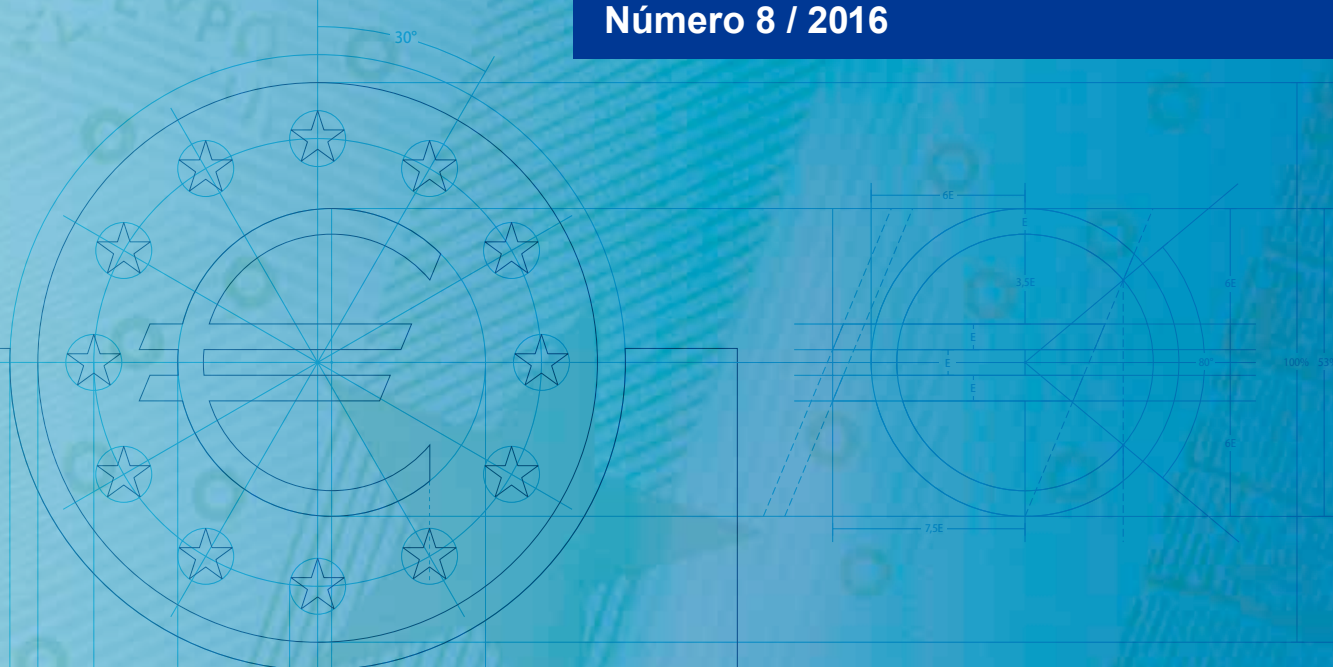




Número 8 / 2016



Índice

Evolução económica e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	6
2 Evolução financeira	12
3 Atividade económica	16
4 Preços e custos	21
5 Moeda e crédito	26
6 Evolução orçamental	32
Caixas	35
1 Impacto do acordo da OPEP de novembro de 2016 no mercado petrolífero	35
2 Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 27 de julho a 25 de outubro de 2016	38
3 Indicadores estruturais da conjuntura empresarial da área do euro	43
4 Avaliação do impacto dos custos da habitação sobre a inflação medida pelo IHPC	48
5 Análise dos projetos de planos orçamentais para 2017 e da situação orçamental no conjunto da área do euro	53
Estatísticas	E1

Evolução económica e monetária

Apreciação global

Na sua reunião de política monetária de 8 de dezembro de 2016, com base nas análises económica e monetária regulares, o Conselho do BCE procedeu a uma avaliação abrangente das perspetivas económicas e para a inflação e da orientação da política monetária. A avaliação confirmou a necessidade de alargar o programa de aquisição de ativos para além de março de 2017, a fim de preservar o montante muito substancial de apoio monetário necessário para garantir uma convergência sustentada das taxas de inflação para níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

Avaliação económica e monetária por ocasião da reunião do Conselho do BCE de 8 de dezembro de 2016

A atividade mundial registou uma melhoria no segundo semestre do ano, esperando-se que continue a fortalecer-se, embora mantendo-se abaixo do seu ritmo pré-crise. A continuação das políticas acomodatórias e a melhoria dos mercados de trabalho apoiaram a atividade nos Estados Unidos, mas a incerteza quanto às perspetivas mundiais e dos Estados Unidos aumentou desde as eleições norte-americanas. No Japão, espera-se que o ritmo de expansão se mantenha moderado, enquanto as perspetivas de crescimento a médio prazo do Reino Unido deverão ser limitadas pela maior incerteza quanto às relações futuras do país com a UE. Além disso, embora seja provável que a desaceleração gradual que está a ocorrer na economia chinesa pese sobre o crescimento noutras economias de mercado emergentes, o abrandamento gradual de recessões profundas em alguns dos principais exportadores de matérias-primas está a apoiar cada vez mais o crescimento mundial. Os preços do petróleo aumentaram após o acordo da OPEP de 30 de novembro, e os efeitos das descidas dos preços do petróleo no passado sobre a inflação global a nível mundial estão lentamente a diminuir. Contudo, a capacidade produtiva disponível a nível mundial ainda abundante está a limitar a inflação subjacente.

As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro aumentaram recentemente, e a curva a prazo da EONIA tornou-se mais acentuada. O aumento das taxas de rendibilidade nominais que ocorreu desde o início de outubro reflete, em parte, a tendência ascendente a nível mundial das taxas de juro de longo prazo, mais pronunciada nos Estados Unidos. O aumento das taxas de rendibilidade nominais traduziu-se numa subida do nível e da inclinação da curva a prazo da EONIA. Os diferenciais das obrigações das empresas aumentaram ligeiramente, embora permanecendo abaixo do valor do início de março de 2016, altura em que o programa de compra de ativos do setor empresarial do Eurosistema teve início. Enquanto os preços alargados das ações aumentaram marginalmente na área do euro, as ações dos bancos registaram um desempenho superior ao índice alargado.

Continua a recuperação económica na área do euro. O PIB real da área do euro cresceu 0.3% em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre de 2016, após um crescimento semelhante no segundo trimestre. Os dados recentemente divulgados, nomeadamente resultados de inquéritos, apontam para uma continuação da tendência de crescimento no quarto trimestre de 2016.

Numa análise prospetiva, o Conselho do BCE prevê que a expansão económica decorra a um ritmo moderado mas firme. A transmissão das medidas de política monetária do BCE à economia real está a apoiar a procura interna e facilitou a desalavancagem. Melhorias na rentabilidade das empresas e condições de financiamento muito favoráveis continuam a promover uma recuperação do investimento. Além do mais, progressos sustentados em termos de emprego, que também beneficiam de anteriores reformas estruturais, dão apoio ao rendimento disponível real das famílias e ao consumo privado. Ao mesmo tempo, há indicações de uma recuperação mundial ligeiramente mais forte. Contudo, o crescimento económico na área do euro deverá ser atenuado por um ritmo moderado de implementação de reformas estruturais e pelos restantes ajustamentos de balanço em diversos setores.

As projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento do PIB real anual de 1.7% em 2016 e 2017, e de 1.6% em 2018 e 2019.

Comparativamente às projeções macroeconómicas de setembro de 2016 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas de crescimento do PIB real mantêm-se praticamente inalteradas. Os riscos que rodeiam as perspetivas de crescimento para a área do euro permanecem enviesados no sentido descendente.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro em novembro de 2016 foi de 0.6%, um aumento face a 0.5% em outubro e a 0.4% em setembro. Tal refletiu, em larga medida, um aumento da inflação homóloga dos produtos energéticos, embora não haja ainda sinais de uma tendência ascendente credível da inflação subjacente.

Em termos prospetivos, com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, as taxas de inflação global deverão registar um aumento significativo na viragem do ano, para taxas superiores a 1%, sobretudo devido a efeitos de base na taxa de variação homóloga dos preços dos produtos energéticos. Apoiadas pelas medidas de política monetária do BCE, pela retoma económica esperada e pela correspondente absorção gradual da folga, as taxas de inflação deverão registar nova subida em 2018 e 2019.

As projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situe em 0.2% em 2016, 1.3% em 2017, 1.5% em 2018 e 1.7% in 2019. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2016 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC praticamente não registaram alterações.

As taxas de juro baixas e os efeitos das medidas de política monetária não convencionais do BCE continuam a apoiar o dinamismo da moeda e do crédito.

O crescimento do agregado monetário largo manteve-se estável no terceiro trimestre de 2016, mas desceu ligeiramente em outubro. Ao mesmo tempo, o crescimento dos empréstimos ao setor privado aumentou em outubro. As fontes internas de criação de moeda continuaram a ser o principal impulsionador do crescimento do agregado monetário largo. Os efeitos das medidas de política monetária do BCE continuam a apoiar o crescimento da moeda e do crédito. Os bancos têm transmitido as suas condições de financiamento favoráveis, o que conduziu a taxas ativas mais baixas e à melhoria da concessão de crédito, contribuindo assim para a recuperação gradual do dinamismo dos empréstimos. Segundo as estimativas, o fluxo anual do financiamento externo total a sociedades não financeiras continuou a fortalecer-se no terceiro trimestre de 2016.

Decisões de política monetária

Na prossecução do seu objetivo de estabilidade de preços, o Conselho do BCE tomou as seguintes decisões:

- No que respeita às medidas de política monetária não convencionais, o Eurosistema continuará a efetuar compras no âmbito do programa de compra de ativos (APP) ao ritmo mensal atual de €80 mil milhões até ao final de março de 2017. A partir de abril de 2017, pretende-se que as compras de ativos líquidos continuem a um ritmo mensal de €60 mil milhões até ao final de dezembro de 2017, ou até mais tarde, se necessário, e em todo o caso até que o Conselho do BCE considere que se verifique um ajustamento sustentado da trajetória da inflação consistente com o seu objetivo para a inflação. Se, entretanto, as perspetivas se tornarem menos favoráveis, ou se as condições financeiras se tornarem inconsistentes com um maior progresso no sentido de um ajustamento sustentado da trajetória da inflação, o Conselho do BCE pretende alargar o programa em termos da sua dimensão e/ou duração. As aquisições líquidas serão feitas em conjunto com reinvestimentos de pagamentos de capital dos títulos adquiridos no âmbito do APP, à medida que esses títulos atinjam o prazo de vencimento.
- Para assegurar a implementação regular das compras de ativos do Eurosistema, o Conselho do BCE decidiu ajustar os parâmetros do APP a partir de janeiro de 2017, da seguinte forma. Em primeiro lugar, o intervalo de prazos do programa de compra de títulos de dívida do setor público será alargado diminuindo-se o prazo mínimo restante dos títulos elegíveis de dois anos para um ano. Em segundo lugar, serão permitidas, na medida do necessário, aquisições de títulos no âmbito do APP com uma taxa de rendimento até ao vencimento abaixo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito do BCE.
- As taxas de juro diretoras do BCE foram mantidas inalteradas, e o Conselho do BCE mantém a expectativa de que estas taxas permaneçam nos níveis atuais ou em níveis mais baixos por um período de tempo alargado, muito para além do horizonte temporal das compras de ativos líquidos.

O prolongamento do APP foi calibrado de forma a preservar o grau bastante substancial de acomodação monetária necessário para garantir uma convergência sustentada das taxas de inflação para níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Juntamente com o volume significativo de compras anteriores e reinvestimentos futuros, isto assegura que as condições financeiras na área do euro permanecerão bastante favoráveis, o que continua a ser crucial para atingir o objetivo do BCE. Em particular, o prolongamento das compras do Eurosistema num horizonte mais alargado permite uma presença no mercado mais sustentada e, por conseguinte, uma transmissão mais duradoura das medidas de estímulo do BCE. Esta calibração reflete a recuperação moderada porém firme da economia da área do euro e pressões inflacionistas subjacentes ainda moderadas. O Conselho do BCE acompanhará de perto a evolução das perspectivas para a estabilidade de preços e, se necessário para atingir o seu objetivo, atuará usando todos os instrumentos disponíveis no âmbito do seu mandato.

A atividade mundial melhorou no segundo semestre do corrente ano e deverá continuar a ganhar força, mantendo, porém, um ritmo inferior ao observado antes da crise. A inflação mundial ainda é travada pelos efeitos das anteriores descidas dos preços do petróleo e a abundante capacidade produtiva disponível a nível mundial deverá exercer pressões em sentido descendente sobre a inflação subjacente a médio prazo.

Atividade económica e comércio a nível mundial

A atividade económica mundial registou uma melhoria no segundo semestre deste ano. Os dados disponibilizados nos últimos meses apontam para uma expansão relativamente estável nas economias avançadas e para uma ligeira melhoria nas economias de mercado emergentes (EME). As perspetivas de médio prazo para a atividade mundial indicam um reforço do crescimento, ainda que a um ritmo inferior ao registado antes da crise. As perspetivas mundiais continuam a ser ensombradas por diversos fatores, incluindo o efeito adverso dos preços reduzidos das matérias-primas sobre os países exportadores de matérias-primas, o reequilíbrio gradual da economia chinesa e a crescente incerteza em termos de políticas nos Estados Unidos.

Os mercados financeiros mostraram resiliência nas economias avançadas, enquanto em algumas EME parecem estar a surgir sinais de pressão. As taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo dos Estados Unidos registaram um aumento pronunciado devido em parte às expectativas de mercado quanto a um aumento da inflação associado ao possível estímulo orçamental. A volatilidade nos mercados bolsistas diminuiu nas últimas semanas, tendo estes mercados ganhado algum dinamismo nas economias avançadas. As EME beneficiaram de uma melhoria das condições de financiamento nos trimestres recentes. No entanto, desde as eleições de novembro nos Estados Unidos, o regresso dos fluxos de capital para as EME começou a desvanecer-se, os diferenciais das obrigações de dívida pública destas economias aumentaram e as pressões sobre as respetivas moedas intensificaram-se.

As políticas monetárias permanecem acomodáticas. A curva dos futuros dos fundos do Sistema de Reserva Federal deslocou-se em sentido ascendente nos últimos meses, refletindo, em parte, a expectativa de políticas orçamentais mais expansionistas nos Estados Unidos (ver Gráfico 1). Em contraste, o Bank of England baixou as taxas de juro e anunciou nova expansão monetária na sua reunião de agosto. O Banco do Japão introduziu algumas alterações no seu quadro de política monetária em setembro, nomeadamente o controlo da curva de rendimentos e o compromisso de ultrapassar o seu objetivo para a inflação.

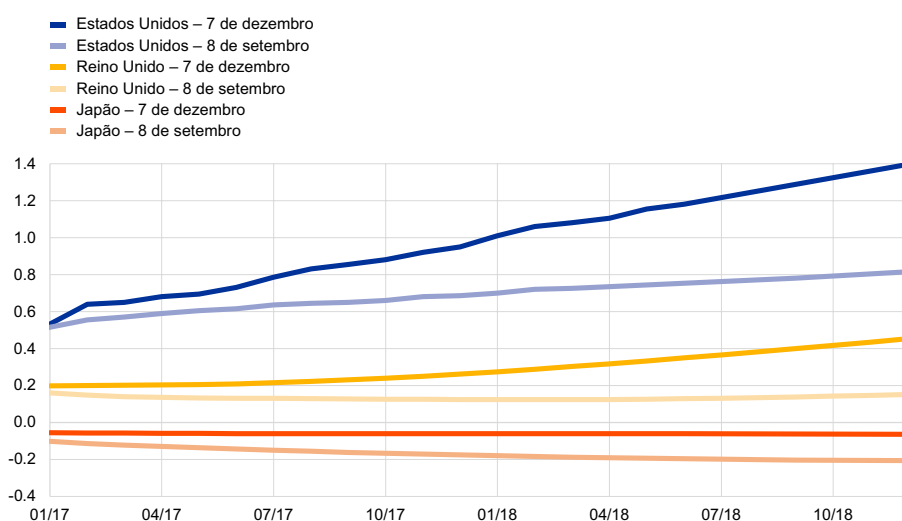
Dados divulgados recentemente apontam para um fortalecimento da atividade económica mundial no segundo semestre do ano. Excluindo a área do euro, o Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial composto do produto manteve-

-se inalterado em novembro, situando-se em 53.3, o que indica um crescimento mundial sólido no último trimestre do ano (ver Gráfico 2). Os desenvolvimentos registados em novembro foram positivos na maioria das economias avançadas e emergentes. Na mesma linha, os indicadores avançados coincidentes da OCDE apontam para um dinamismo de crescimento estável nas economias avançadas e para uma melhoria do dinamismo de crescimento nas principais economias emergentes. Em geral, o crescimento parece estar a manter-se nas economias avançadas e, aparentemente, atingiu os seus níveis mínimos nas EME.

Gráfico 1

Expetativas sobre as taxas de política

(percentagens)

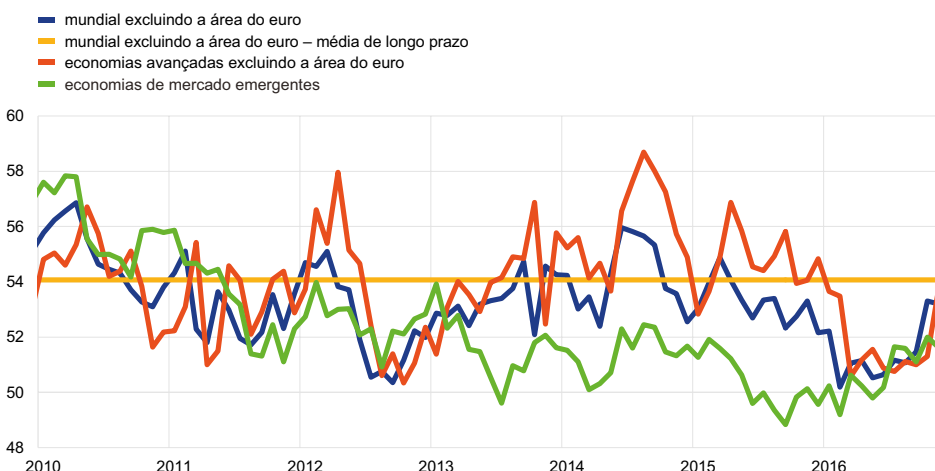


Fontes: Bloomberg e Bank of England.

Gráfico 2

IGC mundial compósito do produto

(índice de difusão)



Fontes: Haver Analytics e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a novembro de 2016. As economias de mercado emergentes correspondem a um agregado da China, Rússia, Brasil, Índia e Turquia. As economias avançadas incluem os Estados Unidos, o Reino Unido e o Japão. A média de longo prazo refere-se ao período entre janeiro de 1999 e novembro de 2016.

A atividade económica nos Estados Unidos registou uma melhoria acentuada no terceiro trimestre de 2016, após um crescimento modesto no primeiro semestre do ano.

As exportações líquidas e o investimento em existências apresentaram uma forte recuperação e deram um importante contributo para o crescimento real do PIB no terceiro trimestre, ao passo que o investimento fixo privado permaneceu fraco e as despesas de consumo abrandaram. Numa análise prospetiva, o crescimento deverá expandir-se a um ritmo moderado, sendo apoiado pela melhoria dos fundamentos económicos. A incerteza em termos de políticas resultante das eleições presidenciais nos Estados Unidos agudizou-se. Com o aumento das expectativas de estímulos orçamentais, tal levou a alguma maior restritividade das condições financeiras, em particular no que diz respeito às taxas de longo prazo.

No Reino Unido, não obstante a incerteza acrescida imediatamente após o referendo sobre a permanência na UE, a atividade económica no terceiro trimestre mostrou-se resiliente.

O crescimento do PIB no terceiro trimestre foi apoiado por um consumo robusto e pelo contributo significativo do comércio líquido, ao mesmo tempo que o investimento se manteve. No entanto, a incerteza quanto às futuras relações comerciais entre a UE e o Reino Unido deverá enfraquecer o investimento, ao passo que a recente depreciação da libra esterlina pesará sobre o consumo.

No Japão, embora o PIB real tenha apresentado um ritmo de crescimento robusto no terceiro trimestre, a atividade económica subjacente continua a progredir de forma modesta.

Os fatores adversos decorrentes de uma procura externa branda e do consumo privado fraco prevalecem. Numa análise prospetiva, as condições financeiras acomodáticas e os lucros empresariais positivos deverão estimular o investimento. Espera-se que as exportações recuperem gradualmente, à medida que aumenta a procura externa, não obstante a anterior apreciação do iene. Em contraste, o ritmo modesto do consumo privado deverá manter-se. As medidas de estímulo orçamental deverão apoiar a procura interna durante os próximos anos.

O crescimento na China estabilizou no terceiro trimestre do ano, apoiado pelo forte consumo e pelas despesas em infraestruturas.

Embora as perspetivas de curto prazo sejam dominadas pela dimensão do estímulo em termos de políticas, o crescimento económico deverá manter uma tendência gradual em sentido descendente no médio prazo. O crescimento do investimento continuará a registar uma moderação, face à redução gradual do excesso de capacidade produtiva. Prevê-se que o consumo seja o principal fator impulsionador do crescimento.

De acordo com as projeções, a atividade económica real na Europa Central e de Leste deverá permanecer relativamente resiliente na maior parte da região.

Espera-se que beneficie do forte investimento, apoiado pelos fundos estruturais da UE, bem como do dinamismo do consumo privado, impulsionado pelo rendimento disponível real mais elevado e pela melhoria dos mercados de trabalho num contexto de inflação baixa.

O produto nos grandes exportadores de matérias-primas apresenta sinais de recuperação, após as recessões profundas.

Dados disponíveis apontam para alguma melhoria da atividade económica na Rússia. As condições financeiras apresentaram menor restritividade com a redução das taxas diretas pelo banco central, em virtude do processo de desinflação em curso, mas a incerteza permanece elevada e a confiança dos consumidores fraca. Embora a recuperação dos preços do petróleo proporcione algum alívio, a consolidação orçamental necessária pesará sobre o enquadramento empresarial. No Brasil, a recessão profunda e prolongada deverá atingir lentamente os níveis mínimos no segundo semestre do ano, no contexto de uma reduzida incerteza política e da menor restritividade das condições financeiras. Por outro lado, a elevada necessidade de consolidação orçamental deverá pesar sobre as perspetivas a médio prazo.

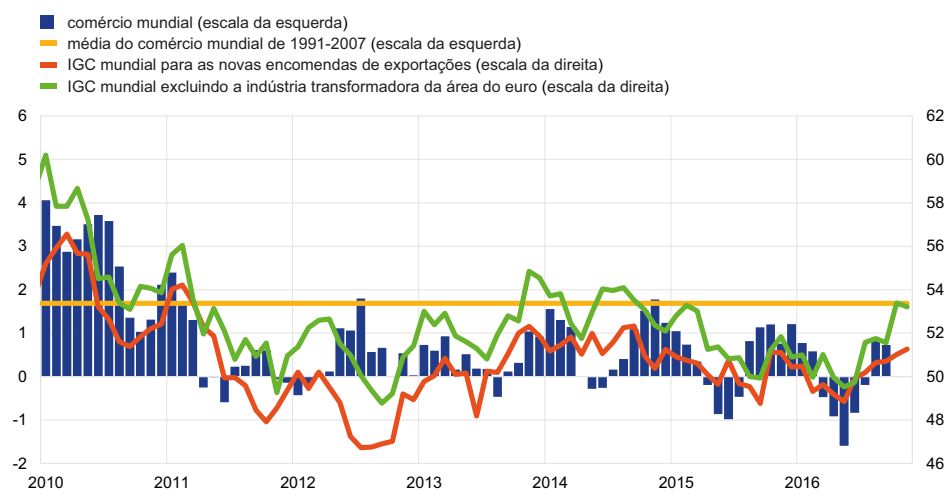
O comércio mundial ganhou algum dinamismo no segundo semestre deste ano.

Excluindo a área do euro, as importações mundiais foram revistas ligeiramente em alta no que respeita ao primeiro semestre de 2016 e os indicadores disponíveis apontam para sinais positivos relativamente às perspetivas de curto prazo. De acordo com dados do Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), após dois trimestres de crescimento negativo, o volume das importações mundiais de bens aumentou 0.7% no terceiro trimestre (ver Gráfico 3). O IGC mundial para novas encomendas de exportações voltou a subir em novembro, o que indica uma melhoria do dinamismo do comércio mundial no último trimestre do ano. Numa análise prospetiva, espera-se que o comércio internacional registre uma expansão, em consonância com a recuperação da atividade mundial. O abrandamento do comércio nos últimos anos é sobretudo estrutural, sendo provável que persista¹. Por conseguinte, pressupõe-se que a elasticidade de médio prazo das importações mundiais ao crescimento do PIB permaneça significativamente abaixo dos níveis anteriores à crise.

Gráfico 3

Comércio mundial de bens

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



Fontes: Markit, CPB e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a novembro de 2016 para os IGC e a setembro de 2016 para o comércio mundial.

¹ Para mais pormenores, consultar *Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?*, Documento de Trabalho Ocasional do BCE, n.º 178, setembro de 2016.

Em termos gerais, o crescimento mundial deverá aumentar de forma gradual no período de 2016 a 2019.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento do PIB real mundial excluindo a área do euro deverá acelerar gradualmente de 3.0% em 2016 para 3.5% em 2017, 3.7% em 2018 e 3.8% em 2019. Espera-se que o crescimento da procura externa da área do euro aumente de 1.5% em 2016 para 2.4% em 2017, 3.4% em 2018 e 3.6% em 2019. Em comparação com as projeções de setembro de 2016, o crescimento mundial permanece globalmente inalterado, enquanto o crescimento da procura externa da área do euro foi revisto ligeiramente em sentido descendente, devido sobretudo ao crescimento mais baixo das importações em algumas economias avançadas.

A incerteza em torno das projeções de referência para a atividade mundial aumentou recentemente, mas o equilíbrio de riscos permanece enviesado no sentido descendente, em particular para as EME.

Do lado ascendente, a possível adoção de uma orientação de política orçamental mais expansionista nos Estados Unidos poderá apoiar esta economia e a economia mundial. Os riscos em sentido descendente incluem um possível aumento do protecionismo comercial e uma maior restritividade das condições financeiras a nível mundial, o que poderá expor os países com desequilíbrios internos ou externos prevalentes a pressões intensificadas dos mercados financeiros. A reversão da alavancagem excessiva nas EME – em particular, na China – poderá igualmente levar a um abrandamento do crescimento da procura interna, suscitar preocupações em termos de estabilidade financeira e provocar saídas de capital. Por último, persistem ainda riscos geopolíticos.

Evolução dos preços a nível mundial

Os efeitos de anteriores quedas dos preços do petróleo continuam a pesar sobre a inflação global a nível mundial, embora o impacto esteja a diminuir lentamente.

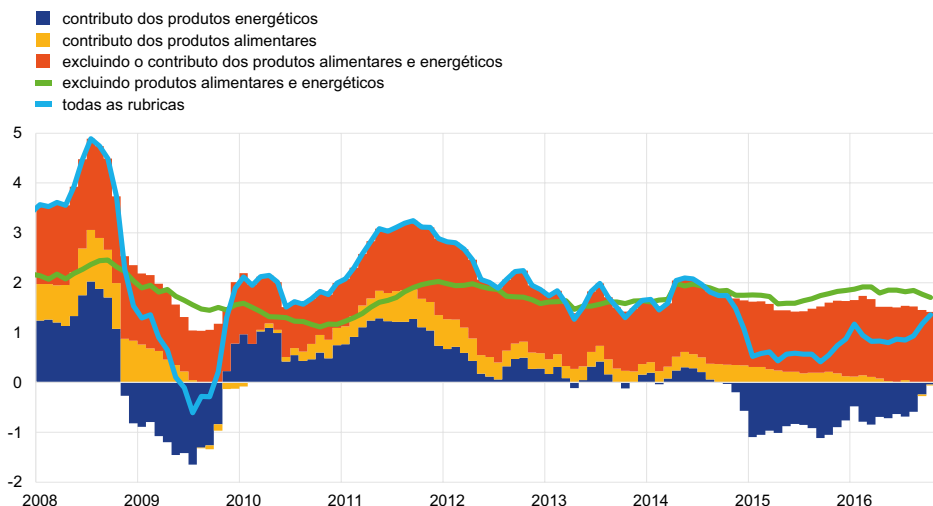
Nos países da OCDE, a inflação homóloga medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) aumentou para 1.4% em outubro, face a 1.2% no mês anterior, em resultado de um crescimento menos negativo dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. Embora permaneça em níveis reduzidos, tal representa um aumento significativo em relação ao primeiro semestre do ano, quando a inflação medida pelo IPC era, em média, de 0.9%. Excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, a inflação homóloga nos países da OCDE diminuiu ligeiramente em outubro, situando-se em 1.7% (ver Gráfico 4). Nas economias avançadas, a inflação global aumentou nos Estados Unidos, no Japão e no Canadá, tendo registado uma descida moderada no Reino Unido. Nas principais economias não pertencentes à OCDE, a inflação diminuiu na Índia, no Brasil e na Rússia, mas aumentou na China.

O preço do petróleo registou uma subida pronunciada após a reunião da OPEP realizada em 30 de novembro. Antes dessa data, o anúncio efetuado pela OPEP da sua intenção de reintroduzir uma quota de produção fomentou

Gráfico 4

Inflação dos preços no consumidor nos países da OCDE

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: OCDE.

Nota: A última observação refere-se a outubro de 2016.

a incerteza no mercado. Após a decisão coordenada da OPEP e de alguns produtores não pertencentes à OPEP no sentido de cortar a produção em, respetivamente, 1.2 e 0.6 milhões de barris por dia no primeiro semestre de 2017, o preço do petróleo bruto Brent subiu mais de 10%, situando-se em USD 52 por barril em 7 de dezembro (em comparação com USD 46 em 29 de novembro). Numa análise prospetiva, os níveis historicamente elevados de existências ainda servem de amortecedores face a grandes aumentos de preços, mas a restrição combinada da oferta favorecerá uma redução regular das existências. A caixa 1 analisa a nova estratégia de oferta da OPEP e discute as perspetivas para os preços do petróleo a curto e médio prazo no âmbito de padrões de oferta alternativos. Os preços das matérias-primas não petrolíferas em termos agregados registaram uma subida acentuada, sendo impulsionados pela reação dos preços dos metais a notícias de que a procura por parte da China permanecerá forte e, mais recentemente, ao anúncio de novos investimentos em infraestruturas nos Estados Unidos.

A inflação mundial deverá aumentar lentamente no futuro. A expectativa é de que os efeitos de anteriores quedas dos preços do petróleo e de outras matérias-primas continuem a diminuir, atenuando os entraves à inflação global. Em termos prospetivos, a trajetória ascendente da curva de futuros do petróleo aponta para aumentos dos preços do petróleo ao longo do horizonte de projeção. Por seu turno, a ainda abundante capacidade produtiva disponível a nível mundial deverá exercer pressões em sentido descendente sobre a inflação subjacente durante algum tempo.

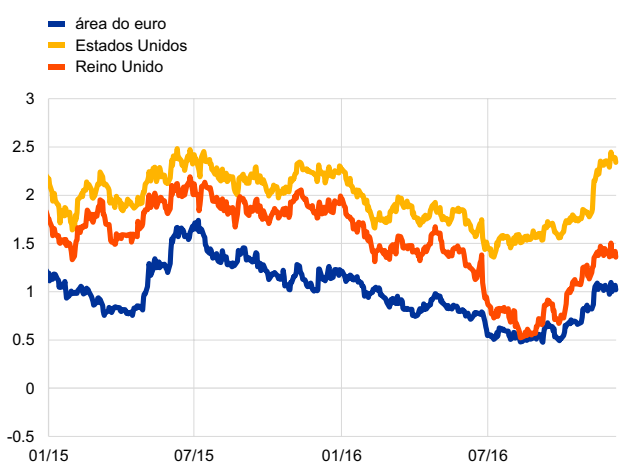
2 Evolução financeira

Desde a reunião de política monetária do Conselho do BCE em setembro, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro registaram uma subida e a curva a prazo da EONIA tornou-se mais acentuada. A subida das taxas de rendibilidade nominais deveu-se principalmente a expectativas de maior inflação. Os diferenciais das obrigações das empresas aumentaram ligeiramente mas mantiveram-se abaixo do nível registado no início de março de 2016, quando foi anunciado o programa de compra de ativos do setor empresarial. No geral, os preços das ações tiveram um aumento marginal na área do euro, enquanto as cotações das ações dos bancos registaram um desempenho superior ao do índice alargado.

Gráfico 5

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.

Nota: Para a área do euro, é apresentada a média ponderada pelo PIB das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos na área do euro.

As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo na área do euro aumentaram desde o início de setembro.

Durante o período em análise (entre 8 de setembro e 7 de dezembro de 2016), a taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da área do euro registou um aumento de cerca de 50 pontos base para 0.35%. No mesmo período, a taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos ponderada pelo PIB aumentou também 50 pontos base, para um nível ligeiramente superior a 1% (ver Gráfico 5). O aumento das taxas de juro verificou-se a partir do início de outubro, tendo revertido cerca de metade da considerável descida da taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* da área do euro registada desde o início do ano, o que fez regressar esta taxa a 10 anos ao nível observado em meados de fevereiro. Nos vários países, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a dez anos tiveram também um aumento entre 40 e 90 pontos base, enquanto os diferenciais das obrigações soberanas face à taxa das

obrigações do Tesouro alemãs a 10 anos se alargaram entre 5 e 50 ponto base, à exceção da Grécia, onde os diferenciais tiveram uma redução superior a 200 pontos base. O maior alargamento dos diferenciais das obrigações soberanas ocorreu em Itália e esteve principalmente associado à incerteza política resultante do referendo constitucional realizado no país em 4 de dezembro.

O aumento das taxas de rendibilidade dos swaps indexados pelo prazo *overnight* e das obrigações soberanas na área do euro desde o início de outubro refletiu em parte a tendência ascendente mundial das taxas de juro de longo prazo.

Esta tendência foi mais pronunciada nos Estados Unidos, onde as taxas de rendibilidade aumentaram devido principalmente às crescentes expectativas de mercado de maior inflação associada a possíveis estímulos orçamentais e protecionismo, com prováveis implicações para a trajetória da política monetária no futuro próximo. Na área do euro, taxas de rendibilidade mais elevadas refletiram primeiro principalmente um aumento das taxas de juro reais.

Após as eleições presidenciais nos Estados Unidos, porém, as expectativas de inflação desempenharam um papel preponderante no aumento das taxas de rendibilidade nominais.

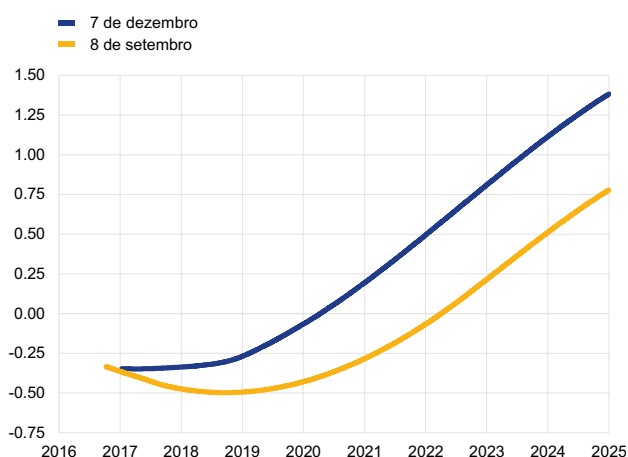
O aumento das taxas de rendibilidade nominais traduziu-se numa subida significativa do nível e inclinação da curva a prazo da EONIA.

Verificou-se uma alteração significativa na forma e posição da curva a prazo da EONIA desde o início de outubro, tendo a inclinação da curva registado um aumento de cerca de 60 pontos base ao longo do período em análise (ver Gráfico 6). As alterações na forma da curva sugerem que as taxas de rendibilidade nominais mais elevadas ao longo do período em análise se devem também às reduzidas expectativas quanto a uma política mais acomodatória do BCE. Isso pode ser observado no desaparecimento do segmento descendente mais curto da curva, que passou a ser horizontal, indicando que os participantes no mercado não esperam novos cortes na taxa de juro da facilidade permanente de depósito. A EONIA manteve-se estável ao longo do período em análise em torno de -35 ponto base. Em linha com o padrão habitual, a EONIA aumentou temporariamente para -32 ponto base por volta do final do terceiro trimestre de 2016. Durante o período em análise, a liquidez excedentária no setor bancário² registou um aumento de cerca de €147 mil milhões para €1185 mil milhões, principalmente impulsionado por compras pelo Eurosistema, ao abrigo do Programa de Compra de Ativos alargado. A Caixa 2 apresenta informações mais detalhadas sobre a evolução das condições de liquidez e as operações de política monetária na área do euro.

Gráfico 6

Taxas implícitas nos contratos a prazo da EONIA

(percentagens por ano)

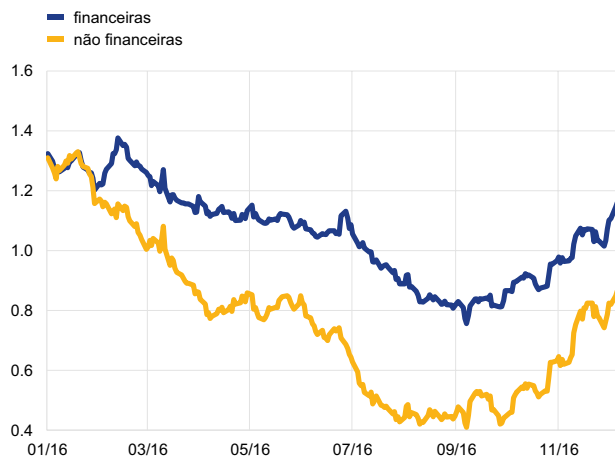


Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Gráfico 7

Taxas de rendibilidade das obrigações das empresas da área do euro

(percentagens por ano)



Fonte: Thomson Reuters.

Nota: Taxa de rendibilidade média das classes de notação entre AAA e BBB.

² A liquidez excedentária é definida como depósitos na facilidade permanente de depósito, líquidos do recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez, mais detenções em conta corrente superiores aos contributos para os requisitos de reservas mínimas.

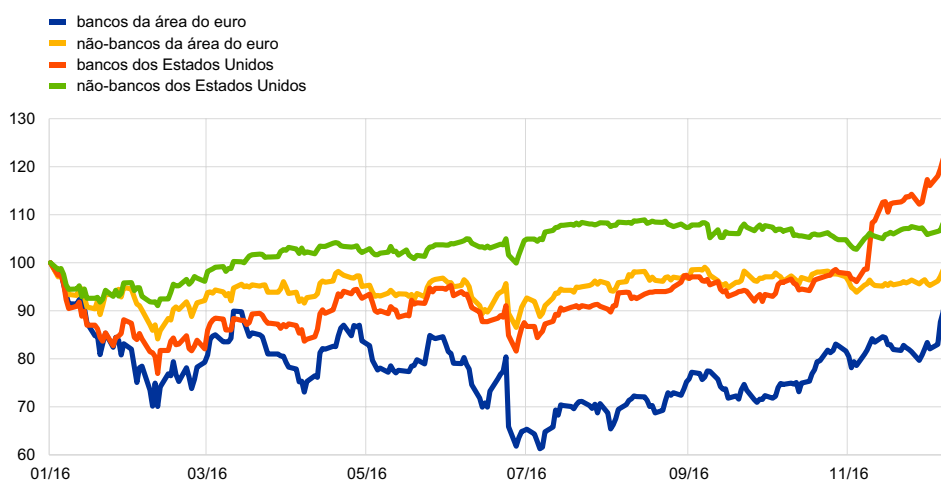
A tendência descendente dos diferenciais das obrigações emitidas por sociedades não financeiras (SNF) prevalecente desde o anúncio do CSPP pelo Conselho do BCE em março foi interrompida. Após uma fase de diminuição das taxas de rendibilidade que teve início em meados de fevereiro – incluindo uma inversão de curta duração em junho atribuível às tensões desencadeadas pelo referendo no Reino Unido – as taxas de rendibilidade das obrigações emitidas por SNF da área do euro aumentaram em todas as classes de notação desde o início de setembro (ver Gráfico 7). Porém, os aumentos foram, no geral, comedidos – cerca de 35 pontos base em média em todas as classes de notação – e os diferenciais face às taxas sem risco tiveram apenas um ligeiro aumento. Assim, atualmente, as taxas de rendibilidade mais elevadas das obrigações das empresas não indicam um forte aumento da perceção de mercado dos riscos empresariais. Os diferenciais das obrigações das empresas face à curva correspondente de obrigações com notação AAA da área do euro alargaram-se cerca de 10-20 pontos base, dependendo da notação das obrigações das SNF. Apesar dos recentes aumentos, em 1 de dezembro, os diferenciais face às obrigações das SNF com notação AA, A e BBB situaram-se ainda num nível entre 10 e 35 pontos base abaixo do registado no início de março de 2016, quando o Conselho do BCE anunciou o lançamento do CSPP. No setor financeiro, os diferenciais das obrigações aumentaram também ligeiramente em todas as classes de notação ao longo do período em análise, entre 2 e 20 pontos base.

No geral, os preços das ações na área do euro registaram uma subida marginal desde o início de setembro, enquanto as valorizações tiveram um aumento acentuado no setor bancário. O índice EURO STOXX alargado teve um aumento de 1.3% ao longo do período em análise, enquanto as ações dos bancos da área do euro tiveram uma subida de cerca de 16% (ver Gráfico 8). Depois de terem oscilado em setembro, os preços das ações dos bancos registaram uma subida acentuada. Esta evolução esteve principalmente associada a dois fatores: a indicação da perceção entre os participantes no mercado de uma finalização menos

Gráfico 8

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

(1 de janeiro de 2016 = 100)



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.

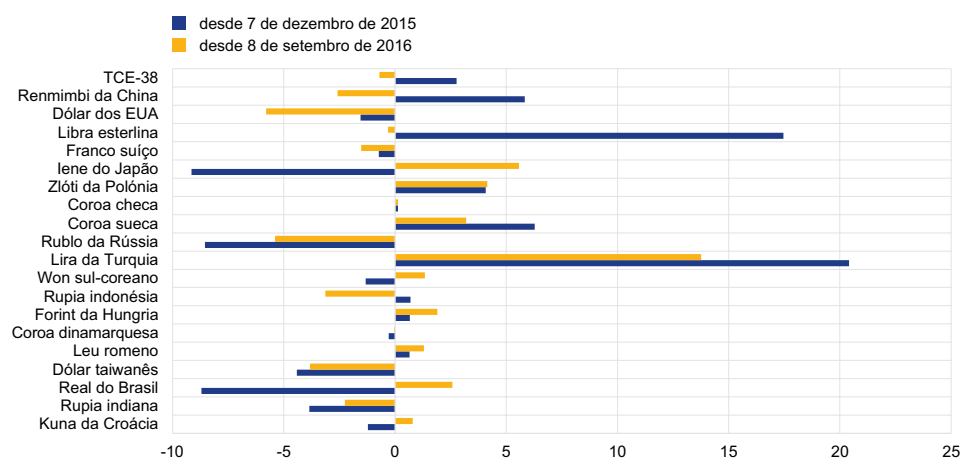
rigorosa do quadro de Basileia III, que se pode ter intensificado após o resultado das eleições nos Estados Unidos, e um aumento da inclinação da curva de rendimentos, refletindo uma melhoria do crescimento mundial e das perspetivas da inflação, que apoiam os lucros esperados dos bancos. Num horizonte mais alargado, e no que se refere aos seus mínimos na sequência do resultado do referendo relativo à permanência do Reino Unido na UE no final de junho, os preços das ações dos bancos tiveram um aumento de cerca de 35%. Ao mesmo tempo, a incerteza nos mercados – medida pelas expetativas de volatilidade dos preços das ações – manteve-se, no geral, estável durante o período em análise. No início de dezembro, a volatilidade implícita nos mercados acionistas na área do euro é de 15% numa base anualizada, enquanto nos Estados Unidos se situa ligeiramente acima de 11%.

Nos mercados cambiais, o euro manteve-se praticamente estável em termos ponderados pelo comércio. Em termos bilaterais, desde 8 de setembro, o euro depreciou-se 5% face ao dólar dos EUA, refletindo um aumento dos diferenciais das taxas de rendibilidade após o início de novembro. O euro depreciou-se também face ao renminbi da China (1.9%), bem como face às moedas de outras economias emergentes da Ásia. Ao mesmo tempo, o enfraquecimento generalizado do iene do Japão refletiu-se numa apreciação do euro em 6.6% face à moeda japonesa. O euro manteve-se praticamente estável face às restantes principais moedas, incluindo a libra esterlina (+0.6%), num contexto de continuada incerteza após o resultado do referendo no Reino Unido, e o franco suíço (-0.8%), tendo-se apreciado face às moedas de muitos outros países da União Europeia (ver Gráfico 9).

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. As variações são calculadas com referência às taxas prevalecentes em 7 de dezembro de 2016.

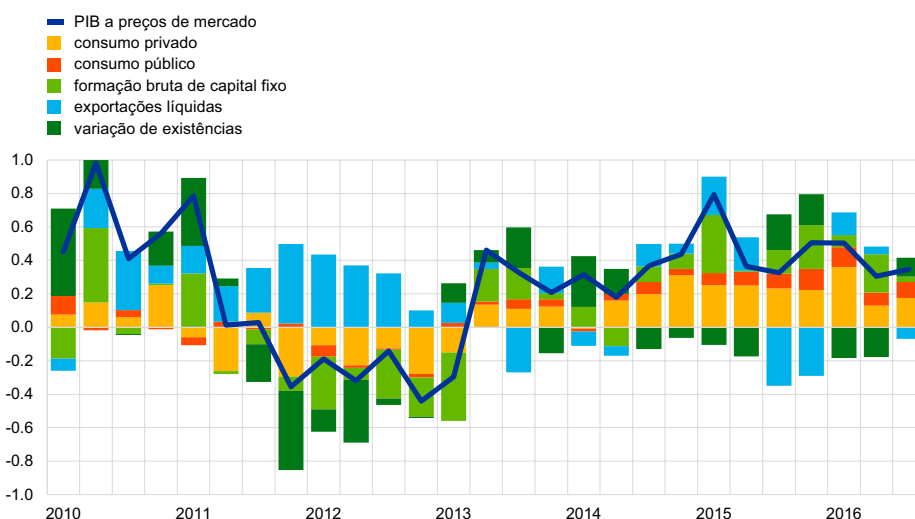
A atual expansão económica continua a ser moderada, mas a fortalecer-se. A transmissão das medidas de política monetária do BCE à economia real está a sustentar a procura interna e a facilitar a desalavancagem. As melhorias registadas na rentabilidade das empresas e as condições de crédito muito favoráveis continuam a promover a recuperação do investimento. Progressos sustentados em termos de emprego, que também beneficiam de anteriores reformas estruturais, e preços do petróleo ainda relativamente reduzidos deverão proporcionar um apoio adicional ao rendimento disponível real das famílias e ao consumo privado. As projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que o PIB real da área do euro cresça 1.7% em 2016 e 2017 e 1.6% em 2018 e 2019. Os riscos que rodeiam as perspetivas de crescimento para a área do euro permanecem enviesados no sentido descendente.

A atividade económica na área do euro continuou a registar uma expansão no terceiro trimestre de 2016. O PIB real cresceu 0.3%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre do ano, em linha com a dinâmica do crescimento observada nos últimos três anos e meio. Em termos gerais, o crescimento do PIB real da área do euro foi suportado por melhorias na procura interna, enquanto o contributo do comércio líquido foi negativo (ver Gráfico 10). Assim, o dinamismo de crescimento tem-se revelado bastante resistente à fragilidade do comércio mundial e aos recentes picos registados nas medidas de incerteza política³.

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.

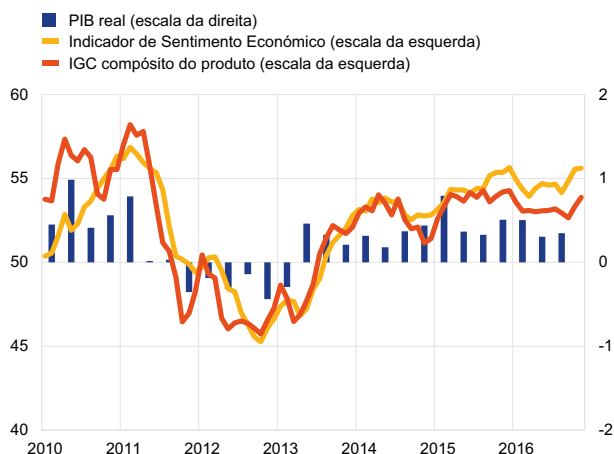
Nota: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2016.

³ O artigo intitulado "The impact of uncertainty on activity in the euro area", na presente edição do Boletim Económico, analisa com maior pormenor várias medidas de incerteza e as possíveis implicações para a atividade económica da área do euro.

Gráfico 11

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

(taxas de crescimento trimestrais; saldos percentuais normalizados; índices de difusão)



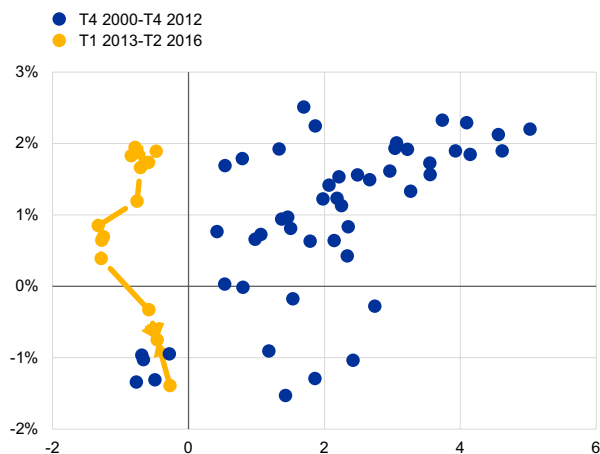
Fontes: Markit, Comissão Europeia e Eurostat.

Notas: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2016 e a novembro de 2016 para o Indicador de Sentimento Económico e o IGC, respetivamente.

Gráfico 12

Endividamento das famílias e consumo privado

(eixo dos x: variação do endividamento das famílias (pontos percentuais, dados homólogos); eixo dos y: crescimento do consumo (percentagens, dados homólogos))



Fontes: Eurostat e BCE.

Notas: O endividamento das famílias é definido como a percentagem de empréstimos em relação ao rendimento disponível bruto, corrigida da variação da participação líquida das famílias nas provisões de pensões. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2016.

No lado da produção, o valor acrescentado expandiu-se 0.3%, em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre de 2016, e foi impulsionado pela indústria (excluindo construção) e serviços, bem como pela construção. Enquanto o valor acrescentado na indústria e nos serviços tem registado uma recuperação desde 2013, o setor da construção tem apresentado um desfasamento e apenas recentemente revelou sinais de estabilização e de uma retoma emergente. A expansão da recuperação é encorajadora, uma vez que os períodos de baixa dispersão do crescimento em todos os setores têm sido tipicamente acompanhados de um maior crescimento global.

Os indicadores apontam para a continuação da tendência de crescimento no quarto trimestre de 2016. O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia e o Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto apresentaram melhorias generalizadas nos setores e países em outubro e novembro. O aumento do sentimento refletiu uma melhoria na avaliação da atual situação, bem como expectativas mais elevadas de atividade económica. Os valores médios de ambos os inquéritos em outubro e novembro situaram-se em níveis mais elevados do que no terceiro trimestre e acima das respetivas médias de longo prazo (ver Gráfico 11).

A resiliência da expansão económica ainda é principalmente apoiada pelo consumo privado, o qual registou um aumento de 0.3% em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre de 2016.

Este ligeiro aumento face ao segundo trimestre foi alimentado por uma dinâmica sólida dos rendimentos das famílias, apoiada pela melhoria dos mercados de trabalho da área do euro. Em contraste com o período antes da crise, quando estava normalmente associado a crescentes rácios de dívida, o crescimento do consumo tem estado recentemente relacionado com uma diminuição gradual do rácio de dívida das famílias (ver Gráfico 12). Tal realça a sustentabilidade

e resiliência do consumo privado como o principal fator impulsionador da atual expansão económica, sobretudo dado o facto de os mercados de trabalho continuarem a recuperar e a confiança dos consumidores permanecer elevada.

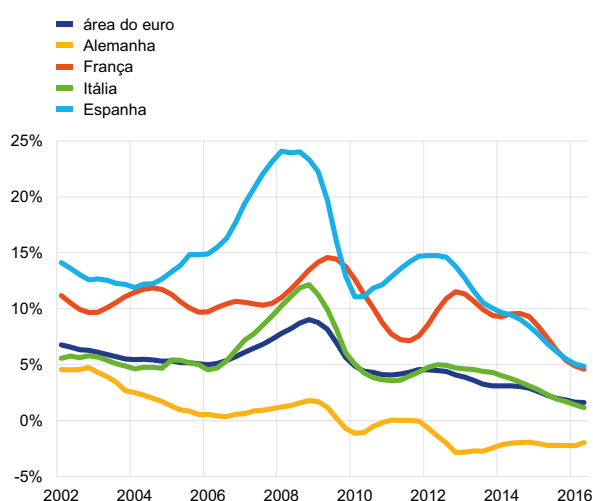
As melhorias registadas nos mercados de trabalho da área do euro continuam a apoiar o consumo privado. O desemprego da área do euro prosseguiu a tendência de descida que começou no início de 2013. A taxa de desemprego

situou-se em 10% no terceiro trimestre de 2016, a taxa mais baixa desde meados de 2011, antes de continuar a descer em outubro, atingindo 9.8%. Medidas mais amplas de falta de dinamismo do mercado de trabalho - que também têm em conta setores da população em idade ativa que trabalham a tempo parcial involuntariamente ou que abandonaram o mercado de trabalho - mantêm-se elevadas, e estão a diminuir a um ritmo inferior ao do desemprego agregado. O emprego continuou a registar uma expansão no segundo trimestre e, em resultado, o nível do emprego na área do euro registou um aumento de 2.3 milhões, face ao nível observado um ano antes. O nível do emprego na área do euro também se situa menos de 1% abaixo do pico pré-crise registado no segundo trimestre de 2008. Informação mais atualizada, como a disponibilizada por inquéritos, aponta ainda para a continuação de melhorias nos mercados de trabalho da área do euro no futuro próximo.

Gráfico 13

Encargos com juros líquidos das sociedades não financeiras

(percentagem do excedente de exploração bruto)



Fontes: Eurostat e BCE.

Notas: As percentagens têm por base médias móveis de quatro trimestres. A última observação refere-se ao segundo trimestre de 2016.

O investimento continuou a crescer no terceiro trimestre, principalmente devido a uma retoma da atividade de construção. Enquanto a produção de bens de investimento apenas registou um modesto crescimento no terceiro trimestre de 2016, o produto do setor da construção registou um crescimento mais forte. O aumento do investimento em construção foi sobretudo impulsionado por melhorias nos mercados da habitação na área do euro, tendo sido generalizado a todos os países. De acordo com o inquérito da Comissão Europeia realizado no quarto trimestre de 2016, a procura percecionada como uma restrição à produção de bens de investimento caiu para o seu nível mais baixo desde o início da Grande Recessão. A melhoria das condições financeiras, a maior confiança no setor da construção e um número crescente de licenças de construção emitidas apontam igualmente para uma recuperação do crescimento do investimento no quarto trimestre.

À medida que a procura regista nova recuperação, apoiada pela política monetária muito acomodatória

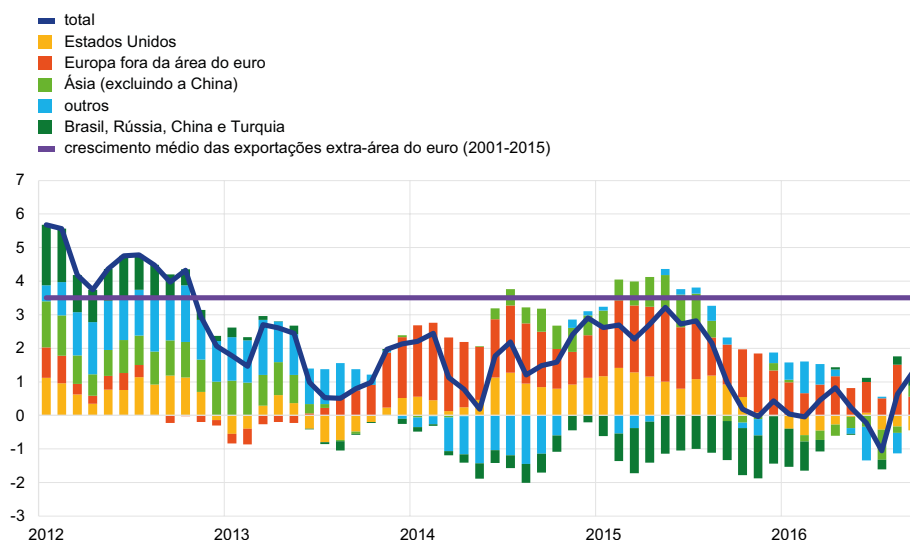
do BCE, o investimento empresarial e o investimento em construção deverão fortalecer-se novamente. Os encargos com juros líquidos das sociedades não financeiras têm registado uma queda contínua desde 2013 (ver Gráfico 13) e o aumento resultante dos lucros deverá encorajar o investimento, também à luz da necessidade de substituir o capital após anos de formação de capital fixo fraca. Contudo, o ritmo lento de implementação de reformas, sobretudo em alguns países, bem como fracas perspetivas de crescimento potencial, poderão atenuar o crescimento do investimento. A este respeito, a conjuntura empresarial num conjunto de países permanece relativamente desfavorável, pelo que devem ser tomadas medidas para abordar esta questão (para mais pormenores, ver igualmente a Caixa 3, intitulada “Indicadores estruturais da conjuntura empresarial da área do euro”).

A conjuntura externa continuou a exercer pressões sobre a atividade na área do euro no terceiro trimestre de 2016 e o crescimento do total das exportações permaneceu moderado. Embora tenha recuperado ligeiramente nos últimos meses, o crescimento das exportações extra-área do euro permaneceu moderado (ver Gráfico 14). A fraca dinâmica das exportações no terceiro trimestre deveu-se principalmente à diminuição das exportações para os Estados Unidos e os países da OPEP. Quer a Rússia quer a América Latina deram contributos globalmente neutros para o crescimento das exportações de bens, enquanto a Ásia (incluindo a China) e os países europeus não pertencentes à área do euro deram contributos positivos. As quotas de mercado das exportações da área do euro têm permanecido globalmente estáveis no terceiro trimestre, o que sugere que os impactos positivos desfasados da depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro se estão a desvanecer. Os inquéritos relativos ao quarto trimestre de 2016 e as encomendas de exportação extra-área do euro apontam para uma dinâmica moderada das exportações no curto prazo, embora registando melhorias. Numa análise prospetiva, as exportações extra-área do euro deverão expandir no seguimento de uma recuperação gradual do comércio mundial. Contudo, os riscos para as perspetivas relativas ao comércio estão relacionados com possíveis efeitos adversos resultantes de um aumento da incerteza relativa às políticas comerciais.

Gráfico 14

Exportações de bens extra-área do euro

(taxas de variação homólogas (%) da média móvel de 3 meses; contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

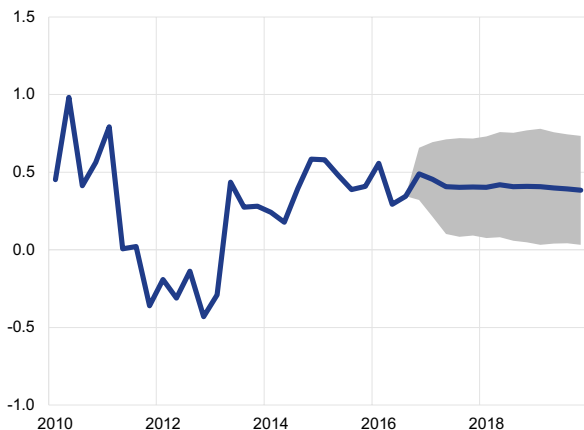
Notas: As últimas observações referem-se a setembro de 2016, à exceção de "Europa fora da área do euro" e "outros", nos quais os dados mais recentes se referem a agosto de 2016. As exportações de bens extra-área do euro são expressas em volumes.

Em termos gerais, prevê-se que a expansão económica na área do euro prossiga a um ritmo moderado, mas firme. As medidas de política monetária continuam a ser transmitidas à economia real, apoiando a procura interna e facilitando a desalavancagem. As melhorias na rentabilidade das empresas e as condições de financiamento muito favoráveis continuam a promover a recuperação do investimento. Progressos sustentados em termos de emprego, que também

Gráfico 15

PIB real da área do euro (incluindo projeções)

(taxas de variação trimestrais em cadeia)



Fontes: Eurostat e projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema.

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

beneficiam de anteriores reformas estruturais, proporcionam um apoio ao rendimento disponível real das famílias e ao consumo privado. Simultaneamente, existem indicações de uma recuperação a nível mundial ligeiramente mais forte. No entanto, espera-se que o crescimento económico na área do euro seja atenuado por um ritmo lento de implementação de reformas estruturais e por ajustamentos remanescentes de balanços em vários setores.

As projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem um aumento do PIB real anual de 1.7% em 2016 e 2017 e 1.6% em 2018 e 2019 (ver Gráfico 15). Comparativamente às projeções macroeconómicas de setembro de 2016 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas de crescimento do PIB real mantêm-se globalmente inalteradas. Os riscos que rodeiam as perspetivas de crescimento para a área do euro permanecem enviesados no sentido descendente.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro situou-se em 0.6% em novembro de 2016, tendo registado uma subida face ao recente valor mínimo de -0.2% em abril. Entretanto, a dinâmica dos preços subjacente continua a não revelar sinais claros de uma tendência ascendente. Numa análise prospetiva, é provável que as taxas de inflação continuem a subir na viragem do ano para valores acima de 1%, em grande medida devido a efeitos de base na taxa de variação homóloga dos preços dos produtos energéticos. Apoiadas pelas medidas de política monetária do BCE e pela retoma económica esperada, as taxas de inflação deverão registar nova subida em 2017, 2018 e 2019. Este padrão encontra-se também refletido nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, que indicam que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situará em 0.2% em 2016, 1.3% em 2017, 1.5% em 2018 e 1.7% em 2019.

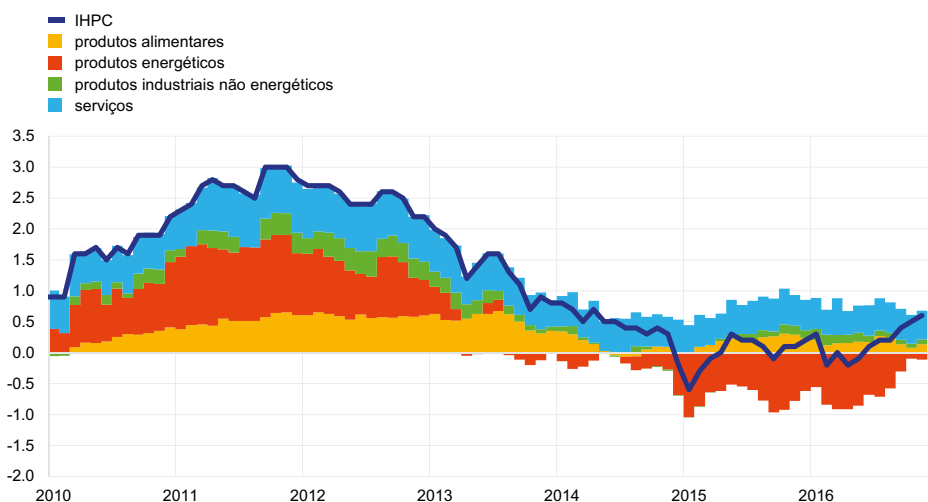
A inflação global continuou o seu movimento em sentido ascendente em novembro.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação medida pelo IHPC aumentou novamente em novembro, situando-se em 0.6%, o que compara com 0.5% em outubro e 0.4% em setembro (ver Gráfico 16). O aumento em novembro foi impulsionado sobretudo por uma inflação dos preços dos produtos alimentares mais forte, ao passo que, nos meses precedentes, o dinamismo ascendente deveu-se principalmente à inflação dos preços dos produtos energéticos mais elevada. No entanto, o contributo dos preços dos produtos alimentares para a inflação global manteve-se num nível relativamente baixo face aos padrões históricos.

Gráfico 16

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

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a novembro de 2016.

A trajetória da inflação dos preços dos produtos energéticos continuou a definir o perfil da inflação global.

Novas descidas dos preços do petróleo em dezembro de 2015 e janeiro de 2016, que afetam a inflação dos preços dos produtos energéticos, em especial através dos preços dos combustíveis para transportes e aquecimento, provocaram uma queda da inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC para um valor mínimo de -8.7% em abril de 2016. Subsequentemente, a taxa de inflação homóloga da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC registou um forte movimento ascendente e recuperou para -0.9% em outubro de 2016, sobretudo devido a efeitos de base em sentido ascendente, diminuindo de novo ligeiramente para -1.1% em novembro. Não obstante esta ligeira descida, com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que a inflação da componente de preços dos produtos energéticos do IHPC volte a aumentar de forma pronunciada nos próximos meses. A tendência ascendente da inflação dos preços dos produtos energéticos desde abril de 2016 foi responsável pela maior parte do aumento da inflação global medida pelo IHPC, de 0.8 pontos percentuais, de abril a novembro de 2016.

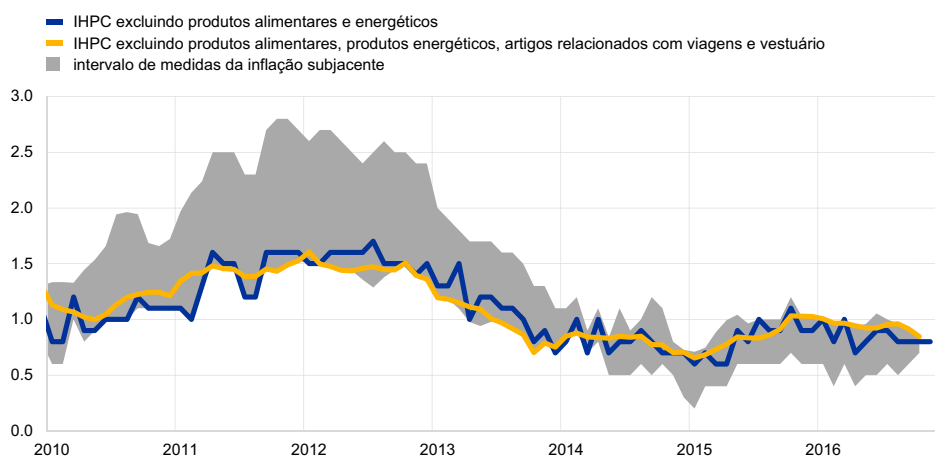
A maioria das medidas de inflação subjacente continua a não revelar sinais de uma tendência ascendente.

A inflação homóloga medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos oscilou entre 0.7% e 1.0% desde o início de 2016 e manteve-se inalterada, em 0.8%, desde agosto. Da mesma forma, outras medidas de inflação subjacente não mostraram sinais claros de dinamismo ascendente (ver Gráfico 17). A ausência de qualquer dinamismo ascendente na inflação subjacente poderá, em parte, ter ficado a dever-se aos efeitos descendentes indiretos de anteriores descidas acentuadas dos preços do petróleo e de outras matérias-primas, as quais se concretizam com um desfaseamento. Mais importante ainda, as pressões sobre os custos internos – em particular, o

Gráfico 17

Medidas da inflação subjacente

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



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 2016 (IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) e a outubro de 2016 (restantes medidas).

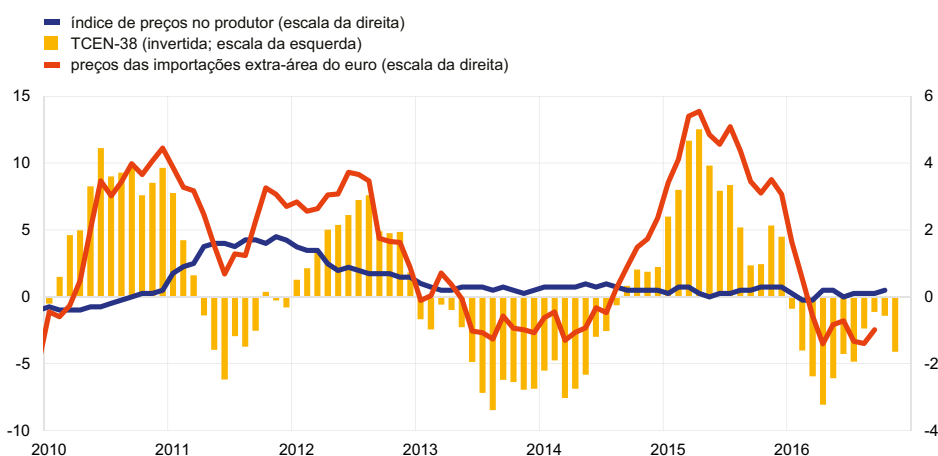
crescimento dos salários – também permaneceram moderadas. O crescimento baixo das rendas, que constituem uma parte importante da componente de serviços do IHPC, é igualmente um entrave à inflação subjacente, dado que a inflação dos preços das rendas continua a situar-se muito abaixo da sua média histórica (ver análise na Caixa 4).

A inflação dos preços das importações permaneceu negativa, ao passo que a inflação dos preços no produtor continuou a ser bastante estável. A taxa de crescimento homóloga dos preços das importações de bens de consumo não alimentares registou uma ligeira recuperação, passando de -1.4% em agosto para -1.0% em setembro e -0.6% em outubro. Desde março de 2016, os preços das importações não contribuíram para as pressões ascendentes sobre os preços, refletindo principalmente o impacto da apreciação da taxa de câmbio efetiva do euro desde o início do ano (ver Gráfico 18). Ao longo da cadeia de preços, os preços no produtor das vendas internas de bens de consumo não alimentares mantiveram-se globalmente estáveis, com a taxa de crescimento homóloga a situar-se em 0.2% em outubro. Embora a melhoria observada nas condições económicas possa ter exercido uma pressão ascendente sobre os preços no produtor, tal poderá ter sido compensado pelos preços baixos dos fatores de produção relacionados com as matérias-primas e, de um modo mais geral, pelas pressões desinflacionistas mundiais.

Gráfico 18

Preços no produtor e preços das importações

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Dados mensais. As últimas observações referem-se a outubro de 2016 para os preços das importações e para o IPP e a novembro de 2016 para a TCEN-38 (taxa de câmbio efetiva nominal do euro). A TCEN-38 é invertida. Os valores negativos/positivos no gráfico refletem uma apreciação/depreciação do euro.

O crescimento salarial permaneceu fraco. O crescimento homólogo da remuneração por trabalhador situou-se em 1.1% no segundo trimestre de 2016, face a 1.2% no trimestre anterior. No terceiro trimestre de 2016, o crescimento homólogo dos salários negociados situou-se em 1.4%, ou seja, globalmente inalterado em comparação com os dois trimestres anteriores. A ainda significativa margem disponível no mercado de trabalho, o fraco crescimento da produtividade,

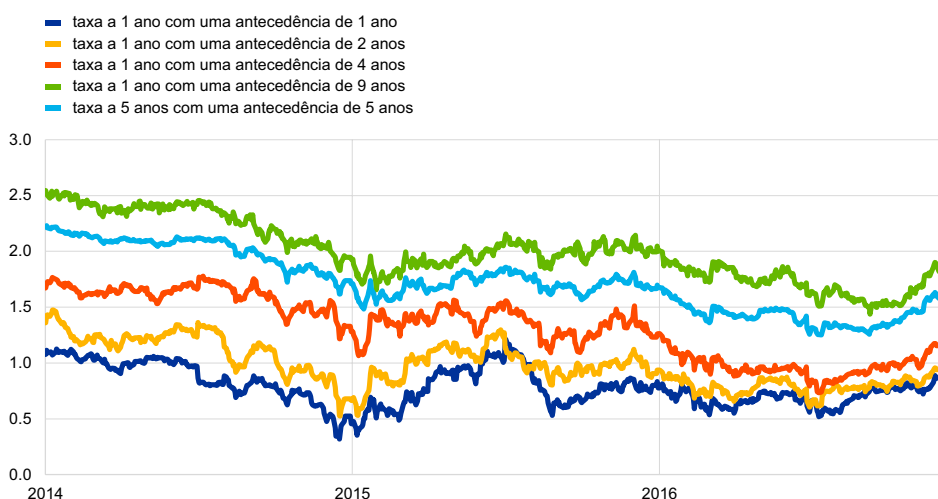
a inflação baixa e o impacto atual das reformas do mercado de trabalho aplicadas em alguns países durante a crise continuaram a afetar adversamente o crescimento dos salários⁴.

As expetativas de inflação a mais longo prazo baseadas no mercado registaram uma ligeira subida, mas permanecem em níveis baixos, e consideravelmente abaixo das medidas baseadas em inquéritos. Desde meados de outubro, verificou-se alguma recuperação das medidas das expetativas de inflação baseadas no mercado nos diversos prazos, ainda que a partir de níveis historicamente baixos (ver Gráfico 19). O nível baixo das medidas das expetativas de inflação baseadas no mercado reflete, em parte, a procura reduzida de proteção da inflação num enquadramento de inflação baixa. Em contraste com as medidas baseadas no mercado, as mais recentes medidas baseadas em inquéritos das expetativas de inflação a longo prazo para a área do euro desde outubro mantiveram-se globalmente estáveis, em torno de 1.8%.

Gráfico 19

Medidas das expetativas de inflação baseadas no mercado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a 7 de dezembro de 2016.

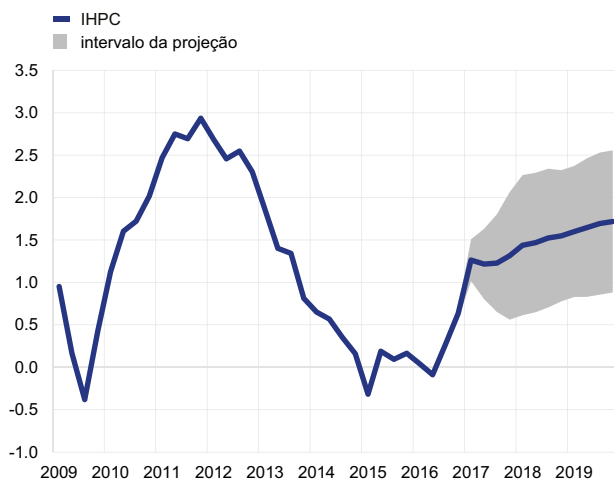
Numa análise prospetiva, projeta-se que a inflação medida pelo IHPC na área do euro aumente significativamente na viragem do ano e continue a sua tendência ascendente de 2017 a 2019. Com base nos atuais preços dos futuros do petróleo, é provável que a inflação global aumente para mais de 1% na viragem do ano, em grande medida devido a efeitos de base na taxa de variação homóloga dos preços dos produtos energéticos. Apoiadas pelas medidas de política monetária do BCE e pela retoma económica esperada, as taxas de inflação deverão registar nova subida em 2017, 2018 e 2019. Com base na informação disponível em meados de novembro, as projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema

⁴ Ver a caixa intitulada “Recent wage trends in the euro area”, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016.

Gráfico 20

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema", publicado no sítio do BCE em 8 de dezembro de 2016.

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

preveem que a inflação medida pelo IHPC se situe em 0.2% em 2016, subindo depois para 1.3% em 2017, 1.5% em 2018 e 1.7% em 2019 (ver Gráfico 20)⁵. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2016 elaboradas por especialistas do BCE, as perspetivas para a inflação medida pelo IHPC permanecem praticamente inalteradas.

A inflação subjacente deverá aumentar gradualmente ao longo do horizonte de projeção, à medida que se intensificam lentamente as pressões ascendentes decorrentes do desvanecimento da margem disponível da economia. A melhoria das condições do mercado de trabalho, como reflete a descida acentuada da taxa de desemprego, deverá impulsionar uma recuperação gradual do crescimento salarial e da inflação subjacente ao longo do horizonte de projeção. No contexto da atual recuperação económica, algumas novas pressões ascendentes sobre a inflação subjacente deverão também materializar-se através de uma melhoria do poder de fixação de preços das empresas e de uma recuperação cíclica relacionada das margens de lucro.

O desvanecimento dos efeitos atenuantes indiretos da evolução dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas deverá igualmente contribuir para o esperado aumento da inflação subjacente. Podem também ser esperados efeitos ascendentes em resultado de um aumento, em termos mais gerais, das pressões sobre os preços a nível mundial. De um modo geral, a recuperação gradual da inflação subjacente deverá sustentar aumentos da inflação global no período de 2017 a 2019.

⁵ Ver o artigo intitulado "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2016", publicado no sítio do BCE em 8 de dezembro de 2016.

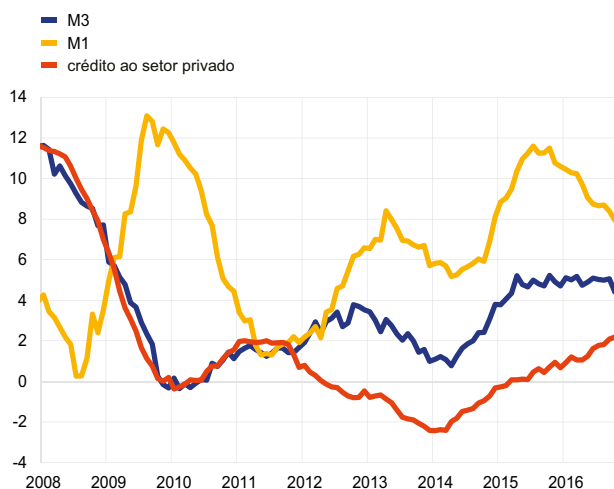
O crescimento do agregado monetário largo manteve-se estável no terceiro trimestre de 2016, mas registou uma ligeira descida em outubro. Paralelamente, o crescimento dos empréstimos ao setor privado aumentou em outubro. O nível reduzido das taxas de juro e os efeitos das medidas de política monetária não convencionais do BCE continuam a sustentar a dinâmica da moeda e do crédito. Estima-se que os fluxos anuais do financiamento externo total das sociedades não financeiras (SNF) tenham continuado a fortalecer-se no terceiro trimestre de 2016.

O crescimento do agregado monetário largo moderou-se em outubro, após um período de ampla estabilidade. A taxa de crescimento anual do M3 desceu para 4.4% em outubro de 2016, tendo oscilado previamente em torno de 5.0% desde abril de 2015 (ver Gráfico 21). Os baixos custos de oportunidade de detenção dos instrumentos mais líquidos numa conjuntura de taxas de juro muito reduzidas e de uma curva de rendimentos horizontal, bem como o impacto das medidas de política monetária do BCE, continuaram a sustentar o crescimento da moeda. Além do mais, o crescimento do M1 anual moderou-se durante o terceiro trimestre de 2016, tendo descido novamente em outubro.

Gráfico 21

M3, M1 e crédito ao setor privado

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



Fonte: BCE.

Notas: Os empréstimos são corrigidos de venda, titularização e *notional cash pooling*. A última observação refere-se a outubro de 2016.

Apesar de um abrandamento do crescimento anual dos depósitos pelo prazo *overnight* no terceiro trimestre de 2016, estes continuaram a ser o maior fator impulsionador do crescimento do M3. Mais especificamente, enquanto a taxa de crescimento anual dos depósitos pelo prazo *overnight* detidos por famílias permaneceu globalmente inalterada no terceiro trimestre e em outubro, o crescimento anual dos depósitos pelo prazo *overnight* das sociedades não financeiras (SNF) diminuiu ao longo destes períodos. A taxa de crescimento da moeda em circulação manteve-se contida, não indicando assim uma tendência geral por parte do setor detentor de moeda de substituir os depósitos por numerário num contexto de taxas de juro muito baixas ou negativas. Os depósitos de curto prazo exceto depósitos *overnight* (ou seja, M2 menos M1) continuaram a contrair-se no terceiro trimestre de 2016 e em outubro. A taxa de crescimento dos instrumentos negociáveis (ou seja, M3 menos M2), uma pequena componente do M3, fortaleceu-se no terceiro trimestre, sustentada

sobretudo pelo crescimento robusto das ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário, tendo abrandado em outubro.

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

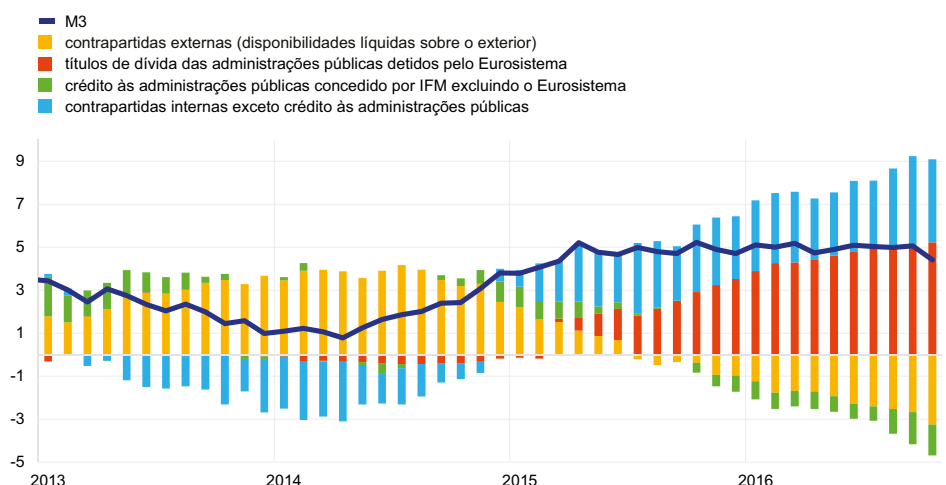
Entre as contrapartidas que deram um contributo positivo para o crescimento do M3 contaram-se as compras de títulos de dívida das administrações públicas por parte

do Eurosistema (ver a porção a vermelho nas barras do Gráfico 22), principalmente no contexto do programa de compra de ativos do setor público por parte do BCE. Além disso, o crescimento do M3 continua a ser sustentado por contrapartidas internas excluindo o crédito às administrações públicas (ver a porção a azul nas barras do Gráfico 22). Tal ficou a dever-se à atual recuperação do crédito ao setor privado, em conjunto com a contração persistente das responsabilidades financeiras de mais longo prazo das IFM. Estas responsabilidades financeiras de mais longo prazo (excluindo capital e reservas), cuja taxa de variação anual foi negativa desde o segundo trimestre de 2012, registaram nova descida no terceiro trimestre de 2016 e em outubro, em particular devido ao impacto das operações de refinanciamento de mais longo prazo direcionadas do BCE (ORPA direcionadas II). Estas ORPA direcionadas constituem um substituto para o financiamento bancário a mais longo prazo baseado no mercado e reduzem o poder atrativo para os investidores da detenção de depósitos de longo prazo e de obrigações bancárias.

Gráfico 22

M3 e suas componentes

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



Fonte: BCE.

Nota: A última observação refere-se a outubro de 2016.

Em contraste, as disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM continuaram a exercer fortes pressões em sentido descendente sobre o crescimento anual do M3, devido à continuação dos fluxos de capital da área do euro (ver a porção a amarelo nas barras do Gráfico 22). As vendas de obrigações de dívida pública da área do euro por parte de não residentes relacionadas com o programa de compra de ativos do setor público contribuem substancialmente para esta tendência, uma vez que as respetivas receitas são investidas sobretudo em instrumentos fora da área do euro. Acresce que as IFM excluindo o Eurosistema aumentaram as suas vendas de títulos de dívida das administrações públicas, o que atenuou o crescimento do M3 (ver a porção a verde nas barras do Gráfico 22).

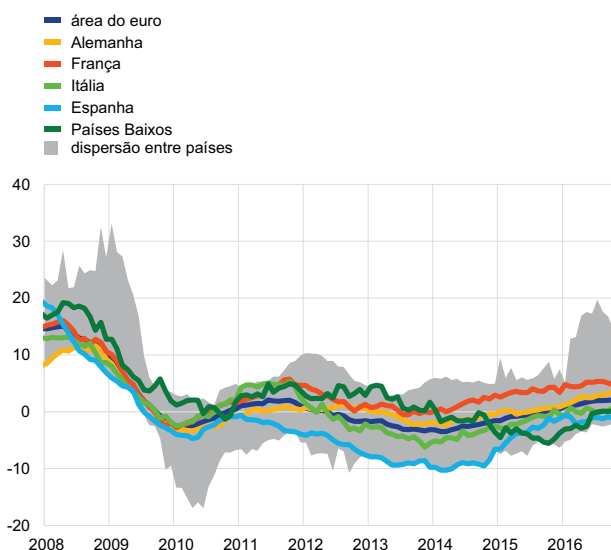
O crescimento dos empréstimos prosseguiu a sua recuperação gradual. A taxa de crescimento anual dos empréstimos das IFM ao setor privado (corrigida de vendas, titularização e notional cash pooling de empréstimos) aumentou no terceiro

trimestre de 2016 e em outubro (ver Gráfico 21). Entre setores, a recuperação dos empréstimos a SNF, depois de alguma perda de dinamismo no terceiro trimestre, retomou uma trajetória ascendente em outubro (ver Gráfico 23). Em termos globais, o crescimento dos empréstimos a SNF recuperou consideravelmente face ao nível mínimo observado no primeiro trimestre de 2014. Esta evolução foi generalizada aos maiores países, embora as taxas de crescimento dos empréstimos ainda sejam negativas em algumas jurisdições. A taxa de crescimento anual dos empréstimos às famílias manteve-se inalterada no terceiro trimestre de 2016 e em outubro (ver Gráfico 24). A descida substancial das taxas ativas bancárias registada em toda a área do euro desde o verão de 2014 (especialmente devido às medidas de política monetária não convencionais do BCE) e as melhorias na oferta e na procura de empréstimos bancários sustentaram estas tendências. Além do mais, os bancos obtiveram progressos em termos de consolidação dos respetivos balanços, embora o nível de crédito não produtivo permaneça elevado em alguns países e possa restringir a concessão de empréstimos.

Gráfico 23

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

(taxas de variação homólogas (%))



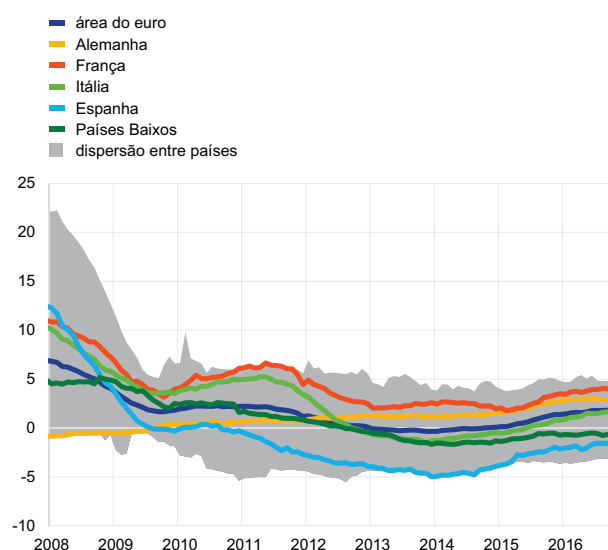
Fonte: BCE.

Notas: Dados corrigidos de vendas, titularização e *notional cash pooling* de empréstimos. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a outubro de 2016.

Gráfico 24

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

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

Notas: Dados corrigidos de vendas, titularização e *notional cash pooling* de empréstimos. A dispersão entre países é calculada como mínimo/máximo com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a outubro de 2016.

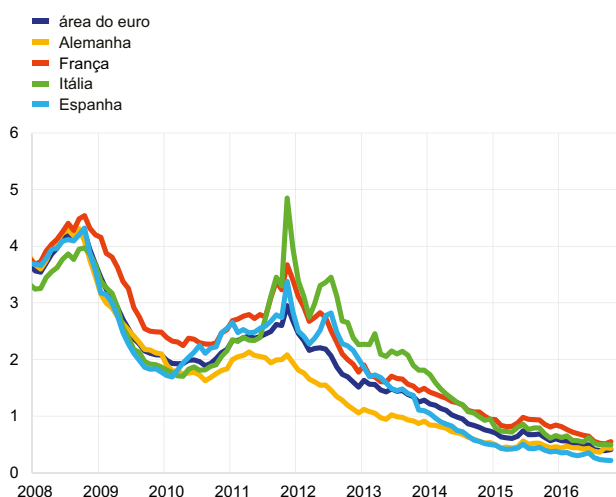
No terceiro trimestre de 2016, o crescimento dos empréstimos continuou a ser sustentado pela procura crescente em todas as categorias de empréstimos, enquanto os critérios de concessão de empréstimos permaneceram inalterados no caso dos empréstimos às empresas (após uma redução da restritividade líquida ao longo dos últimos dois anos) e se tornaram menos restritivos no caso dos empréstimos às famílias. De acordo com o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro de outubro de 2016, as pressões competitivas e, em menor medida, a perceção de risco menor continuou

a ter um impacto atenuante sobre os critérios de concessão de crédito às empresas e às famílias. Além do mais, a crescente procura de empréstimos foi impulsionada sobretudo pelo nível geral reduzido das taxas de juro, pelo aumento das necessidades de financiamento para fusões e aquisições e por perspectivas favoráveis para o mercado da habitação (ver o comunicado relativo ao [inquérito](#)). Neste contexto, a taxa negativa da facilidade permanente de depósito do BCE exerce um impacto positivo sobre os volumes de empréstimos embora tendo um impacto negativo sobre a margem financeira e os spreads aplicados pelos bancos. Acresce que o programa de compra de ativos do setor público do BCE teve um impacto positivo sobre a oferta de crédito através de uma menor restritividade dos termos e condições de crédito, mas um impacto negativo sobre a margem financeira dos bancos de acordo com os bancos que participaram no inquérito.

Gráfico 25

Custo compósito do financiamento por dívida dos bancos

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



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

Notas: O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. A última observação refere-se a outubro de 2016.

As condições de financiamento dos bancos mantiveram-se favoráveis.

O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos aumentou ligeiramente em outubro, depois se manter globalmente estável no terceiro trimestre de 2016 (ver Gráfico 25). A ligeira subida verificada em outubro foi impulsionada por um aumento das taxas de rendibilidade das obrigações bancárias, enquanto o custo dos depósitos continuou a diminuir marginalmente. A orientação de política monetária acomodatória do BCE, o reembolso líquido das responsabilidades financeiras de mais longo prazo das IFM, o reforço dos balanços dos bancos e a menor fragmentação dos mercados financeiros contribuíram para uma queda do custo compósito do financiamento por dívida dos bancos para níveis muito reduzidos. Amplamente em linha com esta evolução, no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito área do euro de outubro de 2016 os bancos da reportaram uma melhoria no acesso ao financiamento sob a forma de títulos de dívida no terceiro trimestre, mas que previam que se mantivesse praticamente inalterado no quarto trimestre.

As taxas ativas bancárias das SNF e das famílias permaneceram em níveis muito favoráveis no terceiro trimestre de 2016 e em outubro (ver Gráficos 26 e 27).

A taxa ativa compósita para as famílias para a aquisição de habitação continuou a descer no terceiro trimestre de 2016 e em outubro, caindo para um novo mínimo histórico. Ao longo do mesmo período, a taxa ativa compósita para as SNF oscilou em torno dos níveis reduzidos anteriormente atingidos. Desde o anúncio pelo BCE de medidas de redução da restritividade do crédito em junho de 2014, as taxas ativas compósitas para as SNF e as famílias têm vindo a diminuir muito mais significativamente do que as taxas de referência do mercado, assinalando assim uma melhoria na transmissão das medidas de política monetária às taxas ativas bancárias. A redução dos custos compósitos

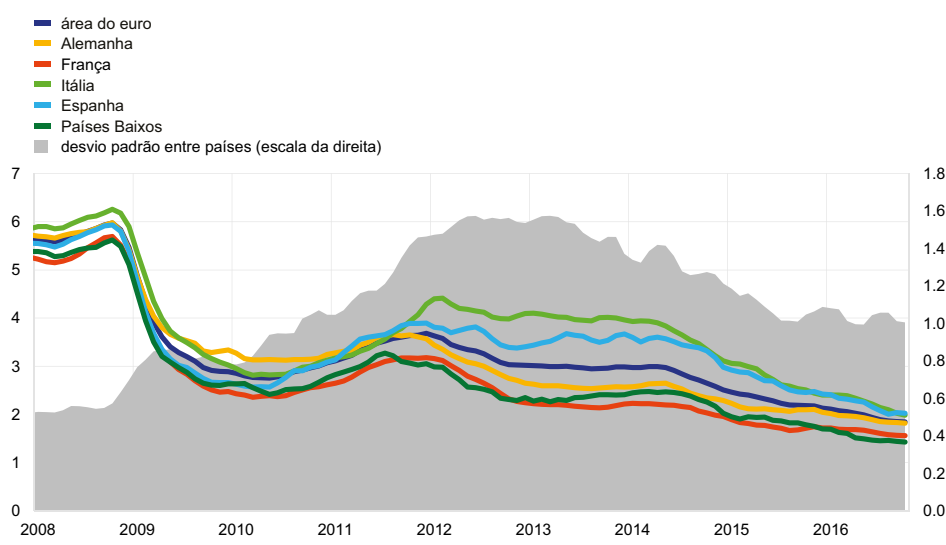
do financiamento dos bancos sustentou a descida das taxas ativas compósitas. Entre maio de 2014 e outubro de 2016, as taxas ativas compósitas para as SNF e as famílias caíram 110 pontos base. A redução das taxas ativas bancárias foi especialmente considerável em países vulneráveis, contribuindo assim para a mitigação de anteriores assimetrias na transmissão da política monetária entre países. Ao longo do mesmo período, o diferencial entre taxas de juro dos empréstimos de muito pequena dimensão (isto é, até €0.25 milhões) e as taxas de juro dos empréstimos de grande dimensão (isto é, acima de €1 milhão) na área do euro reduziu-se consideravelmente e estabilizou-se globalmente no terceiro trimestre de 2016 e em outubro. Tal indica que as pequenas e médias empresas têm vindo, no geral, a beneficiar mais da diminuição das taxas ativas do que as grandes empresas.

Estima-se que o fluxo anual de financiamento externo total às SNF da área do euro se tenha continuado a fortalecer no terceiro trimestre de 2016.

O financiamento externo das SNF situa-se agora em níveis observados no início de 2005 (antes do início do período de crescimento excessivo do crédito). A recuperação do financiamento externo das SNF registada desde o início de 2014 foi suportada pelo fortalecimento da atividade económica, por novas descidas do custo dos empréstimos bancários, pela redução da restritividade dos critérios de concessão de crédito bancário, pelo custo muito reduzido da dívida baseada no mercado e, mais recentemente, por um maior número de fusões e aquisições. Paralelamente, as detenções de numerário pelas SNF, que atingiram um número recorde, bem como preocupações quanto à robustez da recuperação a nível mundial e a perceção associada de uma escassez de oportunidades de investimento fixo, reduziram o financiamento externo.

Gráfico 26
Taxas ativas compósitas das SNF

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



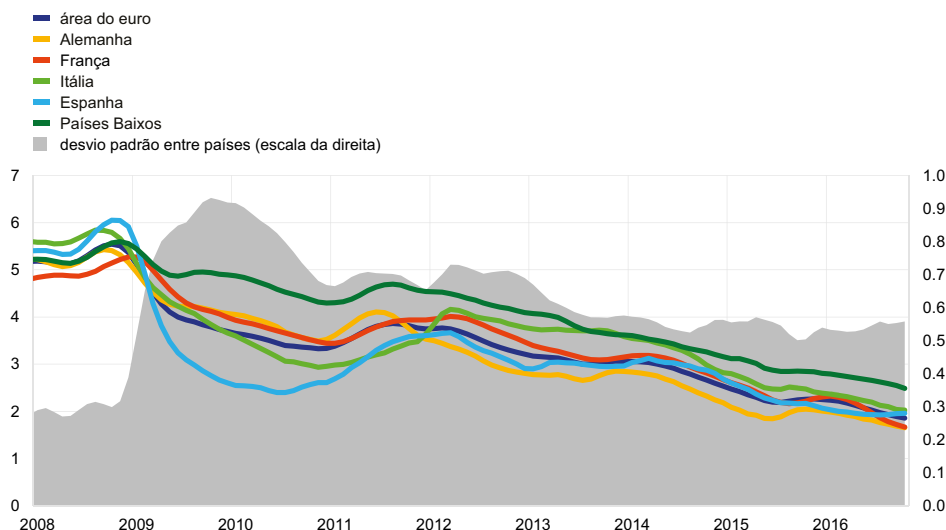
Fonte: BCE.

Notas: O indicador para o custo total do financiamento dos bancos é calculado através da agregação das taxas de curto e longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. O desvio padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a outubro de 2016.

Gráfico 27

Taxas ativas compósitas dos empréstimos para aquisição de habitação

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



Fonte: BCE.

Notas: O indicador para o custo total do financiamento dos bancos é calculado através da agregação das taxas de curto e longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. O desvio padrão entre países é calculado com base numa amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a outubro de 2016.

A emissão líquida de títulos de dívida por SNF da área do euro permaneceu robusta em outubro de 2016, antes de abrandar em novembro.

Os dados oficiais do BCE mais recentes mostram que a atividade emissora se fortaleceu substancialmente em setembro. Este aumento foi generalizado entre países e foi sustentado, nomeadamente, pelas compras de obrigações de empresas por parte do BCE. Dados preliminares sugerem que a atividade emissora se manteve robusta em outubro, antes de abrandar em novembro. A moderação observada em novembro poderá ter refletido o adiamento de emissões planeadas por parte dos emissores. A emissão líquida de ações cotadas por SNF permaneceu relativamente modesta nos últimos meses.

Os custos de financiamento das SNF da área do euro permanecem muito favoráveis.

O custo nominal global do financiamento externo das SNF diminuiu ligeiramente em setembro e outubro de 2016, após um aumento modesto em agosto face ao mínimo histórico atingido em julho. Mais recentemente, o custo do financiamento por dívida apresentou sinais de uma possível viragem num contexto de aumento das taxas de rendibilidade das obrigações a nível mundial. Paralelamente, o custo do financiamento sob a forma de ações manteve-se elevado devido aos prémios de risco das ações também elevados.

No período de 2016 a 2019, projeta-se que os rácios do défice orçamental e da dívida pública para a área do euro continuem a exibir uma trajetória descendente. Espera-se que a orientação orçamental da área do euro seja expansionista em 2016, tornando-se globalmente neutra de 2017 a 2019. A redução da dívida será sobretudo apoiada por um diferencial favorável entre crescimento e taxa de juro, à luz de melhores condições cíclicas e taxas de juro baixas. Alguns países dispõem de margem orçamental, a qual poderia ser utilizada para reforçar o crescimento. No caso dos países com dívida elevada, são necessários esforços de consolidação adicionais em consonância com o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) para colocar o respetivo rácio da dívida pública numa trajetória descendente firme.

Projeta-se que o défice orçamental das administrações públicas da área do euro registe uma nova diminuição gradual ao longo do horizonte de projeção. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 elaboradas por especialistas do Eurosistema⁶, o défice público deverá diminuir de 2.1% do PIB em 2015 para 1.2% do PIB em 2019 (ver quadro). As estimativas relativas a 2016 apontam como principais fatores impulsionadores da redução do défice os pagamentos de juros mais baixos e uma componente cíclica favorável. Os pagamentos de juros mais baixos, as condições cíclicas positivas e um excedente primário continuarão a contribuir para uma nova redução do défice no período de 2017 a 2019. Em comparação com as projeções macroeconómicas de setembro de 2016, as perspetivas orçamentais permanecem, em geral, inalteradas⁷.

Projeta-se que a orientação orçamental da área do euro seja expansionista em 2016, tornando-se globalmente neutra no período de 2017 a 2019⁸. A orientação orçamental expansionista em 2016 deve-se sobretudo a medidas orçamentais discricionárias do lado da receita, tais como cortes dos impostos diretos num conjunto de países da área do euro. Para o período de 2017 a 2019, a projeção indica que a orientação orçamental será, em geral, neutra, dado ser provável que as medidas que aumentam o défice do lado da receita sejam compensadas por rubricas da despesa pública com uma menor dinâmica de crescimento. Estas últimas incluem, em particular, a remuneração dos trabalhadores e o consumo intermédio, que deverão registar um aumento inferior às taxas de crescimento tendencial do PIB em termos nominais, enquanto outras rubricas, como o investimento público, deverão observar um crescimento acima do potencial. Dado ser necessário encontrar um equilíbrio entre, por um lado, as necessidades de

⁶ Consultar as projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema ([ecbstaffprojections201612](#)).

⁷ Apesar de os projetos de planos orçamentais para 2017, apresentados pelos países da área do euro em meados de outubro, preverem esforços de consolidação adicionais em alguns países, estes não estão necessariamente refletidos na íntegra nas projeções dos especialistas, uma vez que as projeções incluem apenas as medidas já adotadas ou, pelo menos, prestes a serem adotadas pelos parlamentos nacionais. O projeto de plano orçamental revisto da Espanha foi publicado após a data de fecho da informação.

⁸ A orientação orçamental é medida como uma variação do saldo primário estrutural, ou seja, o saldo primário corrigido do ciclo líquido de medidas temporárias, como o apoio governamental ao setor financeiro. Para uma análise do conceito de orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado "The euro area fiscal stance", na versão inglesa do *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

Quadro

Evolução orçamental na área do euro

(percentagens do PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Receita total	46.8	46.5	46.2	46.0	45.8	45.7
b. Despesa total	49.4	48.5	47.9	47.5	47.3	47.0
da qual:						
c. Despesa com juros	2.7	2.4	2.2	2.0	1.9	1.8
d. Despesa primária (b-c)	46.7	46.1	45.8	45.5	45.4	45.2
Saldo orçamental (a-b)	-2.6	-2.1	-1.8	-1.6	-1.5	-1.2
Saldo orçamental primário (a-d)	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6
Saldo orçamental corrigido do ciclo	-1.9	-1.8	-1.8	-1.7	-1.6	-1.4
Saldo estrutural	-1.7	-1.6	-1.8	-1.8	-1.6	-1.4
Dívida bruta	92.0	90.4	89.4	88.5	87.3	85.7
Por memória: PIB real (variações em percentagem)	1.2	1.9	1.7	1.7	1.6	1.6

Fontes: Eurostat, BCE e projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 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. A variação relativamente aos dados do Eurostat validados mais recentes deve-se a recentes revisões de dados tomadas em consideração nas projeções.

estabilização económica e, por outro, a consolidação essencial para assegurar a sustentabilidade orçamental em diversos países da área do euro, a orientação orçamental neutra em 2017 e nos anos seguintes pode ser considerada globalmente apropriada. As revisões das projeções de setembro de 2016 são limitadas. No entanto, projeta-se que a orientação orçamental em 2016 seja ligeiramente menos expansionista do que antes esperado, sobretudo devido a revisões da redução da carga fiscal pré-anunciada e receitas extraordinárias em vários países.

Segundo a projeção, os elevados níveis de dívida pública da área do euro continuarão a diminuir. Após o máximo atingido em 2014, projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro desça gradualmente de 90.4% em 2015 para 85.7% no final de 2019. A redução da dívida é apoiada principalmente pelo diferencial favorável entre crescimento e taxas de juro, à luz de melhores condições cíclicas e taxas de juro baixas. Pequenos excedentes primários têm também um impacto favorável na projetada trajetória da dívida. Em comparação com as projeções de setembro de 2016, espera-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro seja algo mais elevado em 2017 e 2018. Projeta-se que mais de metade dos países da área do euro exceda o valor de referência de 60% do PIB até ao final do horizonte de projeção. Além disso, em vários países, o rácio da dívida pública deverá registar novo aumento durante o horizonte de projeção.

São necessários mais esforços de consolidação, nomeadamente em países com elevados rácios da dívida em relação ao PIB. É necessário que os países com uma dívida elevada coloquem os respetivos rácios da dívida pública numa trajetória descendente firme, uma vez que são particularmente vulneráveis a uma nova instabilidade no mercado financeiro ou a um aumento das taxas de juro. A plena conformidade com o PEC asseguraria a correção dos desequilíbrios orçamentais e o cumprimento de uma trajetória de dívida sustentável. Os países

da área do euro com margem orçamental têm condições para fazer uso da margem de manobra disponível, por exemplo mediante a expansão do investimento público. Esforços no sentido de tornar a composição dos orçamentos públicos mais favorável ao crescimento seriam benéficos para todos os países.

Na sequência da apresentação dos projetos de planos orçamentais em meados de outubro, a Comissão Europeia detetou que alguns países corriam o risco de não conformidade com o PEC. Nos países sob a vertente preventiva, seis países foram identificados como em risco de não cumprimento dos requisitos do PEC, designadamente a Bélgica, a Itália, Chipre, a Lituânia, a Eslovénia e a Finlândia. Dos países sujeitos à vertente corretiva, apenas Espanha está em risco de não cumprimento do PEC. Contudo, embora alguns planos orçamentais fiquem significativamente aquém das disposições do PEC, a Comissão Europeia não solicitou projetos de planos orçamentais revistos aos Estados-Membros. Para uma análise mais detalhada dos projetos de planos orçamentais, ver a Caixa 5 do presente Boletim Económico.

Caixas

1 Impacto do acordo da OPEP de novembro de 2016 no mercado petrolífero

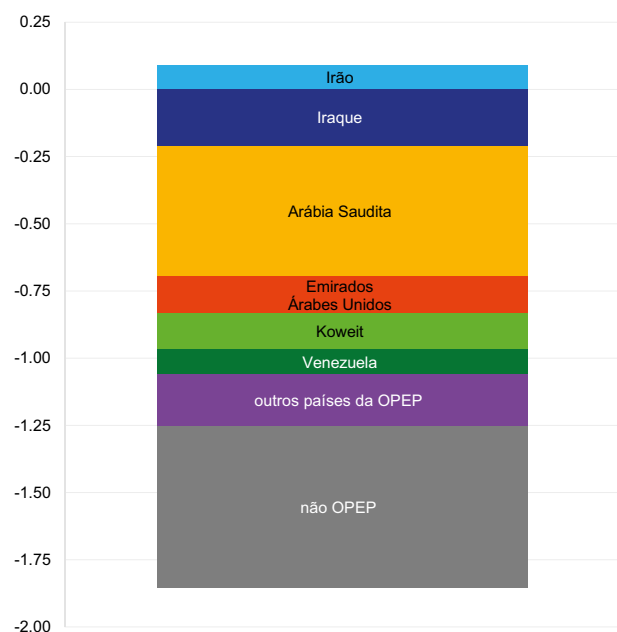
Na Conferência Ministerial realizada em 30 novembro de 2016, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) estabeleceu os termos de reintrodução de um objetivo de produção de petróleo de 32.5 milhões de barris por dia. O acordo envolve um corte na produção de 1.2 milhões de barris por dia, a implementar através de uma redução uniforme de 4.5% da oferta de cada membro entre janeiro e junho de 2017 (ver Gráfico A). Dependendo das condições e perspectivas do mercado, o acordo para reduzir a oferta de petróleo poderá ser alargado até ao final de 2017. Todavia, foi concedida uma isenção à Líbia e à Nigéria, uma vez que a oferta destes países é imprevisível e sujeita a perturbações recorrentes em resultado da instabilidade política. Foi dado tratamento especial ao Irão, a recuperar das sanções ocidentais, tendo-lhe sido atribuído um objetivo de 4 milhões de barris por dia – bastante acima do nível de produção efetivo. A estratégia

da OPEP de reduzir a produção de petróleo é apoiada pelos produtores não pertencentes à OPEP, que planeiam levar a cabo uma redução de 0.6 milhões de barris por dia. A oferta mundial será reduzida 1.9%, o que compara com o crescimento de 2.6% que registou no período 2015-2016.

Gráfico A

Cortes na produção acordados na reunião da OPEP de 30 de novembro

(milhões de barris por dia)



Fonte: OPEP.

Notas: Irão: 0.09 mb/d, Iraque: -0.21 mb/d, Kuwait: -0.13 mb/d, Arábia Saudita: -0.49 mb/d, Emirados Árabes Unidos: -0.14 mb/d, Venezuela: -0.1 mb/d, países não pertencentes à OPEP: -0.6 mb/d; "outros países da OPEP" inclui Argélia (-0.05 mb/d), Angola (-0.08 mb/d), Equador (-0.03 mb/d), Gabão (-0.01 mb/d) e Quatar (-0.03 mb/d).

A presente caixa analisa a nova estratégia de oferta da organização e fornece uma avaliação do impacto potencial sobre o preço do petróleo. Desde que a OPEP anunciou, em 28 de setembro, a intenção de restabelecer um teto de produção, o preço do petróleo flutuou num intervalo de USD 44-54 por barril, o que resultou num ligeiro aumento da volatilidade, mas não numa subida significativa dos preços, uma vez que o sentimento do mercado quanto à probabilidade de reintroduzir quotas de produção mostrou ser inconstante. No seguimento do acordo, o preço do petróleo Brent teve um aumento acentuado de USD 6 por barril (subindo de USD 45.9 em 29 de novembro para USD 52.0 em 7 de dezembro). No entanto, prevalecem ainda algumas das considerações que geraram incerteza no mercado.

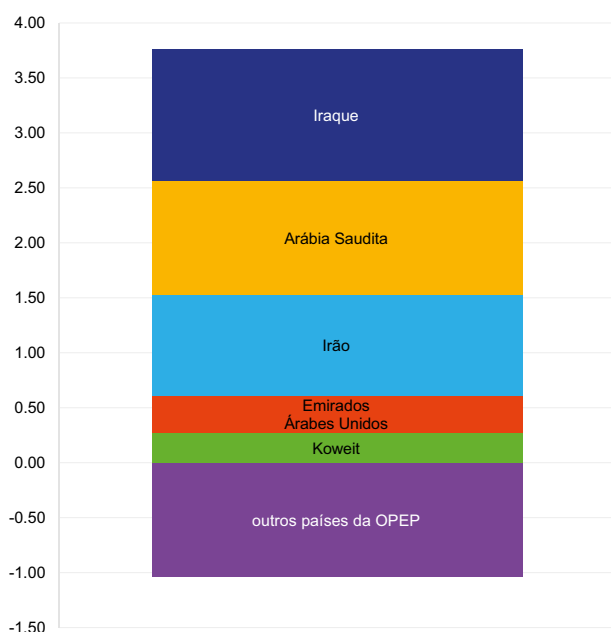
Esta é a primeira vez que produtores da OPEP e não pertencentes à OPEP acordaram num corte coordenado da oferta. A colaboração é sustentada

pelo desejo comum dos vários países de melhorar as condições financeiras das respetivas economias. A contribuição da OPEP é mais modesta do que em anteriores ocasiões (sendo aproximadamente metade do corte aplicado durante a crise asiática ou a Grande Recessão), mas o envolvimento de produtores não pertencentes à OPEP ajudou a assegurar uma redução substancial da oferta de petróleo. Contudo, a redução efetiva poderá acabar por ser menor do que o anunciado, uma vez que resta verificar se a Rússia e outros produtores não pertencentes à OPEP irão cumprir os seus compromissos.

Gráfico B

Variações na oferta dos membros da OPEP ao longo dos últimos dois anos

(milhões de barris por dia)



Fonte: Agência Internacional da Energia.

Notas: Irão: 0.91 mb/d, Iraque: 1.19 mb/d, Kuwait: 0.28 mb/d, Arábia Saudita: 1.04 mb/d, Emirados Árabes Unidos: 0.34 mb/d, "outros países da OPEP" inclui Argélia (-0.01 mb/d), Angola (-0.17 mb/d), Gabão (-0.03 mb/d), Líbia (-0.18 mb/d), Nigéria (-0.32 mb/d), Qatar (-0.06 mb/d), Venezuela (-0.32 mb/d), Equador (0.01 mb/d) e Indonésia (0.04 mb/d).

Com este acordo, a Arábia Saudita está a recuar na estratégia que seguiu em novembro de 2014 de salvaguarda da sua quota de mercado.

Na altura, opôs-se a uma medida proposta pelos membros de menor dimensão de limitar a produção a fim de impedir um novo deslize no preço do petróleo. Em consequência, desde o início de 2015, a oferta total da OPEP expandiu-se 2.7 milhões de barris por dia. A maior parte foi proveniente do Iraque, da Arábia Saudita e posteriormente do Irão, embora as taxas de produção de alguns membros tenham diminuído devido aos preços baixos do petróleo (ver Gráfico B).

O impacto da decisão da OPEP sobre os preços dos futuros do petróleo pode ser avaliado com um conjunto amplo de modelos.

Por exemplo, a redução da oferta foi analisada através da lente de modelos utilizados pelos especialistas do Eurosistema⁹ e com a ajuda de um modelo dos vetores autorregressivos estruturais (SVAR) do mercado petrolífero com restrições de sinal, semelhante ao proposto por Kilian e Murphy¹⁰. Utilizando estes modelos, prevê-se que o preço do petróleo aumente entre 19% e 25% até ao final de 2017, acima das projeções de referência com base os preços dos futuros do petróleo¹¹.

Este cenário de sentido ascendente está, contudo, envolto em riscos no sentido descendente.

Em primeiro lugar, o facto de haver existências maciças acumuladas ao longo de mais

⁹ Ver a combinação de quatro modelos apresentada no artigo "Forecasting the price of oil", Boletim Económico, Número 4, BCE, 2015.

¹⁰ "The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 29, 2014, pp. 454-478.

¹¹ Segundo as projeções de referência, o preço do petróleo irá atingir USD 55 por barril até ao final de 2019. A análise realizada na presente caixa está globalmente de acordo com a trajetória alternativa do preço do petróleo utilizada para realizar uma análise de sensibilidade em torno das projeções macroeconómicas mais recentes elaboradas por especialistas do Eurosistema, que foram condicionadas, entre outros, pelos futuros dos preços do petróleo antes do acordo da OPEP. Os resultados desta análise de sensibilidade são apresentados na Caixa 3, intitulada "Análise de sensibilidade e de cenários", das "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2016" na presente edição do Boletim Económico, disponível no sítio do BCE.

de dois anos de oferta excedentária pode atuar como um amortecedor adicional, mitigando quaisquer reações súbitas e significativas do preço do petróleo. Em segundo lugar, a evolução da produção nos membros da OPEP aos quais foi concedida uma isenção pode, em parte, compensar a oferta. Em terceiro lugar, a potencial reação endógena da oferta dos países não pertencentes à OPEP pode limitar a reação dos preços do petróleo. Em particular, as modificações estruturais causadas pela revolução do xisto dos EUA reduziram os custos de extração de xisto para níveis inferiores aos de outros produtores de petróleo não convencional, alteração que irá provavelmente afetar o preço de equilíbrio do petróleo.

A longo prazo, o preço do petróleo permanece condicionado pelo custo marginal da produção. As condições estruturais do mercado não se alteraram entretanto, quando muito o mercado petrolífero tornou-se ainda mais competitivo atualmente do que era há dois anos, com a reestruturação economicamente eficiente da indústria petrolífera americana e o progresso tecnológico a reduzirem adicionalmente o preço de equilíbrio da cabeça do poço do xisto mais de um quinto ao longo de três anos¹².

¹² Rystad Energy, *North American Shale Report – NASReport*, 2016.

Condições de liquidez e operações de política monetária no período de 27 de julho a 25 de outubro de 2016

A presente caixa descreve as operações de política monetária do BCE durante o quinto e sexto períodos de manutenção de reservas de 2016, que decorreram, respetivamente, de 27 de julho a 13 de setembro e de 14 de setembro a 25 de outubro. No período em análise, as taxas de juro das operações principais de refinanciamento (OPR), da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito permaneceram inalteradas em 0.00%, 0.25% e -0.40%, respetivamente. Em 28 de setembro, foi liquidada a segunda operação, num montante de €45.3 mil milhões, da segunda série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas II). A liquidez injetada através desta operação foi parcialmente compensada por reembolsos obrigatórios relativos à primeira série de ORPA direcionadas (ORPA direcionadas I) e reembolsos voluntários, num montante de €11.0 mil milhões, da primeira operação das ORPA direcionadas I. A injeção de liquidez no montante de €34.2 mil milhões, em termos líquidos, resultou num saldo total de €497.2 mil milhões para ambas as séries de ORPA direcionadas, no final do período em análise. Além disso, o Eurosistema continuou a comprar títulos de dívida do setor público, obrigações com ativos subjacentes, instrumentos de dívida titularizados e títulos emitidos pelo setor empresarial como parte do seu programa alargado de compra de ativos, com um montante-alvo de aquisições de, em média, €80 mil milhões por mês.

Necessidades de liquidez

No período em análise, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário, definidas como a soma de fatores autónomos e reservas mínimas obrigatórias, situavam-se em €908.0 mil milhões, o que representa um aumento de €65.0 mil milhões, em comparação com o período em análise anterior (ou seja, o terceiro e quarto períodos de manutenção de 2016).

As necessidades de liquidez mais elevadas devem-se quase exclusivamente a um aumento dos fatores autónomos líquidos médios, os quais subiram €63.2 mil milhões, situando-se num valor máximo histórico de €790.8 mil milhões, ao passo que as reservas mínimas obrigatórias registaram apenas uma ligeira subida (ver o quadro).

Quadro

Situação de liquidez no Eurosistema

	Período atual (27 de julho a 25 de outubro de 2016)		Período anterior (27 de abril a 26 de julho de 2016)	Sexto período de manutenção (14 de setembro a 25 de outubro de 2016)		Quinto período de manutenção (27 de julho a 13 de setembro de 2016)	
Passivo – necessidades de liquidez (médias; EUR mil milhões)							
Fatores de liquidez autónomos	1 916.7	(+65.0)	1 851.7	1 938.4	(+40.3)	1 898.0	(+0.3)
Notas em circulação	1 095.5	(+13.3)	1 082.3	1 094.7	(-1.5)	1 096.2	(+9.1)
Depósitos das administrações públicas	151.9	(+0.2)	151.6	168.3	(+30.5)	137.8	(-37.7)
Outros fatores autónomos	669.3	(+51.5)	617.7	675.3	(+11.3)	664.0	(+28.9)
Instrumentos de política monetária							
Depósitos à ordem	762.0	(+120.1)	641.9	777.4	(+28.6)	748.8	(+91.4)
Reservas mínimas obrigatórias	117.2	(+1.7)	115.5	117.8	(+1.1)	116.7	(+0.8)
Facilidade permanente de depósito	369.9	(+53.3)	316.6	387.3	(+32.2)	355.1	(+32.0)
Operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez	–	(+0.0)	–	–	(+0.0)	–	(+0.0)
Ativo – cedência de liquidez (médias; EUR mil milhões)							
Fatores de liquidez autónomos	1 126.2	(+1.7)	1 124.5	1 115.5	(-19.8)	1 135.3	(+3.0)
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	686.3	(+32.1)	654.2	687.8	(+2.8)	685.0	(+18.9)
Ativos líquidos denominados em euros	439.9	(-30.4)	470.3	427.8	(-22.6)	450.3	(-15.9)
Instrumentos de política monetária							
Operações de mercado aberto	1 922.7	(+236.8)	1 685.9	1 987.9	(+121.0)	1 866.9	(+120.6)
Operações de leilão	533.5	(+18.4)	515.0	540.9	(+13.7)	527.2	(+8.0)
OPR	40.6	(-9.8)	50.5	37.4	(-6.1)	43.5	(-4.1)
ORPA com prazo de 3 meses	19.3	(-8.2)	27.6	17.7	(-3.0)	20.7	(-3.8)
ORPA direcionadas I	60.3	(-253.9)	314.1	56.3	(-7.4)	63.7	(-155.2)
ORPA direcionadas II	413.2	(+290.4)	122.9	429.5	(+30.2)	399.3	(+171.1)
Carteiras definitivas	1 389.2	(+218.4)	1 170.9	1 447.0	(+107.3)	1 339.7	(+112.6)
Primeiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	15.9	(-2.4)	18.3	15.2	(-1.3)	16.5	(-1.3)
Segundo programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	7.4	(-0.7)	8.0	7.2	(-0.3)	7.5	(-0.2)
Terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes	191.6	(+11.8)	179.7	194.7	(+5.9)	188.8	(+5.6)
Programa dos mercados de títulos de dívida	107.1	(-4.0)	111.1	105.4	(-3.1)	108.5	(-2.4)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	20.5	(+1.0)	19.5	20.7	(+0.4)	20.3	(+0.4)
Programa de compra de ativos do setor público	1 023.0	(+192.3)	830.7	1 072.9	(+92.6)	980.3	(+99.1)
Programa de compra de ativos do setor empresarial	23.9	(+20.4)	3.5	30.8	(+12.9)	17.9	(+11.4)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	0.1	(-0.1)	0.2	0.1	(+0.0)	0.0	(-0.1)
Outras informações com base na liquidez (médias; EUR mil milhões)							
Necessidades de liquidez em termos agregados	908.0	(+65.0)	843.1	941.1	(+61.4)	879.7	(-2.0)
Fatores autónomos em termos líquidos¹	790.8	(+63.2)	727.6	823.3	(+60.3)	763.0	(-2.9)
Liquidez excedentária	1 014.7	(+171.9)	842.8	1 046.8	(+59.6)	987.2	(+122.6)
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	-0.342	(-0.008)	-0.333	-0.345	(-0.006)	-0.339	(-0.009)

Fonte: BCE.

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

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

Os fatores autónomos de cedência de liquidez aumentaram ligeiramente no período em análise, dado que a continuação do decréscimo dos ativos líquidos denominados em euros foi compensada por um aumento das disponibilidades líquidas sobre o exterior. Os ativos líquidos médios

denominados em euros caíram para €439.9 mil milhões, tendo diminuído €30.4 mil milhões em relação ao período analisado precedente, em resultado de uma descida dos ativos financeiros detidos pelo Eurosistema não relacionados com fins de política monetária, combinada com um aumento das responsabilidades dos bancos centrais nacionais para com instituições oficiais estrangeiras. O facto de estas instituições terem aumentado as suas detenções deveu-se possivelmente à escassez de alternativas atrativas no mercado. As disponibilidades líquidas sobre o exterior aumentaram €32.1 mil milhões, situando-se em €686.3 mil milhões, sobretudo devido a reavaliações trimestrais de carteiras que refletem o enfraquecimento do euro (e acabaram por ser compensadas por variações equivalentes que afetaram o conjunto de outros fatores autónomos de absorção de liquidez).

A volatilidade dos fatores autónomos permaneceu elevada e globalmente inalterada face ao anterior período analisado. Essa volatilidade refletiu

essencialmente tanto flutuações dos depósitos das administrações públicas e, embora em muito menor grau, a reavaliação trimestral das disponibilidades líquidas sobre o exterior e dos ativos líquidos denominados em euros. Ao mesmo tempo, o erro absoluto médio nas previsões semanais do Eurosistema dos fatores autónomos aumentou €5.1 mil milhões, situando-se em €11.3 mil milhões no período em análise.

Liquidez cedida através de instrumentos de política monetária

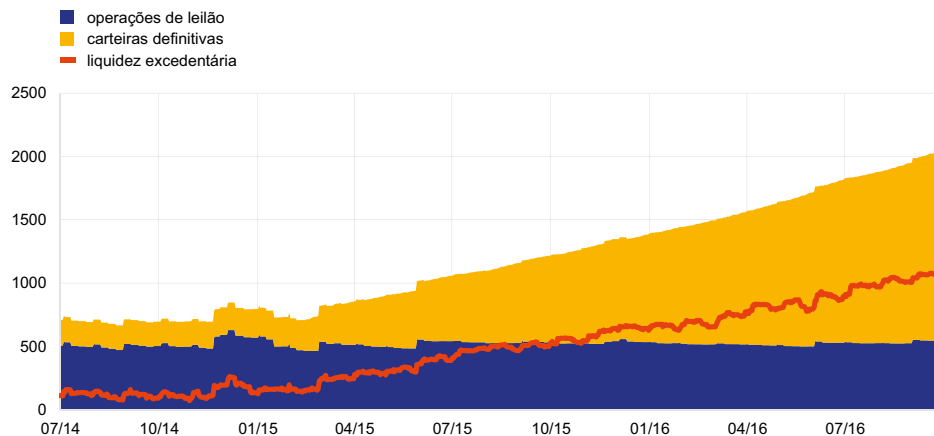
O montante médio de liquidez cedida através de operações de mercado aberto – tanto operações de leilão como operações no âmbito dos programas de compra de ativos – subiu €236.8 mil milhões, situando-se em €1 922.7 mil milhões (ver o gráfico). Este aumento deveu-se principalmente ao programa alargado de compra de ativos do BCE.

O montante médio de liquidez cedida através de operações de leilão aumentou €18.4 mil milhões, situando-se em €533.5 mil milhões. O aumento da liquidez cedida através das ORPA direcionadas mais do que compensou a diminuição da liquidez fornecida por meio das operações regulares. Mais especificamente, a liquidez cedida nas OPR e nas ORPA com prazo de 3 meses diminuiu, respetivamente, €9.8 mil milhões e €8.2 mil milhões, ao passo que o saldo das ORPA direcionadas aumentou a uma média de €36.5 mil milhões, como efeito líquido da liquidação da segunda operação das ORPA direcionadas II, do reembolso obrigatório das operações das ORPA direcionadas I e do reembolso voluntário da primeira operação das ORPA direcionadas I.

Gráfico

Evolução dos instrumentos de política monetária e da liquidez excedentária

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

O montante médio de liquidez cedido através do programa alargado de compra de ativos aumentou €218.4 mil milhões, situando-se em €1 389.2 mil milhões, principalmente em virtude do programa de compra de ativos do setor público.

A liquidez média cedida através do programa de compra de ativos do setor público, do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes, do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados e do programa de compra de ativos do setor empresarial aumentou, respetivamente, €192.3 mil milhões, €11.8 mil milhões, €1.0 mil milhões e €20.4 mil milhões. O reembolso de obrigações detidas ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e do primeiro e segundo programas de compra de obrigações com ativos subjacentes totalizou €7.1 mil milhões.

Liquidez excedentária

Como consequência da evolução supradescrita, a liquidez excedentária média aumentou €171.9 mil milhões, situando-se em €1 014.7 mil milhões no período em análise (ver o gráfico). A maior parte desse aumento deu-se no quinto período de manutenção, quando a liquidez excedentária subiu €122.6 mil milhões, devido à liquidez proporcionada pelo programa alargado de compra de ativos, tendo os fatores autónomos permanecido, em geral, inalterados. O aumento mais reduzido de €59.6 mil milhões durante o sexto período de manutenção resultou sobretudo de um aumento dos fatores autónomos, que absorveu parcialmente a liquidez cedida no âmbito do programa alargado de compra de ativos.

A maior liquidez excedentária refletiu-se principalmente em detenções médias em depósitos à ordem mais elevadas, as quais aumentaram €120.1 mil milhões, situando-se em €762.0 mil milhões no período em análise. O recurso médio à facilidade permanente de depósito aumentou €53.3 mil milhões, situando-se em €369.9 mil milhões.

Evolução das taxas de juro

No período em análise, as taxas overnight do mercado monetário permaneceram próximo – ou até abaixo – da taxa de juro da facilidade permanente de depósito. No mercado sem garantia, a EONIA (o índice *overnight* médio do euro) situou-se, em média, em -0.342%, tendo descido ligeiramente de uma média de 0.333% no período analisado precedente. A EONIA oscilou num intervalo estreito, com um máximo de -0.321% e um mínimo de -0.354%. Além disso, as taxas médias *overnight* das operações de reporte no mercado GC Pooling diminuíram para 0.401% e 0.395%, no que respeita, respetivamente, aos cabazes de ativos de garantia normalizados e alargados, registando descidas de, respetivamente, 0.005 e 0.008 pontos percentuais, em relação ao período analisado anterior. Estas taxas oscilaram também dentro de um intervalo estreito, excetuando no final do terceiro trimestre, quando a taxa *overnight* no mercado GC Pooling para o cabaz de ativos de garantia normalizados registaram um pico em sentido descendente, situando-se em 0.457%. Este pico refletiu a reduzida oferta de ativos de garantia de qualidade elevada no mercado de operações de reporte em torno dos dias de obrigação de prestação de informação, tais como o fim de trimestre.

Indicadores estruturais da conjuntura empresarial da área do euro

As práticas empresariais nos países da área do euro continuam a ser muito heterogéneas e a estar, no geral, longe dos melhores desempenhos mundiais.

Uma conjuntura empresarial favorável pode facilitar a criação de novas empresas, promover a atividade económica, impulsionar o emprego e aumentar a resistência das economias a choques adversos¹³. Várias instituições¹⁴, incluindo o BCE¹⁵, apelaram a reformas da conjuntura empresarial a fim de impulsionar o dinamismo económico e encorajar as empresas na área do euro. A presente caixa recorre a indicadores estruturais para apresentar uma panorâmica, factos estilizados e exemplos intuitivos da posição dos países da área do euro no que se refere à sua conjuntura empresarial, em comparação com os melhores desempenhos a nível mundial, e a forma como isso se pode ter alterado durante a crise.

Indicadores estruturais confirmam que a conjuntura na maioria dos países da área do euro continua a ser bastante desfavorável para as empresas.

O indicador do Banco Mundial sobre a “facilidade de realizar negócios”¹⁶ capta aspetos fundamentais da conjuntura empresarial, sendo apresentado no Gráfico A, no qual o eixo horizontal indica a classificação mundial dos países e os histogramas mostram o nível do indicador. Os pontos amarelos mostram a variação dos indicadores nos anos 2008-2013, enquanto os triângulos vermelhos apresentam os progressos alcançados ao longo de 2013-2016. A classificação do *Relatório sobre Realizar Negócios* para 2017 indica que nenhum país da área do euro é mencionado entre os 10 melhores, em termos de desempenho mundial¹⁷. Os países da área do euro com a classificação mais elevada são a Estónia (12), a Finlândia (13) e a Letónia (14), enquanto os países com a classificação mais baixa incluem o Luxemburgo (67), a Grécia (61) e Malta (76). Uma análise da implementação de reformas mostra que países como a Letónia, Portugal e Eslovénia apresentaram progressos significativos no sentido de uma conjuntura empresarial mais favorável ao longo da crise de 2008-2013 (pontos amarelos). Porém, o ritmo de reforma durante o período 2013-2016 foi substancialmente mais lento na maioria dos países da área do euro (triângulos vermelhos). Com efeito, progressos em áreas-chave da conjuntura empresarial desde 2013 apenas registaram uma aceleração na Irlanda, Áustria, Países Baixos, França, Espanha, Bélgica e Chipre. Ao mesmo tempo, alguns países

¹³ Para um exemplo recente, ver Sondermann, D., *Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures*, Série Documentos de Trabalho n.º 1984, BCE, novembro de 2016.

¹⁴ Ver, por exemplo, Comissão Europeia, [Recomendação de Recomendação do Conselho sobre a política económica da área do euro](#), COM(2016) 726, 16 de novembro de 2016.

¹⁵ Ver, por exemplo, os recentes discursos dos membros da Comissão Executiva e as declarações introdutórias do Presidente do BCE, incluindo Draghi, M., [The productivity challenge for Europe](#), o 100.º aniversário da Deusto Business School, Madrid, 30 de novembro de 2016, ou Draghi, M., [Introductory statement to the plenary debate of the European Parliament on the ECB's Annual Report 2015](#), Estrasburgo, 21 de novembro de 2016.

¹⁶ O indicador geral “realizar negócios” (*Doing Business*) é uma agregação de 10 subindicadores: iniciar um negócio, obtenção de licenças de construção, fornecimento de energia, registo de propriedades, obtenção de crédito, proteção de investidores minoritários, pagamento de impostos, comércio transfronteiras, execução de contratos e resolução de situações de insolvência. Os próprios subindicadores são também uma agregação de diversos indicadores.

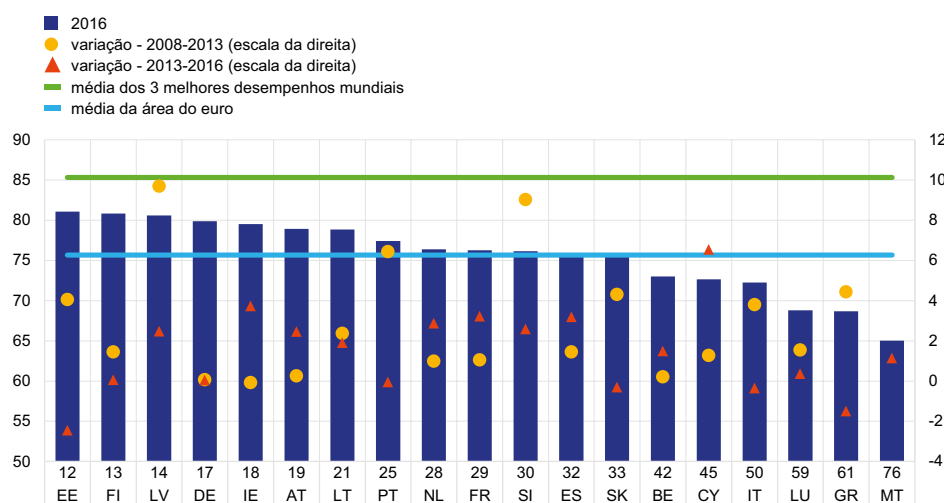
¹⁷ Ver o [Doing Business Report](#) de 2017.

da área do euro afastaram-se ainda mais das melhores práticas ao longo do período 2013-2016 (por exemplo, Grécia, Itália, Eslováquia e Estónia). Além disso, a média da área do euro (linha azul claro) está bastante afastada dos melhores desempenhos mundiais (linha verde), estando a classificação geral de alguns países da área do euro entre a das economias avançadas com os piores desempenhos.

Gráfico A

Classificação global do indicador “facilidade de realizar negócios”

(distância até à fronteira (escala da esquerda); implementação de reformas (escala da direita))



Fontes: Banco Mundial, indicador “Realizar Negócios” e cálculos do BCE.

Notas: A escala da esquerda mostra a distância até à fronteira (DAF). Quanto maior o valor, mais próximo está o país da fronteira (fronteira=100). Como medida das reformas implementadas, a escala da direita mostra a variação na DAF nos períodos 2008-2013 (pontos amarelos) e 2013-2016 (triângulos vermelhos). Uma variação positiva (negativa) na implementação de reformas significa que um país está a ficar mais próximo (afastado) da fronteira. O número no eixo horizontal corresponde à atual classificação mundial do país. Não existem valores disponíveis para MT em 2008.

A maioria dos países da área do euro continuam também longe da fronteira de competitividade (ver Gráfico B). Tal é confirmado pelo Índice de Competitividade Mundial¹⁸, o qual sugere que muitos países da área do euro enfrentam ainda consideráveis desafios em termos de competitividade. Enquanto os Países Baixos, a Alemanha e a Finlândia estão classificados entre os 10 melhores das economias mais competitivas mundiais, diversos outros países da área do euro estão ainda entre as economias avançadas menos competitivas do mundo. De acordo com o índice, a competitividade deteriorou-se ao longo do período entre 2008 e 2013 em vários países (por exemplo França, Espanha, Eslovénia, Eslováquia, Chipre e Grécia), mas melhorou ligeiramente entre 2013 e 2016¹⁹ na maioria dos países da área do euro, à exceção da Finlândia e Chipre. Devido ao baixo crescimento da

¹⁸ O Índice de Competitividade Mundial classifica o panorama da competitividade de 138 economias de escala de 1 (pior) a 7 (melhor), proporcionando uma visão mais clara dos fatores impulsionadores da sua produtividade e prosperidade. O índice integra mais de 100 variáveis, combinando os aspetos macro e microeconómicos/empresariais da competitividade num único índice. Além disso, o indicador global é uma agregação de 12 pilares (subindicadores), embora na presente caixa apenas seja apresentado o indicador agregado.

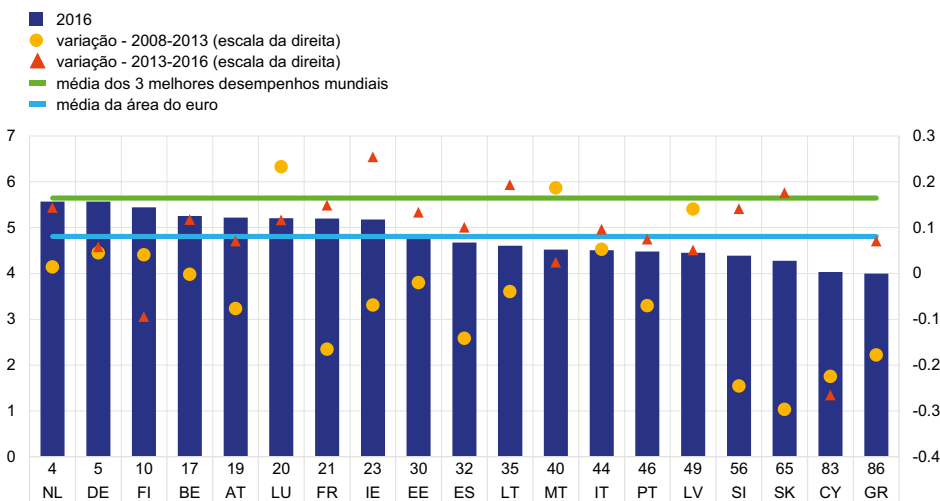
¹⁹ Convém referir que o Índice de Competitividade Global corrige do efeito PIB per capita. Por conseguinte, os países com um PIB per capita mais elevado deverão ter, em média, uma conjuntura mais competitiva, pelo que a recuperação económica ajuda os países a alcançar uma classificação mais elevada para o indicador.

produtividade total dos fatores (PTF) ao longo dos últimos 20 anos na área do euro, em conjugação com fracas perspetivas para o futuro crescimento da produtividade, é crucial uma importante melhoria no sentido de estruturas mais competitivas²⁰ com vista a uma convergência com as economias mais competitivas.

Gráfico B

“Índice de Competitividade Global” geral

(Índice (escala da esquerda); implementação de reformas (escala da direita))



Fontes: Fórum Económico Mundial e cálculos do BCE.

Notas: Na escala da esquerda, os valores mais elevados implicam maior competitividade. Como medida das reformas implementadas, a escala da direita mostra a variação do índice nos períodos 2008-2013 (pontos amarelos) e 2013-2016 (triângulos vermelhos). Uma variação positiva (negativa) na implementação de reformas superior a (inferior a) zero significa que um país teve um melhor (pior) desempenho no final da fase, face ao ponto de partida. O número no eixo horizontal corresponde à atual classificação mundial do país.

As subcomponentes do indicador “Realizar Negócios” – como por exemplo “execução de contratos” – confirmam que o desvio entre o melhor

desempenho e os países da área do euro é substancial. Processos prolongados em tribunal e dificuldades na execução de contratos²¹ podem assinalar limitações no sistema jurídico de um país. Estas limitações podem, por exemplo, desencorajar os investidores ou reduzir o acesso das empresas ao financiamento externo de que podem necessitar. Constitui, portanto, uma fonte de preocupação que a execução de um contrato demore, em média, mais de 600 dias na área do euro, mas apenas cerca de 250 dias nos países com melhor desempenho a nível mundial (ver Gráfico C). Com efeito, a execução de um contrato demora ainda mais de 3 anos na Grécia, Eslovénia, Itália e Chipre, embora se observem alguns progressos desde 2008 na Eslovénia e Itália. Porém, os seus esforços de reforma ainda não são comensuráveis com os necessários para um maior alinhamento com o melhor desempenho mundial. Pelo contrário, demora cerca de um ano para executar um contrato no Luxemburgo, Lituânia e Finlândia.

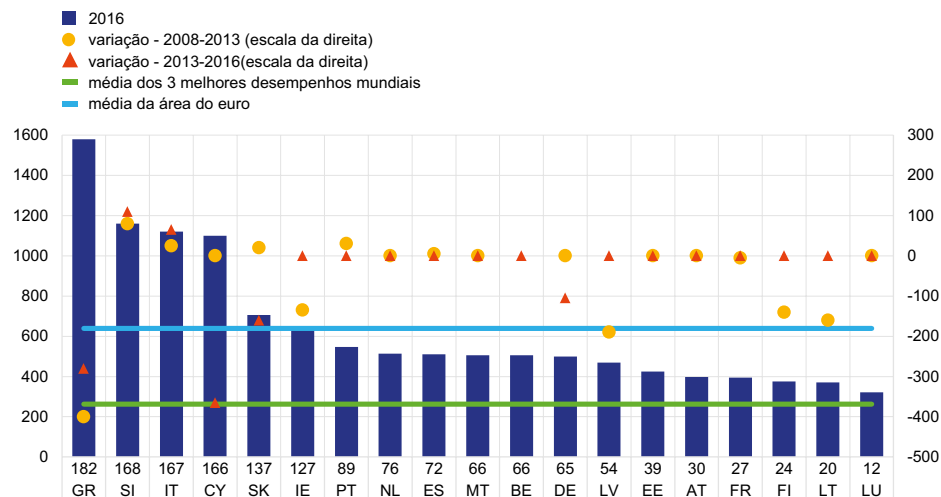
²⁰ Ver também “Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU”, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2016.

²¹ Para uma análise mais detalhada da literatura nesta área, ver Aboala, D., Noya, N. e Rius, A., “Contract Enforcement and Investment: A Systematic Review of the Evidence”, *World Development*, Vol. 64, pp. 322-338, dezembro de 2014.

Gráfico C

Indicador “Número de dias para a execução de um contrato”

(execução de um contrato: tempo (dias) (escala da esquerda); implementação de reformas (escala da direita))



Fontes: Banco Mundial, indicador “Realizar Negócios” (componente tempo para a execução de contratos) cálculos do BCE.
 Notas: Na escala da esquerda, quanto maior o valor, mais dispendiosa é a execução de um contrato, medido em tempo. Como medida das reformas implementadas, a escala da direita mostra as alterações no número de dias necessários para executar um contrato nos períodos 2008-2013 (pontos amarelos) e 2013-2016 (triângulos vermelhos). Uma variação da implementação de reformas superior a (inferior a) zero significa que um país se está a aproximar (afastar) das melhores práticas. O número abaixo do gráfico corresponde à atual classificação mundial do país. Não existem valores disponíveis para MT em 2008.

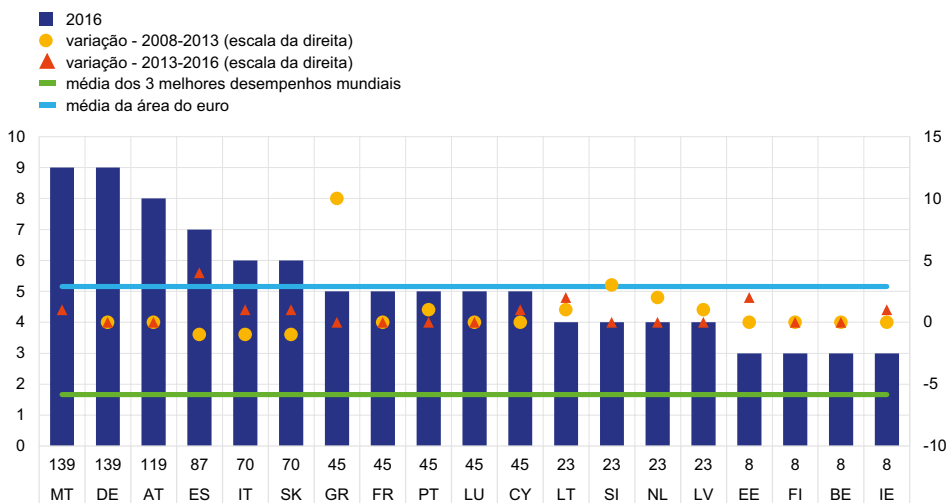
São necessários cinco procedimentos para abrir um negócio na área do euro, o que equivale a bastante mais burocracia em comparação com os melhores desempenhos mundiais (ver Gráfico D). Este valor varia entre 3 procedimentos (Bélgica, Estónia, Finlândia e Irlanda) e 9 (Alemanha e Malta), enquanto o país com melhor desempenho mundial apenas necessita de 1 procedimento. Excluindo a Grécia, uma grande maioria de países da área do euro fizeram poucos esforços para reduzir a burocracia. Uma burocracia exigente e regulamentos complexos tornam mais difícil para as empresas afetar os recursos de forma eficiente, podendo frequentemente indicar uma administração pública pouco flexível²².

²² Ver, por exemplo, Gust, C., e Marquez, J., “International comparisons of productivity growth: the role of information technology and regulatory practices”, *Labour Economics*, Vol. 11, edição 1, pp. 33-58, fevereiro de 2004.

Gráfico D

Indicador “Número de procedimentos para a abertura de um negócio”

(abertura de um negócio: procedimentos (número) (escala da esquerda); implementação de reformas (escala da direita))



Fontes: Banco Mundial, indicador “Realizar Negócios” (iniciar um negócio (número de procedimentos)), e cálculos do BCE.

Nota: Na escala da esquerda, quanto maior o valor, mais dispendioso é iniciar um negócio, medido pelo número de procedimentos envolvidos na abertura de um negócio. Como medida das reformas implementadas, a escala da direita mostra as alterações no número de procedimentos envolvidos na abertura de um negócio nos períodos 2008-2013 (pontos amarelos) e 2013-2016 (triângulos vermelhos). Uma variação da implementação de reformas superior a (inferior a) zero significa que um país está a ficar mais próximo (afastado) das melhores práticas. O número abaixo do gráfico corresponde à atual classificação mundial do país. Não existem valores disponíveis para MT em 2008.

Aumentar o investimento e a produtividade, impulsionar a criação de emprego e garantir uma capacidade suficiente de absorção de choques, iniciativas para fazer face às fragilidades acima referidas na conjuntura empresarial – incluindo medidas para facilitar a abertura de novas empresas e melhorar a competitividade – deveriam ser uma prioridade na área do euro. Vários países da área do euro têm conjunturas empresariais relativamente desfavoráveis em diversos indicadores, devendo portanto beneficiar de reformas mais substanciais neste âmbito. Contudo, a mensagem geral entre as várias medidas e indicadores é que a área do euro regista um atraso face aos melhores desempenhos mundiais. Os países da área do euro podem portanto beneficiar significativamente da implementação de reformas a fim de melhorar a sua conjuntura empresarial.

Avaliação do impacto dos custos da habitação sobre a inflação medida pelo IHPC

A área do euro registou recentemente um forte crescimento dos preços das propriedades residenciais, enquanto a inflação medida pelo IHPC permaneceu moderada. A inflação anual dos preços das propriedades residenciais da área do euro fortaleceu-se sucessivamente ao longo de vários trimestres, regressando em meados de 2016 à sua média de longo prazo de 2.9%²³. A presente caixa analisa a razão pela qual os custos da habitação ainda não começaram a exercer pressão em sentido ascendente sobre a inflação medida pelo IHPC através da componente de serviços. Atualmente, os custos da habitação entram no IHPC através de rendas efetivas e reparações menores, mas, idealmente, o IHPC cobriria todas as despesas de consumo relacionadas com a habitação. Com o objetivo de continuar a melhorar a relevância e a comparabilidade do IHPC, o Sistema Estatístico Europeu está em vias de desenvolver uma medida de custos da habitação ocupada pelo proprietário²⁴. Neste contexto, a presente caixa analisa em primeiro lugar a ligação entre os preços das propriedades residenciais e as rendas e, em segundo lugar, analisa alguns dados experimentais sobre os custos da habitação ocupada pelo proprietário publicados pelo Eurostat no início deste ano.

As quedas na inflação medida pelos preços de arrendamento para habitação contribuíram para a anterior diminuição da inflação dos serviços medida pelo IHPC. A rubrica do IHPC “rendas efetivas pela habitação” representa 15% do cabaz da componente de serviços do IHPC da área do euro, sendo a respetiva taxa de inflação anual tipicamente mais estável que a relativa ao total dos serviços. Depois de descer para um pouco abaixo de 1.5% em 2010, a inflação do arrendamento diminuiu novamente para cerca de 1.0% em 2015, bem abaixo da média de longo prazo de 1.7% (ver Gráfico A). Deste modo, a evolução dos preços do arrendamento nos últimos anos não sustentou a inflação dos serviços, tendo sido uma parte integrante da sua queda.

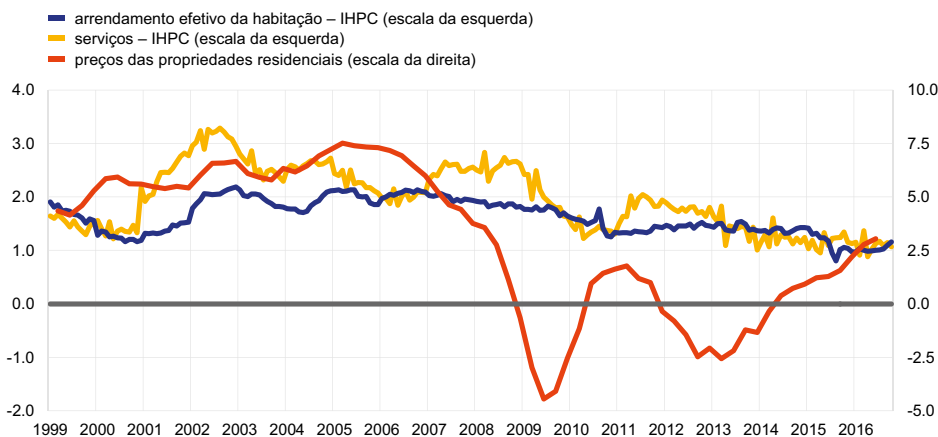
²³ Ver a caixa intitulada “Recent developments in euro area residential property prices”, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2016. As médias são calculadas com base em dados com início em 1999.

²⁴ Para mais informações, ver o Considerando 10 do [Regulamento \(UE\) 2016/792 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de maio de 2016, relativo aos índices harmonizados de preços no consumidor e ao índice de preços da habitação, e que revoga o Regulamento \(CE\) n.º 2494/95 do Conselho](#) (JO L 135, 24.5.2016, p. 11).

Gráfico A

Taxas de inflação da área do euro medidas pelos preços do arrendamento, de todos os serviços e das propriedades residenciais

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Em princípio, existe uma relação de longo prazo entre os preços das propriedades residenciais e as rendas. Por exemplo, se os preços das

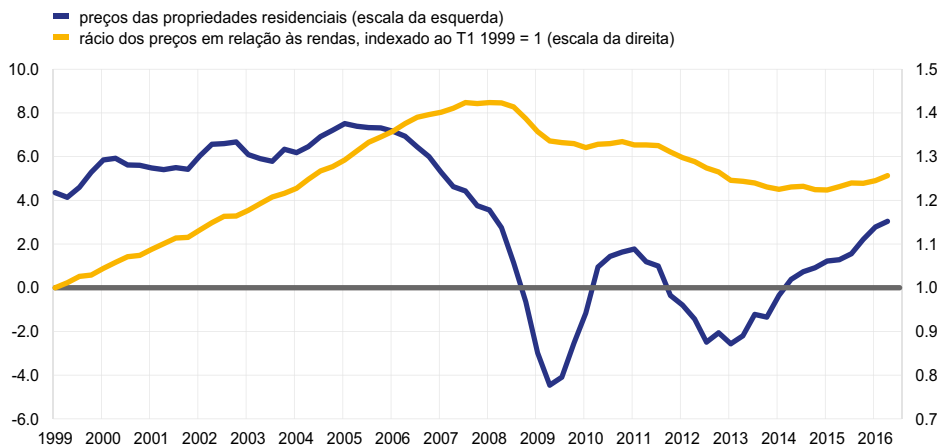
propriedades residenciais forem considerados elevados face às rendas, alguns proprietários podem decidir vender, e em vez disso arrendar, com a intenção de mais tarde voltar a comprar a um preço mais reduzido. Tal exerceria pressão em sentido descendente sobre os preços das propriedades e pressão em sentido ascendente sobre as rendas, originando assim um ajustamento.

Na prática, porém, inúmeras fricções podem dar origem a uma dissociação prolongada entre a dinâmica dos preços das propriedades residenciais e as rendas. Estas fricções, como, por exemplo, os custos de transação, restrições ao crédito e a natureza de longo prazo de alguns contratos de arrendamento, limitam a substituíbilidade entre arrendamento e posse de bens imobiliários. Acresce que em alguns países da área do euro os controlos das rendas, incluindo a indexação, são importantes e podem dar origem a uma divergência duradoura entre os dois conjuntos de preços. Tal aplica-se especialmente à habitação social, que representa uma parte substancial da componente “rendas efetivas pela habitação” do IHPC nacional de alguns países. Nos casos em que as rendas estão indexadas ao índice de preços no consumidor, a inflação reduzida dos últimos anos poderá ter exercido sucessivamente maior pressão em sentido descendente sobre a inflação no mercado de arrendamento.

Gráfico B

Preços das propriedades residenciais e rácio dos preços em relação às rendas

(taxa de variação homóloga (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

O rácio entre os preços das propriedades residenciais e os preços do arrendamento na área do euro tem variado ao longo do tempo (ver Gráfico B)²⁵. Em particular, as anteriores quedas das taxas de juro deverão ter implicações para esta relação. As quedas das taxas de juro nominais implicam taxas de rentabilidade mais baixas noutros ativos de investimento de referência, como, por exemplo, obrigações, implicando assim do mesmo modo uma menor rentabilidade mínima no arrendamento de propriedades residenciais²⁶. Na prática, este ajustamento no sentido descendente da taxa de rentabilidade do arrendamento tem uma maior probabilidade de ocorrer através de aumentos mais rápidos nos preços das propriedades do que de aumentos mais lentos nos preços do arrendamento. Mas as alterações ao rácio dos preços das propriedades residenciais em relação ao arrendamento ilustram que, no período que antecedeu a crise financeira, as avaliações da habitação se tinham tornado demasiado elevadas em muitos países. Em conclusão, o recente aumento da inflação dos preços das propriedades residenciais não deverá proporcionar um impulso automático à inflação dos preços de arrendamento da habitação e, consequentemente, da inflação medida pelo IHPC.

A inflação medida pelo IHPC reflete apenas parcialmente as variações dos preços relacionados com a habitação, visto que se foca nas rendas efetivas e não inclui todos os custos da habitação ocupada pelo proprietário. Esta restrição reflete as dificuldades envolvidas na consecução de um compromisso entre os dois objetivos concetuais aparentemente opostos. O primeiro estabelece que o IHPC consiga capturar os preços no consumidor em detrimento dos preços dos ativos. Porém, é mais natural considerar a propriedade residencial não um bem de consumo, mas sim uma forma de ativo de investimento que serve de reserva

²⁵ Ver a caixa intitulada "House prices and the rent component of the HICP in the euro area", na edição de Agosto de 2014 do Boletim Mensal do BCE.

²⁶ A taxa de rentabilidade do arrendamento é definida como o rácio da renda de um ano em relação ao preço da propriedade, ou seja, é o oposto do rácio dos preços em relação às rendas, o que significa que uma taxa de rentabilidade do arrendamento mais baixa corresponde a um rácio dos preços em relação às rendas mais elevado.

de valor e proporciona um fluxo contínuo de serviços habitacionais de consumo²⁷. Tal sugeriria que os preços da habitação não devem ser incorporados diretamente no IHPC. O segundo objetivo concetual estabelece que o IHPC deve ter por base apenas os preços das transações monetárias observáveis. Este é um argumento contra a utilização das rendas de propriedades equivalentes para medir o preço do fluxo de dividendos dos serviços habitacionais consumidos por um proprietário de habitação própria (conhecida como a abordagem de equivalência de rendas).

A natureza desta dicotomia significa que os institutos de estatística tendem a optar por um compromisso entre estes dois objetivos quando preparam os seus índices de preços no consumidor. Porém, não existe um consenso internacional quanto à melhor forma de compromisso. Frequentemente, as características individuais de cada país e os principais objetivos pelos quais o índice de preços no consumidor é utilizado são um fator fundamental. Muitos países com mercados de arrendamento bem desenvolvidos e uniformes optaram por utilizar a abordagem de equivalência de rendas²⁸. Outros países, em especial aqueles cujos dados distinguem entre os preços da estrutura habitacional (refletindo a parte da propriedade relacionada com um bem de consumo) e os preços do bem imobiliário (refletindo a parte relacionada com um ativo de investimento), calculam o respetivo índice de preços da habitação ocupada pelo proprietário diretamente através do preço da estrutura habitacional. Na área do euro, existe uma grande heterogeneidade nos mercados imobiliários entre países-membros, com rácios de utilização da residência em proveito próprio entre menos de 50% e mais de 90%. Durante mais de 15 anos, o Sistema Estatístico Europeu recorreu assim a uma abordagem com base no preço observável das propriedades residenciais. No entanto, tal não significa que o índice inclui ainda uma componente de preços dos ativos.

O Eurostat publicou novos dados experimentais sobre a habitação ocupada pelo proprietário no início do ano, disponibilizados por institutos nacionais de estatística. Estes índices dos preços da habitação ocupada pelo proprietário refletem variações dos preços das aquisições *líquidas* de propriedades residenciais pelo setor das famílias, ou seja, as transações entre famílias foram excluídas. Os cálculos indicativos do BCE, que têm o objetivo de ilustrar a escala do efeito potencial da inclusão de índices nacionais da habitação ocupada pelo proprietário no IHPC da área do euro implicam diferenças absolutas nas taxas de inflação de até 0.2 pontos percentuais num dado trimestre individual, mas uma ausência de diferenças, em média, ao longo dos últimos cinco anos. Estes índices nacionais de preços da habitação ocupada pelo proprietário apenas estão disponíveis trimestralmente com um desfasamento (os dados mais recentes referem-se

²⁷ Neste sentido, uma casa pode ser comparada a uma ação: um ativo que também gera um fluxo de dividendos.

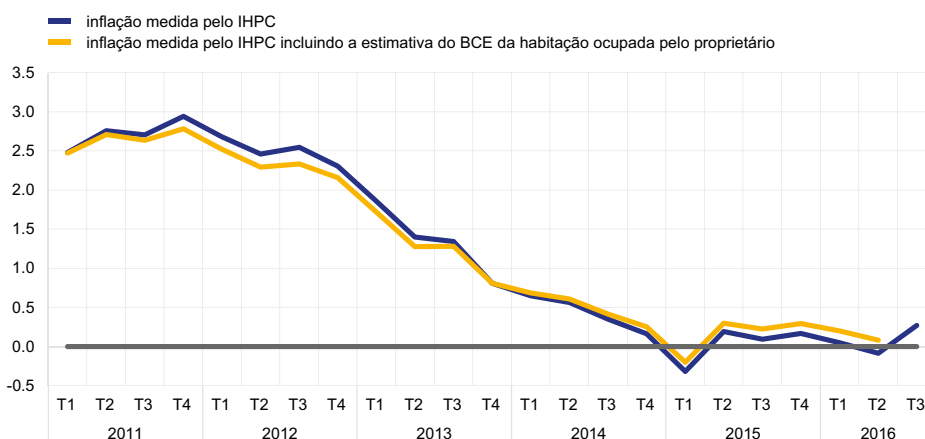
²⁸ Por exemplo, o Serviço Nacional de Estatística do Reino Unido anunciou recentemente que um índice de preços no consumidor com base numa maior equivalência de rendas se tornará a sua principal medida de inflação.

ao segundo trimestre de 2016)²⁹. Nesta conjuntura, uma estimativa incluindo a habitação ocupada pelo proprietário apontaria para uma taxa de inflação ligeiramente (mas não significativamente) superior ao IHPC (ver Gráfico C). A natureza experimental destes dados deve, porém, ser tida em conta, dado que o Eurostat ainda está a avaliar a abordagem e a metodologia.

Gráfico C

Inflação da área do euro e custos da habitação ocupada pelo proprietário

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Em termos globais, os custos da habitação proporcionam atualmente pouco apoio à inflação medida pelo IHPC. As componentes da habitação atualmente incluídas no IHPC, mais especificamente os preços do arrendamento, ainda exercem uma pressão descendente sobre a inflação, em parte devido ao facto de estarem indexadas à inflação. Um cálculo ilustrativo do BCE com base nos índices nacionais dos preços da habitação ocupada pelo proprietário publicados pelo Eurostat mostra que a expansão da cobertura do IHPC para ter em conta os custos da habitação ocupada pelo proprietário não afetaria significativamente a avaliação da inflação.

²⁹ Mais especificamente, estes índices experimentais da habitação ocupada pelo proprietário trimestrais apenas são publicados em conjunto com dados relativos ao IHPC para o último mês do trimestre que se segue ao trimestre de referência. Tal significa que os dados para o T3 de 2016 serão publicados em janeiro de 2017, em conjunto os dados relativos ao IHPC de dezembro de 2016. Para mais informações sobre estes novos dados experimentais, consultar http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/prc_hpi_oo_esms.htm.

Análise dos projetos de planos orçamentais para 2017 e da situação orçamental no conjunto da área do euro

Em 16 de novembro de 2016, a Comissão Europeia publicou os seus pareceres sobre os projetos de planos orçamentais para 2017 dos governos dos países da área do euro³⁰, juntamente com uma análise da situação orçamental da área do euro no seu todo. Os pareceres sobre os projetos de planos orçamentais incluem uma análise da conformidade dos planos com o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Dão igualmente seguimento às orientações fornecidas nas recomendações específicas por país relativas às políticas orçamentais no âmbito do Semestre Europeu de 2016, conforme adotadas pelo Conselho dos Assuntos Económicos e Financeiros (Conselho ECOFIN) em 12 de julho de 2016³¹. A par dos pareceres, a Comissão emitiu uma comunicação intitulada “Uma orientação orçamental positiva para a área do euro” (*Towards a positive fiscal stance for the euro area*), na qual debate o papel atual das políticas orçamentais na área do euro a nível agregado. Tal reflete o mandato estabelecido no Regulamento (UE) n.º 473/2013 (parte do pacote de dois atos legislativos conhecido como *Two-Pack*), que insta a Comissão a “realizar uma avaliação global da situação e das perspetivas orçamentais na área do euro no seu todo, com base nas perspetivas orçamentais nacionais e na sua interação em toda a área”.

A avaliação da Comissão, baseada nas suas previsões económicas do outono de 2016, é no sentido de que apenas cinco dos 18 projetos de planos orçamentais estão em plena conformidade com o PEC. A Comissão concluiu que, tal como no ano anterior, os planos da Alemanha, Estónia, Luxemburgo, Países Baixos e Eslováquia (todos abrangidos pela vertente preventiva) estão “conformes” com as disposições do PEC. Em contraste, considerou os projetos de planos orçamentais de cinco países como apenas “globalmente conformes” (ver o quadro)³². Ao abrigo da vertente preventiva do PEC, este é o caso da Irlanda, Letónia, Malta e Áustria, e, ao abrigo da vertente corretiva – o procedimento relativo aos défices excessivos (PDE) – é o caso de França. Não obstante a previsão de que o défice nominal de França descerá para um nível abaixo do valor de referência de 3% do PIB para o défice até 2017, o prazo imposto no âmbito do PDE, não se espera que a correção do défice excessivo seja sustentável, à luz das consideráveis insuficiências acumuladas em termos de esforços estruturais face aos compromissos assumidos por força do PEC³³.

³⁰ Excluindo os projetos de planos orçamentais dos países da área do euro sob um programa de assistência financeira (ou seja, a Grécia).

³¹ Ver a caixa intitulada “Recomendações específicas por país em matéria de política orçamental emitidas no âmbito do Semestre Europeu de 2016” do *Boletim Económico do BCE*, Número 4/2016, publicado em junho de 2016.

³² Para mais informação sobre os critérios subjacentes à avaliação, ver as notas que acompanham o quadro.

³³ Segundo as previsões do outono de 2016 da Comissão Europeia, o esforço estrutural de França será de 0.6% do PIB em termos acumulados ao longo do período de 2015 a 2017, sendo 2.2% do PIB o indicado na recomendação do PDE dirigida pelo Conselho ao país em 2015.

Quadro

Projetos de planos orçamentais para 2017

	Objetivo orçamental de médio prazo (OMP)	Saldo estrutural em 2017 (previsões do outono de 2016 da Comissão)	Esforço estrutural efetivo em 2017 (previsões do outono de 2016 da Comissão)	Compromisso em termos de esforço estrutural em 2017 no âmbito do PEC (em pontos percentuais)
Conformidade com o PEC				
Alemanha	-0.5	0.4	-0.2	no OMP
Estónia [*]	0.0	-0.2	-0.8	no OMP
Luxemburgo	-0.5	0.4	-1.5	no OMP
Países Baixos	-0.5	-0.2	0.3	no OMP
Eslováquia	-0.5	-1.4	0.6	0.5
Conformidade global com o PEC				
Irlanda ¹	-0.5	-1.0	0.7	0.6
Letónia ¹	-1.0	-1.7	-0.2	-0.2
Malta ¹	0.0	-0.7	0.4	0.6
Áustria ^{*1}	-0.5	-0.9	0.1	-0.1
França (prazo no PDE: 2017) ²	-0.4	-2.3	0.2	0.9
Risco de não conformidade com o PEC				
Bélgica ³	0.0	-2.0	0.7	0.6
Itália ³	0.0	-2.2	-0.5	0.6
Chipre ³	0.0	-1.3	-1.4	-0.4
Lituânia ^{*3}	-1.0	-1.4	-0.4	-0.2
Eslovénia ³	0.25	-2.3	-0.2	0.6
Finlândia ³	-0.5	-1.6	-0.3	0.6
Portugal (prazo no PDE: 2016) ⁴	0.25	-2.4	0.0	0.6
Espanha (prazo no PDE: 2018) ⁴	0.0	-3.8	0.0	0.5

Fontes: Comissão Europeia e dados da base de dados macroeconómicos anuais AMECO.

Notas: * A Estónia, Chipre, a Letónia, a Lituânia, a Áustria e a Finlândia solicitaram flexibilidade ao abrigo do PEC (nomeadamente, em termos de reformas estruturais, investimento e pensões).

1) No que respeita aos países sob a 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 0.25% do PIB durante dois anos consecutivos. Ao mesmo tempo, é avaliado se os Estados-Membros cumprem o valor de referência para a redução da dívida "se aplicável".

2) Para os países objeto de um PDE, a Comissão avalia os projetos de planos orçamentais como estando "globalmente conformes", se a previsão da Comissão 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.

3) Ao abrigo da vertente preventiva, a Comissão avalia os projetos de planos orçamentais como "em risco de incumprimento do PEC", se a previsão da Comissão apontar para um desvio significativo face ao OMP ou à trajetória de ajustamento necessário no sentido do OMP em 2017, e/ou incumprimento do valor de referência para a redução da dívida "se aplicável".

4) A Comissão avalia os países objeto de um PDE em "risco de incumprimento", caso a previsão da Comissão para 2017 (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.

Embora alguns planos orçamentais fiquem significativamente aquém das disposições do PEC, até ao final de outubro, a Comissão não tinha requerido que qualquer Estado-Membro apresentasse um plano revisto, afirmando que o critério do incumprimento particularmente grave, nos termos do Regulamento (UE) n.º 473/2013, não se aplicava. Contudo, de acordo com a Comissão, os projetos de planos orçamentais de oito países estão "em risco de incumprimento do PEC". Tal compara com um número de cinco países nesta categoria, no exercício de análise do ano passado. Sob a vertente corretiva do PEC, o grupo identificado

este ano compreende Portugal e Espanha³⁴, cujos prazos impostos no PDE são, respetivamente, 2016 e 2018. Considera-se que ambos os países tomaram medidas eficazes em 2016 em resposta aos alertas no sentido de adotarem medidas adicionais, emitidos em 2 de agosto ao abrigo do artigo 126.º, n.º 9, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE). Simultaneamente, preveem-se insuficiências significativas a nível dos esforços estruturais em 2017, embora as autoridades espanholas tenham apresentado, dentro do prazo estipulado de 15 de outubro, um projeto de plano orçamental com base no pressuposto de que não se verificarão alterações das políticas e se tenham comprometido a apresentar um plano revisto e plenamente conforme na reunião do Eurogrupo de 5 de dezembro³⁵.

Sob a vertente preventiva, o grupo inclui seis Estados-Membros. Para a Bélgica, a Itália, Chipre e a Eslovénia, a previsão é de que a melhoria do saldo estrutural no sentido do OMP específico de cada país fique significativamente aquém dos requisitos, ou seja, em mais de 0.5 pontos percentuais do PIB. Esta avaliação seria válida mesmo se lhes fosse concedida, *a posteriori*, a flexibilidade ao abrigo do PEC que alguns governos solicitaram nos respetivos planos orçamentais. Os dois restantes países do grupo são a Lituânia e a Finlândia, em relação aos quais a insuficiência em termos de esforços orçamentais no sentido do OMP permaneceria abaixo do limiar de significância mesmo que a flexibilidade solicitada lhes fosse concedida posteriormente. A Comissão avaliará a elegibilidade dos países para se desviarem da trajetória de ajustamento no sentido do OMP, com base nas disposições do PEC em termos de flexibilidade, na primavera de 2017.

No tocante à Itália e à Bélgica, os pareceres da Comissão implicam que a conformidade com a vertente preventiva deixa de ser aplicável como fator de mitigação na avaliação do respetivo (não) cumprimento da regra relativa à dívida. Em 5 de dezembro, o Eurogrupo registou que, à luz da evidência, à primeira vista, de não cumprimento do valor de referência para a redução da dívida, a Comissão emitirá um novo relatório, nos termos do artigo 126.º, n.º 3, do TFUE, para ambos os países. No respeitante à Itália, a Comissão tinha inicialmente previsto rever, em novembro, a sua avaliação dos fatores pertinentes num novo relatório baseado no projeto de plano orçamental para 2017³⁶.

Os projetos de planos orçamentais apontam para uma orientação orçamental globalmente neutra para a área do euro em 2017, sendo estabelecido um balanço entre as necessidades agregadas de estabilização e de sustentabilidade. De um modo geral, o conceito de orientação orçamental agregada da área do euro fornece informação útil para os debates de políticas

³⁴ No que respeita à Espanha e à Lituânia que, em virtude da ausência de um novo governo após as eleições gerais, apresentaram projetos de planos orçamentais baseados num cenário de não alteração de políticas, foi-lhes solicitado que submetessem planos revistos o mais cedo possível. O Conselho de Ministros de Espanha aprovou o projecto de plano orçamental atualizado para 2017 em 9 de dezembro, o qual prevê um défice global de 3.1% e uma melhoria de 0.5% no rácio do défice estrutural, em consonância com os compromissos assumidos no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos.

³⁵ Ver http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2016/assessment_pt_es_en.pdf.

³⁶ Para mais pormenores, ver http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-1727_de.htm.

e a análise económica a nível da área do euro, onde uma política monetária única é complementada pelas políticas orçamentais nacionais³⁷. No entanto, não constituiu um condicionalismo juridicamente vinculativo dos Estados-Membros, os quais continuam vinculados ao PEC. Tomando nota da comunicação da Comissão sobre uma orientação orçamental apropriada para a área do euro, o Eurogrupo destacou, em 5 de dezembro, a importância de encontrar o equilíbrio certo entre a necessidade de assegurar a sustentabilidade orçamental e a necessidade de apoiar o investimento para reforçar a frágil recuperação. O Eurogrupo lembrou também que, em julho, os ministros das finanças da área do euro tinham concluído que a orientação orçamental globalmente neutra em 2017 estava a estabelecer um equilíbrio adequado.

Ao mesmo tempo, a orientação orçamental globalmente neutra reflete uma composição não ótima entre os países, como também observado pela Comissão. Por um lado, um número considerável de países da área do euro precisa de acelerar os respetivos esforços estruturais para cumprirem o PEC. Por outro lado, alguns países estão a ultrapassar os seus OMP e, consequentemente, podem fazer uso da margem orçamental de que dispõem. Neste aspeto, a declaração do Eurogrupo lembra que os Estados-Membros poderiam utilizar a sua situação orçamental favorável para continuarem a reforçar a respetiva procura interna e o seu crescimento potencial, respeitando, porém o OMP³⁸.

Numa análise prospetiva, um instrumento orçamental apropriado para a área do euro poderia permitir a consecução dos objetivos de política orçamental ao nível agregado da área do euro. O Relatório dos Cinco Presidentes³⁹, publicado em junho de 2015, recomenda a melhoria do quadro institucional da União Económica e Monetária através de um instrumento orçamental para a área do euro, por exemplo, o aumento da capacidade de estabilização automática perante grandes choques macroeconómicos. O relatório salienta que: “A estabilização automática a nível da área do euro não terá como objetivo ajustar ativamente o ciclo económico na área do euro. Em contrapartida, deverá contribuir para amortecer melhor os grandes choques macroeconómicos.” Neste contexto, o relatório destaca que qualquer avanço no sentido de uma partilha de riscos a nível da área do euro deveria assinalar “o culminar de um processo que exige, enquanto condição *sine qua non*, um elevado grau de convergência económica, a integração financeira, bem como uma maior coordenação e uma maior partilha das decisões relativas aos orçamentos nacionais, com o reforço correspondente da responsabilização democrática”⁴⁰.

³⁷ Para uma análise das dificuldades associadas à avaliação da orientação orçamental, ver o artigo intitulado “The euro area fiscal stance”, na versão inglesa do *Boletim Económico do BCE*, Número 4/2016, publicado em junho.

³⁸ O PEC é, contudo, assimétrico na medida em os países que apresentam um défice de esforços estruturais face aos compromissos assumidos precisam de garantir a conformidade, ao passo que os países com margem orçamental não precisam de a utilizar.

³⁹ Consultar https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_pt.pdf.

⁴⁰ Paralelamente, o Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos (FEIE), criado em 2015, poderia potencialmente contribuir para uma redução das disparidades regionais na UE. Segundo uma proposta conjunta da Comissão Europeia e do Banco Europeu de Investimento, trata-se de uma parte integrante da orientação estratégica do FEIE (*EFIS's Strategic Orientation*). Para mais pormenores, ver a página 4 do documento.

Na ausência de tais instrumentos e à luz das regras orçamentais da UE, a composição dos orçamentos nacionais permanece o principal instrumento de apoio à atividade económica. Neste aspeto, a Comissão considera que os projetos de planos orçamentais preveem apenas alterações muito limitadas da composição das finanças públicas em 2016 e 2017, no conjunto da área do euro. Nesta ótica, em 5 de dezembro, o Eurogrupo reconheceu também que, nos orçamentos públicos, existia margem para escolhas mais favoráveis ao crescimento e reiterou a importância de reduzir o peso da tributação do trabalho, assim como os benefícios de uma revisão devidamente concebida da despesa pública.

O Eurogrupo reavaliará os compromissos dos países em março de 2017, com base nas previsões do inverno de 2017 da Comissão Europeia. Em dezembro de 2016, realçou que as políticas orçamentais deveriam ser prosseguidas em plena conformidade com o PEC.

Estatísticas

Índice

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

Mais informações

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sinais convencionais usados nos quadros

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

1 Conjuntura externa

1.1 Principais parceiros comerciais, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (variações percentuais em cadeia)						IPC (taxas de variação homólogas (%))						
	G20 ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China	Por memória: área do euro	Países da OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IHPC)	Japão	China	Por memória: área do euro ³⁾ (IHPC)
							Total	excluindo produtos alimentares e energéticos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3.1	1.7	1.9	1.4	7.8	-0.3	1.6	1.6	1.5	2.6	0.4	2.6	1.4
2014	3.3	2.4	3.1	-0.1	7.3	1.2	1.7	1.8	1.6	1.5	2.7	2.0	0.4
2015	3.2	2.6	2.2	0.6	6.9	2.0	0.6	1.7	0.1	0.0	0.8	1.4	0.0
2015 T4	0.7	0.2	0.7	-0.4	1.6	0.5	0.7	1.8	0.5	0.1	0.3	1.5	0.2
2016 T1	0.7	0.2	0.4	0.5	1.2	0.5	1.0	1.9	1.1	0.3	0.0	2.1	0.0
T2	0.6	0.4	0.7	0.2	1.9	0.3	0.8	1.8	1.0	0.3	-0.4	2.1	-0.1
T3	.	0.8	0.5	0.5	1.8	0.3	1.0	1.8	1.1	0.7	-0.5	1.7	0.3
2016 Jun.	-	-	-	-	-	-	0.9	1.9	1.0	0.5	-0.4	1.9	0.1
Jul.	-	-	-	-	-	-	0.8	1.8	0.8	0.6	-0.4	1.8	0.2
Ago.	-	-	-	-	-	-	0.9	1.8	1.1	0.6	-0.5	1.3	0.2
Set.	-	-	-	-	-	-	1.2	1.8	1.5	1.0	-0.5	1.9	0.4
Out.	-	-	-	-	-	-	.	.	1.6	0.9	.	2.1	0.5
Nov. ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	0.6

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

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

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

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

4) O valor para a área do euro é uma estimativa baseada em dados nacionais provisórios, que geralmente abrangem cerca de 95% da área do euro, 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
2013	53.4	54.8	56.8	52.6	51.5	49.7	52.2	52.7	50.6	2.8	-0.2	4.9
2014	54.2	57.3	57.9	50.9	51.1	52.7	53.2	54.1	51.4	2.6	3.8	1.8
2015	53.3	55.8	56.2	51.4	50.4	53.8	51.8	53.9	50.3	1.3	3.8	-0.3
2015 T4	52.7	55.0	55.4	52.3	49.9	54.1	51.3	53.2	50.5	1.1	0.4	1.6
2016 T1	51.2	51.5	54.1	51.2	50.3	53.2	50.7	51.3	49.4	-1.1	0.6	-2.2
T2	50.8	51.5	52.5	49.0	50.5	53.1	49.7	51.1	48.8	-0.5	0.1	-0.9
T3	51.2	51.9	51.6	49.6	51.7	52.9	51.6	51.1	50.1	0.8	1.1	0.7
2016 Jun.	50.6	51.2	52.5	49.0	50.3	53.1	49.7	51.0	49.3	-0.5	0.1	-0.9
Jul.	51.2	51.8	47.4	50.1	51.9	53.2	51.6	51.0	49.7	0.4	0.3	0.4
Ago.	51.1	51.5	53.5	49.8	51.8	52.9	51.8	50.8	50.4	1.2	1.6	1.0
Set.	51.5	52.3	53.9	48.9	51.4	52.6	51.6	51.4	50.2	0.8	1.1	0.7
Out.	53.3	54.9	54.7	51.3	52.9	53.3	53.4	53.3	50.5	.	.	.
Nov.	53.2	54.9	55.2	52.0	52.9	53.9	53.2	53.2	50.7	.	.	.

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
2013	0.09	0.13	0.22	0.34	0.54	0.27	0.15
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 Maio	-0.34	-0.35	-0.26	-0.14	-0.01	0.64	-0.03
Jun.	-0.33	-0.36	-0.27	-0.16	-0.03	0.65	-0.03
Jul.	-0.33	-0.37	-0.29	-0.19	-0.06	0.70	-0.03
Ago.	-0.34	-0.37	-0.30	-0.19	-0.05	0.81	-0.02
Set.	-0.34	-0.37	-0.30	-0.20	-0.06	0.85	-0.03
Out.	-0.35	-0.37	-0.31	-0.21	-0.07	0.88	-0.02
Nov.	-0.35	-0.37	-0.31	-0.21	-0.07	0.91	-0.06

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
2013	0.08	0.09	0.25	1.07	2.24	2.15	2.91	2.66	0.18	0.67	2.53	3.88
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 Maio	-0.56	-0.54	-0.53	-0.33	0.22	0.76	1.17	1.03	-0.53	-0.48	0.19	1.19
Jun.	-0.65	-0.65	-0.66	-0.52	-0.10	0.54	1.03	0.72	-0.66	-0.66	-0.12	0.60
Jul.	-0.65	-0.64	-0.65	-0.55	-0.15	0.49	0.96	0.56	-0.65	-0.67	-0.19	0.55
Ago.	-0.65	-0.64	-0.65	-0.54	-0.12	0.53	0.98	0.48	-0.65	-0.66	-0.16	0.64
Set.	-0.74	-0.72	-0.72	-0.59	-0.16	0.56	1.00	0.60	-0.71	-0.71	-0.22	0.64
Out.	-0.82	-0.74	-0.66	-0.38	0.14	0.88	1.18	1.03	-0.65	-0.51	0.17	1.03
Nov.	-0.80	-0.80	-0.78	-0.42	0.27	1.07	1.60	1.30	-0.80	-0.69	0.39	1.29

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Índices bolsistas

(níveis dos índices em pontos; médias do período)

		Índices Dow Jones EURO STOXX											Estados Unidos	Japão	
		De referência		Índices dos principais setores											
		Índice alargado	50	Matérias-primas	Serviços de consumo	Bens de consumo	Petróleo e gás	Finan- ceiros	Indus- triais	Tecno- logias	Serviços básicos	Teleco- muni- cações	Cuida- dos de saúde	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013		281.9	2 794.0	586.3	195.0	468.2	312.8	151.5	402.7	274.1	230.6	253.4	629.4	1 643.8	13 577.9
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	Maio	319.5	2 983.7	602.3	248.6	591.6	279.5	150.8	491.9	357.8	252.1	335.4	755.7	2 065.6	16 612.7
	Jun.	312.2	2 910.8	591.8	243.6	588.2	276.9	141.7	481.3	359.9	249.8	320.4	761.3	2 083.9	16 068.8
	Jul.	312.8	2 919.1	604.5	247.1	599.9	285.0	132.8	481.1	372.6	258.5	317.8	801.0	2 148.9	16 168.3
	Ago.	323.2	2 992.9	637.9	253.0	621.1	284.0	138.3	510.9	391.9	255.4	320.0	785.4	2 177.5	16 586.1
	Set.	325.5	3 012.1	635.6	255.4	617.6	281.3	142.8	518.7	396.1	251.6	321.0	780.1	2 157.7	16 737.0
	Out.	327.9	3 042.3	649.8	253.5	620.8	291.0	146.7	519.1	393.0	247.2	318.4	768.8	2 143.0	17 044.5
Nov.		324.5	3 026.4	654.4	247.7	594.1	286.0	152.5	515.1	378.7	231.5	306.9	778.3	2 165.0	17 689.5

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

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

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

		Depósitos				Empréstimos renováveis e descobertos	Crédito renovado de cartão de crédito	Crédito ao consumo			Empréstimos a empresas individuais e sociedades irregulares	Crédito à habitação						
		Over-night	Reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	Com prazo acordado				Por fixação inicial de taxa	TAEG ³⁾	Por período de fixação inicial de taxa de juro				TAEG ³⁾	Indicador composto do custo dos empréstimos			
				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	
2015	Nov.	0.14	0.65	0.64	0.96	6.68	16.91	5.23	6.22	6.60	2.68	2.05	2.31	2.31	2.45	2.62	2.27	
	Dez.	0.13	0.64	0.64	0.98	6.61	16.95	4.84	5.94	6.25	2.53	1.99	2.27	2.27	2.41	2.55	2.22	
2016	Jan.	0.12	0.62	0.63	1.25	6.65	16.88	5.31	6.29	6.65	2.53	1.99	2.23	2.30	2.40	2.53	2.23	
	Fev.	0.12	0.60	0.60	0.89	6.66	16.89	5.01	6.13	6.46	2.61	2.00	2.20	2.23	2.33	2.48	2.19	
	Mar.	0.11	0.58	0.59	0.87	6.63	16.88	5.14	5.97	6.34	2.53	1.90	2.10	2.10	2.24	2.38	2.11	
	Abr.	0.11	0.57	0.58	0.85	6.54	16.82	5.20	5.99	6.33	2.56	1.86	2.09	2.17	2.23	2.41	2.09	
	Maio	0.10	0.56	0.54	0.87	6.56	16.75	5.21	6.09	6.46	2.56	1.85	2.03	2.06	2.12	2.37	2.02	
	Jun.	0.09	0.54	0.56	0.86	6.55	16.79	4.96	5.87	6.18	2.45	1.81	2.00	1.97	2.02	2.32	1.97	
	Jul.	0.09	0.52	0.50	0.92	6.46	16.80	5.14	5.96	6.29	2.39	1.82	1.96	1.96	1.96	2.33	1.92	
	Ago.	0.08	0.51	0.52	0.84	6.48	16.78	5.44	6.01	6.37	2.40	1.87	1.96	1.86	1.88	2.31	1.90	
	Set.	0.08	0.50	0.50	0.79	6.50	16.78	5.16	5.76	6.14	2.35	1.80	1.98	1.85	1.85	2.28	1.86	
	Out. ^(p)	0.08	0.49	0.44	0.75	6.43	16.78	5.17	5.68	6.10	2.43	1.78	1.90	1.80	1.81	2.24	1.81	

Fonte: BCE.

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

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

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

2.5 Taxas de juro das IFM dos empréstimos e depósitos de sociedades não financeiras (novas operações) ^{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
2015	Nov.	0.16	0.23	0.83	3.05	3.14	3.39	2.88	2.03	2.16	2.20	1.46	1.62	1.98	2.13
	Dez.	0.14	0.23	0.85	3.01	3.07	3.18	2.77	2.01	2.13	2.17	1.51	1.77	1.92	2.09
2016	Jan.	0.13	0.27	0.77	2.97	3.23	3.25	2.78	2.00	2.22	2.17	1.43	1.67	2.07	2.11
	Fev.	0.13	0.24	0.70	2.93	3.16	3.28	2.76	1.96	2.11	2.09	1.37	1.47	1.74	2.02
	Mar.	0.13	0.16	0.87	2.89	3.03	3.20	2.68	1.92	2.03	2.02	1.38	1.74	1.77	2.05
	Abr.	0.12	0.19	0.64	2.80	2.99	3.12	2.66	1.93	1.96	1.98	1.38	1.59	1.81	2.01
	Maio	0.11	0.13	0.63	2.76	2.91	3.10	2.61	1.91	1.94	1.92	1.27	1.68	1.74	1.92
	Jun.	0.11	0.15	0.64	2.75	2.67	3.01	2.52	1.85	1.90	1.85	1.34	1.60	1.64	1.90
	Jul.	0.09	0.16	0.42	2.71	2.73	3.07	2.47	1.86	1.91	1.80	1.28	1.56	1.69	1.87
	Ago.	0.09	0.16	0.47	2.74	2.68	3.01	2.46	1.86	1.94	1.79	1.22	1.48	1.54	1.83
	Set.	0.09	0.12	0.47	2.72	2.65	2.96	2.43	1.82	1.86	1.73	1.28	1.61	1.64	1.86
	Out. ^(p)	0.08	0.15	0.45	2.68	2.63	3.04	2.37	1.81	1.83	1.72	1.28	1.40	1.63	1.83

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 (inclu- indo o Euro- siste- ma)	Sociedades do setor não monetário		Administrações públicas				
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Adminis- tração central	Outras adminis- trações públicas			Sociedades financeiras exceto IFM	Socie- dades não finan- ceiras	Adminis- tração central	Outras adminis- trações públicas			
													Sociedades de titulari- zação		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Curto prazo															
2013	1 255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21	
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25	
2015	1 273	517	151	.	61	478	65	335	150	37	.	32	82	34	
2016	Abr.	1 295	519	136	.	78	495	68	355	155	39	.	33	82	46
	Maio	1 306	530	133	.	79	495	68	333	153	38	.	34	75	34
	Jun.	1 287	525	132	.	67	493	69	308	136	38	.	27	80	27
	Jul.	1 272	524	124	.	72	486	66	349	154	43	.	36	78	38
	Ago.	1 290	526	141	.	70	484	70	316	138	51	.	24	77	26
	Set.	1 301	539	136	.	68	492	65	345	155	40	.	30	85	36
Longo prazo															
2013	15 114	4 403	3 094	.	920	6 069	628	223	70	39	.	16	89	9	
2014	15 131	4 045	3 164	.	994	6 285	642	220	65	43	.	16	85	10	
2015	15 236	3 784	3 274	.	1 060	6 481	637	214	66	45	.	13	81	9	
2016	Abr.	15 109	3 724	3 138	.	1 067	6 548	633	219	61	35	.	25	91	7
	Maio	15 218	3 732	3 160	.	1 081	6 611	634	238	59	57	.	26	88	8
	Jun.	15 218	3 733	3 104	.	1 080	6 663	638	216	73	41	.	14	79	10
	Jul.	15 178	3 698	3 127	.	1 083	6 629	641	203	55	46	.	10	84	9
	Ago.	15 167	3 692	3 125	.	1 082	6 628	640	99	32	17	.	3	42	5
	Set.	15 194	3 673	3 152	.	1 101	6 630	638	216	52	45	.	29	84	7

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 Eurosiste- ma	Sociedades do setor não monetário		Administrações públicas		Total	IFM	Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras		
			Sociedades financeiras exceto IFM	Sociedades não financeiras	Adminis- tração central	Outras adminis- trações públicas						
											Sociedades de titulari- zação	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo												
2013	16 369.5	4 886.1	3 218.6	.	986.6	6 598.1	680.0	5 649.0	569.1	742.5	4 337.4	
2014	16 451.0	4 587.9	3 295.1	.	1 052.1	6 823.2	692.7	5 958.0	591.1	780.6	4 586.3	
2015	16 508.7	4 301.2	3 425.6	.	1 120.8	6 959.3	701.9	6 744.7	586.1	911.6	5 247.0	
2016	Abr.	16 403.3	4 243.1	3 273.1	.	1 144.4	7 042.5	700.2	6 462.6	505.5	917.8	5 039.4
	Maio	16 523.8	4 262.0	3 293.0	.	1 160.6	7 106.5	701.6	6 552.7	491.5	923.5	5 137.6
	Jun.	16 504.7	4 258.6	3 235.5	.	1 147.2	7 156.0	707.3	6 210.2	395.0	862.0	4 953.2
	Jul.	16 449.7	4 222.3	3 250.8	.	1 154.4	7 115.6	706.6	6 494.8	427.0	874.1	5 193.7
	Ago.	16 456.6	4 217.1	3 266.0	.	1 151.9	7 112.0	709.5	6 536.0	444.7	881.4	5 209.9
	Set.	16 494.9	4 212.0	3 288.6	.	1 169.0	7 121.7	703.7	6 592.9	427.5	877.9	5 287.5
Taxa de crescimento												
2013	-1.4	-8.9	-3.4	.	8.0	4.5	-1.1	0.7	7.2	-0.4	0.2	
2014	-0.7	-7.9	0.4	.	5.1	3.1	1.1	1.5	7.2	1.2	0.7	
2015	0.2	-6.9	5.3	.	4.7	1.8	0.6	1.1	4.5	1.4	0.6	
2016	Abr.	-1.0	-6.8	-0.2	.	3.6	1.7	-0.1	0.9	2.6	1.7	0.6
	Maio	-0.7	-5.9	-0.6	.	4.7	1.6	0.6	0.9	2.5	1.5	0.6
	Jun.	-0.4	-4.6	-2.3	.	4.7	2.1	2.7	0.9	2.7	1.6	0.6
	Jul.	-0.2	-4.7	-1.5	.	4.3	2.2	2.8	0.9	2.8	1.6	0.6
	Ago.	0.0	-4.6	-0.1	.	4.0	2.1	2.1	0.9	2.8	1.6	0.6
	Set.	0.0	-3.8	-0.8	.	5.5	1.6	1.9	0.9	2.8	1.7	0.6

Fonte: BCE.

2 Evolução financeira

2.8 Taxas de câmbio efetivas ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPP 3	Deflator do PIB real 4	Real, CUTIT ²⁾ 5	Real, CUTCE 6	Nominal 7	Real, IPC 8
2013	101.2	98.2	96.7	91.8	100.9	98.9	111.9	95.5
2014	101.8	97.8	96.8	92.0	99.4	100.0	114.7	96.0
2015	92.4	88.4	89.1	83.9	86.3	90.7	106.5	87.8
2015 T4	92.4	88.3	89.3	84.3	85.8	90.5	107.7	88.3
2016 T1	94.1	89.5	90.8	85.8	86.9	91.7	110.4	90.1
T2	94.9	90.3	91.5	86.4	86.6	92.1	110.8	90.4
T3	95.2	90.5	91.5	-	-	-	110.6	90.1
2016 Jun.	94.7	90.2	91.3	-	-	-	110.5	90.3
Jul.	94.9	90.4	91.4	-	-	-	110.2	89.9
Ago.	95.2	90.6	91.6	-	-	-	110.6	90.2
Set.	95.4	90.7	91.6	-	-	-	110.9	90.3
Out.	95.5	90.8	91.4	-	-	-	110.6	90.1
Nov.	95.0	90.3	90.6	-	-	-	110.3	89.8
Variação (%) face ao mês anterior								
2016 Nov.	-0.5	-0.6	-0.8	-	-	-	-0.2	-0.3
Variação (%) face ao ano anterior								
2016 Nov.	4.2	3.7	2.8	-	-	-	4.1	3.4

Fonte: BCE.

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

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

2.9 Taxas de câmbio bilaterais

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

	Renminbi da China 1	Kuna da Croácia 2	Coroa checa 3	Coroa dinamar- quesa 4	Forint da Hungria 5	Iene do Japão 6	Złóti da Polónia 7	Libra esterlina 8	Leu da Roménia 9	Coroa sueca 10	Franco suíço 11	Dólar dos Estados Unidos 12
2013	8.165	7.579	25.980	7.458	296.873	129.663	4.197	0.849	4.4190	8.652	1.231	1.328
2014	8.186	7.634	27.536	7.455	308.706	140.306	4.184	0.806	4.4437	9.099	1.215	1.329
2015	6.973	7.614	27.279	7.459	309.996	134.314	4.184	0.726	4.4454	9.353	1.068	1.110
2015 T4	7.000	7.623	27.057	7.460	312.652	132.952	4.264	0.722	4.4573	9.302	1.085	1.095
2016 T1	7.210	7.617	27.040	7.461	312.024	126.997	4.365	0.770	4.4924	9.327	1.096	1.102
T2	7.379	7.504	27.040	7.439	313.371	121.949	4.372	0.787	4.4986	9.278	1.096	1.129
T3	7.443	7.493	27.029	7.442	311.016	114.292	4.338	0.850	4.4646	9.511	1.089	1.117
2016 Jun.	7.402	7.520	27.061	7.437	313.984	118.453	4.400	0.790	4.5230	9.334	1.089	1.123
Jul.	7.391	7.493	27.042	7.439	314.353	115.250	4.396	0.841	4.4856	9.474	1.087	1.107
Ago.	7.454	7.487	27.025	7.441	310.205	113.487	4.300	0.855	4.4591	9.491	1.088	1.121
Set.	7.482	7.500	27.022	7.447	308.678	114.218	4.321	0.852	4.4502	9.565	1.092	1.121
Out.	7.420	7.507	27.022	7.440	307.000	114.473	4.308	0.894	4.4942	9.707	1.089	1.103
Nov.	7.388	7.521	27.033	7.441	308.816	116.933	4.391	0.869	4.5100	9.851	1.076	1.080
Variação (%) face ao mês anterior												
2016 Nov.	-0.4	0.2	0.0	0.0	0.6	2.1	1.9	-2.8	0.4	1.5	-1.2	-2.1
Variação (%) face ao ano anterior												
2016 Nov.	8.0	-1.1	0.0	-0.3	-1.1	-11.1	3.3	23.0	1.5	5.8	-0.7	0.6

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)												
2015 T3	21 708.7	23 017.6	-1 308.9	9 437.3	7 778.0	6 851.3	10 159.9	-45.7	4 821.5	5 079.7	644.2	13 185.1
T4	22 235.2	23 309.6	-1 074.4	9 815.1	8 079.3	7 175.3	10 303.2	-44.6	4 645.1	4 927.1	644.2	13 003.1
2016 T1	22 100.0	23 183.1	-1 083.1	9 672.8	7 999.2	7 111.8	10 113.0	-21.8	4 661.9	5 070.9	675.3	13 234.3
T2	22 550.0	23 431.9	-881.9	9 710.4	8 031.1	7 432.1	10 147.6	-54.9	4 740.5	5 253.2	721.8	13 331.6
Saldos em percentagem do PIB												
2016 T2	212.6	220.9	-8.3	91.5	75.7	70.1	95.7	-0.5	44.7	49.5	6.8	125.7
Transações												
2015 T4	152.9	-4.1	157.0	227.7	206.5	111.5	-11.8	55.6	-246.5	-198.8	4.6	-
2016 T1	386.5	381.8	4.7	115.2	74.6	134.1	41.3	27.3	108.8	265.9	1.0	-
T2	202.0	110.0	92.0	-21.0	4.4	127.0	-47.2	-47.8	141.6	152.8	2.2	-
T3	191.6	88.2	103.4	63.6	-12.8	124.9	-13.5	1.4	-6.0	114.5	7.7	-
2016 Abr.	151.5	130.5	21.1	-8.0	9.7	55.9	-64.3	-21.4	126.7	185.1	-1.6	-
Maio	100.1	89.1	10.9	32.7	20.4	26.1	21.3	-14.0	52.1	47.4	3.1	-
Jun.	-49.6	-109.7	60.0	-45.8	-25.6	45.0	-4.2	-12.4	-37.2	-79.8	0.7	-
Jul.	123.1	116.1	7.0	15.6	-6.7	42.0	-16.8	5.8	60.5	139.6	-0.9	-
Ago.	117.0	81.2	35.7	60.6	14.1	38.8	4.7	-2.2	18.0	62.5	1.8	-
Set.	-48.5	-109.2	60.6	-12.6	-20.2	44.1	-1.3	-2.3	-84.5	-87.6	6.8	-
Transações acumuladas de 12 meses												
2016 Set.	932.9	575.8	357.1	385.5	272.7	497.5	-31.3	36.5	-2.1	334.4	15.5	-
Transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB												
2016 Set.	8.7	5.4	3.3	3.6	2.6	4.7	-0.3	0.3	0.0	3.1	0.1	-

Fonte: BCE.

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

3 Atividade económica

3.1 PIB e componentes da despesa

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

	PIB											
	Total	Procura interna								Saldo externo ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formação bruta de capital fixo			Variação de existências ²⁾		Total	Expor- tações ¹⁾	Impor- tações ¹⁾
					Cons- trução - total	Máquinas - total	Produtos de proprie- dade intelectual					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)												
2013	9 932.1	9 602.3	5 561.2	2 094.5	1 947.0	1 000.6	572.4	369.1	-0.4	329.9	4 370.2	4 040.3
2014	10 133.2	9 775.3	5 633.7	2 125.1	1 986.4	1 000.6	598.7	382.2	30.2	357.9	4 532.8	4 174.9
2015	10 455.8	9 981.2	5 744.1	2 163.9	2 063.1	1 018.6	631.8	407.6	10.1	474.6	4 831.6	4 357.1
2015 T4	2 642.9	2 523.7	1 446.8	546.7	525.4	258.0	163.2	102.8	4.8	119.2	1 215.0	1 095.8
2016 T1	2 659.3	2 533.0	1 454.2	551.2	526.1	259.5	163.8	102.2	1.5	126.3	1 199.4	1 073.1
T2	2 671.6	2 547.1	1 461.1	554.1	533.5	260.2	165.2	107.3	-1.5	124.5	1 212.8	1 088.3
T3	2 683.0	2 561.6	1 467.4	558.2	536.0	.	.	.	0.0	121.3	1 216.4	1 095.0
em percentagem do PIB												
2015	100.0	95.5	54.9	20.7	19.7	9.7	6.0	3.9	0.1	4.5	-	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
taxas de variação trimestrais em cadeia (%)												
2015 T4	0.5	0.8	0.4	0.6	1.3	1.4	3.3	-1.2	-	-	0.8	1.5
2016 T1	0.5	0.4	0.7	0.6	0.4	1.0	0.5	-0.8	-	-	0.2	-0.1
T2	0.3	0.3	0.2	0.4	1.2	-0.3	0.7	5.3	-	-	1.2	1.2
T3	0.3	0.4	0.3	0.5	0.2	.	.	.	-	-	0.1	0.2
taxas de variação homólogas (%)												
2013	-0.3	-0.6	-0.6	0.3	-2.5	-3.5	-2.7	0.7	-	-	2.1	1.4
2014	1.2	1.2	0.8	0.6	1.4	-0.9	4.4	3.1	-	-	4.5	4.9
2015	2.0	1.8	1.8	1.4	3.2	1.3	4.7	5.6	-	-	6.5	6.4
2015 T4	2.0	2.3	1.7	1.8	3.9	2.3	5.6	4.8	-	-	5.0	5.9
2016 T1	1.7	2.1	1.9	2.0	2.4	2.0	4.7	0.7	-	-	2.4	3.4
T2	1.7	2.2	1.7	2.0	3.6	2.3	5.2	4.7	-	-	2.5	3.8
T3	1.7	1.9	1.6	2.0	3.0	.	.	.	-	-	2.2	2.9
contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do PIB; pontos percentuais												
2015 T4	0.5	0.8	0.2	0.1	0.3	0.1	0.2	0.0	0.2	-0.3	-	-
2016 T1	0.5	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.2	0.1	-	-
T2	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0	-	-
T3	0.3	0.4	0.2	0.1	0.0	.	.	.	0.1	-0.1	-	-
contributos para as taxas de variação homólogas (%) do PIB; pontos percentuais												
2013	-0.3	-0.6	-0.3	0.1	-0.5	-0.4	-0.2	0.0	0.2	0.4	-	-
2014	1.2	1.2	0.5	0.1	0.3	-0.1	0.3	0.1	0.3	0.0	-	-
2015	2.0	1.8	1.0	0.3	0.6	0.1	0.3	0.2	-0.1	0.3	-	-
2015 T4	2.0	2.2	1.0	0.4	0.8	0.2	0.3	0.2	0.1	-0.2	-	-
2016 T1	1.7	2.0	1.1	0.4	0.5	0.2	0.3	0.0	0.0	-0.3	-	-
T2	1.7	2.1	0.9	0.4	0.7	0.2	0.3	0.2	0.0	-0.4	-	-
T3	1.7	1.8	0.9	0.4	0.6	.	.	.	-0.1	-0.2	-	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

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

3 Atividade económica

3.2 Valor acrescentado por atividade económica

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

	Valor acrescentado bruto (preços de base)											Impostos líquidos de subsídios sobre produtos
	Total	Agricultura, silvicultura e pesca	Indústria transformadora, energia e serviços básicos	Construção	Comércio, transportes, serviços de alojamento e restauração	Informação e comunicação	Atividades financeiras e de seguros	Atividades imobiliárias	Serviços profissionais, empresariais e de apoio	Administração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espetáculos e outros serviços	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Preços correntes (EUR mil milhões)												
2013	8 926.8	155.4	1 740.0	460.5	1 671.6	409.6	445.7	1 035.2	945.2	1 747.8	315.8	1 005.4
2014	9 099.0	149.9	1 777.1	460.8	1 711.5	415.2	461.0	1 044.8	978.6	1 778.6	321.4	1 034.3
2015	9 383.5	150.5	1 883.4	465.9	1 766.3	428.2	460.0	1 062.9	1 022.5	1 816.7	327.1	1 072.3
2015 T4	2 369.7	38.6	474.3	117.9	446.1	108.8	113.4	268.3	260.7	458.8	82.7	273.2
2016 T1	2 386.0	36.3	478.7	119.9	449.3	109.5	113.9	269.8	262.2	462.3	84.1	273.3
T2	2 394.9	36.1	477.3	120.4	451.6	110.3	113.2	271.7	265.5	464.7	84.3	276.7
T3	2 404.7	36.1	479.1	121.1	453.2	110.7	113.0	272.7	266.8	467.5	84.4	278.2
percentagem do valor acrescentado												
2015	100.0	1.6	20.1	5.0	18.8	4.6	4.9	11.3	10.9	19.4	3.5	-
Volumes encadeados (preços do ano anterior)												
taxas de variação trimestrais em cadeia (%)												
2015 T4	0.4	1.2	0.2	1.0	0.5	0.1	0.1	0.3	0.7	0.3	0.5	1.5
2016 T1	0.5	-0.6	0.2	0.9	0.9	0.9	1.0	0.1	0.7	0.5	0.9	0.1
T2	0.3	0.0	0.1	-0.1	0.4	0.9	-0.4	0.2	1.0	0.2	0.1	0.5
T3	0.3	-0.6	0.4	0.5	0.4	0.6	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.5
taxas de variação homólogas (%)												
2013	-0.1	2.4	-0.7	-3.6	-0.9	1.9	0.4	1.4	0.3	0.2	-0.9	-1.2
2014	1.2	1.2	2.3	-1.1	1.3	3.3	-1.4	0.6	2.3	0.5	0.2	1.2
2015	1.9	-0.7	4.1	-0.2	2.1	2.8	-0.4	0.8	3.0	1.0	0.0	3.3
2015 T4	1.8	0.7	3.8	1.0	1.7	2.0	-0.6	0.9	3.0	0.9	0.4	3.6
2016 T1	1.5	-0.4	1.6	1.2	2.0	2.5	0.3	0.8	2.7	1.0	1.4	3.3
T2	1.6	0.5	1.2	1.4	2.1	2.7	-0.1	1.0	3.2	1.2	1.8	2.4
T3	1.6	0.0	0.9	2.4	2.2	2.4	0.8	0.8	2.8	1.3	1.7	2.6
contributos para as taxas de variação trimestrais em cadeia (%) do valor acrescentado; pontos percentuais												
2015 T4	0.4	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
2016 T1	0.5	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
T2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
T3	0.3	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
contributos para as taxas de variação homólogas (%) do valor acrescentado; pontos percentuais												
2013	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	-
2014	1.2	0.0	0.4	-0.1	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	-
2015	1.9	0.0	0.8	0.0	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2015 T4	1.8	0.0	0.7	0.1	0.3	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016 T1	1.5	0.0	0.3	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
T2	1.6	0.0	0.2	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	-
T3	1.6	0.0	0.2	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	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									
		Trabalha- dores por conta de outrem	Trabalha- dores por conta própria	Agricul- tura, silvicultu- ra e pesca	Indústria transforma- dora, energia e serviços básicos	Cons- trução	Comércio, transpor- tes, serviços de aloja- mento e restau- ração	Informa- ção e comuni- cação	Ativi- dades financei- ras e de seguros	Ativi- dades imobili- liárias	Serviços profis- sionais, empres- ariais e de apoio	Adminis- tração pública, edu- cação, saúde e ação social	Ativi- dades artísticas, de espe- táculos e outros serviços
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Pessoas empregadas													
<i>em percentagem do total de pessoas empregadas</i>													
2013	100.0	85.0	15.0	3.4	15.2	6.2	24.7	2.7	2.7	1.0	12.9	24.1	7.1
2014	100.0	85.0	15.0	3.4	15.1	6.1	24.8	2.7	2.7	1.0	13.1	24.2	7.1
2015	100.0	85.2	14.8	3.3	14.9	6.0	24.8	2.7	2.6	1.0	13.3	24.1	7.1
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2013	-0.6	-0.6	-0.8	-1.8	-1.3	-3.6	-0.9	0.4	-1.3	-1.4	0.4	0.3	0.4
2014	0.6	0.6	0.1	0.0	-0.4	-1.7	0.7	0.6	-0.8	0.8	2.1	1.0	0.5
2015	1.0	1.2	0.0	-0.9	0.1	0.0	1.1	1.2	-0.5	0.8	3.0	0.9	1.1
2015 T3	1.0	1.2	-0.1	-1.0	0.3	-0.3	1.1	1.7	-0.5	0.7	3.2	1.0	1.0
T4	1.3	1.5	-0.2	-0.9	0.3	-0.1	1.6	1.8	-0.4	0.5	3.3	1.1	1.6
2016 T1	1.4	1.7	-0.3	-0.9	0.6	0.0	1.7	2.6	0.0	1.3	3.4	1.1	1.7
T2	1.4	1.7	0.0	-0.2	0.5	-0.2	2.0	1.9	-0.1	0.4	3.1	1.2	1.7
Horas trabalhadas													
<i>em percentagem do total de horas trabalhadas</i>													
2013	100.0	80.1	19.9	4.4	15.7	6.9	25.7	2.8	2.7	1.0	12.5	21.8	6.3
2014	100.0	80.3	19.7	4.4	15.6	6.8	25.7	2.9	2.7	1.0	12.8	22.0	6.3
2015	100.0	80.5	19.5	4.3	15.5	6.8	25.6	2.9	2.7	1.0	13.0	22.0	6.3
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2013	-1.4	-1.3	-1.7	-1.5	-1.5	-5.0	-1.7	0.1	-1.9	-2.7	-0.6	-0.2	-1.0
2014	0.5	0.8	-0.5	-0.5	0.0	-1.4	0.4	0.6	-0.9	0.6	2.2	1.1	0.2
2015	1.1	1.4	0.2	0.2	0.5	0.6	0.9	2.1	-0.5	1.1	3.2	1.1	1.1
2015 T3	1.2	1.5	0.3	0.0	0.4	0.3	0.8	2.9	-0.7	1.5	3.8	1.3	1.4
T4	1.2	1.5	0.3	0.4	0.1	0.6	1.3	2.2	-0.1	-0.4	3.2	1.1	1.6
2016 T1	1.6	2.0	0.3	1.0	1.0	0.5	1.9	3.3	0.5	0.4	4.0	1.1	1.1
T2	1.7	1.8	1.1	0.6	1.2	0.1	2.2	2.5	0.8	0.3	3.6	1.1	1.9
Horas trabalhadas por pessoa empregada													
<i>taxas de variação homólogas (%)</i>													
2013	-0.8	-0.7	-0.9	0.2	-0.2	-1.5	-0.8	-0.2	-0.7	-1.4	-1.1	-0.5	-1.4
2014	0.0	0.1	-0.6	-0.6	0.4	0.3	-0.3	0.0	-0.1	-0.2	0.1	0.1	-0.3
2015	0.1	0.2	0.2	1.2	0.4	0.5	-0.2	0.9	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0
2015 T3	0.2	0.2	0.4	1.0	0.1	0.5	-0.3	1.2	-0.3	0.9	0.6	0.3	0.4
T4	0.0	-0.1	0.5	1.3	-0.2	0.7	-0.3	0.5	0.3	-0.9	0.0	0.0	0.0
2016 T1	0.2	0.3	0.7	1.9	0.4	0.5	0.2	0.7	0.4	-0.9	0.6	0.0	-0.6
T2	0.3	0.2	1.1	0.8	0.6	0.3	0.2	0.6	0.8	-0.1	0.6	-0.1	0.2

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

3 Atividade económica

3.4 População ativa, desemprego e ofertas de emprego

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

	Popu- lação ativa, milhões ¹⁾	Subem- prego, % da po- pulação ativa ¹⁾	Desemprego											Taxa de oferta de em- prego ²⁾
			Total		Desem- prego de longa duração, % da po- pulação ativa ¹⁾	Por idade				Por sexo				% do total de postos
			Milhões	% da po- pulação ativa		Adultos		Jovens		Homens		Mulheres		
						Milhões	% da po- pulação ativa	Milhões	% da po- pulação ativa	Milhões	% da po- pulação ativa	Milhões	% da po- pulação ativa	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% do total em 2013			100.0			81.3		18.7		53.6		46.4		
2013	159.359	4.6	19.226	12.0	5.9	15.627	10.7	3.599	24.4	10.304	11.9	8.921	12.1	1.4
2014	160.334	4.6	18.636	11.6	6.1	15.215	10.4	3.421	23.7	9.932	11.5	8.704	11.8	1.5
2015	160.600	4.6	17.441	10.9	5.6	14.292	9.8	3.150	22.3	9.254	10.7	8.188	11.0	1.5
2015 T4	161.147	4.5	16.916	10.5	5.4	13.842	9.4	3.074	21.9	8.946	10.3	7.970	10.7	1.6
2016 T1	161.013	4.5	16.640	10.3	5.2	13.628	9.2	3.012	21.5	8.732	10.1	7.909	10.6	1.7
T2	161.849	4.5	16.372	10.1	5.1	13.391	9.1	2.981	21.1	8.506	9.8	7.866	10.5	1.7
T3	.	.	16.172	10.0	.	13.214	8.9	2.958	20.9	8.378	9.6	7.794	10.4	1.6
2016 Maio	-	-	16.352	10.1	-	13.369	9.0	2.983	21.1	8.487	9.8	7.866	10.5	-
Jun.	-	-	16.336	10.1	-	13.362	9.0	2.974	21.0	8.483	9.7	7.853	10.5	-
Jul.	-	-	16.229	10.0	-	13.263	9.0	2.966	21.0	8.410	9.6	7.819	10.4	-
Ago.	-	-	16.200	10.0	-	13.232	8.9	2.968	20.9	8.380	9.6	7.820	10.4	-
Set.	-	-	16.086	9.9	-	13.147	8.9	2.939	20.7	8.344	9.6	7.742	10.3	-
Out.	-	-	15.908	9.8	-	12.969	8.8	2.939	20.7	8.286	9.5	7.621	10.1	-

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Dados não corrigidos de sazonalidade.

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

3.5 Estatísticas conjunturais das empresas

	Produção industrial						Produção na cons- trução	Indica- dor do BCE das novas encomen- das na indústria	Vendas no comércio a retalho				Registos de au- tomóveis novos de passa- geiros
	Total (excluindo a construção)		Grandes Agrupamentos Industriais						Total	Produtos alimen- tares, bebidas e tabaco	Produtos não alimen- tares	Com- bustíveis	
	1	2	Indústria transforma- dora	Bens intermédios	Bens de investi- mento	Bens de consumo							
	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 (%)													
2013	-0.7	-0.7	-0.9	-0.5	-0.4	-0.8	-2.2	-0.2	-0.6	-0.6	-0.5	-0.8	-4.4
2014	0.9	1.8	1.3	1.8	2.6	-5.4	2.0	3.1	1.5	0.7	2.4	-0.1	3.8
2015	2.0	2.3	1.0	3.6	2.3	0.7	-0.9	3.6	2.7	1.7	3.5	2.6	8.8
2015 T4	1.8	2.3	1.7	3.4	1.9	-1.9	0.5	2.9	2.5	1.2	3.3	2.1	10.0
2016 T1	1.3	2.0	1.9	2.9	1.0	-3.5	2.6	0.6	2.2	1.7	2.9	1.4	9.5
T2	1.0	1.1	1.1	1.3	1.1	-0.9	-0.2	-2.3	1.7	0.6	2.7	2.2	8.5
T3	0.9	1.2	1.4	0.9	1.4	-1.0	2.9	0.2	1.4	1.2	1.6	2.2	6.5
2016 Maio	0.4	0.5	1.1	-0.4	0.5	-1.4	-0.5	-1.6	1.7	0.8	2.3	3.8	10.3
Jun.	0.8	1.0	0.6	1.5	1.4	-3.5	0.6	-2.5	1.9	0.8	3.1	0.3	6.9
Jul.	-0.5	0.1	0.6	-1.4	1.8	-4.7	4.1	-3.3	1.9	1.4	2.4	2.8	5.8
Ago.	2.2	2.5	2.5	3.4	0.8	1.1	2.1	2.1	1.3	0.5	2.1	1.6	3.9
Set.	1.2	1.3	1.3	1.2	1.6	0.7	1.8	1.9	1.0	1.7	0.4	2.1	9.4
Out.	.	.	.	.	.	.	.	.	2.4	2.1	3.3	0.7	4.2
taxas de variação mensais em cadeia (%) (c.s.)													
2016 Maio	-1.4	-1.3	-0.3	-2.4	-0.4	-2.8	0.2	0.8	0.3	0.8	-0.3	1.2	0.3
Jun.	0.9	0.9	-0.3	1.7	0.9	-0.3	0.2	1.1	0.1	-0.1	0.8	-3.2	-1.0
Jul.	-0.7	-0.7	-0.3	-1.9	0.4	0.9	1.5	-1.6	0.4	0.8	-0.3	2.0	-0.2
Ago.	1.8	2.1	1.8	4.2	0.0	2.5	0.1	2.5	-0.1	-0.2	0.0	0.1	-0.4
Set.	-0.8	-1.0	-0.7	-2.2	-0.4	-0.2	-0.9	-0.9	-0.4	0.5	-1.2	0.1	4.9
Out.	.	.	.	.	.	.	.	.	1.1	0.2	2.3	-1.0	-4.8

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

3 Atividade económica

3.6 Inquéritos de opinião

(dados corrigidos de sazonalidade)

	Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores (saldos de respostas extremas, salvo indicação em contrário)								Inquéritos aos Gestores de Compras (índices de difusão)			
	Indica- dor de sentimento económico (média a longo prazo = 100)	Indústria transfor- madora		Indicador de con- fiança dos consumi- dores	Indicador de con- fiança na construção	Indicador de con- fiança no comércio a retalho	Setor dos serviços		Índice de Gestores de Com- pras para a indústria transfor- madora	Produ- ção na indústria transfor- madora	Atividade econó- mica nos serviços	Produto compósito
		Indicador de con- fiança na indústria	Utilização da capa- cidade produtiva (%)				Indicador de con- fiança nos serviços	Utilização da capa- cidade produtiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100.0	-6.1	80.7	-12.8	-13.6	-8.7	6.9	-	51.0	52.4	52.9	52.7
2013	93.5	-9.0	78.7	-18.8	-27.8	-12.2	-5.3	87.2	49.6	50.6	49.3	49.7
2014	101.5	-3.8	80.5	-10.2	-26.4	-3.1	4.9	87.7	51.8	53.3	52.5	52.7
2015	104.2	-3.1	81.4	-6.2	-22.5	1.6	9.3	88.4	52.2	53.4	54.0	53.8
2015 T4	106.2	-2.4	81.8	-6.4	-18.4	5.1	12.7	88.7	52.8	54.0	54.2	54.1
2016 T1	104.0	-3.8	81.7	-8.3	-18.9	1.9	10.8	88.8	51.7	52.9	53.3	53.2
T2	104.3	-3.4	81.5	-7.8	-18.4	1.8	11.3	89.0	52.0	53.0	53.1	53.1
T3	104.3	-2.9	82.0	-8.2	-15.9	0.3	10.4	89.2	52.1	53.7	52.6	52.9
2016 Jun.	104.4	-2.8	-	-7.2	-18.2	0.8	10.9	-	52.8	53.9	52.8	53.1
Jul.	104.5	-2.6	81.6	-7.9	-16.3	1.7	11.2	89.0	52.0	53.9	52.9	53.2
Ago.	103.5	-4.3	-	-8.5	-15.8	-1.1	9.9	-	51.7	53.3	52.8	52.9
Set.	104.9	-1.8	-	-8.2	-15.6	0.4	10.0	-	52.6	53.8	52.2	52.6
Out.	106.4	-0.6	82.3	-8.0	-14.2	0.4	12.1	89.4	53.5	54.6	52.8	53.3
Nov.	106.5	-1.1	-	-6.1	-12.7	1.5	12.1	-	53.7	54.1	53.8	53.9

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

3.7 Síntese das contas das famílias e das sociedades não financeiras

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

	Famílias							Sociedades não financeiras					
	Rácio de poupança (bruto) ¹⁾	Rácio da dívida	Rendi- mento disponível bruto real	Investi- mento financeiro	Investi- mento não financeiro (bruto)	Patri- mónio líquido ²⁾	Patri- mónio imobiliário	Partici- pação nos lucros ³⁾	Rácio de poupança (líquido)	Rácio da dívida ⁴⁾	Investi- mento financeiro	Investi- mento não financeiro (bruto)	Financia- mento
	Percentagem do rendimento disponí- vel bruto (corrigido)	Taxas de variação homólogas (%)					Percentagem do valor acrescentado líquido	Percentagem do PIB	Taxas de variação homólogas (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	12.5	95.5	-0.5	1.2	-4.9	0.6	-1.8	32.3	4.1	129.6	2.0	-0.1	0.8
2014	12.5	94.7	0.7	1.8	0.6	2.8	1.2	32.9	4.8	131.1	2.5	6.5	1.4
2015	12.3	94.1	1.9	2.0	2.3	3.4	2.8	34.4	6.3	133.5	3.9	2.7	2.2
2015 T3	12.4	94.3	1.7	2.0	2.0	2.6	2.0	34.3	6.0	134.0	3.4	0.1	2.0
T4	12.3	94.1	1.8	2.0	5.3	3.4	2.8	34.4	6.3	133.5	3.9	4.8	2.2
2016 T1	12.4	93.6	2.3	1.9	3.1	2.2	3.5	33.7	6.1	132.9	3.8	4.5	2.1
T2	12.5	93.6	2.4	2.3	6.1	3.3	3.9	33.8	6.7	133.4	4.0	5.0	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 1	Débito 2	Líquido 3	Crédito 4	Débito 5	Crédito 6	Débito 7	Crédito 8	Débito 9	Crédito 10	Débito 11	Crédito 12	Débito 13
2015	T4	899.5	823.5	76.0	524.9	433.6	194.8	182.0	153.6	149.3	26.2	58.6	18.4	9.4
2016	T1	879.1	793.3	85.8	515.5	426.1	194.3	177.3	144.2	135.3	25.1	54.6	9.8	11.1
	T2	882.1	788.1	94.0	518.2	420.3	190.1	177.8	148.6	136.6	25.2	53.4	7.0	6.6
	T3	879.9	798.2	81.7	518.1	428.5	190.6	175.9	145.5	129.7	25.8	64.0	6.2	5.0
2016	Abr.	293.6	260.3	33.3	172.3	139.9	63.3	58.9	49.6	43.8	8.4	17.7	2.5	2.0
	Maio	294.7	262.9	31.7	172.1	140.0	63.9	59.6	50.3	45.3	8.4	18.0	1.8	2.2
	Jun.	293.8	264.8	29.0	173.7	140.4	63.0	59.2	48.7	47.5	8.4	17.7	2.8	2.4
	Jul.	292.7	265.5	27.2	172.2	143.8	63.5	58.3	48.4	43.2	8.6	20.2	2.3	1.8
	Ago.	296.4	267.3	29.1	175.1	144.4	63.4	58.7	49.5	43.1	8.5	21.1	1.7	1.5
	Set.	290.8	265.4	25.3	170.7	140.4	63.7	59.0	47.6	43.4	8.7	22.7	2.2	1.7
	transações acumuladas de 12 meses													
2016	Set.	3 540.6	3 203.1	337.5	2 076.7	1 708.6	769.8	712.9	591.9	550.9	102.2	230.7	41.5	32.2
transações acumuladas de 12 meses em percentagem do PIB														
2016	Set.	33.2	30.1	3.2	19.5	16.0	7.2	6.7	5.6	5.2	1.0	2.2	0.4	0.3

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

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

(dados corrigidos de sazonalidade, salvo indicação em contrário)

		Total (n.c.s.)		Exportações (f.o.b.)				Importações (c.i.f.)					
		Expor- tações	Impor- tações	Total			Por memória: Indústria transfor- madora	Total			Por memória:		
				Bens intermé- dios	Bens de investi- mento	Bens de consumo		Bens intermé- dios	Bens de investi- mento	Bens de consumo	Indústria transfor- madora	Petróleo	
		1	2	3	4	5	6	8	9	10	11	12	13
Valores (EUR mil milhões; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)													
2015	T4	3.4	2.5	508.1	236.4	105.8	153.5	425.6	444.6	247.5	73.5	114.9	325.3 44.3
2016	T1	-0.9	-2.7	502.8	233.4	104.2	151.2	422.3	438.4	241.2	71.7	116.7	326.3 37.4
	T2	-0.1	-4.1	502.2	231.0	105.5	153.3	432.9	429.6	235.9	70.9	114.7	324.3 42.3
	T3	-0.3	-2.6	505.5	.	.	.	426.0	436.4	.	.	.	323.4 .
2016	Abr.	-0.7	-5.4	168.8	77.7	35.9	51.0	146.3	143.7	78.2	24.1	38.5	109.3 13.3
	Maio	2.1	-2.0	165.8	76.0	34.8	50.7	140.9	141.9	78.5	22.8	38.2	106.1 14.4
	Jun.	-1.5	-4.7	167.6	77.3	34.8	51.6	145.8	144.1	79.3	24.1	38.0	108.9 14.6
	Jul.	-9.3	-8.3	166.3	77.4	33.4	50.4	134.9	145.5	80.1	23.2	38.6	104.2 14.9
	Ago.	8.3	3.7	170.0	78.6	34.6	51.8	146.9	146.6	80.6	23.9	38.9	111.6 14.2
	Set.	2.0	-2.4	169.1	.	.	.	144.2	144.3	.	.	.	107.5 .
Índices de volumes (2000=100; taxas de variação homólogas (%) para as colunas 1 e 2)													
2015	T4	0.8	5.2	118.1	115.0	119.4	122.5	117.2	107.6	107.6	107.8	108.2	110.4 101.3
2016	T1	-0.8	2.3	118.5	116.0	117.5	121.8	117.1	109.9	110.9	105.8	109.9	111.2 110.8
	T2	2.1	4.0	118.0	114.1	119.0	123.7	120.1	107.1	106.4	104.5	110.0	111.9 101.1
	T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016	Mar.	-0.5	-0.6	119.3	115.5	121.6	121.6	117.7	109.0	109.8	107.3	110.5	109.8 107.2
	Abr.	1.7	3.0	119.6	115.7	121.9	124.2	122.0	108.1	107.0	107.0	110.0	112.9 105.0
	Maio	5.0	7.1	117.1	113.2	117.7	122.8	117.5	106.5	106.4	101.2	110.4	110.2 101.8
	Jun.	-0.1	2.0	117.3	113.3	117.5	124.2	120.8	106.8	105.9	105.2	109.7	112.8 96.6
	Jul.	-8.4	-4.0	116.7	113.6	112.8	121.7	111.7	107.7	106.8	103.2	110.0	107.4 102.2
	Ago.	9.0	7.0	118.8	115.3	115.4	124.5	121.2	108.3	107.3	105.7	110.9	114.5 98.7

Fontes: BCE e Eurostat.

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

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

4 Preços e custos

4.1 Índice Harmonizado de Preços no Consumidor ¹⁾

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

	Total					Total (c.s.; variação em percentagem face ao período anterior) ²⁾						Por memória: Preços administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bens	Serviços	Total	Produtos alimen- tares transfor- mados	Produtos alimenta- res não transfor- mados	Produtos indústri- ais não energéticos	Produtos ener- géticos (n.c.s.)	Serviços	IHPC total excluindo preços adminis- trados	Preços adminis- trados
			Total excl. produtos alimentares e produtos energéticos										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% do total em 2016	100.0	100.0	70.7	55.8	44.2	100.0	12.1	7.4	26.5	9.7	44.2	86.5	13.5
2013	99.5	1.4	1.1	1.3	1.4	-	-	-	-	-	-	1.2	2.1
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
2015 T4	100.2	0.2	1.0	-0.6	1.2	-0.1	0.1	1.1	0.1	-3.0	0.2	0.1	0.7
2016 T1	99.2	0.0	1.0	-0.8	1.1	-0.4	0.1	-0.8	0.1	-4.4	0.2	0.0	0.3
T2	100.4	-0.1	0.8	-0.9	1.0	0.4	0.2	0.7	0.0	2.0	0.3	-0.1	0.1
T3	100.3	0.3	0.8	-0.4	1.1	0.3	0.1	1.1	0.0	0.3	0.4	0.3	0.3
2016 Jun.	100.7	0.1	0.9	-0.7	1.1	0.2	0.1	-0.2	0.0	1.7	0.1	0.1	0.2
Jul.	100.1	0.2	0.9	-0.6	1.2	0.0	0.0	0.9	0.0	-1.0	0.2	0.1	0.3
Ago.	100.2	0.2	0.8	-0.5	1.1	0.0	0.1	0.8	0.0	-1.0	0.0	0.2	0.2
Set.	100.6	0.4	0.8	-0.2	1.1	0.1	0.0	-0.8	0.0	1.0	0.1	0.4	0.4
Out.	100.9	0.5	0.8	0.1	1.1	0.2	0.1	-0.1	0.0	1.6	0.1	0.6	0.2
Nov. ³⁾	100.8	0.6	0.8	.	1.1	0.0	0.2	0.0	0.0	-0.2	-0.1	.	.

	Bens						Serviços						
	Produtos alimentares (incl. bebidas alcoólicas e tabaco)			Produtos industriais			Habitação		Trans- portes	Comuni- cações	Recrea- tivos e pessoais	Diversos	
	Total	Transfor- mados	Não transfor- mados	Total	Produtos industriais não energéticos	Ener- géticos	Rendas						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% do total em 2016	19.5	12.1	7.4	36.3	26.5	9.7	10.7	6.4	7.1	3.2	15.2	8.0	
2013	2.7	2.2	3.5	0.6	0.6	0.6	1.7	1.4	2.4	-4.2	2.3	0.7	
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	
2015 T4	1.4	0.7	2.6	-1.7	0.5	-7.2	1.2	1.0	1.1	-0.1	1.5	1.2	
2016 T1	0.8	0.6	1.1	-1.7	0.6	-7.4	1.1	1.0	0.6	0.0	1.6	1.2	
T2	0.9	0.5	1.4	-1.9	0.5	-7.7	1.1	1.0	0.6	0.0	1.3	1.2	
T3	1.1	0.5	2.1	-1.3	0.3	-5.1	1.1	1.0	0.9	0.0	1.5	1.3	
2016 Jun.	0.9	0.5	1.5	-1.6	0.4	-6.4	1.0	1.0	0.8	-0.1	1.6	1.3	
Jul.	1.4	0.5	2.9	-1.7	0.4	-6.7	1.0	1.0	1.0	0.0	1.5	1.4	
Ago.	1.3	0.5	2.5	-1.4	0.3	-5.6	1.0	1.0	0.8	0.0	1.5	1.3	
Set.	0.7	0.5	1.1	-0.6	0.3	-3.0	1.1	1.1	0.9	0.0	1.5	1.3	
Out.	0.4	0.5	0.2	-0.1	0.3	-0.9	1.1	1.2	1.0	0.0	1.2	1.1	
Nov. ³⁾	0.7	0.7	0.6	.	0.3	-1.1	.	.	.	.	.	.	

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

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

3) Estimativa baseada em dados nacionais provisórios, que geralmente abrangem cerca de 95% da área do euro, 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										Cons- trução	Preços dos edifi- cios residen- ciais ¹⁾	Indicador experimen- tal dos preços dos edifícios comer- ciais ¹⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Indústria excluindo construção e produtos energéticos						Produtos energé- ticos			
		Indústria transfor- madora	Total	Bens intermé- dios	Bens de investi- mento	Bens de consumo							
						Total	Prod. alimen- tares, bebidas e tabaco	Produtos não ali- mentares					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% do total em 2010	100.0	100.0	78.1	72.1	29.4	20.1	22.6	13.8	8.9	27.9			
2013	108.5	-0.2	-0.1	0.4	-0.6	0.6	1.7	2.6	0.2	-1.6	0.2	-1.8	-1.0
2014	106.9	-1.5	-0.9	-0.3	-1.1	0.4	0.1	-0.2	0.3	-4.3	0.3	0.4	1.3
2015	104.0	-2.7	-2.4	-0.5	-1.3	0.7	-0.6	-1.0	0.2	-8.2	0.2	1.6	4.5
2015 T4	102.7	-3.1	-2.5	-0.7	-1.9	0.6	-0.2	-0.3	0.3	-9.4	-0.2	2.2	5.9
2016 T1	100.6	-3.7	-2.7	-0.9	-2.2	0.4	-0.4	-0.5	0.0	-11.1	-0.3	2.8	5.8
T2	100.9	-3.8	-2.8	-1.1	-2.7	0.4	-0.5	-0.8	0.1	-10.7	0.2	3.0	3.5
T3	101.9	-2.0	-1.3	-0.6	-1.8	0.5	0.0	-0.1	0.1	-5.9	.	.	.
2016 Maio	100.9	-3.8	-2.9	-1.1	-2.8	0.5	-0.5	-0.8	0.2	-10.8	-	-	-
Jun.	101.6	-3.1	-2.3	-1.0	-2.5	0.5	-0.4	-0.5	0.0	-8.7	-	-	-
Jul.	102.0	-2.6	-2.0	-0.9	-2.2	0.5	-0.2	-0.3	0.1	-7.5	-	-	-
Ago.	101.8	-1.9	-1.3	-0.6	-1.8	0.5	0.0	-0.1	0.1	-5.7	-	-	-
Set.	101.9	-1.5	-0.7	-0.3	-1.4	0.5	0.1	0.1	0.1	-4.5	-	-	-
Out.	102.7	-0.4	0.3	0.0	-0.8	0.5	0.6	0.6	0.2	-1.5	-	-	-

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

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

4.3 Preços das matérias-primas e deflatores do PIB

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

	Deflatores do PIB								Preços do petróleo (EUR por barril)	Preços das matérias-primas não energéticas (EUR)					
	Total (c.s.; índice: 2010 = 100)	Total	Procura interna				Exportações 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
2013	103.7	1.2	0.9	1.1	1.2	0.4	-0.5	-1.3	81.9	-9.9	-13.6	-6.1	-9.0	-11.2	-6.3
2014	104.6	0.9	0.6	0.5	0.9	0.6	-0.7	-1.5	74.1	-3.4	2.0	-8.5	-0.4	4.6	-6.4
2015	105.7	1.1	0.3	0.1	0.4	0.7	0.1	-1.9	47.1	0.0	4.2	-4.5	2.9	7.0	-2.6
2015 T4	106.3	1.3	0.4	0.3	0.5	0.8	-0.2	-2.3	39.5	-7.4	-1.8	-13.4	-8.2	-4.8	-12.9
2016 T1	106.4	1.1	0.4	0.3	0.9	0.8	-1.5	-3.3	31.2	-12.3	-8.4	-16.5	-12.9	-11.1	-15.6
T2	106.6	1.0	0.3	0.1	0.8	0.8	-2.4	-4.1	40.8	-8.9	-5.7	-12.4	-12.4	-12.6	-12.2
T3	106.6	0.8	0.6	0.3	0.9	0.9	-1.6	-2.4	41.0	-0.6	-2.0	1.0	-6.0	-10.5	0.9
2016 Jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	43.1	-5.9	-2.0	-10.3	-10.1	-10.4	-9.6
Jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	40.7	-3.1	-4.8	-1.2	-8.0	-12.3	-1.4
Ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	41.2	0.3	-1.7	2.7	-5.1	-10.3	2.6
Set.	-	-	-	-	-	-	-	-	41.2	1.1	0.7	1.5	-4.6	-8.9	1.6
Out.	-	-	-	-	-	-	-	-	45.1	3.0	-0.4	6.9	-3.1	-10.4	8.0
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43.1	8.1	-0.2	18.2	2.1	-8.3	18.1

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	4.8	-	-	-2.0	34.0	57.7	56.7	-	49.9
2013	-0.4	1.6	-1.4	-17.3	29.7	48.5	53.8	49.4	47.8
2014	-0.9	-1.5	0.9	-17.2	14.2	49.6	53.5	49.7	48.2
2015	-2.7	1.3	2.7	-13.3	-1.1	48.9	53.5	49.6	49.0
2015 T4	-2.1	1.9	3.8	-8.7	-0.8	45.6	53.6	49.2	49.6
2016 T1	-4.8	0.7	3.7	-9.3	-1.7	41.5	52.5	47.7	49.0
T2	-1.0	1.9	4.7	-8.2	-2.2	47.5	54.4	48.5	49.0
T3	-0.2	1.0	4.5	-6.7	-0.3	51.4	54.0	49.6	49.8
2016 Jun.	0.6	2.0	3.8	-7.7	-1.3	49.6	54.8	49.3	49.0
Jul.	0.2	0.7	4.8	-5.2	-0.5	51.0	54.7	49.9	49.8
Ago.	-0.8	1.3	4.3	-7.4	-0.8	51.0	53.2	48.9	49.5
Set.	0.0	0.9	4.5	-7.6	0.5	52.4	54.0	49.9	50.0
Out.	3.5	2.6	4.5	-5.1	0.1	53.9	54.3	50.8	49.7
Nov.	4.8	2.9	5.3	-6.0	1.8	58.8	54.4	51.4	50.3

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	
2013	101.4	1.4	1.5	1.2	1.2	1.9	1.8
2014	102.7	1.3	1.3	1.2	1.3	1.2	1.8
2015	104.3	1.6	2.0	0.5	1.6	1.6	1.5
2015 T4	110.5	1.6	1.9	0.9	1.5	1.8	1.5
2016 T1	99.0	1.6	1.7	1.5	1.6	1.6	1.4
T2	109.2	1.0	0.9	1.4	0.9	1.1	1.5
T3	-	-	-	-	-	-	1.4

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

4 Preços e custos

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por atividade económica									
			Agri- cultura, silvicultura e pesca	Indústria transfor- madora, energia e serviços básicos	Cons- trução	Comércio, trans- portes, serviços de aloja- mento e restau- ração	Infor- mação e comuni- cação	Atividades financi- eiras e de seguros	Atividades imobi- liárias	Serviços pro- fissionais, empres- ariais e de apoio	Adminis- tração pública, educação, saúde e ação social	Atividades artísticas, de espe- táculos e outros serviços
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Custos unitários do trabalho												
2013	103.8	1.2	-1.6	2.0	1.4	1.0	-0.8	-0.2	-2.7	1.4	1.6	2.1
2014	104.6	0.7	-1.0	-0.7	1.1	0.5	-0.5	2.2	1.7	1.4	1.6	1.3
2015	104.8	0.3	1.5	-2.2	1.1	0.5	0.8	0.3	2.6	1.7	1.1	2.2
2015 T3	105.0	0.3	2.7	-2.2	1.0	0.6	1.5	0.8	2.6	2.2	1.1	2.3
T4	105.3	0.5	0.5	-2.0	-0.3	1.5	1.7	0.5	2.5	1.7	1.3	2.1
2016 T1	105.4	1.0	1.8	0.4	0.1	0.9	1.3	1.6	3.8	2.2	1.2	1.8
T2	105.7	0.9	1.9	0.5	-0.2	1.1	0.3	1.7	2.4	1.2	1.3	0.7
Remuneração por empregado												
2013	105.1	1.5	2.6	2.7	1.3	1.0	0.8	1.6	0.1	1.3	1.5	0.8
2014	106.5	1.3	0.1	2.0	1.8	1.1	2.2	1.7	1.5	1.6	1.1	1.1
2015	107.9	1.3	1.8	1.7	0.9	1.4	2.4	0.4	2.6	1.6	1.1	1.1
2015 T3	108.1	1.2	1.6	1.6	0.9	1.4	2.6	0.3	2.6	1.8	0.9	1.1
T4	108.5	1.2	2.1	1.4	0.8	1.7	1.9	0.3	3.0	1.5	1.2	0.9
2016 T1	108.8	1.3	2.3	1.5	1.3	1.3	1.2	1.8	3.3	1.5	1.2	1.5
T2	109.0	1.2	2.5	1.1	1.5	1.2	1.1	1.6	3.1	1.3	1.3	0.8
Produtividade do trabalho por pessoa empregada												
2013	101.3	0.3	4.3	0.6	-0.1	0.0	1.5	1.8	2.8	-0.1	-0.1	-1.3
2014	101.9	0.6	1.2	2.7	0.6	0.6	2.7	-0.6	-0.2	0.2	-0.5	-0.3
2015	102.9	1.0	0.3	4.0	-0.3	0.9	1.6	0.1	0.0	0.0	0.0	-1.1
2015 T3	102.9	0.9	-1.0	3.9	0.0	0.7	1.1	-0.5	0.1	-0.3	-0.1	-1.2
T4	103.1	0.7	1.6	3.5	1.1	0.1	0.2	-0.2	0.5	-0.3	-0.1	-1.2
2016 T1	103.2	0.3	0.5	1.0	1.2	0.3	-0.1	0.3	-0.4	-0.7	0.0	-0.3
T2	103.2	0.2	0.6	0.6	1.7	0.1	0.8	-0.1	0.7	0.1	0.0	0.1
Remuneração por hora trabalhada												
2013	107.2	2.3	2.4	2.8	2.8	1.9	0.8	2.1	1.5	2.4	1.9	2.3
2014	108.5	1.2	1.1	1.5	1.3	1.2	2.1	1.6	1.3	1.2	0.9	1.2
2015	109.7	1.1	1.2	1.3	0.3	1.5	1.3	0.5	2.2	1.2	1.0	1.2
2015 T3	109.6	1.0	1.0	1.4	0.3	1.6	1.4	0.6	1.9	1.3	0.7	0.7
T4	110.2	1.3	1.1	1.5	0.5	2.0	1.3	0.1	3.3	1.2	1.3	1.0
2016 T1	110.3	1.0	0.3	1.0	0.9	1.1	0.6	1.3	3.7	0.7	1.2	2.1
T2	110.5	1.0	2.1	0.6	1.4	1.0	0.5	1.0	3.1	0.8	1.5	0.6
Produtividade horária do trabalho												
2013	103.4	1.1	4.0	0.8	1.4	0.9	1.8	2.4	4.2	1.0	0.4	0.1
2014	104.1	0.7	1.8	2.3	0.3	0.9	2.7	-0.5	0.0	0.1	-0.6	0.0
2015	105.0	0.9	-0.9	3.6	-0.8	1.2	0.7	0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-1.0
2015 T3	104.8	0.7	-2.0	3.8	-0.6	1.1	-0.1	-0.2	-0.8	-0.9	-0.4	-1.6
T4	105.0	0.8	0.2	3.7	0.5	0.4	-0.3	-0.5	1.4	-0.2	-0.1	-1.2
2016 T1	105.1	0.1	-1.3	0.7	0.7	0.2	-0.8	-0.2	0.5	-1.3	0.0	0.2
T2	104.9	0.0	-0.2	0.0	1.3	-0.1	0.2	-0.9	0.7	-0.5	0.1	-0.1

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

5 Moeda e crédito

5.1 Agregados monetários ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1									12
	Circulação monetária	Depósitos overnight		Depósitos com prazo acordado até 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses		Acordos de reporte	Ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário	Títulos de dívida com prazo até 2 anos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldos												
2013	909.8	4 473.4	5 383.3	1 681.2	2 143.2	3 824.4	9 207.7	122.4	416.8	86.8	626.0	9 833.7
2014	969.5	4 977.5	5 946.9	1 581.0	2 149.8	3 730.8	9 677.8	125.4	422.2	106.3	653.9	10 331.7
2015	1 036.5	5 576.9	6 613.4	1 438.5	2 161.9	3 600.4	10 213.8	78.3	478.8	73.3	630.4	10 844.2
2015 T4	1 036.5	5 576.9	6 613.4	1 438.5	2 161.9	3 600.4	10 213.8	78.3	478.8	73.3	630.4	10 844.2
2016 T1	1 049.6	5 711.7	6 761.3	1 420.2	2 164.8	3 585.1	10 346.4	88.7	465.6	94.6	648.9	10 995.2
T2	1 054.6	5 818.6	6 873.2	1 410.2	2 172.0	3 582.2	10 455.4	84.2	481.7	94.7	660.6	11 116.0
T3	1 066.6	5 938.9	7 005.5	1 393.3	2 174.5	3 567.8	10 573.3	80.5	495.1	93.5	669.1	11 242.4
2016 Maio	1 051.1	5 789.3	6 840.3	1 403.5	2 170.8	3 574.3	10 414.6	87.5	475.5	87.2	650.2	11 064.8
Jun.	1 054.6	5 818.6	6 873.2	1 410.2	2 172.0	3 582.2	10 455.4	84.2	481.7	94.7	660.6	11 116.0
Jul.	1 058.2	5 876.2	6 934.4	1 404.8	2 172.9	3 577.7	10 512.1	82.4	485.2	97.4	665.0	11 177.1
Ago.	1 061.5	5 919.6	6 981.1	1 393.0	2 174.0	3 567.0	10 548.1	82.3	479.8	98.6	660.8	11 208.9
Set.	1 066.6	5 938.9	7 005.5	1 393.3	2 174.5	3 567.8	10 573.3	80.5	495.1	93.5	669.1	11 242.4
Out. ^(p)	1 072.4	5 972.3	7 044.7	1 343.9	2 175.0	3 518.9	10 563.6	74.5	504.3	90.0	668.7	11 232.3
Transações												
2013	45.7	245.1	290.7	-115.7	45.8	-69.9	220.8	-11.1	-48.8	-63.5	-123.5	97.3
2014	59.0	378.5	437.5	-91.8	3.8	-88.1	349.4	1.6	10.4	12.4	24.4	373.8
2015	65.9	567.2	633.1	-135.4	12.2	-123.1	510.0	-48.2	51.1	-25.9	-23.0	487.0
2015 T4	8.1	135.5	143.6	-5.3	-0.9	-6.2	137.3	-19.0	21.3	-4.8	-2.5	134.9
2016 T1	13.3	145.2	158.5	-14.1	3.2	-10.9	147.6	10.9	-13.4	19.2	16.7	164.3
T2	5.0	102.0	107.0	-12.7	7.2	-5.5	101.5	-1.6	15.5	-1.1	12.8	114.3
T3	12.0	121.6	133.6	-15.7	2.2	-13.5	120.2	-3.7	13.8	-2.5	7.6	127.8
2016 Maio	2.7	34.2	36.9	-9.5	6.0	-3.5	33.3	-0.2	3.5	-5.6	-2.4	31.0
Jun.	3.5	30.1	33.6	6.0	1.3	7.3	41.0	-3.4	6.1	5.5	8.3	49.2
Jul.	3.6	57.2	60.8	-4.4	1.0	-3.4	57.3	-1.8	4.0	2.3	4.5	61.8
Ago.	3.3	44.0	47.3	-11.8	1.0	-10.8	36.5	-0.1	-5.5	1.0	-4.5	32.0
Set.	5.0	20.5	25.5	0.6	0.2	0.8	26.3	-1.8	15.3	-5.7	7.7	34.0
Out. ^(p)	5.9	25.8	31.7	-25.0	0.7	-24.2	7.5	-6.1	9.1	-5.0	-1.9	5.6
Taxas de crescimento												
2013	5.3	5.8	5.7	-6.4	2.2	-1.8	2.5	-8.9	-10.4	-38.0	-16.1	1.0
2014	6.5	8.4	8.1	-5.5	0.2	-2.3	3.8	1.3	2.5	18.1	3.9	3.8
2015	6.8	11.3	10.6	-8.6	0.6	-3.3	5.3	-38.1	11.9	-25.1	-3.5	4.7
2015 T4	6.8	11.3	10.6	-8.6	0.6	-3.3	5.3	-38.1	11.9	-25.1	-3.5	4.7
2016 T1	6.0	11.1	10.2	-6.2	0.6	-2.2	5.6	-27.8	6.6	-1.2	-1.1	5.2
T2	4.0	9.6	8.7	-4.1	0.6	-1.3	5.1	-2.0	9.1	-3.1	5.5	5.1
T3	3.7	9.3	8.4	-3.3	0.5	-1.0	5.0	-13.9	8.1	13.6	5.5	5.1
2016 Maio	4.3	10.0	9.1	-5.4	0.6	-1.8	5.1	-15.2	7.4	-2.0	2.2	4.9
Jun.	4.0	9.6	8.7	-4.1	0.6	-1.3	5.1	-2.0	9.1	-3.1	5.5	5.1
Jul.	3.7	9.6	8.6	-3.9	0.5	-1.2	5.1	-17.0	6.8	16.5	4.3	5.0
Ago.	3.6	9.7	8.7	-4.1	0.5	-1.3	5.1	-14.9	4.7	18.5	3.4	5.0
Set.	3.7	9.3	8.4	-3.3	0.5	-1.0	5.0	-13.9	8.1	13.6	5.5	5.1
Out. ^(p)	4.0	8.7	7.9	-4.7	0.6	-1.5	4.6	-28.3	6.9	12.5	1.7	4.4

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													
2013	1 713.6	1 188.9	398.1	109.8	16.8	5 414.7	2 539.0	876.5	1 994.6	4.6	796.9	194.6	300.5
2014	1 845.1	1 349.0	365.1	111.6	19.4	5 557.8	2 749.6	812.1	1 993.2	2.8	875.8	222.2	332.9
2015	1 929.8	1 483.9	321.0	116.4	8.4	5 751.0	3 059.8	695.1	1 993.7	2.4	984.3	225.7	364.7
2015 T4	1 929.8	1 483.9	321.0	116.4	8.4	5 751.0	3 059.8	695.1	1 993.7	2.4	984.3	225.7	364.7
2016 T1	1 984.6	1 536.4	322.7	116.0	9.4	5 830.1	3 137.4	693.6	1 996.4	2.7	975.9	218.9	375.9
T2	2 013.4	1 573.9	314.0	117.1	8.4	5 906.5	3 214.6	688.8	2 000.1	3.0	974.7	210.7	379.8
T3	2 047.5	1 602.5	317.9	118.1	9.1	5 979.6	3 301.8	672.0	2 003.1	2.6	967.5	206.2	386.3
2016 Maio	2 007.9	1 564.7	318.6	116.6	8.0	5 877.0	3 184.7	690.6	1 998.3	3.5	972.0	214.7	379.5
Jun.	2 013.4	1 573.9	314.0	117.1	8.4	5 906.5	3 214.6	688.8	2 000.1	3.0	974.7	210.7	379.8
Jul.	2 029.4	1 590.7	313.9	116.5	8.4	5 933.3	3 245.7	684.0	2 000.7	2.9	973.2	214.6	385.7
Ago.	2 031.7	1 595.9	310.1	117.0	8.7	5 961.2	3 277.6	677.6	2 003.3	2.8	976.5	213.4	386.0
Set.	2 047.5	1 602.5	317.9	118.1	9.1	5 979.6	3 301.8	672.0	2 003.1	2.6	967.5	206.2	386.3
Out. ^(p)	2 036.7	1 604.4	307.1	118.1	7.0	5 984.7	3 334.1	643.3	2 004.6	2.8	944.9	206.4	393.0
Transações													
2013	100.5	91.5	-6.3	9.0	6.3	107.8	181.1	-99.2	32.0	-6.1	-22.0	-13.9	-8.4
2014	69.0	91.1	-26.4	1.5	2.8	140.7	208.9	-65.0	-1.4	-1.7	54.0	7.3	21.0
2015	81.0	121.6	-34.2	4.9	-11.2	193.5	303.1	-109.9	0.8	-0.4	91.1	-0.1	30.3
2015 T4	18.3	21.7	-2.5	0.7	-1.6	59.8	74.1	-12.0	-1.6	-0.7	18.9	6.6	6.7
2016 T1	61.1	57.6	2.8	-0.4	1.1	81.2	78.8	-0.6	2.8	0.3	-2.7	-6.5	12.1
T2	27.1	36.2	-9.0	1.0	-1.1	75.5	76.2	-5.1	4.0	0.4	-2.8	-8.5	3.7
T3	35.2	29.8	4.1	0.6	0.7	73.5	87.5	-16.6	3.1	-0.5	-6.3	-4.2	6.3
2016 Maio	2.4	6.0	-3.5	0.5	-0.5	24.6	23.7	-1.8	2.7	-0.1	2.2	-0.9	2.2
Jun.	6.3	9.6	-4.4	0.7	0.4	29.5	29.8	-1.8	1.9	-0.5	2.0	-4.0	0.4
Jul.	16.6	17.2	0.0	-0.6	0.0	26.9	31.1	-4.7	0.7	-0.1	-1.5	4.0	5.9
Ago.	2.3	5.4	-3.9	0.5	0.3	28.2	32.1	-6.4	2.6	-0.1	3.7	-1.2	0.2
Set.	16.2	7.2	7.9	0.7	0.4	18.4	24.4	-5.5	-0.2	-0.2	-8.4	-7.0	0.2
Out. ^(p)	-10.1	0.5	-8.3	-0.1	-2.1	22.6	27.7	-6.6	1.4	0.2	-24.5	0.2	7.3
Taxas de crescimento													
2013	6.2	8.3	-1.6	8.9	58.6	2.0	7.7	-10.2	1.6	-57.3	-2.7	-6.7	-2.7
2014	4.0	7.6	-6.6	1.3	15.9	2.6	8.2	-7.4	-0.1	-37.8	6.6	3.9	7.0
2015	4.4	8.9	-9.6	4.4	-57.4	3.5	11.0	-13.6	0.0	-15.1	10.2	0.0	9.1
2015 T4	4.4	8.9	-9.6	4.4	-57.4	3.5	11.0	-13.6	0.0	-15.1	10.2	0.0	9.1
2016 T1	7.4	11.0	-4.5	3.8	-31.3	4.2	10.7	-8.8	0.2	-30.6	5.6	-3.3	10.2
T2	7.9	11.0	-3.1	3.9	-27.8	4.6	10.4	-5.9	0.1	0.3	3.8	-8.5	10.3
T3	7.4	9.9	-1.4	1.7	-8.5	5.1	10.6	-4.9	0.4	-18.2	0.7	-5.7	8.0
2016 Maio	7.9	11.0	-2.6	3.4	-32.7	4.5	10.5	-6.9	0.1	-6.3	2.7	-7.4	9.3
Jun.	7.9	11.0	-3.1	3.9	-27.8	4.6	10.4	-5.9	0.1	0.3	3.8	-8.5	10.3
Jul.	7.2	10.2	-3.2	2.5	-29.8	4.9	10.4	-4.9	0.3	-10.6	2.0	-7.4	11.2
Ago.	7.2	10.1	-4.3	2.1	11.9	5.2	10.8	-4.8	0.4	-12.1	1.0	-6.2	9.2
Set.	7.4	9.9	-1.4	1.7	-8.5	5.1	10.6	-4.9	0.4	-18.2	0.7	-5.7	8.0
Out. ^(p)	5.5	7.9	-2.9	0.8	-29.6	5.2	10.7	-5.4	0.6	-20.0	-1.8	-9.4	8.1

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 partici- pação em fundos de investi- mento exceto fundos do mercado monetário
	Total	Emprésti- mos	Títulos de dívida	Total	Empréstimos								
					Total Emprésti- mos corri- gidos ²⁾	A so- ciedades não finan- ceiras ³⁾	A famílias ⁴⁾	A so- ciedades financi- eiras exceto IFM e so- ciedades de seguros e fundos de pensões ³⁾	A so- ciedades de seguros e fundos de pensões				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos													
2013	3 410.3	1 098.8	2 311.5	12 708.2	10 544.5	10 973.3	4 353.0	5 222.9	869.8	98.8	1 367.2	796.5	
2014	3 615.6	1 135.0	2 478.5	12 506.9	10 456.6	10 728.8	4 299.5	5 200.8	827.3	129.0	1 280.0	770.3	
2015	3 904.3	1 112.4	2 789.5	12 601.3	10 514.1	10 809.1	4 274.7	5 307.7	808.0	123.7	1 304.9	782.4	
2015 T4	3 904.3	1 112.4	2 789.5	12 601.3	10 514.1	10 809.1	4 274.7	5 307.7	808.0	123.7	1 304.9	782.4	
2016 T1	4 053.5	1 115.9	2 924.5	12 634.2	10 565.5	10 828.3	4 288.7	5 339.3	828.7	108.8	1 312.5	756.2	
T2	4 191.8	1 112.5	3 066.2	12 663.0	10 565.2	10 869.1	4 296.4	5 348.6	816.3	103.9	1 342.5	755.4	
T3	4 272.1	1 105.2	3 153.6	12 768.4	10 622.4	10 926.6	4 288.6	5 379.3	845.5	109.1	1 365.5	780.4	
2016 Maio	4 144.3	1 125.9	3 005.3	12 674.5	10 585.0	10 850.6	4 306.8	5 347.6	819.8	110.7	1 330.4	759.1	
Jun.	4 191.8	1 112.5	3 066.2	12 663.0	10 565.2	10 869.1	4 296.4	5 348.6	816.3	103.9	1 342.5	755.4	
Jul.	4 247.0	1 109.1	3 124.5	12 710.9	10 592.1	10 892.5	4 299.5	5 356.0	826.2	110.4	1 359.6	759.1	
Ago.	4 255.8	1 107.7	3 134.8	12 743.6	10 601.0	10 907.2	4 294.7	5 366.4	829.4	110.5	1 364.8	777.7	
Set.	4 272.1	1 105.2	3 153.6	12 768.4	10 622.4	10 926.6	4 288.6	5 379.3	845.5	109.1	1 365.5	780.4	
Out. ^(p)	4 290.9	1 099.6	3 178.0	12 810.1	10 655.4	10 955.5	4 301.7	5 388.5	850.6	114.6	1 376.4	778.3	
Transações													
2013	-24.5	-73.5	48.9	-306.8	-248.0	-271.8	-132.8	-3.6	-121.3	9.7	-72.5	13.8	
2014	73.8	16.4	57.4	-104.7	-49.8	-36.1	-61.4	-14.9	14.7	11.7	-89.8	35.0	
2015	285.0	-21.0	305.7	85.4	56.9	72.3	-14.7	98.2	-21.0	-5.6	25.0	3.5	
2015 T4	81.2	-13.9	95.0	13.0	26.1	35.4	1.1	24.0	-0.5	1.5	-16.8	3.7	
2016 T1	120.0	1.5	118.6	71.8	81.4	53.3	35.3	36.5	24.3	-14.7	11.3	-21.0	
T2	116.3	-8.9	125.2	54.0	21.7	64.4	19.0	14.6	-7.0	-5.0	30.8	1.5	
T3	69.2	-7.3	76.2	113.3	69.7	71.6	6.1	33.4	25.1	5.2	21.6	22.0	
2016 Maio	38.7	1.4	37.4	27.1	13.1	17.7	10.6	1.6	2.7	-1.9	9.2	4.8	
Jun.	34.1	-14.0	48.0	6.7	-6.7	35.9	-1.4	5.2	-3.7	-6.9	14.8	-1.4	
Jul.	47.9	-3.3	51.0	53.3	36.0	31.5	11.2	7.8	10.6	6.4	15.3	2.1	
Ago.	9.1	-1.4	10.5	35.9	13.1	17.9	-4.2	11.4	5.8	0.1	5.1	17.7	
Set.	12.2	-2.6	14.7	24.0	20.6	22.2	-0.9	14.2	8.7	-1.4	1.2	2.2	
Out. ^(p)	38.2	-5.5	43.7	44.5	33.2	29.4	15.5	7.6	4.6	5.5	11.1	0.2	
Taxas de crescimento													
2013	-0.7	-6.3	2.2	-2.4	-2.3	-2.4	-2.9	-0.1	-12.3	10.9	-5.0	1.8	
2014	2.1	1.5	2.4	-0.8	-0.5	-0.3	-1.4	-0.3	1.6	11.9	-6.6	4.4	
2015	7.9	-1.8	12.3	0.7	0.5	0.7	-0.3	1.9	-2.5	-4.3	1.9	0.4	
2015 T4	7.9	-1.8	12.3	0.7	0.5	0.7	-0.3	1.9	-2.5	-4.3	1.9	0.4	
2016 T1	10.2	-2.8	16.1	1.1	1.1	1.0	0.8	2.2	-0.6	-19.2	3.2	-2.3	
T2	11.7	-2.8	18.1	1.5	1.2	1.6	1.3	1.9	0.5	-23.6	7.2	-3.0	
T3	10.1	-2.5	15.3	2.0	1.9	2.1	1.4	2.1	5.2	-10.7	3.5	0.8	
2016 Maio	11.1	-1.9	16.9	1.4	1.2	1.2	1.2	2.1	-0.6	-21.1	5.1	-2.3	
Jun.	11.7	-2.8	18.1	1.5	1.2	1.6	1.3	1.9	0.5	-23.6	7.2	-3.0	
Jul.	12.2	-2.7	18.7	1.4	1.4	1.8	1.3	2.0	0.6	-16.1	4.6	-3.6	
Ago.	10.9	-2.8	16.7	1.6	1.4	1.8	1.1	2.0	1.2	-14.1	4.1	-0.5	
Set.	10.1	-2.5	15.3	2.0	1.9	2.1	1.4	2.1	5.2	-10.7	3.5	0.8	
Out. ^(p)	10.6	-2.6	16.0	2.3	2.0	2.2	1.7	1.9	5.7	-7.8	5.7	0.1	

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moeda e crédito

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

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

	Sociedades não financeiras ²⁾					Famílias ³⁾				
	Total	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Total	Crédito ao consumo	Crédito à habitação	Outros empréstimos		
	Empréstimos corrigidos ⁴⁾									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos										
2013	4 353.0	4 450.6	1 065.6	741.0	2 546.4	5 222.9	5 547.7	573.8	3 853.3	795.8
2014	4 299.5	4 253.9	1 109.8	720.7	2 469.1	5 200.8	5 546.1	563.5	3 860.9	776.4
2015	4 274.7	4 257.6	1 038.5	758.5	2 477.6	5 307.7	5 640.6	595.9	3 947.9	764.0
2015 T4	4 274.7	4 257.6	1 038.5	758.5	2 477.6	5 307.7	5 640.6	595.9	3 947.9	764.0
2016 T1	4 288.7	4 261.3	1 048.4	768.4	2 471.9	5 339.3	5 659.2	602.7	3 974.5	762.0
T2	4 296.4	4 278.0	1 039.7	774.9	2 481.8	5 348.6	5 683.4	604.4	3 986.0	758.2
T3	4 288.6	4 278.9	1 008.0	787.2	2 493.3	5 379.3	5 701.1	608.5	4 018.3	752.6
2016 Maio	4 306.8	4 277.8	1 049.1	771.4	2 486.3	5 347.6	5 675.5	602.2	3 986.3	759.1
Jun.	4 296.4	4 278.0	1 039.7	774.9	2 481.8	5 348.6	5 683.4	604.4	3 986.0	758.2
Jul.	4 299.5	4 277.6	1 028.7	780.3	2 490.5	5 356.0	5 692.3	605.1	3 994.3	756.6
Ago.	4 294.7	4 279.1	1 021.5	782.4	2 490.8	5 366.4	5 700.1	608.3	4 003.4	754.7
Set.	4 288.6	4 278.9	1 008.0	787.2	2 493.3	5 379.3	5 701.1	608.5	4 018.3	752.6
Out. ^(p)	4 301.7	4 287.2	1 021.8	787.2	2 492.7	5 388.5	5 712.6	612.2	4 018.7	757.6
Transações										
2013	-132.8	-145.3	-44.3	-44.6	-43.9	-3.6	-16.9	-18.2	27.7	-13.2
2014	-61.4	-68.7	-14.3	2.3	-49.4	-14.9	5.6	-3.0	-3.2	-8.7
2015	-14.7	19.2	-65.0	32.2	18.1	98.2	76.3	21.8	80.0	-3.6
2015 T4	1.1	18.9	-23.1	12.9	11.3	24.0	20.0	5.2	21.0	-2.1
2016 T1	35.3	27.1	18.7	12.9	3.7	36.5	24.5	8.2	28.7	-0.4
T2	19.0	28.4	-4.5	8.8	14.8	14.6	29.4	1.8	13.4	-0.6
T3	6.1	10.0	-23.6	14.8	14.8	33.4	27.4	4.8	32.7	-4.1
2016 Maio	10.6	10.0	2.2	0.0	8.3	1.6	9.7	-2.1	3.8	-0.1
Jun.	-1.4	11.5	-5.4	5.1	-1.0	5.2	12.8	2.7	1.4	1.1
Jul.	11.2	6.9	-6.0	6.9	10.3	7.8	9.2	0.6	8.4	-1.2
Ago.	-4.2	1.1	-6.2	2.2	-0.2	11.4	8.2	3.4	9.5	-1.4
Set.	-0.9	2.0	-11.4	5.8	4.7	14.2	10.0	0.9	14.8	-1.5
Out. ^(p)	15.5	10.9	13.4	0.3	1.8	7.6	9.9	3.8	5.4	-1.6
Taxas de crescimento										
2013	-2.9	-3.1	-4.0	-5.6	-1.7	-0.1	-0.3	-3.0	0.7	-1.6
2014	-1.4	-1.5	-1.3	0.3	-1.9	-0.3	0.1	-0.5	-0.1	-1.1
2015	-0.3	0.5	-5.8	4.4	0.7	1.9	1.4	3.8	2.1	-0.5
2015 T4	-0.3	0.5	-5.8	4.4	0.7	1.9	1.4	3.8	2.1	-0.5
2016 T1	0.8	1.2	-2.2	5.1	0.8	2.2	1.6	5.0	2.3	-0.4
T2	1.3	1.9	-2.2	5.2	1.6	1.9	1.8	3.5	2.1	-0.4
T3	1.4	2.0	-3.1	6.7	1.8	2.1	1.8	3.4	2.4	-0.9
2016 Maio	1.2	1.7	-2.0	4.8	1.5	2.1	1.7	4.5	2.3	-0.7
Jun.	1.3	1.9	-2.2	5.2	1.6	1.9	1.8	3.5	2.1	-0.4
Jul.	1.3	2.0	-2.9	6.2	1.7	2.0	1.8	3.3	2.2	-0.5
Ago.	1.1	2.0	-4.1	6.4	1.9	2.0	1.8	3.5	2.3	-0.7
Set.	1.4	2.0	-3.1	6.7	1.8	2.1	1.8	3.4	2.4	-0.9
Out. ^(p)	1.7	2.1	-1.2	5.5	1.7	1.9	1.8	3.5	2.3	-1.1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moeda e crédito

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

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

	Detenções da administração central ²⁾	Responsabilidades das IFM					Disponibilidades das IFM			
		Responsabilidades financeiras a mais longo prazo face a outros residentes na área do euro					Disponibilidades líquidas sobre o exterior	Outras		
		Total	Depósitos com prazo acordado superior a 2 anos	Depósitos reembolsáveis com pré-aviso superior a 3 meses	Títulos de dívida com prazo superior a 2 anos	Capital e reservas		Total	Acordos de reporte com contrapartes centrais ³⁾	Acordos de revenda a contrapartes centrais ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos										
2013	264.6	7 312.7	2 374.8	91.6	2 507.4	2 338.9	1 146.3	146.2	183.8	121.9
2014	269.4	7 123.5	2 186.6	92.2	2 383.7	2 461.0	1 381.8	220.3	184.5	139.7
2015	285.0	6 996.5	2 119.5	79.8	2 253.2	2 544.0	1 331.5	288.6	205.9	135.6
2015 T4	285.0	6 996.5	2 119.5	79.8	2 253.2	2 544.0	1 331.5	288.6	205.9	135.6
2016 T1	314.6	6 961.8	2 113.3	76.9	2 178.4	2 593.1	1 282.2	301.7	247.1	152.1
T2	319.2	7 004.1	2 094.0	74.6	2 172.9	2 662.6	1 275.8	308.6	238.0	144.0
T3	309.7	6 958.0	2 068.5	72.4	2 122.2	2 694.8	1 170.6	298.9	209.2	129.1
2016 Maio	297.2	6 976.8	2 109.8	75.2	2 182.5	2 609.3	1 238.4	281.6	226.9	138.6
Jun.	319.2	7 004.1	2 094.0	74.6	2 172.9	2 662.6	1 275.8	308.6	238.0	144.0
Jul.	326.3	6 981.9	2 084.5	73.9	2 148.2	2 675.2	1 222.1	305.3	212.9	128.2
Ago.	318.7	6 963.9	2 078.0	73.2	2 138.2	2 674.5	1 182.3	309.7	215.4	134.6
Set.	309.7	6 958.0	2 068.5	72.4	2 122.2	2 694.8	1 170.6	298.9	209.2	129.1
Out. ^(p)	323.7	6 966.0	2 087.7	72.4	2 121.1	2 684.9	1 113.1	307.9	192.8	133.7
Transações										
2013	-43.7	-81.6	-18.4	-14.3	-137.5	88.6	362.3	-59.0	32.2	43.7
2014	-4.0	-159.7	-120.6	2.0	-148.7	107.6	241.9	-1.0	0.7	17.8
2015	9.5	-218.7	-106.4	-13.5	-205.6	106.7	-99.5	6.9	21.4	-4.0
2015 T4	-9.9	-56.6	-41.3	-3.6	-41.8	30.0	-37.5	11.8	-9.6	-7.2
2016 T1	29.4	-57.3	-3.5	-2.8	-46.3	-4.7	-75.0	19.6	41.3	17.3
T2	4.2	-15.2	-22.1	-1.8	-18.1	26.8	-71.2	4.3	-9.2	-8.1
T3	-9.6	-53.1	-25.8	-2.1	-40.7	15.6	-101.6	-15.8	-19.2	-13.7
2016 Maio	-17.4	-1.8	-4.2	-0.3	-2.3	5.1	-27.6	-26.4	-10.2	-1.5
Jun.	22.0	-17.4	-17.4	-0.6	-9.5	10.2	-19.9	32.9	11.1	5.4
Jul.	7.1	-25.2	-9.5	-0.7	-18.8	3.8	-56.4	-1.1	-25.1	-15.8
Ago.	-7.7	-7.1	-6.6	-0.7	-7.1	7.3	-32.5	4.7	2.5	6.4
Set.	-9.0	-20.8	-9.7	-0.7	-14.8	4.4	-12.7	-19.3	3.4	-4.3
Out. ^(p)	13.1	2.1	-0.7	-0.8	-8.1	11.7	-61.2	-0.8	-13.2	4.7
Taxas de crescimento										
2013	-14.2	-1.1	-0.8	-13.5	-5.1	3.8	-	-	10.3	23.3
2014	-1.6	-2.2	-5.1	2.2	-5.9	4.5	-	-	0.4	14.6
2015	3.7	-3.0	-4.8	-14.5	-8.4	4.3	-	-	11.6	-2.9
2015 T4	3.7	-3.0	-4.8	-14.5	-8.4	4.3	-	-	11.6	-2.9
2016 T1	11.1	-3.3	-3.5	-15.2	-8.4	2.0	-	-	3.7	-5.9
T2	20.2	-2.3	-2.9	-13.3	-6.9	2.8	-	-	3.5	-2.9
T3	4.9	-2.6	-4.3	-12.4	-6.4	2.6	-	-	1.5	-8.2
2016 Maio	6.4	-2.5	-2.6	-13.6	-6.9	2.2	-	-	0.5	-2.9
Jun.	20.2	-2.3	-2.9	-13.3	-6.9	2.8	-	-	3.5	-2.9
Jul.	28.8	-2.6	-3.7	-13.0	-7.0	2.7	-	-	1.8	-10.6
Ago.	15.0	-2.5	-3.9	-12.3	-6.7	2.8	-	-	1.4	1.1
Set.	4.9	-2.6	-4.3	-12.4	-6.4	2.6	-	-	1.5	-8.2
Out. ^(p)	-7.5	-2.1	-3.4	-12.0	-6.1	2.8	-	-	4.4	-6.3

Fonte: BCE.

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

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

3) Dados não corrigidos de efeitos de sazonalidade.

6 Evolução orçamental

6.1 Défice/excedente

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

	Défice(-)/excedente(+)					Por memória: Défice (-)/ excedente (+) primário
	Total	Administração central	Administração estadual	Administração local	Fundos de segurança social	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3.6	-3.4	-0.3	0.0	0.0	-0.6
2013	-3.0	-2.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
2014	-2.6	-2.2	-0.2	0.0	-0.2	0.1
2015	-2.1	-1.9	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2015 T3	-2.1	.	.	.	.	0.3
T4	-2.1	.	.	.	.	0.3
2016 T1	-1.9	.	.	.	.	0.4
T2	-1.8	.	.	.	.	0.5

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

6.2 Receita e despesa

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

	Receita						Despesa						
	Total	Receita corrente				Receita de capital	Total	Despesa corrente					Despesa de capital
		Impostos diretos	Impostos indiretos	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
2012	46.1	45.6	12.2	12.9	15.4	0.4	49.7	45.2	10.4	5.3	3.0	22.6	4.5
2013	46.7	46.2	12.6	13.0	15.5	0.5	49.7	45.6	10.4	5.3	2.8	23.0	4.1
2014	46.8	46.3	12.5	13.1	15.5	0.5	49.4	45.4	10.3	5.3	2.7	23.0	4.0
2015	46.5	46.0	12.6	13.1	15.3	0.5	48.5	44.7	10.1	5.2	2.4	22.9	3.9
2015 T3	46.5	46.0	12.6	13.1	15.3	0.5	48.6	44.9	10.2	5.2	2.5	23.0	3.8
T4	46.5	46.0	12.6	13.1	15.3	0.5	48.5	44.7	10.1	5.2	2.4	22.9	3.9
2016 T1	46.4	45.9	12.6	13.1	15.3	0.5	48.3	44.5	10.1	5.2	2.3	22.9	3.8
T2	46.3	45.8	12.5	13.1	15.3	0.5	48.1	44.2	10.0	5.2	2.3	22.9	3.8

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

6.3 Rácio da dívida pública em relação ao PIB

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

	Total	Instrumento financeiro			Detentor			Prazo original		Prazo residual			Moedas	
		Nu- merário e depó- sitos	Empré- stimos	Títulos de dívida	Credores residentes IFM	Credores não resi- dentes	Até 1 ano	Superior a 1 ano	Até 1 ano	Superior a 1 e até 5 anos	Superior a 5 anos	Euro ou moedas partici- pantes	Outras moedas	
	1													2
2012	89.5	3.0	17.6	68.9	45.6	26.3	43.9	11.3	78.1	19.6	31.4	38.4	87.3	2.2
2013	91.3	2.6	17.5	71.2	46.2	26.3	45.1	10.4	80.9	19.5	32.0	39.8	89.3	2.1
2014	92.0	2.7	17.1	72.2	45.1	26.0	46.9	10.0	82.0	18.9	31.9	41.2	89.9	2.1
2015	90.4	2.8	16.2	71.4	45.6	27.5	44.8	9.3	81.1	17.7	31.4	41.3	88.3	2.1
2015 T3	91.5	2.7	16.3	72.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	90.4	2.8	16.2	71.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 T1	91.3	2.7	16.2	72.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	91.2	2.7	16.0	72.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2012	3.4	0.6	0.0	1.0	0.3	0.3	-0.1	0.5	-1.3	0.3	2.7	5.0
2013	1.9	0.2	-0.2	-0.8	-0.5	-0.4	-0.2	0.4	0.2	0.4	1.9	2.6
2014	0.7	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.8	2.5
2015	-1.6	-0.3	-0.9	-0.5	0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.5	1.3
2015 T3	-0.9	-0.3	-0.5	-0.4	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	0.1	-0.2	-0.1	1.6
T4	-1.7	-0.3	-0.9	-0.6	0.1	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	1.2
2016 T1	-1.5	-0.4	-0.6	-0.2	0.3	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	-0.3	-0.5	1.4
T2	-0.9	-0.5	0.2	0.4	0.8	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.6	2.0

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

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

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

6.5 Títulos de dívida pública ¹⁾

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

	Serviço da dívida a 1 ano ²⁾					Prazo residual médio em anos ³⁾	Taxas de rendibilidade nominais médias ⁴⁾						
	Total	Capital		Juros			Saldos					Transações	
		Prazos até 3 meses	Prazos até 3 meses	Total	Taxa variável		Cupão zero	Taxa fixa		Emissões	Reembolsos		
								Prazos até 1 ano					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16.5	14.4	5.0	2.1	0.5	6.3	3.5	1.7	1.3	3.7	2.8	1.2	1.8
2014	15.9	13.8	5.1	2.0	0.5	6.4	3.1	1.5	0.5	3.5	2.7	0.8	1.6
2015	14.8	12.9	4.3	2.0	0.5	6.6	2.9	1.2	0.1	3.3	3.0	0.4	1.2
2015 T3	15.1	13.1	4.3	2.0	0.5	6.6	2.9	1.2	0.1	3.3	3.0	0.4	1.4
	14.8	12.9	4.3	2.0	0.5	6.6	2.9	1.2	0.1	3.3	3.0	0.4	1.2
2016 T1	15.5	13.6	4.8	1.9	0.5	6.6	2.8	1.2	0.0	3.2	2.8	0.3	1.1
	15.4	13.5	5.0	1.8	0.5	6.7	2.7	1.1	-0.1	3.1	2.9	0.3	1.1
2016 Maio	15.1	13.2	4.5	1.9	0.5	6.7	2.7	1.1	-0.1	3.2	2.9	0.4	1.2
	15.4	13.5	5.0	1.8	0.5	6.7	2.7	1.1	-0.1	3.1	2.9	0.3	1.1
	15.1	13.3	4.6	1.8	0.5	6.8	2.7	1.1	-0.1	3.1	3.0	0.3	1.2
	15.1	13.2	4.7	1.8	0.5	6.8	2.7	1.1	-0.1	3.1	2.9	0.3	1.1
	14.9	13.1	4.1	1.8	0.5	6.8	2.6	1.2	-0.1	3.1	2.8	0.2	1.2
	14.8	13.0	3.9	1.8	0.5	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.8	0.3	1.3

Fonte: BCE.

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

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

3) Prazo residual no final do período.

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

6 Evolução orçamental

6.6 Evolução orçamental nos países da área do euro

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

	Bélgica	Alemanha	Estónia	Irlanda	Grécia	Espanha	França	Itália	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Défice (-)/excedente (+) público									
2012	-4.2	0.0	-0.3	-8.0	-8.8	-10.5	-4.8	-2.9	-5.8
2013	-3.0	-0.2	-0.2	-5.7	-13.2	-7.0	-4.0	-2.7	-4.9
2014	-3.1	0.3	0.7	-3.7	-3.6	-6.0	-4.0	-3.0	-8.8
2015	-2.5	0.7	0.1	-1.9	-7.5	-5.1	-3.5	-2.6	-1.1
2015 T3	-2.9	0.8	0.6	-1.7	-4.4	-5.3	-3.9	-2.6	-0.9
T4	-2.5	0.7	0.1	-1.9	-7.5	-5.1	-3.5	-2.6	-1.1
2016 T1	-2.7	0.8	0.7	-1.5	-6.1	-5.1	-3.3	-2.5	-0.2
T2	-2.9	0.8	0.8	-1.5	-5.0	-5.3	-3.1	-2.3	-1.2
Dívida pública									
2012	104.1	79.9	9.7	119.5	159.6	85.7	89.5	123.3	79.3
2013	105.4	77.5	10.2	119.5	177.4	95.4	92.3	129.0	102.2
2014	106.5	74.9	10.7	105.2	179.7	100.4	95.3	131.9	107.1
2015	105.8	71.2	10.1	78.6	177.4	99.8	96.2	132.3	107.5
2015 T3	109.0	72.0	10.1	85.6	171.8	99.7	97.0	134.0	110.2
T4	106.0	71.2	10.1	78.6	177.1	99.3	96.2	132.3	108.9
2016 T1	109.2	70.9	9.9	80.5	176.1	100.6	97.5	135.0	109.3
T2	109.7	70.1	9.7	77.8	179.2	100.5	98.2	135.5	109.0

	Letónia	Lituânia	Luxemburgo	Malta	Países Baixos	Áustria	Portugal	Eslovénia	Eslováquia	Finlândia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Défice (-)/excedente (+) público										
2012	-0.8	-3.1	0.3	-3.6	-3.9	-2.2	-5.7	-4.1	-4.3	-2.2
2013	-0.9	-2.6	1.0	-2.6	-2.4	-1.4	-4.8	-15.0	-2.7	-2.6
2014	-1.6	-0.7	1.5	-2.1	-2.3	-2.7	-7.2	-5.0	-2.7	-3.2
2015	-1.3	-0.2	1.6	-1.4	-1.9	-1.0	-4.4	-2.7	-2.7	-2.8
2015 T3	-2.2	0.0	1.6	-1.7	-2.1	-2.5	-3.2	-4.4	-2.6	-2.9
T4	-1.3	-0.2	1.6	-1.4	-1.9	-1.0	-4.4	-2.7	-2.7	-2.8
2015 T1	-0.9	-0.1	1.7	-0.2	-1.6	-0.8	-3.7	-2.5	-2.6	-2.3
T2	-0.6	0.4	1.6	0.3	-0.8	-1.1	-3.4	-1.6	-2.4	-2.3
Dívida pública										
2012	41.3	39.8	21.8	67.6	66.4	82.0	126.2	53.9	52.2	53.9
2013	39.0	38.7	23.5	68.4	67.7	81.3	129.0	71.0	54.7	56.5
2014	40.7	40.5	22.7	67.0	67.9	84.4	130.6	80.9	53.6	60.2
2015	36.3	42.7	22.1	64.0	65.1	85.5	129.0	83.1	52.5	63.6
2015 T3	36.4	38.2	22.1	66.1	66.2	86.4	130.4	84.3	53.9	61.4
T4	36.3	42.7	22.1	64.0	65.1	85.5	129.0	83.1	52.9	63.6
2016 T1	36.3	40.0	22.4	65.4	64.8	86.5	128.9	83.5	52.2	64.2
T2	38.9	40.1	22.0	64.8	63.7	86.7	131.7	82.3	53.3	61.6

Fonte: Eurostat.

© **Banco Central Europeu, 2016**

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

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

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

A data de fecho das estatísticas incluídas nesta publicação foi 7 de dezembro de 2016.

ISSN	2363-3530 (<i>online</i>)
N.º de catálogo da UE	QB-BP-15-002-PT-N (<i>online</i>)

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