114.9	92.4	
Nov.	98.5	93.1	93.3	-	-	-	115.1	92.6	
				<i>Varição (%) face ao mês anterior</i>					
2017 Nov.	-0.1	0.0	-0.2	-	-	-	0.2	0.2	
				<i>Varição (%) face ao ano anterior</i>					
2017 Nov.	4.2	3.9	3.0	-	-	-	5.0	4.0	

Fonte: BCE.

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

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

2.9 Taxas de câmbio bilaterais

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

	Renminbi da China 1	Kuna da Croácia 2	Coroa checa 3	Coroa dinamar- quesa 4	Forint da Hungria 5	Iene do Japão 6	Zlótí da Polónia 7	Libra esterlina 8	Leu da Roménia 9	Coroa sueca 10	Franco suíço 11	Dólar dos Estados Unidos 12
2014	8.186	7.634	27.536	7.455	308.706	140.306	4.184	0.806	44.437	9.099	1.215	1.329
2015	6.973	7.614	27.279	7.459	309.996	134.314	4.184	0.726	44.454	9.353	1.068	1.110
2016	7.352	7.533	27.034	7.445	311.438	120.197	4.363	0.819	44.904	9.469	1.090	1.107
2016 T4	7.369	7.523	27.029	7.439	309.342	117.918	4.378	0.869	45.069	9.757	1.080	1.079
2017 T1	7.335	7.467	27.021	7.435	309.095	121.014	4.321	0.860	45.217	9.506	1.069	1.065
T2	7.560	7.430	26.535	7.438	309.764	122.584	4.215	0.861	45.532	9.692	1.084	1.102
T3	7.834	7.426	26.085	7.438	306.418	130.349	4.258	0.898	45.822	9.557	1.131	1.175
2017 Jun.	7.646	7.410	26.264	7.438	308.285	124.585	4.211	0.877	45.721	9.754	1.087	1.123
Jul.	7.796	7.412	26.079	7.437	306.715	129.482	4.236	0.886	45.689	9.589	1.106	1.151
Ago.	7.876	7.405	26.101	7.438	304.366	129.703	4.267	0.911	45.789	9.548	1.140	1.181
Set.	7.826	7.464	26.075	7.440	308.368	131.924	4.269	0.895	45.992	9.533	1.147	1.191
Out.	7.789	7.509	25.766	7.443	309.951	132.763	4.263	0.891	45.895	9.614	1.155	1.176
Nov.	7.772	7.551	25.538	7.442	311.891	132.392	4.227	0.888	46.347	9.848	1.164	1.174
					<i>Varição (%) face ao mês anterior</i>							
2017 Nov.	-0.2	0.6	-0.9	0.0	0.6	-0.3	-0.8	-0.3	1.0	2.4	0.8	-0.2
					<i>Varição (%) face ao ano anterior</i>							
2017 Nov.	5.2	0.4	-5.5	0.0	1.0	13.2	-3.7	2.2	2.8	0.0	8.2	8.7

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.10 Balança de pagamentos da área do euro, balança financeira

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

	Total ¹⁾			Investimento direto		Investimento de carteira		Derivados financeiros líquidos	Outro investimento		Ativos de reserva	Por memória: Dívida externa bruta
	Ativo	Passivo	Líquido	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo		Ativo	Passivo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos (posição de investimento internacional)												
2016 T3	23 519.8	24 521.3	-1 001.5	10 318.1	8 434.1	7 682.4	10 463.6	-62.1	4 854.3	5 623.5	727.0	13 856.0
T4	23 982.9	24 780.0	-797.1	10 680.0	8 610.8	7 862.2	10 570.0	-57.7	4 790.9	5 599.2	707.6	13 782.1
2017 T1	25 161.7	25 746.9	-585.2	11 055.3	8 909.6	8 253.0	10 859.1	-62.8	5 189.5	5 978.2	726.6	14 242.7
T2	24 571.9	25 201.4	-629.5	10 766.7	8 719.8	8 175.2	10 679.9	-48.8	4 996.1	5 801.8	682.7	13 888.6
<i>Saldos em percentagem do PIB</i>												
2017 T2	224.3	230.1	-5.7	98.3	79.6	74.6	97.5	-0.4	45.6	53.0	6.2	126.8
Transações												
2016 T4	94.9	0.6	94.3	102.5	38.7	23.2	-22.8	15.9	-51.3	-15.4	4.6	-
2017 T1	629.7	567.3	62.4	187.1	199.8	172.3	65.7	21.8	251.0	301.8	-2.5	-
T2	209.4	160.8	48.7	51.0	70.6	174.5	110.6	-1.3	-13.2	-20.4	-1.7	-
T2	57.4	-104.0	161.5	-153.8	-165.0	175.1	19.4	-19.7	55.3	41.5	0.6	-
2017 Abr.	172.0	161.3	10.7	46.0	7.0	40.9	16.8	2.2	87.4	137.5	-4.5	-
Maio	97.0	89.2	7.9	31.8	33.0	70.2	65.0	4.0	-10.4	-8.8	1.4	-
Jun.	-59.6	-89.7	30.1	-26.8	30.6	63.4	28.7	-7.5	-90.2	-149.0	1.4	-
Jul.	-17.9	-61.0	43.1	-176.3	-186.0	65.8	52.0	-3.9	101.7	72.9	-5.2	-
Ago.	54.9	17.0	37.9	10.9	18.9	68.6	-24.8	-7.9	-16.0	22.9	-0.7	-
Set.	20.4	-60.1	80.5	11.6	2.0	40.6	-7.8	-7.8	-30.4	-54.3	6.4	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses</i>												
2017 Set.	991.5	624.7	366.9	186.8	144.1	545.1	173.0	16.7	241.9	307.6	1.0	-
<i>Transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>												
2017 Set.	9.0	5.7	3.3	1.7	1.3	4.9	1.6	0.2	2.2	2.8	0.0	-

Fonte: BCE.

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

3 Atividade económica

3.1 PIB e componentes da despesa

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

	PIB											
	Total	Procura interna							Saldo externo ¹⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo			Variação de existências ²⁾	Total	Exportações ¹⁾	Importações ¹⁾	
1	2	3	4	5	Construção - total	Máquinas - total	Produtos de propriedade intelectual		8	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)												
2014	10 157.6	9 786.6	5 633.9	2 129.1	1 997.1	1 006.5	599.7	385.6	26.5	371.0	4 541.7	4 170.8
2015	10 515.1	10 030.3	5 754.3	2 168.9	2 078.1	1 016.2	637.9	418.4	29.0	484.8	4 847.0	4 362.2
2016	10 788.8	10 310.0	5 891.6	2 218.8	2 189.3	1 051.8	674.3	457.7	10.3	478.8	4 935.9	4 457.1
2016 T4	2 725.6	2 613.9	1 489.2	558.9	557.9	266.9	171.2	118.5	7.9	111.8	1 264.8	1 153.0
2017 T1	2 747.6	2 630.1	1 504.9	562.1	559.8	272.7	171.6	114.2	3.2	117.5	1 297.6	1 180.2
T2	2 778.6	2 660.8	1 515.5	564.9	573.3	277.4	175.8	118.8	7.0	117.8	1 307.8	1 190.0
T3	2 804.9	2 681.3	1 522.4	567.6	581.2	279.3	180.7	119.9	10.1	123.6	1 320.2	1 196.7
<i>em percentagem do PIB</i>												
2016	100.0	95.6	54.6	20.6	20.3	9.7	6.2	4.2	0.1	4.4	-	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2016 T4	0.6	0.7	0.5	0.3	1.0	1.2	1.6	-0.1	-	-	1.6	1.8
2017 T1	0.6	0.2	0.5	0.2	-0.1	1.8	1.0	-5.9	-	-	1.3	0.4
T2	0.7	1.0	0.5	0.3	2.2	0.3	1.5	7.8	-	-	1.0	1.7
T3	0.6	0.6	0.3	0.2	1.1	0.1	2.9	0.6	-	-	1.2	1.1
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2014	1.3	1.3	0.8	0.7	1.9	-0.4	4.6	3.8	-	-	4.7	4.9
2015	2.1	2.0	1.8	1.3	3.3	0.5	5.3	7.3	-	-	6.4	6.7
2016	1.8	2.3	2.0	1.8	4.5	2.5	5.5	8.3	-	-	3.3	4.7
2016 T4	1.9	2.3	1.9	1.6	4.5	2.6	3.4	11.1	-	-	3.8	4.8
2017 T1	2.1	1.9	1.7	1.0	4.1	3.7	3.9	5.6	-	-	4.8	4.8
T2	2.4	2.3	1.9	1.1	3.5	4.2	4.3	0.9	-	-	4.5	4.4
T3	2.6	2.4	1.9	1.1	4.2	3.4	7.2	2.0	-	-	5.2	5.1
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do PIB; pontos percentuais</i>												
2016 T4	0.6	0.7	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	-	-
2017 T1	0.6	0.2	0.3	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.3	-0.1	0.5	-	-
T2	0.7	0.9	0.3	0.1	0.4	0.0	0.1	0.3	0.1	-0.2	-	-
T3	0.6	0.5	0.2	0.0	0.2	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	-	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do PIB; pontos percentuais</i>												
2014	1.3	1.3	0.5	0.1	0.4	0.0	0.3	0.1	0.3	0.1	-	-
2015	2.1	2.0	1.0	0.3	0.6	0.0	0.3	0.3	0.0	0.1	-	-
2016	1.8	2.2	1.1	0.4	0.9	0.2	0.3	0.3	-0.1	-0.4	-	-
2016 T4	1.9	2.2	1.0	0.3	0.9	0.3	0.2	0.4	-0.1	-0.3	-	-
2017 T1	2.1	1.8	0.9	0.2	0.8	0.4	0.2	0.2	-0.1	0.2	-	-
T2	2.4	2.2	1.1	0.2	0.7	0.4	0.3	0.0	0.2	0.2	-	-
T3	2.6	2.3	1.1	0.2	0.9	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3	-	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

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

3 Atividade económica

3.2 Valor acrescentado por atividade económica

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

	Valor acrescentado bruto (preços de base)											Impostos líquidos de subsídios sobre produtos
	Total	Agricultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Construção	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração	Informação e comunicação	Atividades financeiras e de seguros	Atividades imobiliárias	Serviços profissionais, empresariais e de apoio	Administração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)												
2014	9 123.0	152.0	1 782.5	461.6	1 720.2	418.4	458.0	1 050.1	980.8	1 777.4	322.0	1 034.6
2015	9 443.2	153.8	1 899.9	468.7	1 782.7	433.1	464.2	1 073.0	1 025.7	1 811.4	330.6	1 072.0
2016	9 680.3	151.4	1 936.5	489.3	1 831.2	451.3	454.0	1 100.2	1 070.7	1 857.6	338.1	1 108.5
2016 T4	2 443.5	38.6	489.6	123.8	463.0	114.5	112.2	277.5	270.7	468.6	85.1	282.1
2017 T1	2 464.6	40.0	490.8	126.1	469.1	114.8	112.5	279.7	275.1	470.9	85.5	283.0
T2	2 492.1	39.8	498.0	128.0	475.7	116.4	112.5	282.1	278.9	474.4	86.2	286.6
T3	2 516.6	40.3	504.6	129.5	479.9	117.2	113.0	284.5	282.5	478.1	87.0	288.2
<i>percentagem do valor acrescentado</i>												
2016	100.0	1.6	20.0	5.1	18.9	4.7	4.7	11.4	11.1	19.2	3.5	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
<i>taxas de variação trimestrais em cadeia (%)</i>												
2016 T4	0.6	-1.0	1.2	0.5	0.8	0.8	-0.4	0.3	0.8	0.4	0.2	1.0
2017 T1	0.7	1.9	0.0	1.5	1.1	1.0	-0.1	0.6	1.5	0.3	0.3	0.4
T2	0.7	-0.5	1.0	0.7	0.7	1.0	0.5	0.2	0.9	0.5	0.5	0.8
T3	0.7	-0.2	1.3	0.4	0.6	0.8	0.1	0.5	0.7	0.4	0.6	0.2
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>												
2014	1.3	1.7	2.7	-1.0	1.7	4.3	-1.9	0.4	2.7	0.5	0.1	1.3
2015	1.9	3.1	4.0	0.4	1.7	3.4	-0.1	0.7	2.8	0.9	1.1	3.4
2016	1.7	-1.3	2.0	1.6	1.9	3.0	0.4	0.9	2.9	1.3	0.9	3.0
2016 T4	1.9	-2.7	2.6	1.7	2.1	3.6	-0.2	1.0	2.7	1.6	0.9	2.5
2017 T1	2.0	0.4	1.8	2.6	2.7	4.4	-0.6	1.2	3.5	1.3	1.0	2.6
T2	2.4	0.0	3.0	3.2	3.1	4.7	-0.1	1.2	3.1	1.5	1.2	2.8
T3	2.6	0.2	3.6	3.1	3.3	3.6	0.0	1.6	3.9	1.5	1.6	2.3
<i>contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2016 T4	0.6	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
2017 T1	0.7	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	-
T2	0.7	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
T3	0.7	0.0	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-
<i>contributos para as taxas de variação homólogas (%) do valor acrescentado; pontos percentuais</i>												
2014	1.3	0.0	0.5	-0.1	0.3	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	-
2015	1.9	0.1	0.8	0.0	0.3	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016	1.7	0.0	0.4	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	-
2016 T4	1.9	0.0	0.5	0.1	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	-
2017 T1	2.0	0.0	0.4	0.1	0.5	0.2	0.0	0.1	0.4	0.3	0.0	-
T2	2.4	0.0	0.6	0.2	0.6	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	-
T3	2.6	0.0	0.7	0.2	0.6	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	0.1	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

3 Atividade económica

3.3 Emprego ¹⁾

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

	Total	Por situação na profissão		Por atividade económica									
	1	Trabalhadores por conta de outrem 2	Trabalhadores por conta própria 3	Agricultura, silvicultura e pesca 4	Indústria transformadora, energia e serviços básicos 5	Construção 6	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração 7	Informação e comunicação 8	Atividades financeiras e de seguros 9	Atividades imobiliárias 10	Serviços profissionais, empresariais e de apoio 11	Administração pública, educação, saúde e ação social 12	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços 13
Pessoas empregadas													
<i>em percentagem do total de pessoas empregadas</i>													
2014	100.0	85.0	15.0	3.4	15.0	6.1	24.7	2.7	2.7	1.0	13.1	24.3	7.1
2015	100.0	85.2	14.8	3.3	14.9	6.0	24.8	2.7	2.6	1.0	13.3	24.3	7.1
2016	100.0	85.5	14.5	3.2	14.8	5.9	24.9	2.8	2.6	1.0	13.5	24.3	7.0
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2014	0.6	0.7	0.1	0.1	-0.4	-1.3	0.7	0.7	-0.9	0.2	2.3	1.0	0.7
2015	1.0	1.2	-0.3	-1.2	0.2	0.0	1.2	1.4	-0.2	1.4	2.8	1.0	0.5
2016	1.3	1.6	-0.3	-0.5	0.6	-0.2	1.7	2.4	0.0	1.9	2.8	1.3	1.1
2016 T4	1.3	1.6	-0.1	0.1	0.6	0.4	1.6	2.6	0.0	2.6	2.8	1.3	0.5
2017 T1	1.6	1.8	0.2	1.0	0.8	1.5	1.7	3.2	-0.5	1.9	3.2	1.2	1.1
T2	1.6	2.0	-0.3	0.6	1.1	1.5	1.8	3.4	-0.8	2.0	3.3	1.1	1.8
T3	1.7	2.0	-0.1	-0.2	1.3	2.2	2.0	3.1	-0.9	2.0	3.2	1.1	2.0
Horas trabalhadas													
<i>em percentagem do total de horas trabalhadas</i>													
2014	100.0	80.3	19.7	4.4	15.6	6.8	25.6	2.9	2.7	1.0	12.8	22.0	6.3
2015	100.0	80.5	19.5	4.3	15.5	6.8	25.6	2.9	2.7	1.0	13.0	22.0	6.3
2016	100.0	80.8	19.2	4.2	15.4	6.7	25.7	2.9	2.7	1.0	13.2	22.0	6.2
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2014	0.6	0.8	-0.4	-0.3	-0.1	-0.9	0.4	0.6	-1.0	0.0	2.4	1.2	0.1
2015	1.1	1.4	-0.2	-0.3	0.6	0.6	0.9	2.4	-0.1	1.8	2.9	1.0	0.8
2016	1.2	1.6	-0.1	-0.4	0.7	-0.1	1.6	1.9	0.6	2.1	2.8	1.0	0.9
2016 T4	1.0	1.4	-0.3	-1.1	0.8	0.0	1.3	2.0	0.2	2.4	2.5	0.9	0.1
2017 T1	1.3	1.7	-0.4	-0.6	1.0	1.6	1.3	2.9	-0.2	2.3	2.9	0.9	1.1
T2	1.5	1.9	-0.2	-0.5	1.4	1.7	1.7	3.1	-1.4	1.8	2.8	1.0	1.7
T3	1.8	2.2	0.0	-0.2	1.7	2.4	2.0	2.5	-0.8	2.0	3.1	1.0	2.3
Horas trabalhadas por pessoa empregada													
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2014	0.0	0.1	-0.5	-0.4	0.3	0.4	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	0.1	0.3	-0.5
2015	0.1	0.1	0.1	0.9	0.3	0.5	-0.4	1.0	0.1	0.3	0.1	0.0	0.3
2016	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.2	-0.4	0.6	0.2	0.0	-0.2	-0.1
2016 T4	-0.3	-0.2	-0.2	-1.1	0.2	-0.4	-0.4	-0.6	0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.3
2017 T1	-0.3	-0.1	-0.6	-1.6	0.2	0.1	-0.4	-0.3	0.2	0.4	-0.3	-0.3	0.0
T2	-0.1	-0.1	0.1	-1.1	0.3	0.2	0.0	-0.4	-0.6	-0.2	-0.4	-0.1	-0.1
T3	0.1	0.2	0.1	0.0	0.5	0.2	0.1	-0.6	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.3

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

3 Atividade económica

3.4 População ativa, desemprego e ofertas de emprego

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	População ativa, milhões ¹⁾	Subemprego, % da população ativa ¹⁾	Desemprego										Taxa de oferta de emprego ²⁾	
			Total		Desemprego de longa duração, % da população ativa ¹⁾	Por idade				Por sexo				
			Milhões	% da população ativa		Adultos		Jovens		Homens		Mulheres		
						Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões	% da população ativa	Milhões		% da população ativa
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% do total em 2016			100.0			81.8		18.2		52.2		47.8		
2014	160.334	4.6	18.635	11.6	6.1	15.212	10.4	3.423	23.8	9.932	11.5	8.703	11.8	1.4
2015	160.600	4.6	17.451	10.9	5.6	14.300	9.8	3.152	22.3	9.260	10.7	8.191	11.0	1.5
2016	161.877	4.3	16.230	10.0	5.0	13.280	9.0	2.951	20.9	8.473	9.7	7.757	10.4	1.7
2016 T4	162.300	4.2	15.753	9.7	4.9	12.882	8.7	2.871	20.4	8.241	9.4	7.512	10.0	1.7
2017 T1	161.635	4.3	15.385	9.5	4.8	12.636	8.5	2.750	19.6	7.977	9.1	7.409	9.9	1.9
T2	162.214	4.2	14.845	9.1	4.5	12.147	8.2	2.698	19.1	7.698	8.8	7.147	9.5	1.9
T3	.	.	14.561	9.0	.	11.891	8.0	2.670	18.8	7.554	8.6	7.006	9.3	1.9
2017 Maio	-	-	14.869	9.2	-	12.162	8.2	2.708	19.2	7.710	8.8	7.159	9.5	-
Jun.	-	-	14.689	9.0	-	12.011	8.1	2.678	19.0	7.631	8.7	7.057	9.4	-
Jul.	-	-	14.688	9.0	-	12.019	8.1	2.669	18.9	7.615	8.7	7.072	9.4	-
Ago.	-	-	14.562	9.0	-	11.887	8.0	2.676	18.8	7.565	8.6	6.997	9.3	-
Set.	-	-	14.432	8.9	-	11.766	7.9	2.666	18.7	7.483	8.5	6.949	9.2	-
Out.	-	-	14.344	8.8	-	11.687	7.9	2.657	18.6	7.456	8.5	6.888	9.2	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Dados não corrigidos de sazonalidade.

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

3.5 Estatísticas conjunturais das empresas

	Produção industrial						Produção na construção	Indicador do BCE das novas encomendas na indústria	Vendas no comércio a retalho				Registos de automóveis novos de passageiros
	Total (excluindo a construção)	Grandes Agrupamentos Industriais							Total	Produtos alimentares, bebidas e tabaco	Produtos não alimentares	Combustíveis	
		Indústria transformadora	Bens intermédios	Bens de investimento	Bens de consumo	Produtos energéticos							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% do total em 2010	100.0	86.0	33.6	29.2	22.5	14.7	100.0	100.0	100.0	39.3	51.5	9.1	100.0
taxas de variação homólogas (%)													
2014	0.8	1.7	1.1	1.8	2.7	-5.4	2.0	3.1	1.5	0.7	2.5	0.0	3.8
2015	2.1	2.4	1.0	3.6	2.6	0.8	-0.9	3.6	2.7	1.8	3.3	2.3	8.8
2016	1.5	1.6	1.9	1.7	1.2	0.2	2.2	0.3	1.5	1.3	1.7	1.8	7.2
2016 T4	2.4	1.8	2.4	1.8	1.3	5.4	2.3	3.2	2.4	1.7	3.1	1.4	4.1
2017 T1	1.3	1.3	2.2	1.3	-0.6	1.8	1.9	5.5	2.2	1.4	2.8	1.4	4.8
T2	2.7	2.8	3.9	2.4	1.7	1.7	3.7	6.7	2.9	2.7	3.3	1.3	6.0
T3	3.7	4.0	4.9	4.6	2.0	0.3	3.0	8.8	2.9	1.8	4.3	0.3	5.5
2017 Maio	4.1	4.3	4.1	5.5	3.2	1.6	2.9	8.4	2.7	2.1	3.6	-0.1	7.1
Jun.	2.9	2.6	4.3	1.5	1.2	4.8	4.3	5.9	3.5	2.7	3.6	4.1	6.5
Jul.	3.7	3.8	5.0	4.5	1.1	1.7	2.8	7.3	2.3	1.5	3.6	1.0	4.6
Ago.	3.9	4.3	5.3	5.1	2.6	0.1	1.9	9.0	2.3	1.3	3.7	-0.2	6.9
Set.	3.4	3.9	4.6	4.4	2.3	-0.8	3.1	10.2	4.0	2.5	5.7	0.2	5.3
Out.	3.7	4.4	5.0	3.3	5.3	-2.2	.	.	0.4	0.2	0.6	0.3	5.9
taxas de variação mensais em cadeia (%) (c.s.)													
2017 Maio	1.3	1.5	0.6	2.3	1.4	0.6	-0.1	2.5	0.4	-0.4	0.8	1.2	2.8
Jun.	-0.5	-0.8	0.0	-1.9	-0.4	0.9	0.1	-0.4	0.4	0.6	0.3	1.0	-1.8
Jul.	0.3	0.5	0.6	1.0	0.5	-1.2	0.0	-0.7	0.0	-0.5	0.3	-0.5	-2.0
Ago.	1.5	1.8	1.2	3.4	0.3	0.6	0.0	3.2	-0.2	0.0	0.0	-0.7	2.9
Set.	-0.5	-0.6	-0.5	-1.6	0.2	-0.5	0.1	0.7	0.8	1.0	0.5	-0.5	1.5
Out.	0.2	0.1	0.0	-0.3	0.2	0.1	.	.	-1.1	-1.3	-1.1	-0.1	-3.0

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 (saldos de respostas extremas, salvo indicação em contrário)							Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão)				
	Indicador de sentimento económico (média a longo prazo = 100)	Indústria transformadora		Indicador de confiança dos consumidores	Indicador de confiança na construção	Indicador de confiança no comércio a retalho	Setor dos serviços		Índice de Gestores de Compras para a indústria transformadora	Produção na indústria transformadora	Atividade económica nos serviços	Produto composto
		Indicador de confiança na indústria	Utilização da capacidade produtiva (%)				Indicador de confiança nos serviços	Utilização da capacidade produtiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100.0	-6.1	80.7	-12.8	-13.6	-8.7	7.0	-	51.0	52.4	52.9	52.7
2014	101.4	-3.8	80.5	-10.1	-26.6	-3.1	4.7	87.7	51.8	53.3	52.5	52.7
2015	104.2	-3.1	81.4	-6.2	-22.4	1.6	9.2	88.4	52.2	53.4	54.0	53.8
2016	104.8	-2.6	81.9	-7.7	-16.6	1.5	11.2	89.1	52.5	53.6	53.1	53.3
2016 T4	106.9	-0.6	82.4	-6.5	-13.1	1.8	12.4	89.4	54.0	54.9	53.5	53.8
2017 T1	108.0	1.1	82.6	-5.5	-11.0	2.0	13.2	89.4	55.6	56.9	55.1	55.6
T2	110.0	3.3	82.9	-2.7	-5.0	3.2	13.4	89.8	57.0	58.3	56.0	56.6
T3	112.1	5.4	83.5	-1.5	-2.2	2.9	14.9	89.9	57.4	58.0	55.3	56.0
2017 Jun.	111.1	4.5	-	-1.3	-3.5	4.4	13.3	-	57.4	58.7	55.4	56.3
Jul.	111.3	4.5	83.2	-1.7	-1.8	3.9	14.2	90.2	56.6	56.5	55.4	55.7
Ago.	111.9	5.0	-	-1.5	-3.3	1.6	15.1	-	57.4	58.3	54.7	55.7
Set.	113.1	6.7	-	-1.2	-1.7	3.0	15.4	-	58.1	59.2	55.8	56.7
Out.	114.1	8.0	83.8	-1.1	0.4	5.5	16.2	89.6	58.5	58.8	55.0	56.0
Nov.	114.6	8.2	-	0.1	1.6	4.2	16.3	-	60.1	61.0	56.2	57.5

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

3.7 Síntese das contas das famílias e das sociedades não financeiras

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

	Famílias							Sociedades não financeiras						
	Rácio de poupança (bruto) ¹⁾	Rácio da dívida	Rendimento disponível bruto real	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Património líquido ²⁾	Património imobiliário	Participação nos lucros ³⁾	Rácio de poupança (líquido)	Rácio da dívida ⁴⁾	Investimento financeiro	Investimento não financeiro (bruto)	Financiamento	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	12.7	94.4	1.0	1.9	1.3	2.7	1.0	32.5	4.6	132.4	2.9	7.1	1.6	
2015	12.3	93.7	1.5	2.2	1.5	3.4	2.5	33.4	6.3	134.3	4.4	4.7	2.4	
2016	12.1	93.3	1.9	1.9	5.5	4.3	4.4	33.4	7.7	134.3	3.9	6.2	1.9	
2016 T3	12.2	93.4	1.5	2.2	5.8	4.1	4.0	33.5	7.7	133.6	4.0	6.3	1.9	
T4	12.1	93.3	1.5	1.9	5.2	4.3	4.4	33.4	7.7	134.3	3.9	6.4	1.9	
2017 T1	12.1	93.0	1.5	1.9	10.8	4.7	4.6	33.5	7.3	133.7	4.4	9.9	2.3	
T2	12.1	93.1	1.4	1.9	5.5	4.9	4.9	33.3	6.7	132.9	4.2	8.6	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		
2016	T4	946.0	860.8	85.3	548.4	457.9	199.2	193.7	170.0	144.3	28.4	64.8	9.4	9.6
2017	T1	955.2	871.1	84.1	558.9	479.8	206.1	188.8	163.0	145.9	27.2	56.6	7.4	17.7
	T2	964.4	890.2	74.1	559.1	477.5	208.0	190.8	170.5	151.5	26.8	70.3	7.0	17.2
	T3	969.3	866.4	102.8	566.3	475.4	210.9	188.9	166.2	134.5	25.8	67.5	5.8	4.6
2017	Abr.	318.9	297.3	21.6	184.2	158.4	69.3	62.8	56.5	49.6	8.9	26.5	2.0	6.1
	Mai	326.3	297.9	28.4	188.9	162.2	68.6	64.1	59.8	50.8	9.0	20.8	2.1	5.5
	Jun.	319.2	295.0	24.1	186.0	156.9	70.0	64.0	54.2	51.1	8.9	23.0	2.9	5.6
	Jul.	319.9	289.3	30.6	185.1	158.7	70.0	62.5	56.3	44.7	8.5	23.5	2.4	1.4
	Ago.	323.2	288.7	34.5	187.4	158.1	70.0	62.8	56.9	46.5	8.9	21.3	1.7	1.3
	Set.	326.1	288.4	37.8	193.8	158.7	70.9	63.6	53.0	43.3	8.4	22.8	1.7	1.9
<i>transações acumuladas de 12 meses</i>														
2017	Set.	3 834.9	3 488.5	346.4	2 232.7	1 890.7	824.2	762.2	669.7	576.3	108.2	259.3	29.6	49.1
<i>transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB</i>														
2017	Set.	34.7	31.6	3.1	20.2	17.1	7.5	6.9	6.1	5.2	1.0	2.3	0.3	0.4

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

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

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	Total (n.c.s.)		Exportações (f.o.b.)					Importações (c.i.f.)						
	Expor- tações	Impor- tações	Total			Por memória: Indústria transforma- dora	Total			Por memória:				
			Bens intermédios	Bens de investi- mento	Bens de consumo		Bens intermédios	Bens de investi- mento	Bens de consumo	Indústria transforma- dora	Petróleo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
<i>Valores (EUR mil milhões; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>														
2016	T4	2.3	2.5	525.4	245.2	109.4	157.4	440.1	462.7	257.5	75.7	119.7	336.5	50.1
2017	T1	10.9	13.8	539.5	258.5	110.1	161.1	449.5	485.8	279.3	78.4	120.1	344.3	59.9
	T2	5.3	9.7	545.1	257.1	112.4	163.0	455.5	486.2	275.5	79.5	123.4	352.0	52.1
	T3	6.1	7.6	547.4	.	.	.	458.5	483.2	.	.	.	351.3	.
2017	Abr.	-1.7	4.4	180.0	85.5	36.7	53.7	149.7	161.6	92.0	26.9	40.2	116.5	17.9
	Mai	13.7	18.1	184.1	86.9	38.5	55.4	154.5	165.3	93.9	26.7	42.2	119.7	17.6
	Jun.	4.2	6.7	181.0	84.6	37.3	53.9	151.3	159.3	89.7	25.9	41.0	115.9	16.6
	Jul.	6.1	8.9	178.9	83.7	36.4	54.2	149.6	160.8	90.1	26.2	40.8	117.1	15.8
	Ago.	6.8	8.8	183.2	86.2	37.9	55.5	153.9	162.2	91.3	27.0	41.1	119.1	15.9
	Set.	5.6	5.1	185.3	.	.	.	155.0	160.2	.	.	.	115.1	.
<i>Índices de volumes (2000=100; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)</i>														
2016	T4	1.6	1.0	120.5	118.2	119.4	124.9	120.1	110.1	109.2	108.3	112.0	112.8	104.4
2017	T1	6.4	3.1	121.1	121.6	119.1	124.5	120.6	110.3	111.3	108.2	110.0	112.3	109.6
	T2	1.5	2.0	122.6	121.5	121.7	125.7	122.1	112.5	112.9	110.3	114.3	115.4	104.4
	T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017	Mar.	9.2	6.0	122.6	122.7	122.1	126.1	122.5	110.7	111.9	106.5	113.0	112.7	103.6
	Abr.	-6.0	-5.2	121.2	120.7	118.7	124.5	120.3	110.6	111.3	109.0	111.3	113.5	102.4
	Mai	8.9	9.6	123.6	122.9	124.5	127.2	123.7	114.7	115.1	112.7	116.8	117.8	104.8
	Jun.	1.8	1.6	123.0	121.0	122.0	125.5	122.4	112.2	112.3	109.1	114.8	114.8	106.0
	Jul.	3.6	3.4	121.5	119.5	118.3	126.5	120.9	113.2	113.1	109.9	113.6	115.6	101.3
	Ago.	4.8	4.8	124.8	123.0	124.7	130.1	124.9	115.3	115.2	116.7	114.9	119.4	98.8

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
		Total excl. produtos alimentares e produtos energéticos	Bens										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% do total em 2017	100.0	100.0	70.9	55.4	44.6	100.0	12.1	7.5	26.3	9.5	44.6	86.6	13.4
2014	100.0	0.4	0.8	-0.2	1.2	-	-	-	-	-	-	0.2	1.9
2015	100.0	0.0	0.8	-0.8	1.2	-	-	-	-	-	-	-0.1	0.9
2016	100.2	0.2	0.9	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.2
2016 T4	101.0	0.7	0.8	0.4	1.1	0.4	0.3	-0.3	0.1	2.4	0.3	0.8	0.3
2017 T1	101.0	1.8	0.8	2.3	1.1	0.7	0.3	2.0	0.1	3.3	0.3	2.0	0.5
T2	102.0	1.5	1.1	1.5	1.6	0.1	0.7	-1.2	0.1	-1.4	0.6	1.6	1.3
T3	101.8	1.4	1.2	1.4	1.5	0.2	0.6	0.4	0.1	-0.9	0.4	1.5	1.1
2017 Jun.	102.0	1.3	1.1	1.0	1.6	0.0	0.2	-0.4	0.1	-0.9	0.3	1.3	1.3
Jul.	101.4	1.3	1.2	1.1	1.6	0.1	0.2	0.3	0.0	-0.7	0.2	1.3	1.1
Ago.	101.7	1.5	1.2	1.4	1.6	0.2	0.2	0.6	0.0	0.7	0.1	1.6	1.1
Set.	102.1	1.5	1.1	1.6	1.5	0.1	0.1	0.1	0.0	1.0	0.0	1.6	1.0
Out.	102.2	1.4	0.9	1.5	1.2	0.0	0.1	0.8	0.0	0.7	-0.2	1.4	1.1
Nov. ³⁾	102.3	1.5	0.9	.	1.2	0.2	0.2	0.0	0.0	1.5	0.0	.	.

	Bens						Serviços						
	Produtos alimentares (incl. bebidas alcoólicas e tabaco)			Produtos industriais			Habitação		Transportes	Comunicações	Recreativos e pessoais	Diversos	
	Total	Transformados	Não transformados	Total	Produtos industriais não energéticos	Energéticos	Rendas						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% do total em 2017	19.6	12.1	7.5	35.8	26.3	9.5	10.7	6.5	7.3	3.2	15.1	8.2	
2014	0.5	1.2	-0.8	-0.5	0.1	-1.9	1.7	1.4	1.7	-2.8	1.5	1.3	
2015	1.0	0.6	1.6	-1.8	0.3	-6.8	1.2	1.1	1.3	-0.8	1.5	1.2	
2016	0.9	0.6	1.4	-1.1	0.4	-5.1	1.1	1.1	0.8	0.0	1.4	1.2	
2016 T4	0.8	0.6	1.0	0.2	0.3	0.2	1.2	1.2	1.2	-0.1	1.3	1.2	
2017 T1	2.0	0.9	4.0	2.4	0.3	8.2	1.3	1.2	1.7	-1.1	1.4	0.7	
T2	1.5	1.4	1.6	1.5	0.3	4.6	1.3	1.3	2.6	-1.4	2.3	0.8	
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	
2017 Jun.	1.4	1.6	1.0	0.8	0.4	1.9	1.3	1.3	2.4	-1.6	2.4	0.9	
Jul.	1.4	1.9	0.6	0.9	0.5	2.2	1.3	1.2	2.2	-1.8	2.5	0.8	
Ago.	1.4	2.0	0.6	1.4	0.5	4.0	1.3	1.2	2.5	-1.9	2.4	0.8	
Set.	1.9	2.0	1.5	1.4	0.5	3.9	1.3	1.2	2.1	-1.8	2.4	0.9	
Out.	2.3	2.1	2.8	1.1	0.4	3.0	1.3	1.2	1.5	-1.8	2.1	0.4	
Nov.	2.2	2.1	2.4	.	0.4	4.7	.	.	.	.	.	.

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

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

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

4 Preços e custos

4.2 Preços da produção industrial, construção e edifícios

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

	Preços da produção industrial excluindo construção ¹⁾										Construção	Preços dos edifícios residenciais ²⁾	Indicador experimental dos preços dos edifícios comerciais ²⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Indústria excluindo construção e produtos energéticos						Produtos energéticos				
			Indústria transformadora	Total	Bens intermédios	Bens de investimento	Bens de consumo						
							Total	Prod. alimentares, bebidas e tabaco		Produtos não alimentares			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% do total em 2010	100.0	100.0	78.1	72.1	29.4	20.1	22.6	13.8	8.9	27.9			
2014	106.9	-1.5	-0.9	-0.3	-1.1	0.4	0.1	-0.1	0.3	-4.3	0.3	0.4	1.6
2015	104.0	-2.7	-2.4	-0.5	-1.3	0.7	-0.6	-0.9	0.2	-8.2	0.2	1.6	3.8
2016	101.6	-2.3	-1.5	-0.5	-1.7	0.4	0.0	0.0	0.1	-6.9	0.4	3.2	5.7
2016 T4	103.1	0.4	1.0	0.4	0.0	0.5	0.8	1.2	0.1	0.4	1.2	3.7	5.5
2017 T1	104.7	4.1	4.0	2.1	3.1	0.8	1.7	2.6	0.2	9.9	1.9	3.8	.
T2	104.2	3.3	3.1	2.4	3.5	0.9	2.4	3.5	0.2	5.7	1.9	4.0	.
T3	104.4	2.4	2.6	2.1	3.0	1.0	2.2	3.2	0.3	3.2	1.9	.	.
2017 Maio	104.2	3.4	3.1	2.4	3.6	0.9	2.3	3.6	0.2	5.7	-	-	-
Jun.	104.0	2.4	2.1	2.2	3.0	0.9	2.4	3.5	0.3	2.5	-	-	-
Jul.	104.0	2.0	2.2	2.0	2.7	1.0	2.2	3.2	0.2	1.9	-	-	-
Ago.	104.3	2.5	2.7	2.2	2.9	1.0	2.2	3.2	0.3	3.4	-	-	-
Set.	104.8	2.8	2.9	2.2	3.3	1.0	2.2	3.1	0.3	4.3	-	-	-
Out.	105.2	2.5	2.5	2.3	3.5	0.9	1.8	2.4	0.2	3.1	-	-	-

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

1) Apenas vendas internas.

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

4.3 Preços das matérias-primas e deflatores do PIB

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

	Deflatores do PIB								Preços do petróleo (EUR por barril)	Preços das matérias-primas não energéticas (EUR)					
	Total (c.s.; índice: 2010 = 100)	Total	Procura interna				Exportações ¹⁾	Importações ¹⁾		Ponderados pelas importações ²⁾			Ponderados pela utilização ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo				Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares	Total	Produtos alimentares	Produtos não alimentares
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% do total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2014	104.5	0.9	0.6	0.5	0.9	0.7	-0.7	-1.5	74.1	-3.4	2.0	-8.5	-0.4	4.6	-6.4
2015	106.0	1.4	0.4	0.3	0.5	0.8	0.3	-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	0.8	-1.5	-2.5	39.9	-3.5	-3.9	-3.2	-7.3	-10.3	-2.9
2016 T4	107.2	0.7	0.9	0.7	0.7	0.9	-0.2	0.2	46.5	9.1	1.1	18.6	3.3	-6.7	18.5
2017 T1	107.4	0.7	1.5	1.5	1.0	1.3	2.5	4.5	50.8	18.3	5.9	33.2	13.0	0.1	32.4
T2	107.8	1.1	1.4	1.4	1.0	1.3	2.3	3.2	45.6	6.8	-2.7	18.2	6.7	-2.4	19.9
T3	108.2	1.3	1.4	1.3	1.0	1.3	1.7	1.8	44.0	1.7	-7.4	11.9	2.4	-5.8	13.0
2017 Jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	41.7	2.3	-7.1	13.7	3.2	-4.8	15.1
Jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	42.2	1.0	-6.1	8.9	2.0	-4.4	10.1
Ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	43.5	1.1	-9.0	12.3	1.0	-8.1	13.1
Set.	-	-	-	-	-	-	-	-	46.3	3.1	-7.2	14.7	4.1	-4.8	15.8
Out.	-	-	-	-	-	-	-	-	49.0	2.5	-6.2	12.0	5.2	-1.2	13.2
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.3	-2.6	-8.5	3.4	0.2	-3.8	4.9

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
1999-2013	4.7	-	-	-2.0	34.7	57.7	56.7	-	49.9
2014	-0.9	-1.5	0.9	-17.4	15.1	49.6	53.5	49.7	48.2
2015	-2.8	1.3	2.7	-13.2	-0.2	48.9	53.5	49.6	49.0
2016	-0.4	1.7	4.4	-7.3	0.2	49.8	53.9	49.3	49.6
2016 T4	4.6	3.1	4.9	-5.4	2.4	58.6	54.9	51.6	50.5
2017 T1	9.0	5.5	6.4	-3.7	12.9	67.8	56.7	55.0	51.4
T2	7.8	4.2	5.9	1.8	12.3	62.5	55.9	54.6	51.5
T3	8.7	4.9	6.8	3.2	10.5	60.4	55.7	54.4	51.4
2017 Jun.	7.1	3.4	5.8	3.6	11.7	58.4	55.3	54.3	50.9
Jul.	7.5	4.4	6.2	5.3	10.1	57.8	55.2	53.7	51.0
Ago.	8.1	4.0	6.4	0.1	9.9	59.4	55.6	54.3	51.3
Set.	10.5	6.1	8.0	4.3	11.5	64.0	56.3	55.2	51.8
Out.	8.7	8.4	8.6	7.8	13.0	66.4	56.7	55.8	52.1
Nov.	11.1	7.5	8.2	7.9	14.7	69.4	56.9	56.8	52.1

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

4.5 Índices de custos do trabalho

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

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componente		Para atividades económicas selecionadas		Por memória: Indicador dos acordos salariais ¹⁾
			Ordenados e salários	Contribuições sociais dos empregadores	Setor empresarial	Sobretudo setor não empresarial	
	1	2	3	4	5	6	7
% do total em 2012	100.0	100.0	74.6	25.4	69.3	30.7	
2014	102.6	1.3	1.3	1.2	1.3	1.2	1.7
2015	104.3	1.6	1.9	0.7	1.6	1.6	1.5
2016	105.8	1.5	1.5	1.6	1.4	1.5	1.4
2016 T4	112.3	1.6	1.6	1.5	1.6	1.5	1.4
2017 T1	100.4	1.4	1.3	1.6	1.3	1.6	1.6
T2	111.1	1.7	2.1	0.8	1.9	1.5	1.4
T3	.	.	.	.	.	.	1.4

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

4 Preços e custos

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por atividade económica									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Custos unitários do trabalho												
2014	104.4	0.7	-1.4	-1.0	1.3	0.3	-1.4	3.0	1.7	1.3	1.6	1.6
2015	104.8	0.4	-3.3	-1.8	0.5	1.2	0.9	0.6	2.0	1.6	1.3	1.4
2016	105.6	0.8	1.3	0.0	-0.3	1.3	0.0	1.7	4.3	0.7	1.2	1.7
2016 T4	106.1	0.8	3.6	-0.4	0.0	1.2	-0.3	2.3	4.9	0.9	1.1	1.6
2017 T1	106.3	1.0	0.5	0.6	0.3	0.5	-0.4	1.9	4.3	1.8	1.4	1.6
T2	106.5	0.9	1.3	-0.1	0.6	0.1	0.4	1.1	5.6	2.6	1.4	1.9
T3	106.7	0.9	0.9	-0.5	1.0	0.6	1.6	0.1	3.6	2.1	1.1	1.2
Remuneração por empregado												
2014	106.6	1.4	0.2	2.1	1.6	1.2	2.2	2.0	1.9	1.7	1.1	1.0
2015	108.1	1.4	0.8	1.9	0.9	1.6	2.8	0.7	1.4	1.6	1.2	2.0
2016	109.5	1.3	0.5	1.4	1.5	1.5	0.7	2.2	3.3	0.8	1.2	1.5
2016 T4	110.3	1.4	0.7	1.6	1.3	1.6	0.7	2.1	3.4	0.9	1.4	2.0
2017 T1	110.7	1.5	-0.2	1.6	1.4	1.4	0.8	1.8	3.6	2.1	1.6	1.6
T2	111.1	1.7	0.7	1.7	2.3	1.4	1.6	1.7	4.8	2.4	1.8	1.4
T3	111.6	1.7	1.3	1.8	1.9	1.9	2.1	1.1	3.1	2.8	1.6	0.7
Produtividade do trabalho por pessoa empregada												
2014	102.1	0.7	1.7	3.1	0.3	0.9	3.6	-0.9	0.2	0.4	-0.5	-0.6
2015	103.2	1.1	4.3	3.7	0.4	0.4	1.9	0.1	-0.7	0.1	-0.1	0.5
2016	103.7	0.5	-0.8	1.4	1.8	0.2	0.6	0.4	-0.9	0.1	0.0	-0.2
2016 T4	104.0	0.6	-2.8	2.0	1.3	0.4	1.0	-0.2	-1.5	-0.1	0.3	0.4
2017 T1	104.1	0.5	-0.7	0.9	1.1	0.9	1.2	-0.1	-0.6	0.3	0.1	-0.1
T2	104.3	0.7	-0.6	1.9	1.7	1.3	1.2	0.6	-0.8	-0.2	0.3	-0.6
T3	104.6	0.8	0.4	2.3	0.9	1.3	0.5	0.9	-0.4	0.6	0.4	-0.4
Remuneração por hora trabalhada												
2014	108.5	1.3	1.1	1.7	1.1	1.4	2.0	2.0	1.7	1.3	0.8	1.4
2015	109.9	1.3	0.7	1.5	0.3	1.6	1.8	0.7	0.6	1.2	1.3	1.8
2016	111.4	1.3	-0.1	1.3	1.5	1.5	1.0	1.7	3.4	0.7	1.5	1.7
2016 T4	112.2	1.6	1.3	1.4	1.6	1.9	1.3	2.1	4.2	1.0	1.8	2.4
2017 T1	112.5	1.6	0.3	1.4	1.1	1.6	0.9	1.5	3.6	2.1	1.9	1.6
T2	112.9	1.7	1.9	1.4	2.0	1.5	1.9	2.4	5.2	2.5	1.9	1.2
T3	113.3	1.5	0.4	1.3	1.3	1.7	2.3	0.9	3.2	2.7	1.7	0.1
Produtividade horária do trabalho												
2014	104.2	0.8	2.0	2.8	-0.1	1.3	3.7	-0.9	0.5	0.3	-0.8	-0.1
2015	105.2	1.0	3.4	3.4	-0.2	0.8	0.9	0.0	-1.0	0.0	0.0	0.2
2016	105.8	0.6	-0.9	1.3	1.6	0.3	1.0	-0.2	-1.2	0.1	0.3	0.0
2016 T4	106.2	0.9	-1.7	1.8	1.7	0.8	1.6	-0.4	-1.4	0.2	0.7	0.7
2017 T1	106.2	0.7	0.9	0.8	1.0	1.4	1.5	-0.4	-1.1	0.6	0.4	-0.1
T2	106.5	0.9	0.5	1.6	1.5	1.4	1.6	1.3	-0.6	0.2	0.5	-0.5
T3	106.6	0.8	0.4	1.8	0.7	1.2	1.0	0.8	-0.4	0.7	0.5	-0.7

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

5 Moeda e crédito

5.1 Agregados monetários ¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Acordos de reporte	Ações/ unidades de participação em fundos do mercado monetário	Títulos de dívida com prazo até 2 anos				
	Circulação monetária	Depósitos overnight	Depósitos com prazo acordado até 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Saldos												
2014	970.1	4 975.6	5 945.7	1 585.7	2 147.6	3 733.2	9 678.9	120.8	430.0	110.1	660.9	10 339.8
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	6 128.3	7 203.4	1 328.6	2 175.7	3 504.3	10 707.7	70.4	523.2	95.7	689.2	11 396.9
2016 T4	1 075.1	6 128.3	7 203.4	1 328.6	2 175.7	3 504.3	10 707.7	70.4	523.2	95.7	689.2	11 396.9
2017 T1	1 087.2	6 292.0	7 379.1	1 304.7	2 181.3	3 486.0	10 865.2	74.4	531.6	100.2	706.2	11 571.3
T2	1 094.9	6 424.8	7 519.7	1 258.0	2 194.2	3 452.2	10 971.9	68.2	513.7	80.1	662.1	11 634.0
T3	1 103.9	6 573.9	7 677.8	1 222.4	2 208.2	3 430.5	11 108.3	66.6	530.8	80.1	677.5	11 785.8
2017 Maio	1 092.5	6 374.4	7 466.9	1 267.6	2 190.1	3 457.7	10 924.6	71.9	519.6	83.3	674.8	11 599.4
Jun.	1 094.9	6 424.8	7 519.7	1 258.0	2 194.2	3 452.2	10 971.9	68.2	513.7	80.1	662.1	11 634.0
Jul.	1 095.0	6 468.2	7 563.2	1 245.9	2 200.4	3 446.3	11 009.5	66.3	518.2	79.9	664.4	11 673.9
Ago.	1 099.6	6 528.0	7 627.6	1 239.0	2 205.0	3 444.0	11 071.6	70.5	521.0	76.9	668.4	11 740.0
Set.	1 103.9	6 573.9	7 677.8	1 222.4	2 208.2	3 430.5	11 108.3	66.6	530.8	80.1	677.5	11 785.8
Out. ^(p)	1 110.0	6 591.1	7 701.2	1 216.1	2 215.4	3 431.5	11 132.7	73.1	529.0	69.3	671.3	11 804.0
Transações												
2014	59.6	376.6	436.2	-88.4	3.7	-84.7	351.5	3.8	11.8	12.8	28.3	379.8
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	542.0	579.5	-105.8	16.0	-89.8	489.7	-4.2	38.0	16.1	49.9	539.5
2016 T4	8.2	171.4	179.6	-53.4	4.0	-49.4	130.2	-7.6	20.6	3.2	16.2	146.4
2017 T1	12.1	166.4	178.5	-21.5	5.5	-16.0	162.5	4.1	8.5	4.0	16.5	179.0
T2	7.8	152.4	160.2	-37.1	12.5	-24.6	135.5	-5.6	-17.5	-18.4	-41.5	94.0
T3	9.0	157.8	166.8	-32.7	10.8	-22.0	144.8	-1.1	17.0	-0.2	15.7	160.6
2017 Maio	1.4	48.0	49.4	-9.2	5.1	-4.0	45.4	-0.1	0.1	0.6	0.6	46.0
Jun.	2.5	54.2	56.7	-8.6	4.2	-4.5	52.2	-3.5	-5.7	-0.5	-9.7	42.5
Jul.	0.1	49.5	49.6	-10.0	3.0	-7.0	42.6	-1.6	4.3	1.5	4.2	46.8
Ago.	4.6	63.3	67.9	-5.9	4.6	-1.3	66.5	4.5	2.8	-5.5	1.8	68.4
Set.	4.3	45.1	49.3	-16.8	3.2	-13.6	35.7	-3.9	9.9	3.7	9.7	45.4
Out. ^(p)	6.2	14.3	20.5	-7.3	7.2	-0.1	20.4	6.4	-1.9	-13.0	-8.5	11.9
Taxas de crescimento												
2014	6.5	8.4	8.1	-5.2	0.2	-2.2	3.8	3.1	2.8	18.5	4.6	3.9
2015	6.8	11.3	10.6	-8.5	0.6	-3.3	5.3	-38.9	11.4	-25.4	-3.8	4.7
2016	3.6	9.7	8.8	-7.4	0.7	-2.5	4.8	-5.7	7.8	21.0	7.8	5.0
2016 T4	3.6	9.7	8.8	-7.4	0.7	-2.5	4.8	-5.7	7.8	21.0	7.8	5.0
2017 T1	3.7	9.9	8.9	-7.6	0.8	-2.5	5.0	-14.5	12.9	3.9	7.9	5.1
T2	3.8	10.5	9.5	-9.4	1.1	-3.0	5.2	-18.6	5.0	-14.0	-0.6	4.9
T3	3.5	10.9	9.8	-10.5	1.5	-3.2	5.4	-13.2	5.7	-12.9	1.0	5.2
2017 Maio	3.9	10.1	9.2	-8.5	1.0	-2.8	5.1	-17.1	7.1	-9.1	1.7	4.9
Jun.	3.8	10.5	9.5	-9.4	1.1	-3.0	5.2	-18.6	5.0	-14.0	-0.6	4.9
Jul.	3.4	10.2	9.2	-9.9	1.2	-3.2	5.0	-18.5	4.3	-17.6	-1.7	4.6
Ago.	3.5	10.6	9.5	-9.2	1.4	-2.7	5.4	-11.3	6.2	-24.0	-0.4	5.0
Set.	3.5	10.9	9.8	-10.5	1.5	-3.2	5.4	-13.2	5.7	-12.9	1.0	5.2
Out. ^(p)	3.5	10.5	9.4	-9.9	1.8	-2.7	5.4	-0.4	3.7	-26.2	-0.7	5.0

Fonte: BCE.

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

5 Moeda e crédito

5.2 Depósitos no M3¹⁾

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

	Sociedades não financeiras ²⁾					Famílias ³⁾					So- ciedades financi- eiras exceto IFM e so- ciedades de seguros e fundos de pensões ²⁾	So- ciedades de seguros e fundos de pensões	Outras adminis- trações públicas ⁴⁾
	Total	Overnight	Com prazo acordado até 2 anos	Reem- bolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte	Total	Overnight	Com prazo acordado até 2 anos	Reem- bolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Acordos de reporte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos													
2014	1 864.7	1 366.5	366.5	112.6	19.1	5 556.2	2 749.7	811.9	1 991.5	3.1	851.0	223.4	334.4
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	2 079.0	1 656.1	296.1	118.2	8.4	6 052.6	3 401.2	643.8	2 005.7	1.9	990.1	198.2	383.2
2016 T4	2 079.0	1 656.1	296.1	118.2	8.4	6 052.6	3 401.2	643.8	2 005.7	1.9	990.1	198.2	383.2
2017 T1	2 159.7	1 734.4	301.3	117.6	6.5	6 135.9	3 498.1	620.5	2 014.7	2.6	973.0	191.5	392.3
T2	2 187.9	1 769.1	293.5	118.9	6.4	6 187.6	3 560.6	599.2	2 025.5	2.3	970.1	196.5	403.1
T3	2 218.1	1 806.7	285.9	120.1	5.3	6 255.3	3 635.2	582.0	2 036.2	2.0	977.4	201.0	419.2
2017 Maio	2 174.1	1 755.0	294.1	118.8	6.2	6 171.9	3 540.9	605.8	2 022.6	2.6	961.7	196.1	400.2
Jun.	2 187.9	1 769.1	293.5	118.9	6.4	6 187.6	3 560.6	599.2	2 025.5	2.3	970.1	196.5	403.1
Jul.	2 193.0	1 777.7	289.8	119.4	6.1	6 205.3	3 578.7	593.1	2 031.3	2.1	978.3	194.8	409.4
Ago.	2 205.8	1 793.1	286.9	120.0	5.7	6 231.9	3 607.3	588.4	2 034.2	2.0	988.5	199.2	417.1
Set.	2 218.1	1 806.7	285.9	120.1	5.3	6 255.3	3 635.2	582.0	2 036.2	2.0	977.4	201.0	419.2
Out. ^(p)	2 228.6	1 822.0	280.4	120.8	5.4	6 293.0	3 674.6	574.1	2 042.2	2.2	950.8	202.6	420.6
Transações													
2014	68.9	90.9	-26.2	1.4	2.7	140.7	208.8	-65.1	-1.2	-1.8	56.8	7.0	22.3
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	127.9	151.8	-24.3	0.2	0.2	299.9	333.6	-46.5	13.7	-0.8	30.9	-29.6	18.8
2016 T4	9.8	30.6	-18.9	-1.0	-0.8	70.7	90.4	-23.4	4.6	-0.7	43.1	-7.9	-1.4
2017 T1	83.7	79.7	6.5	-0.7	-1.9	83.5	97.4	-23.6	8.9	0.7	-15.5	-6.4	9.2
T2	37.7	40.8	-4.8	1.7	0	54.9	65.7	-20.4	10.0	-0.3	13.6	5.3	10.6
T3	35.2	41.0	-6.0	1.3	-1.1	66	75.5	-16.8	7.6	-0.3	12.8	4.8	16.1
2017 Maio	16.4	15.7	-0.1	1.4	-0.6	19	22.0	-6.1	3.7	-0.5	8.7	-2.6	2.3
Jun.	15.8	15.3	-0.2	0.5	0.2	16.4	20.6	-6.4	2.5	-0.3	10.7	0.3	2.9
Jul.	8.9	11.5	-2.8	0.5	-0.3	15.5	18.7	-5.7	2.7	-0.2	11.5	-1.5	6.4
Ago.	14.5	16.6	-2.4	0.6	-0.4	27	28.9	-4.7	2.9	0.0	12.6	4.6	7.7
Set.	11.8	12.9	-0.9	0.2	-0.5	23.4	27.9	-6.4	2.0	-0.1	-11.4	1.7	2.0
Out. ^(p)	8.8	13.9	-6.0	0.7	0.2	37.2	39.0	-8.0	6.0	0.2	-28.2	1.6	1.3
Taxas de crescimento													
2014	4.0	7.6	-6.5	1.3	15.3	2.6	8.2	-7.4	-0.1	-36.3	7.1	3.7	7.4
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	6.6	10.1	-7.6	0.2	2.1	5.2	10.9	-6.7	0.7	-29.9	3.2	-13.0	5.1
2016 T4	6.6	10.1	-7.6	0.2	2.1	5.2	10.9	-6.7	0.7	-29.9	3.2	-13.0	5.1
2017 T1	7.8	11.4	-5.5	-0.3	-32.6	5.3	11.4	-10.1	1.0	1.6	1.4	-13.0	4.2
T2	8.1	11.2	-4.3	0.4	-21.4	4.8	10.7	-12.4	1.3	-25.3	3.2	-6.2	6.1
T3	8.1	11.8	-7.4	1.1	-42.3	4.6	9.9	-12.6	1.6	-25.3	5.7	-2.0	8.9
2017 Maio	7.4	10.7	-5.8	0.5	-22.3	5.1	11.1	-11.7	1.3	-24.3	2.7	-9.5	5.2
Jun.	8.1	11.2	-4.3	0.4	-21.4	4.8	10.7	-12.4	1.3	-25.3	3.2	-6.2	6.1
Jul.	7.6	10.7	-5.4	1.1	-25.2	4.5	10.1	-12.6	1.4	-29.9	4.4	-9.3	6.6
Ago.	8.1	11.3	-5.1	1.6	-32.2	4.5	9.9	-12.4	1.5	-28.8	6.4	-5.9	8.7
Set.	8.1	11.8	-7.4	1.1	-42.3	4.6	9.9	-12.6	1.6	-25.3	5.7	-2.0	8.9
Out. ^(p)	8.3	11.8	-7.2	1.7	-21.7	4.8	10.1	-12.9	1.8	-21.7	4.7	-1.5	7.6

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													
2014	3 613.5	1 136.1	2 475.2	12 509.1	10 454.5	10 724.6	4 317.2	5 201.5	806.6	129.2	1 282.2	772.5	
2015	3 901.3	1 113.5	2 785.4	12 599.8	10 509.6	10 805.0	4 290.2	5 308.7	787.1	123.8	1 307.8	782.4	
2016	4 393.6	1 083.3	3 297.1	12 839.2	10 669.8	10 977.6	4 312.7	5 409.7	834.6	112.7	1 385.4	784.0	
2016 T4	4 393.6	1 083.3	3 297.1	12 839.2	10 669.8	10 977.6	4 312.7	5 409.7	834.6	112.7	1 385.4	784.0	
2017 T1	4 434.5	1 071.6	3 348.8	12 967.5	10 751.7	11 045.5	4 332.0	5 456.6	850.3	112.9	1 423.2	792.6	
T2	4 463.9	1 064.5	3 385.2	12 963.9	10 729.7	11 046.9	4 299.9	5 485.1	832.1	112.7	1 437.8	796.3	
T3	4 548.3	1 050.5	3 483.7	13 016.4	10 783.7	11 101.9	4 303.0	5 524.1	844.8	111.9	1 438.8	793.9	
2017 Maio	4 475.9	1 066.4	3 395.1	12 977.5	10 747.8	11 060.1	4 338.9	5 472.8	824.5	111.6	1 437.6	792.1	
Jun.	4 463.9	1 064.5	3 385.2	12 963.9	10 729.7	11 046.9	4 299.9	5 485.1	832.1	112.7	1 437.8	796.3	
Jul.	4 496.7	1 058.1	3 424.3	12 985.3	10 735.4	11 070.2	4 303.5	5 485.5	832.2	114.2	1 455.2	794.7	
Ago.	4 541.5	1 057.1	3 470.0	12 991.9	10 761.2	11 083.5	4 304.1	5 507.1	835.4	114.7	1 440.5	790.2	
Set.	4 548.3	1 050.5	3 483.7	13 016.4	10 783.7	11 101.9	4 303.0	5 524.1	844.8	111.9	1 438.8	793.9	
Out. ^(p)	4 557.9	1 044.8	3 499.3	13 070.6	10 837.4	11 154.3	4 330.0	5 534.4	860.9	112.1	1 433.0	800.2	
Transações													
2014	73.3	16.7	56.6	-99.8	-47.0	-32.8	-60.6	-14.6	16.3	11.8	-89.7	36.9	
2015	295.3	-21.0	316.0	83.0	55.9	77.0	-15.0	98.5	-22.0	-5.7	25.6	1.5	
2016	488.3	-34.6	522.8	316.4	233.6	258.0	81.7	119.5	43.6	-11.1	78.7	4.1	
2016 T4	152.6	-17.2	170.0	80.6	60.3	68.3	15.4	37.5	4.7	2.7	18.2	2.0	
2017 T1	77.4	-11.1	88.0	143.3	96.4	86.4	26.5	49.1	20.6	0.2	36.7	10.1	
T2	34.6	-5.2	39.8	57.3	26.1	48.3	-1.1	37.8	-10.5	0.0	19.4	11.8	
T3	88.7	-10.8	99.6	77.8	79.5	86.6	21.4	44.0	14.7	-0.7	2.1	-3.9	
2017 Maio	16.9	-3.2	20.0	29.3	15.2	24.5	8.5	9.3	-0.4	-2.2	13.9	0.2	
Jun.	-8.5	-2.5	-5.8	28.3	11.6	15.8	-16.7	17.0	10.2	1.1	4.4	12.3	
Jul.	32.9	-6.0	38.8	34.1	18.2	37.0	11.7	1.6	3.4	1.5	18.1	-2.2	
Ago.	39.3	-1.3	40.5	18.5	34.2	22.4	5.3	23.7	4.7	0.6	-14.4	-1.2	
Set.	16.5	-3.5	20.3	25.1	27.2	27.1	4.5	18.7	6.7	-2.8	-1.5	-0.5	
Out. ^(p)	3.0	-5.7	8.9	47.5	53.3	53.3	27.2	11.1	14.8	0.2	-8.7	2.8	
Taxas de crescimento													
2014	2.1	1.5	2.4	-0.8	-0.4	-0.3	-1.4	-0.3	1.7	11.9	-6.6	4.6	
2015	8.2	-1.8	12.8	0.7	0.5	0.7	-0.3	1.9	-2.7	-4.4	2.0	0.2	
2016	12.5	-3.1	18.7	2.5	2.2	2.4	1.9	2.3	5.5	-9.0	6.0	0.5	
2016 T4	12.5	-3.1	18.7	2.5	2.2	2.4	1.9	2.3	5.5	-9.0	6.0	0.5	
2017 T1	10.9	-4.2	16.8	3.1	2.4	2.7	1.7	2.5	4.8	3.6	8.2	4.7	
T2	8.2	-3.8	12.6	3.1	2.4	2.5	1.2	3.0	3.7	8.4	7.2	6.4	
T3	8.4	-4.0	12.8	2.8	2.5	2.7	1.5	3.1	3.6	2.0	5.6	2.6	
2017 Maio	9.6	-4.8	15.0	2.9	2.2	2.7	1.6	2.7	2.3	0.3	8.1	3.9	
Jun.	8.2	-3.8	12.6	3.1	2.4	2.5	1.2	3.0	3.7	8.4	7.2	6.4	
Jul.	7.7	-4.1	11.9	3.0	2.2	2.6	1.2	2.9	3.4	3.6	7.5	5.6	
Ago.	8.4	-3.9	12.9	2.8	2.4	2.6	1.4	3.1	3.5	4.0	6.0	2.6	
Set.	8.4	-4.0	12.8	2.8	2.5	2.7	1.5	3.1	3.6	2.0	5.6	2.6	
Out. ^(p)	7.4	-4.2	11.5	2.9	2.7	2.9	1.7	3.2	4.7	-1.6	4.4	2.8	

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	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Total	Crédito ao consumo	Crédito à habitação	Outros empréstimos		
	Empréstimos corrigidos ⁴⁾				Empréstimos corrigidos ⁴⁾					
	1	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos										
2014	4 317.2	4 269.8	1 112.3	724.5	2 480.4	5 201.5	5 546.5	563.0	3 861.7	776.9
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	4 312.7	4 312.2	1 001.2	797.8	2 513.6	5 409.7	5 726.4	615.2	4 046.2	748.4
2016 T4	4 312.7	4 312.2	1 001.2	797.8	2 513.6	5 409.7	5 726.4	615.2	4 046.2	748.4
2017 T1	4 332.0	4 333.1	1 005.1	802.6	2 524.3	5 456.6	5 767.6	626.4	4 085.7	744.5
T2	4 299.9	4 314.1	988.8	798.6	2 512.5	5 485.1	5 797.5	635.0	4 112.9	737.1
T3	4 303.0	4 324.3	976.4	812.4	2 514.2	5 524.1	5 828.8	644.4	4 148.7	730.9
2017 Maio	4 338.9	4 345.7	1 000.4	804.3	2 534.2	5 472.8	5 790.8	634.8	4 097.0	741.0
Jun.	4 299.9	4 314.1	988.8	798.6	2 512.5	5 485.1	5 797.5	635.0	4 112.9	737.1
Jul.	4 303.5	4 325.6	984.4	802.7	2 516.4	5 485.5	5 809.1	639.4	4 112.0	734.0
Ago.	4 304.1	4 325.9	980.9	804.9	2 518.2	5 507.1	5 818.8	642.5	4 132.0	732.6
Set.	4 303.0	4 324.3	976.4	812.4	2 514.2	5 524.1	5 828.8	644.4	4 148.7	730.9
Out. ^(p)	4 330.0	4 350.7	990.7	816.4	2 522.9	5 534.4	5 840.2	647.2	4 156.6	730.7
Transações										
2014	-60.6	-67.1	-14.1	2.5	-49	-14.6	6.0	-3.0	-2.9	-8.6
2015	-15.0	23.7	-62.1	31.9	15.2	98.5	77.0	21.8	80.2	-3.5
2016	81.7	98.6	-17.3	44.3	54.7	119.5	114.3	23.5	105.2	-9.2
2016 T4	15.4	29.7	-10.6	7.7	18.2	37.5	33.1	9.0	32.2	-3.7
2017 T1	26.5	31.4	6.2	6.4	14	49.1	43.4	11.1	38.9	-0.8
T2	-1.1	10.1	-2.8	2.1	-0.4	37.8	40.2	10.5	27.9	-0.6
T3	21.4	33.4	-6.1	17.1	10.4	44.0	35.9	10.9	36.7	-3.6
2017 Maio	8.5	9.2	4.4	1.1	3.1	9.3	15.5	6.5	2.3	0.5
Jun.	-16.7	-9.7	-3.9	-2.3	-10.4	17.0	11.7	1.5	15.6	-0.1
Jul.	11.7	20.5	-1.1	5.8	7	1.6	12.7	4.8	-0.6	-2.6
Ago.	5.3	5.3	-1.5	3.4	3.4	23.7	11.9	3.6	20.4	-0.3
Set.	4.5	7.5	-3.4	8	0	18.7	11.3	2.5	16.9	-0.7
Out. ^(p)	27.2	27.6	14.2	4.3	8.7	11.1	12.5	3.1	7.9	0.1
Taxas de crescimento										
2014	-1.4	-1.5	-1.3	0.3	-1.9	-0.3	0.1	-0.5	-0.1	-1.1
2015	-0.3	0.6	-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
2016 T4	1.9	2.3	-1.7	5.8	2.2	2.3	2.0	4.0	2.7	-1.2
2017 T1	1.7	2.4	-2.7	4.9	2.6	2.5	2.4	4.5	2.9	-1.2
T2	1.2	2.0	-2.6	3.8	2	3.0	2.6	6.0	3.3	-1.1
T3	1.5	2.4	-1.3	4.2	1.7	3.1	2.7	6.8	3.4	-1.2
2017 Maio	1.6	2.5	-2.6	4.9	2.3	2.7	2.6	6.3	2.9	-1.0
Jun.	1.2	2.0	-2.6	3.8	2	3.0	2.6	6.0	3.3	-1.1
Jul.	1.2	2.3	-2.2	3.7	1.8	2.9	2.6	6.7	3.1	-1.4
Ago.	1.4	2.4	-1.8	3.8	1.9	3.1	2.7	6.7	3.3	-1.3
Set.	1.5	2.4	-1.3	4.2	1.7	3.1	2.7	6.8	3.4	-1.2
Out. ^(p)	1.7	2.9	-0.8	4.5	1.9	3.2	2.7	6.7	3.4	-1.0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moeda e crédito

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

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

	Responsabilidades das IFM						Disponibilidades das IFM			
	Detenções da administração central ²⁾	Responsabilidades financeiras a mais longo prazo face a outros residentes na área do euro					Disponibilidades líquidas sobre o exterior	Outras		
		Total	Depósitos com prazo acordado superior a 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso superior a 3 meses	Títulos de dívida com prazo superior a 2 anos	Capital e reservas		Total	Acordos de reporte com contrapartes centrais ³⁾	Acordos de revenda a contrapartes centrais ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos										
2014	269.6	7 132.9	2 186.3	92.4	2 392.6	2 461.5	1 386.3	233.4	184.5	139.7
2015	284.7	6 999.1	2 119.4	80.0	2 255.8	2 543.9	1 350.6	284.5	205.9	135.6
2016	314.4	6 923.8	2 054.1	70.9	2 146.7	2 652.2	1 136.9	265.4	205.9	121.6
2016 T4	314.4	6 923.8	2 054.1	70.9	2 146.7	2 652.2	1 136.9	265.4	205.9	121.6
2017 T1	308.2	6 881.1	2 031.7	69.3	2 106.5	2 673.6	1 104.0	254.7	183.1	111.8
T2	305.7	6 766.4	2 002.0	66.8	2 066.4	2 631.2	1 030.0	248.3	154.2	109.7
T3	365.3	6 700.4	1 977.1	61.5	2 016.2	2 645.7	1 023.9	262.9	140.6	85.4
2017 Maio	315.5	6 832.1	2 014.7	66.9	2 080.8	2 669.7	1 047.4	246.2	162.4	104.3
Jun.	305.7	6 766.4	2 002.0	66.8	2 066.4	2 631.2	1 030.0	248.3	154.2	109.7
Jul.	324.7	6 722.5	1 991.0	63.3	2 052.9	2 615.3	1 042.3	196.8	128.1	76.4
Ago.	348.3	6 726.5	1 982.2	62.5	2 036.2	2 645.7	1 029.5	252.0	124.4	69.0
Set.	365.3	6 700.4	1 977.1	61.5	2 016.2	2 645.7	1 023.9	262.9	140.6	85.4
Out. ^(p)	341.7	6 697.9	1 961.3	60.8	2 013.3	2 662.5	968.3	246.8	154.2	109.5
Transações										
2014	-3.2	-170.8	-120.8	2.1	-160.1	108.0	238.5	-6.2	0.7	17.8
2015	8.9	-216.1	-106.3	-13.5	-215.4	119.0	-86.0	-13.3	21.4	-4.0
2016	26.7	-110.2	-70.2	-9.1	-110.5	79.6	-276.2	-72.5	12.8	-12.0
2016 T4	12.1	-6.1	-20.2	-2.2	-12.0	28.3	-42.9	-38.0	-0.2	-7.5
2017 T1	-7.5	-16.2	-16.3	-1.5	-27.3	28.9	-33.6	-31.9	-21.6	-9.1
T2	-2.6	-10.0	-22.1	-2.4	-2.6	17.1	-15.1	4.6	-28.9	-2.1
T3	65.0	-17.4	-22.0	-2.9	-29.7	37.2	24.3	17.5	-13.6	-24.3
2017 Maio	-15.3	9.2	-6.0	-2.4	9.4	8.1	-19.7	13.5	-13.0	0.6
Jun.	-9.9	-10.2	-8.9	-0.1	-4.5	3.3	6.6	-3.8	-8.2	5.4
Jul.	19.1	-5.6	-8.9	-1.1	0.1	4.3	31.6	-38.4	-26.0	-33.3
Ago.	23.5	-0.2	-7.8	-0.8	-9.2	17.5	-13.6	47.5	-3.7	-7.5
Set.	22.4	-11.5	-5.3	-1.0	-20.6	15.4	6.3	8.3	16.2	16.5
Out. ^(p)	-23.5	-13.9	-16.6	-0.7	-8.9	12.3	-63.3	-12.8	13.6	24.0
Taxas de crescimento										
2014	-1.4	-2.3	-5.1	2.3	-6.3	4.5	-	-	0.4	14.6
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	3.0	-	-	6.3	-9.0
2016 T4	9.4	-1.6	-3.3	-11.5	-4.9	3.0	-	-	6.3	-9.0
2017 T1	-4.3	-1.1	-3.9	-10.1	-4.5	4.4	-	-	-20.8	-25.3
T2	-7.7	-1.1	-3.9	-10.9	-3.7	3.5	-	-	-30.7	-22.6
T3	22.1	-0.7	-3.9	-12.5	-3.4	4.3	-	-	-31.2	-33.4
2017 Maio	3.9	-1.2	-4.3	-11.6	-3.9	3.9	-	-	-23.4	-23.6
Jun.	-7.7	-1.1	-3.9	-10.9	-3.7	3.5	-	-	-30.7	-22.6
Jul.	-2.4	-0.8	-4.0	-11.5	-2.8	3.5	-	-	-35.6	-39.5
Ago.	9.0	-0.8	-4.1	-11.8	-2.9	3.9	-	-	-38.2	-48.0
Set.	22.1	-0.7	-3.9	-12.5	-3.4	4.3	-	-	-31.2	-33.4
Out. ^(p)	8.6	-1.0	-4.6	-12.6	-3.6	4.1	-	-	-19.6	-17.6

Fonte: BCE.

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

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

3) Dados não corrigidos de efeitos de sazonalidade.

6 Evolução orçamental

6.1 Défice/excedente

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

	Défice(-)/excedente(+)					Por memória: Défice (-)/ excedente (+) primário
	Total	Administração central	Administração estadual	Administração local	Fundos de segurança social	
	1	2	3	4	5	6
2013	-3.0	-2.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
2014	-2.6	-2.2	-0.2	0.0	-0.1	0.1
2015	-2.1	-2.0	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2016	-1.5	-1.7	-0.1	0.2	0.0	0.6
2016 T3	-1.8	.	.	.	.	0.5
T4	-1.5	.	.	.	.	0.6
2017 T1	-1.3	.	.	.	.	0.8
T2	-1.3	.	.	.	.	0.9

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

6.2 Receita e despesa

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

	Receita						Despesa						
	Total	Receita corrente			Receita de capital	Total	Despesa corrente				Despesa de capital		
		Impostos diretos	Impostos indiretos	Contribuições sociais líquidas			Remunerações dos empregados	Consumo intermédio	Juros	Pagamentos com fins sociais			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	46.7	46.2	12.6	13.0	15.5	0.5	49.8	45.6	10.4	5.3	2.8	23.0	4.2
2014	46.7	46.2	12.5	13.1	15.4	0.5	49.2	45.3	10.3	5.3	2.6	23.0	3.9
2015	46.2	45.7	12.5	13.0	15.2	0.5	48.3	44.4	10.1	5.2	2.4	22.7	3.9
2016	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.5	47.6	44.1	10.0	5.2	2.2	22.7	3.5
2016 T3	46.1	45.6	12.5	13.0	15.3	0.5	47.9	44.1	10.0	5.2	2.2	22.7	3.8
T4	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.4	47.6	44.1	10.0	5.2	2.2	22.7	3.5
2017 T1	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.4	47.4	43.9	9.9	5.1	2.2	22.7	3.5
T2	46.1	45.7	12.7	13.0	15.3	0.4	47.4	43.9	9.9	5.1	2.1	22.7	3.5

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

6.3 Rácio da dívida pública em relação ao PIB

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

	Total	Instrumento financeiro			Detentor			Prazo original		Prazo residual			Moedas	
		Nu-merário e depósitos	Empré-stitos	Títulos de dívida	Credores residentes	Credores não resi-dentes	Até 1 ano	Superior a 1 ano	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Euro ou moedas partici-pantes	Outras moedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91.3	2.6	17.5	71.2	45.4	26.4	45.9	10.4	81.0	19.4	32.1	39.9	89.3	2.1
2014	91.8	2.7	17.1	72.0	44.1	25.8	47.7	10.0	81.9	18.8	31.8	41.2	89.7	2.1
2015	89.9	2.8	16.1	71.0	44.3	27.3	45.6	9.3	80.7	17.6	31.2	41.1	87.9	2.1
2016	88.9	2.7	15.4	70.8	46.2	30.7	42.7	8.9	80.0	17.1	29.8	41.9	86.9	2.1
2016 T3	89.7	2.7	15.6	71.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	88.9	2.7	15.4	70.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 T1	89.2	2.6	15.1	71.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	89.1	2.7	14.8	71.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolução orçamental

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

	Variação do rácio da dívida em relação ao PIB ²⁾	Défice (+)/excedente (-) primário	Ajustamento défice-dívida								Diferencial juros-crescimento	Por memória: Necessidades de financiamento
			Total	Transações dos principais ativos financeiros					Efeitos de reavaliação e outras variações de volume	Outros		
				Total	Numerário e depósitos	Empréstimos	Títulos de dívida	Ações e outras participações				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	1.9	0.2	-0.3	-0.8	-0.5	-0.4	-0.2	0.4	0.2	0.3	1.9	2.6
2014	0.5	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.6	2.4
2015	-1.9	-0.3	-0.9	-0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	-0.8	1.3
2016	-1.0	-0.6	-0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	1.6
2016 T3	-1.4	-0.5	-0.5	-0.2	0.2	-0.1	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	-0.4	1.5
T4	-1.0	-0.6	-0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	1.6
2017 T1	-1.7	-0.8	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.3	-0.2	-0.3	1.0
T2	-1.7	-0.9	-0.7	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	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
2014	15.8	13.8	5.1	2.0	0.5	6.4	3.1	1.6	0.4	3.5	2.8	0.8	1.6
2015	14.7	12.8	4.3	1.9	0.5	6.6	2.9	1.4	0.1	3.3	3.0	0.4	1.2
2016	14.1	12.4	4.6	1.7	0.4	6.8	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2016 T3	14.4	12.7	4.0	1.7	0.4	6.8	2.6	1.3	-0.1	3.1	2.8	0.2	1.2
T4	14.1	12.4	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2017 T1	14.3	12.6	4.3	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.2	3.0	2.9	0.2	1.1
T2	14.3	12.6	4.4	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.2
2017 Maio	14.4	12.7	4.3	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.1	1.2
Jun.	14.3	12.6	4.4	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.2
Jul.	13.9	12.2	4.3	1.7	0.4	7.1	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.3
Ago.	13.7	12.0	4.3	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.2
Set.	13.4	11.7	3.9	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.1
Out.	13.2	11.6	3.8	1.7	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.2	1.2

Fonte: BCE.

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

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

3) Prazo residual no final do período.

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

6 Evolução orçamental

6.6 Evolução orçamental nos países da área do euro

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

	Bélgica	Alemanha	Estónia	Irlanda	Grécia	Espanha	França	Itália	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Défice (-)/excedente (+) público									
2013	-3.1	-0.1	-0.2	-6.1	-13.2	-7.0	-4.1	-2.9	-5.1
2014	-3.1	0.3	0.7	-3.6	-3.6	-6.0	-3.9	-3.0	-8.8
2015	-2.5	0.6	0.1	-1.9	-5.7	-5.3	-3.6	-2.6	-1.2
2016	-2.5	0.8	-0.3	-0.7	0.5	-4.5	-3.4	-2.5	0.5
2016 T3	-2.8	0.6	0.3	-1.6	-1.9	-4.9	-3.3	-2.4	-1.0
T4	-2.5	0.8	-0.3	-0.7	0.4	-4.5	-3.4	-2.5	0.5
2017 T1	-2.0	1.0	-0.5	-0.5	1.0	-4.1	-3.4	-2.4	0.8
T2	-1.5	0.8	-0.5	-0.6	1.0	-3.6	-3.3	-2.4	1.0
Dívida pública									
2013	105.5	77.4	10.2	119.4	177.4	95.5	92.4	129.0	102.6
2014	106.8	74.6	10.7	104.5	179.0	100.4	95.0	131.8	107.5
2015	106.0	70.9	10.0	76.9	176.8	99.4	95.8	131.5	107.5
2016	105.7	68.1	9.4	72.8	180.8	99.0	96.5	132.0	107.1
2016 T3	108.8	69.2	9.5	75.1	176.4	99.9	97.4	132.1	111.5
T4	106.1	68.1	9.4	72.8	179.1	99.0	96.5	132.0	108.5
2017 T1	107.8	66.6	9.2	74.7	176.2	99.9	98.8	134.0	107.6
T2	106.6	66.0	8.9	74.3	175.0	99.8	99.3	134.7	107.6

	Letónia	Lituânia	Luxemburgo	Malta	Países Baixos	Áustria	Portugal	Eslovénia	Eslováquia	Finlândia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Défice (-)/excedente (+) público										
2013	-1.0	-2.6	1.0	-2.4	-2.4	-2.0	-4.8	-14.7	-2.7	-2.6
2014	-1.2	-0.6	1.3	-1.8	-2.3	-2.7	-7.2	-5.3	-2.7	-3.2
2015	-1.2	-0.2	1.4	-1.1	-2.1	-1.0	-4.4	-2.9	-2.7	-2.7
2016	0.0	0.3	1.6	1.1	0.4	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2016 T3	0.2	0.3	1.6	0.9	-0.4	-0.7	-3.7	-1.8	-2.4	-2.0
T4	0.0	0.3	1.6	1.1	0.4	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2017 T1	-0.1	0.7	0.5	2.3	1.0	-1.2	-1.6	-1.4	-1.9	-1.5
T2	0.4	0.7	0.4	2.0	1.1	-1.3	-1.4	-1.2	-1.7	-0.9
Dívida pública										
2013	39.0	38.8	23.7	68.4	67.8	81.0	129.0	70.4	54.7	56.5
2014	40.9	40.5	22.7	63.8	68.0	83.8	130.6	80.3	53.5	60.2
2015	36.9	42.6	22.0	60.3	64.6	84.3	128.8	82.6	52.3	63.6
2016	40.6	40.1	20.8	57.6	61.8	83.6	130.1	78.5	51.8	63.1
2016 T3	38.3	41.2	21.6	59.3	61.5	82.7	132.8	81.7	52.7	61.6
T4	40.5	40.1	20.8	57.6	61.8	83.6	130.1	78.5	51.9	63.1
2017 T1	39.4	39.2	23.9	58.1	59.6	81.7	130.4	80.2	53.5	62.6
T2	40.0	41.7	23.4	56.8	58.7	81.4	132.1	79.8	51.8	61.8

Fonte: Eurostat.

© **Banco Central Europeu, 2017**

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

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

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

A data de fecho das estatísticas incluídas nesta publicação foi 13 de dezembro de 2017.

ISSN 2363-3530 (pdf)
N.º de catálogo da UE QB-BP-17-008-PT-N (pdf)

Execução Gráfica Casa d'Imagem