



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

# Relatório Anual

2015



# Índice

<b>Prefácio</b>	<b>4</b>
<b>A economia da área do euro, a política monetária do BCE e o setor financeiro europeu em 2015</b>	<b>7</b>
1 A economia da área do euro: conjuntura de inflação baixa e taxas de juro reduzidas	7
1.1 Enquadramento macroeconómico mundial	7
<b>Caixa 1</b> Tensão financeira nas economias de mercado emergentes	13
1.2 Evolução financeira	16
<b>Caixa 2</b> Por que se situam as taxas de juro em níveis tão baixos?	20
<b>Caixa 3</b> O que significam as taxas de juros baixas para bancos e aforradores?	23
1.3 Atividade económica	25
<b>Caixa 4</b> O papel do consumo privado na retoma económica	29
1.4 Evolução dos preços e dos custos	31
<b>Caixa 5</b> Acompanhamento da evolução da inflação subjacente	35
1.5 Evolução da moeda e do crédito	37
1.6 Política orçamental e reformas estruturais	40
2 Política monetária num período de grandes desafios	46
2.1 Perspetivas de inflação problemáticas exigiram novas medidas decisivas do BCE	46
<b>Caixa 6</b> A transmissão das medidas de política monetária aos mercados financeiros e à economia real	50
2.2 O programa de compra de ativos e as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas foram implementados com sucesso em 2015	55
<b>Caixa 7</b> Participação em operações de refinanciamento	61
<b>Caixa 8</b> Cedência de liquidez ao sistema bancário grego num período de tensões acrescidas	62

<b>3</b>	<b>Setor financeiro europeu: tensões contidas e progressos alcançados no sentido da união bancária</b>	<b>65</b>
3.1	Riscos e vulnerabilidades no sistema financeiro da área do euro	65
	<b>Caixa 9</b> Setor bancário paralelo na área do euro	68
3.2	Função macroprudencial do BCE	70
3.3	MUS – a função microprudencial do BCE	72
3.4	Contributos do BCE para iniciativas regulamentares	73
3.5	União dos mercados de capitais	79
	<b>Outras atribuições e atividades</b>	<b>81</b>
<b>1</b>	<b>Infraestruturas de mercado e pagamentos</b>	<b>81</b>
1.1	Entrada em funcionamento do T2S e o futuro das infraestruturas de mercado	82
1.2	A digitalização da atividade de pagamentos	83
1.3	Gestão dos riscos das contrapartes centrais	84
<b>2</b>	<b>Serviços financeiros prestados a outras instituições</b>	<b>85</b>
2.1	Administração de operações ativas e passivas	85
2.2	Serviços de Gestão de Reservas do Eurosistema	86
<b>3</b>	<b>Notas e moedas</b>	<b>87</b>
3.1	Circulação de notas e moedas	87
3.2	Contrafação de notas de euro	88
3.3	A segunda série de notas de euro	89
<b>4</b>	<b>Estatísticas</b>	<b>90</b>
4.1	Estatísticas novas e melhoradas da área do euro	90
4.2	Outros desenvolvimentos estatísticos	91
<b>5</b>	<b>Estudos económicos</b>	<b>92</b>
5.1	Núcleos e prioridades de investigação do BCE	93
5.2	Redes de investigação do Eurosistema/SEBC	94
5.3	Conferências e publicações	96

<b>6</b>	<b>Atividades e deveres jurídicos</b>	<b>96</b>
6.1	Participação do BCE em processos judiciais a nível da UE	96
6.2	Pareceres do BCE e casos de incumprimento	98
6.3	Evolução jurídica relacionada com o Mecanismo Único de Supervisão: a Comissão de Reexame	100
6.4	Cumprimento das proibições de financiamento monetário e de acesso privilegiado	100
<b>7</b>	<b>Relações internacionais e europeias</b>	<b>102</b>
7.1	Relações europeias	102
7.2	Relações internacionais	105
<b>8</b>	<b>Comunicação externa</b>	<b>107</b>
	<b>Anexo 1 Quadro institucional</b>	<b>111</b>
	<b>Anexo 2 Comitês do Eurosistema/SEBC</b>	<b>121</b>
	<b>Anexo 3 Evolução organizacional e de recursos humanos</b>	<b>123</b>
	<b>Contas Anuais</b>	<b>C 1</b>
	<b>Balanço consolidado do Eurosistema em 31 de dezembro de 2015</b>	<b>B 1</b>
	<b>Secção estatística</b>	<b>E 1</b>

## Prefácio



2015 foi um ano de recuperação para a economia da área do euro. A inflação manteve-se, porém, numa trajetória descendente. Neste contexto, o reforço da confiança constituiu um tema fulcral para a área do euro em 2015: a confiança dos consumidores para impulsionar a despesa; a confiança das empresas para retomar contratações e investimento; e a confiança dos bancos para aumentar a disponibilização de crédito. Tal foi essencial para apoiar a recuperação e promover o regresso da inflação a níveis abaixo, mas próximo, de 2%, em conformidade com o objetivo do Banco Central Europeu (BCE).

Ao longo do ano, assistiu-se efetivamente a um fortalecimento da confiança. A procura interna substituiu a procura externa enquanto motor de crescimento, em resultado do aumento da confiança dos consumidores. A dinâmica do crédito começou a recuperar no conjunto da área do euro. O emprego continuou a aumentar. E os receios de deflação, que se fizeram sentir na área do euro no início de 2015, dissiparam-se completamente.

Como descrevemos no presente Relatório Anual, o BCE contribuiu para a melhoria deste enquadramento principalmente de duas formas.

A primeira e mais importante prendeu-se com as nossas decisões de política monetária. Atuámos com determinação durante o ano, de modo a afastar as ameaças para a estabilidade de preços e garantir o ancorar das expectativas de inflação. A nossa intervenção teve início em janeiro com a decisão de alargar o programa de compra de ativos. Prosseguiu com os vários ajustamentos ao programa ao longo do ano, nomeadamente com o alargamento da lista de emitentes cujos títulos são elegíveis para compra. E culminou nas decisões tomadas em dezembro de proceder a nova redução da taxa de juro da facilidade permanente de depósito, já em território negativo, e de recalibrar as aquisições de ativos.

Estas medidas revelaram-se eficazes. As condições de financiamento tornaram-se consideravelmente menos restritivas, tendo as taxas ativas dos bancos diminuído cerca de 80 pontos base na área do euro desde meados de 2014 – uma repercussão equivalente a uma redução pontual de 100 pontos base das taxas de juro em períodos normais. O crescimento e a inflação também beneficiaram destas medidas. De acordo com avaliações de especialistas do Eurosistema, sem o programa de compra de ativos (incluindo o conjunto de medidas de dezembro), a inflação teria sido negativa em 2015, mais de meio ponto percentual mais baixa em 2016 e cerca de meio ponto percentual mais baixa em 2017. O programa de compra de ativos aumentará o produto interno bruto da área do euro em aproximadamente 1.5 pontos percentuais no período de 2015 a 2018.

No final do ano, recalibrámos a nossa política, em virtude de novos fatores adversos registados na economia mundial, que enviesaram, em sentido descendente, as perspetivas para a inflação. Esses fatores adversos intensificaram-se no início de 2016, o que exigiu uma nova expansão da nossa política. Em março de 2016,

o Conselho do BCE decidiu ampliar o programa de compra de ativos, tanto em termos de dimensão como de composição (incluindo, pela primeira vez, obrigações de empresas), reduzir novamente a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito, introduzir uma nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas com fortes incentivos à concessão de empréstimos por parte dos bancos e reforçar as indicações sobre a orientação futura da política monetária (*forward guidance*). Estas decisões reafirmaram que, mesmo confrontado com forças desinflationistas a nível mundial, o BCE continua a combater a inflação excessivamente baixa.

O segundo contributo do BCE para o reforço da confiança em 2015 consistiu em fazer face às ameaças à integridade da área do euro. Essas ameaças prenderam-se sobretudo com os acontecimentos na Grécia no primeiro semestre do ano. A incerteza quanto ao empenho do novo governo em cumprir o seu programa de ajustamento macroeconómico levou a que os bancos e o governo deixassem de ter acesso aos mercados e a que os depositantes acelerassem o ritmo de levantamentos das suas contas bancárias. O Eurosistema disponibilizou ajuda vital ao sistema bancário grego mediante a cedência de liquidez em situação de emergência.

O BCE atuou com plena independência e em consonância com as suas regras. Tal implicou, por um lado, garantir que não proporcionámos financiamento monetário ao governo grego e que concedemos empréstimos apenas a bancos solventes e com ativos de garantia suficientes e, por outro lado, assegurar que as decisões com implicações abrangentes para a área do euro foram tomadas pelas autoridades políticas com legitimidade para o efeito. A abordagem seguida foi plenamente consentânea com o nosso mandato: respeitou o compromisso em relação à moeda única consagrado no Tratado, mas esse compromisso foi implementado dentro dos limites dos nossos estatutos.

Embora, em última instância, tenha sido possível evitar riscos de cauda graças ao acordo sobre um terceiro programa, celebrado entre a Grécia e os restantes países da área do euro, este episódio realçou a fragilidade da área do euro e sublinhou a necessidade de completar a união monetária. Para o efeito, na qualidade de um dos designados “cinco presidentes”, tive a oportunidade de contribuir, em junho de 2015, para um relatório onde são apresentadas sugestões concretas para a prossecução da reforma da arquitetura institucional da área do euro. A fim de alcançar uma união mais sólida – e evitar sobrecarregar o banco central –, essas sugestões devem ser efetivamente transformadas em ações.

Por último, em 2015, o BCE reforçou também a confiança nos seus próprios processos de decisão, melhorando a transparência e a governação da instituição. Em janeiro, começámos a publicar os relatos das reuniões de política monetária, os quais têm proporcionado ao exterior uma visão mais clara das nossas deliberações. Demos também início à publicação das decisões sobre a cedência de liquidez em situação de emergência e os montantes envolvidos, bem como dos dados sobre os saldos no TARGET2 e das agendas dos membros da Comissão Executiva. Num período caracterizado por uma política monetária não convencional,

estes progressos em matéria de transparência são cruciais para assegurar a nossa plena responsabilização perante o público.

Melhorámos igualmente a nossa governação através de um projeto destinado a otimizar o funcionamento do BCE, à medida que alargamos o âmbito das nossas funções e nos defrontamos com novos desafios. Em 2015, começámos a implementar várias recomendações resultantes deste projeto, designadamente a nomeação, pela primeira vez, de um Coordenador-Geral de Serviços para apoiar a organização interna da instituição.

2016 será também um ano repleto de desafios para o BCE. Deparamo-nos com incertezas quanto às perspetivas para a economia mundial, com a persistência de forças desinflationistas e com questões sobre o rumo da Europa e a sua capacidade de resistência a novos choques. Neste enquadramento, o empenho na prossecução do nosso mandato continuará a ancorar a confiança dos cidadãos europeus.

Frankfurt am Main, abril de 2016

Mario Draghi  
Presidente

# A economia da área do euro, a política monetária do BCE e o setor financeiro europeu em 2015

## 1 A economia da área do euro: conjuntura de inflação baixa e taxas de juro reduzidas

### 1.1 Enquadramento macroeconómico mundial

A economia da área do euro foi afetada, em particular, por três elementos essenciais do enquadramento internacional em 2015: uma crescente divergência em termos da atividade económica entre economias avançadas e economias de mercado emergentes, uma evolução do comércio mundial historicamente fraca e pressões inflacionistas reduzidas a nível mundial num contexto de novas descidas dos preços dos produtos energéticos e da capacidade produtiva disponível ainda abundante.

#### Crescimento económico mundial permaneceu modesto

A economia mundial prosseguiu uma trajetória de recuperação gradual em 2015, embora o crescimento económico mundial tenha registado uma ligeira moderação face ao ano anterior. A aceleração marginal da atividade económica nas economias avançadas foi mais do que contrabalançada pelo abrandamento nas economias emergentes, observando-se uma heterogeneidade considerável entre países e regiões. No seguimento de recessões pronunciadas em algumas economias emergentes no primeiro semestre, o crescimento do PIB mundial manteve-se modesto quando comparado com padrões históricos (ver Gráfico 1).

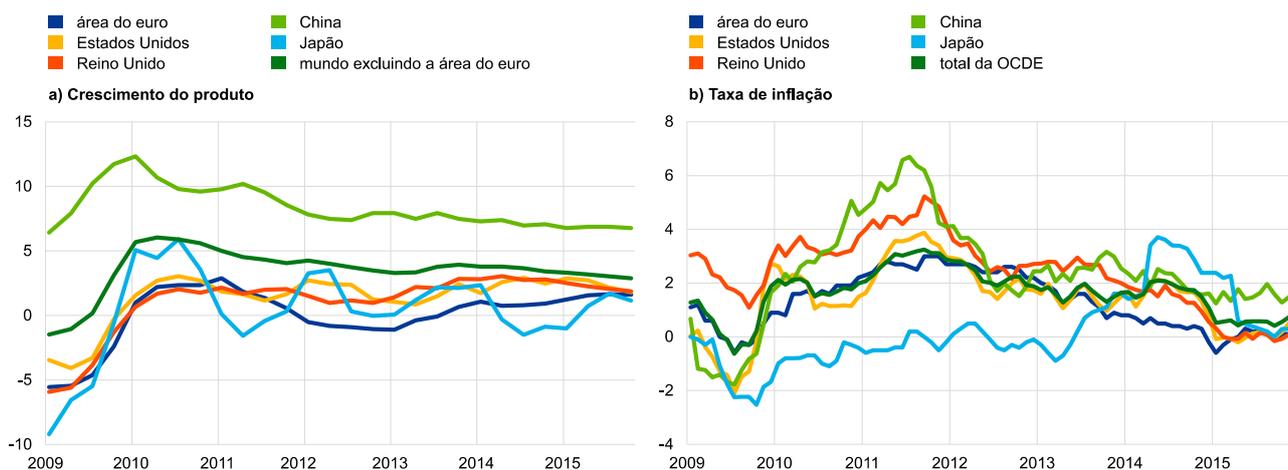
A atividade económica nas economias avançadas permaneceu resiliente ao longo do ano, num contexto de condições de financiamento ainda acomodáticas, da melhoria dos mercados de trabalho, de preços do petróleo reduzidos e da redução de fatores adversos decorrentes da desalavancagem do setor privado e da consolidação orçamental. Em contraste, o ritmo de crescimento económico abrandou acentuadamente nas economias de mercado emergentes à luz de uma maior incerteza, obstáculos estruturais (relacionados, por exemplo, com estrangulamentos a nível de infraestruturas, ambientes empresariais pobres e a falta de concorrência nos mercados de trabalho e do produto) e da maior restritividade das condições de financiamento externo. Em particular, a redução dos preços das matérias-primas resultou num abrandamento acentuado nas economias exportadoras de matérias-primas, enquanto o crescimento permaneceu mais resiliente nos países importadores de matérias-primas. Porém, a redução dos

preços das matérias-primas teve um efeito globalmente positivo sobre a procura mundial, visto que os países importadores de petróleo tendem a ter uma maior propensão para incorrer em despesas do que os países exportadores de petróleo, mas em alguns casos o impacto positivo sobre o consumo foi menor do que o esperado.

## Gráfico 1

### Principais desenvolvimentos em economias selecionadas

(taxas de variação homólogas (%); dados trimestrais; dados mensais)



Fontes: Eurostat e dados nacionais.

Notas: Os valores relativos ao PIB são corrigidos de sazonalidade. IHPC para a área do euro e o Reino Unido; IPC para os Estados Unidos, China e Japão.

As condições de financiamento a nível mundial mantiveram-se, no geral, acomodáticas. O Sistema de Reserva Federal adiou o arranque da normalização da política monetária até ao final de 2015, enquanto tanto o banco nacional do Japão como o BCE continuaram a seguir políticas monetárias expansionistas. O Bank of England manteve a sua política monetária inalterada. A volatilidade nos mercados financeiros e a aversão ao risco permaneceram relativamente reduzidas durante a maior parte do ano. No terceiro trimestre, porém, uma correção acentuada dos preços das ações nos mercados bolsistas chineses conduziu a um aumento significativo da volatilidade. Embora os efeitos de repercussão sobre a economia real tenham sido limitados, a perspetiva de uma crescente divergência na orientação de política monetária das principais economias avançadas e as preocupações do mercado acerca da resiliência do crescimento económico nas economias emergentes resultaram em depreciações cambiais e saídas de capital significativas em várias economias de mercado emergentes, em particular nas que registam desequilíbrios internos e externos substanciais (ver também a Caixa 1).

## Evolução do comércio mundial historicamente fraca

No seguimento de três anos de fraco crescimento do comércio, a taxa de crescimento das importações mundiais de bens e serviços registou uma nova descida no primeiro semestre, antes de recuperar gradualmente na parte final do ano a partir de níveis muito reduzidos. Em termos globais, o volume das

importações mundiais cresceu apenas 1.7%, em termos homólogos, em 2015, o que compara com 3.5% em 2014. No caso da evolução do crescimento do PIB, as economias de mercado emergentes foram o principal fator impulsionador do enfraquecimento do comércio a nível mundial, embora algumas economias avançadas tenham também registado temporariamente um crescimento do comércio extremamente fraco.

O crescimento das importações a nível mundial permaneceu abaixo da sua média de longo prazo desde o segundo semestre de 2011. Embora este enfraquecimento se deva, em parte, à recuperação moderada a nível mundial e, deste modo, constitua em certa medida um fenómeno cíclico, a elasticidade do comércio mundial – ou seja, a capacidade de resposta do crescimento das importações a nível mundial ao crescimento do PIB – também se mostrou extraordinariamente fraca nos últimos quatro anos. Embora o comércio tenha aumentado praticamente ao dobro da taxa do PIB mundial no período de 25 anos antes de 2007, a respetiva taxa de crescimento caiu abaixo da do PIB nos últimos anos.

São muitas as razões possíveis subjacentes ao enfraquecimento persistente do comércio mundial. Por um lado, os fatores cíclicos incluem não só a recuperação globalmente lenta da atividade económica mundial, mas também a alteração da composição do PIB mundial em termos de procura, visto que as componentes da procura intensivas em importações (como, por exemplo o investimento) se têm mostrado particularmente fracas. Por outro lado, fatores estruturais podem igualmente desempenhar um papel significativo, incluindo alterações na actividade no sentido de setores (como, por exemplo, os serviços) e regiões (economias de mercado emergentes, em particular, a China) com menores elasticidades subjacentes em termos de comércio e mudanças ao nível da participação nas cadeias de valor mundiais.

### Preços reduzidos dos produtos energéticos afetaram a inflação a nível mundial

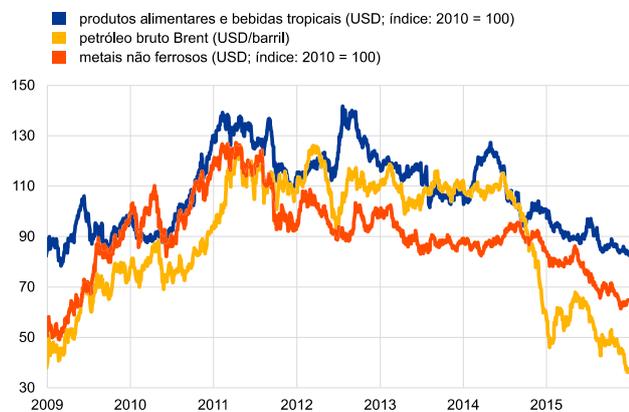
A queda acentuada dos preços das matérias-primas – em particular, os preços dos produtos energéticos – no segundo semestre de 2014 contribuiu substancialmente para uma redução da inflação global a nível mundial em 2015 (ver Gráfico 2).

A inflação homóloga nos países da OCDE desceu para 0.6% (face a 1.7% em 2014), enquanto a inflação subjacente homóloga nos países da OCDE (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) se reduziu apenas marginalmente, de 1.8% em 2014 para 1.7% em 2015 (ver Gráfico 1).

## Gráfico 2

### Preços das matérias-primas

(dados diários)



Fontes: Bloomberg e Instituto de Economia Internacional de Hamburgo.

Embora permanecendo globalmente reduzidos, os preços do petróleo apresentaram uma volatilidade considerável ao longo de 2015, no seguimento de uma descida contínua de cerca de USD 112 por barril em junho de 2014 para USD 46 em meados de janeiro de 2015. Após uma retoma temporária até maio de 2015, os preços do petróleo desceram no segundo semestre, continuando a refletir um excesso de oferta no mercado petrolífero a nível mundial. Os membros da OPEP mantiveram a sua produção em níveis praticamente históricos, embora o crescimento da produção de países não pertencentes à OPEP se tenha reduzido ligeiramente no segundo semestre. Em particular, a descida dos preços e o investimento reduzido desencadearam um abrandamento da produção ainda resiliente de óleo de xisto nos Estados Unidos, o que resultou numa ligeira moderação do excesso de oferta. A procura de petróleo bruto recuperou ao longo de 2015 num contexto de redução dos preços, mas permaneceu demasiado fraca para poder acompanhar o ritmo da oferta de petróleo.

Os preços das matérias-primas não petrolíferas continuaram a reduzir-se devido a fatores quer do lado da oferta quer do lado da procura. A diminuição da procura mundial – em particular, por parte da China, que constitui a maior fonte de procura de várias matérias-primas metálicas – agravou as pressões em sentido descendente sobre os preços das matérias-primas não petrolíferas. A redução dos preços dos produtos alimentares refletiu sobretudo o aumento da oferta. No geral, os preços dos produtos alimentares em dólares dos Estados Unidos diminuíram 18%, enquanto o índice de preços dos metais caiu 17% em 2015.

Além do mais, o estreitamento lento dos desvios do produto nas economias avançadas e o seu alargamento em várias economias de mercado emergentes resultaram numa abundante capacidade produtiva disponível a nível mundial, o que exerceu ainda mais pressão em sentido descendente sobre a inflação a nível mundial. No que respeita aos países individuais, a inflação também foi fortemente influenciada por movimentos cambiais. Embora a apreciação do dólar dos Estados Unidos e da libra esterlina no início do ano tenha resultado em pressões adicionais em sentido descendente sobre a inflação nos respetivos países, algumas economias de mercado emergentes, como, por exemplo, a Rússia, o Brasil e a Turquia, enfrentaram pressões ascendentes sobre os preços resultantes de uma depreciação significativa das respetivas moedas.

## Evolução heterogénea do crescimento nas principais economias

**Nos Estados Unidos**, a atividade económica permaneceu resiliente, com o crescimento do PIB real a situar-se, em média, em 2.4% em 2015, mantendo-se inalterado face ao ano anterior. Após um ligeiro enfraquecimento no início do ano devido a fatores temporários, como, por exemplo, condições meteorológicas

adversas e perturbações no tráfego portuário, o crescimento do PIB no segundo e terceiro trimestres mostrou-se bastante robusto e foi impulsionado sobretudo pela procura interna final, enquanto as exportações líquidas deram um contributo negativo. Posteriormente, a atividade económica desacelerou novamente no quarto trimestre. As despesas de consumo privado permaneceram substanciais num contexto de condições de financiamento ainda acomodáticas, da redução dos preços do petróleo, de balanços das famílias mais sólidos e da melhoria da confiança dos consumidores. A dinâmica subjacente nos mercados de trabalho também se manteve robusta, com uma nova descida da taxa de desemprego para 5.0% no final do ano. À luz da queda acentuada dos preços dos produtos energéticos e da apreciação do dólar dos Estados Unidos desde o segundo semestre de 2014, a inflação manteve-se extremamente baixa durante todo o ano de 2015. A inflação homóloga medida pelo IPC situou-se, em média, em 0.1%, o que compara com 1.6% em 2014, enquanto a inflação subjacente medida pelo IPC (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) permaneceu globalmente inalterada em 1.8%.

A política monetária manteve-se muito acomodática durante a maior parte de 2015. As projeções relativas às taxas de juro elaboradas pelo Comité de Operações de Mercado Aberto (Federal Open Market Committee – FOMC) e os contratos dos futuros de fundos federais reduziram-se ao longo do tempo, à medida que as expectativas quanto a um aumento das taxas de juro de política monetária se reportavam a um período mais longínquo no futuro. Em dezembro de 2015, o FOMC decidiu aumentar o intervalo do objetivo para a taxa dos fundos federais para 0.25-0.50%, correspondendo à primeira subida em mais de nove anos. A orientação orçamental foi globalmente neutra no exercício de 2015, com o défice orçamental a diminuir ligeiramente para 2.5% do PIB, correspondendo ao rácio mais baixo desde 2007.

**No Japão**, o crescimento do PIB real foi relativamente volátil durante o ano. No seguimento do forte aumento no início do ano, a atividade económica enfraqueceu temporariamente no segundo trimestre antes de regressar a um crescimento positivo, embora moderado, no segundo semestre. A recuperação registou-se num contexto de retoma do consumo privado e das exportações. Em média, o PIB real expandiu-se 0.7% em 2015, o que constituiu uma ligeira aceleração face a 2014, quando o Japão enfrentou uma forte recessão devido a um aumento substancial das taxas de IVA. O desvanecimento dos efeitos de base desta subida fiscal também resultou num abrandamento da inflação para 0.8% em média (face a 2.7% em 2014). Deste modo, não obstante a continuação do programa de abrandamento monetário quantitativo e qualitativo implementado pelo banco central do Japão, a inflação permanece ainda muito abaixo do seu objetivo de 2%, embora a inflação subjacente tenha evidenciado alguns sinais de aceleração na parte final do ano.

**No Reino Unido**, a atividade económica abrandou moderadamente em 2015. O crescimento do PIB anual desacelerou para 2.2% em 2015 face a quase 3% em 2014, de acordo com estimativas preliminares. Em particular, o crescimento do investimento em habitação desacelerou face ao ritmo de crescimento muito célere registado no ano anterior. A inflação reduzida contribuiu para o aumento

do rendimento disponível real das famílias, suportando assim o crescimento do consumo privado e do PIB. Em comparação com o ano anterior, o mercado de trabalho continuou a fortalecer-se e a taxa de desemprego diminuiu para cerca de 5% no final de 2015. Observaram-se novos progressos ao nível da consolidação orçamental, estimando-se que o défice das administrações públicas tenha caído para cerca de 4½% do PIB em 2015. A inflação diminuiu face a um ano antes, oscilando em redor de 0% ao longo do ano, num contexto de preços reduzidos dos produtos energéticos e produtos alimentares bem como de apreciação da libra esterlina. Durante 2015, o Comité de Política Monetária do Bank of England preservou a orientação acomodatória da política monetária, mantendo a taxa diretora inalterada em 0.5% e a dimensão do seu programa de compra de ativos em GBP 375 mil milhões.

**Na China**, o abrandamento gradual da economia prosseguiu, num contexto de desaceleração do crescimento do investimento e de exportações mais fracas. O crescimento do PIB anual diminuiu para 6.8% em 2015, face a 7.3% no ano anterior. Ao longo do verão, os mercados bolsistas chineses registaram uma correção acentuada após terem apresentado ganhos muito robustos nos meses anteriores, suscitando preocupações quanto às perspetivas de estabilidade financeira e crescimento económico na China e noutras economias emergentes. O impacto macroeconómico e ao nível da estabilidade financeira da correção nos mercados bolsistas foi, porém, bastante limitado. Tendo em conta a descida da inflação medida pelo IPC (de 2.0% em 2014 para 1.5% em 2015) e com o objetivo de contribuir para uma estabilização do crescimento, o banco central chinês prosseguiu com a liberalização de políticas que começara em novembro de 2014, aplicando vários cortes adicionais às taxas de referência e das reservas mínimas durante 2015. Além do mais, foram introduzidas novas reformas para revigorar o papel desempenhado pelas forças de mercado subjacentes à determinação da taxa de câmbio, o que resultou numa depreciação do renminbi – e de outras moedas de mercados emergentes – face ao dólar dos Estados Unidos e numa intensificação da volatilidade dos mercados bolsistas nas semanas que se seguiram à decisão. No que respeita à política orçamental, as despesas em infraestruturas públicas aumentaram por forma a suportar o investimento total.

## O euro continuou a enfraquecer

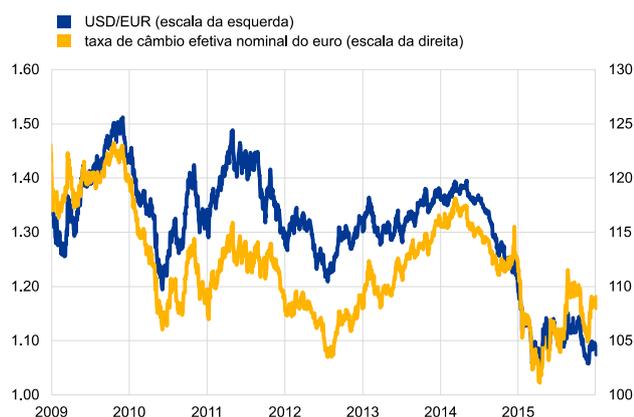
No decurso de 2015, a taxa de câmbio do euro depreciou-se em termos nominais efetivos. A evolução da taxa de câmbio do euro continuou a refletir em larga medida as diferentes posições cíclicas e orientações de política monetária nas principais economias. Esta evolução caracterizou-se por quatro fases distintas. No primeiro trimestre de 2015, o euro depreciou-se acentuadamente em antecipação do anúncio pelo BCE do programa de compra de ativos alargado. Posteriormente, o euro estabilizou no segundo trimestre, não obstante episódios ocasionais de volatilidade relacionados com desenvolvimentos nas negociações entre a Grécia e os respetivos credores internacionais, bem como com alterações nas expectativas de mercado quanto à data de um possível aumento das taxas diretoras da Reserva Federal nos Estados Unidos. No decurso do verão, o euro apreciou-se acentuadamente numa

conjuntura de maior aversão ao risco a nível mundial e de incertezas quanto aos desenvolvimentos na China e nas economias emergentes mais em geral. No quarto trimestre, o euro depreciou-se novamente em termos globais num contexto de expectativas renovadas quanto a uma crescente divergência entre orientações de política monetária em ambos os lados do Atlântico.

### Gráfico 3

#### Taxa de câmbio do euro

(dados diários)



Fonte: BCE.

Nota: Taxa de câmbio efetiva nominal face a 38 principais parceiros comerciais.

A taxa de câmbio efetiva nominal do euro (medida face às moedas de 38 principais parceiros comerciais) diminuiu mais de 3% em termos homólogos (ver Gráfico 3). Em termos bilaterais, o euro enfraqueceu de forma pronunciada face ao dólar dos Estados Unidos (-11.0%). Em consonância com estes factos, o euro continuou a enfraquecer face às moedas que utilizam o dólar dos Estados Unidos como âncora, como, por exemplo, o renminbi da China (-6.5%). O euro também se depreciou face à libra esterlina (-5.9%) e ao iene do Japão (-10.3%). Em contraste, apreciou-se acentuadamente face ao real do Brasil (+29.2%) e ao rand sul-africano (+18.9%).

No que se refere às moedas europeias com ligações estreitas ao euro, a coroa dinamarquesa é atualmente a única moeda no mecanismo de taxas de câmbio II (MTC II) europeu, após a adesão da Lituânia à área do

euro em 1 janeiro de 2015. A coroa dinamarquesa foi transacionada em valores próximos da sua taxa central no MTC II, enquanto o Danmarks Nationalbank reduziu as suas taxas diretoras em quatro ocasiões em janeiro e fevereiro de 2015. Após o anúncio do banco central da Suíça em 15 de janeiro de 2015 de que iria abandonar o limite cambial mínimo de 1.20 francos suíços por euro, o euro depreciou-se substancialmente face ao franco suíço, sendo transacionado ligeiramente acima da sua paridade a partir de então. O lev da Bulgária permaneceu ancorado ao euro, enquanto o euro enfraqueceu modestamente face a algumas moedas dos Estados-Membros da UE com regimes de taxa de câmbio variável, incluindo a coroa checa (-2.6%), o zloti da Polónia (-0.2%), a coroa sueca (-2.2%) e a kuna da Croácia (-0.3%).

### Caixa 1

#### Tensão financeira nas economias de mercado emergentes

Preocupações quanto às perspetivas de crescimento económico na China e em economias de mercado emergentes, mais em geral, bem como expectativas crescentes de uma normalização da política monetária nos Estados Unidos, conduziram a um período de maior volatilidade nos mercados financeiros das economias emergentes em 2015. Vários países registaram saídas de capital significativas dos mercados obrigacionistas e acionistas internos, em conjunto com um aumento dos diferenciais das obrigações soberanas e das empresas e pressões de depreciação substanciais sobre a respetiva moeda nacional. Numa tentativa de fazer face a estes fatores adversos, vários bancos centrais deram início a intervenções em larga escala nos mercados cambiais através da venda de reservas cambiais. As tensões culminaram no final de agosto de

2015, quando uma correção acentuada nos mercados bolsistas chineses resultou num aumento significativo da aversão ao risco a nível mundial, com repercussões consideráveis sobre os mercados financeiros mundiais, incluindo na área do euro.

A tensão financeira nas principais economias de mercado emergentes atingiu um pico no terceiro trimestre de 2015, num nível muito elevado também numa perspetiva de mais longo prazo. O Gráfico A mostra um indicador agregado da tensão financeira nas economias de mercado emergentes que combina informação sobre fluxos de carteira, evolução cambial, movimentos nos diferenciais das obrigações internas e variações nas reservas cambiais. Este indicador registou um pico em setembro de 2015, atingindo os segundos níveis mais altos dos últimos dez anos e ultrapassando igualmente os níveis elevados observados no episódio de reação excessiva do mercado (*taper tantrum*) em meados de 2013. Apenas o impacto imediato da crise financeira mundial no final de 2008 originou níveis mais elevados de tensão. Em termos das componentes individuais do indicador agregado, os níveis elevados de tensão ao longo de 2015 foram impulsionados sobretudo pela evolução cambial e, em menor medida, por descidas nas reservas cambiais oficiais. Após a queda observada no mercado bolsista chinês no final de agosto de 2015, as economias de mercado emergentes também registaram fortes saídas de títulos de participação no capital, o que contribuiu para um pico em termos de tensão financeira em setembro de 2015.

### Gráfico A

#### Tensão financeira nas principais economias de mercado emergentes

(dados mensais)



Fontes: Haver, Institute of International Finance e cálculos do BCE.  
Notas: O indicador de tensão financeira nas economias de mercado emergentes combina informação de diferentes séries cronológicas dos mercados financeiros: 1) fluxos de carteira no sentido de mercados obrigacionistas e acionistas (Institute of International Finance); 2) evolução da taxa de câmbio nominal bilateral face ao dólar dos Estados Unidos (Federal Reserve Board); 3) variações nos diferenciais dos mercados obrigacionistas internos face às taxas de rendibilidade das obrigações norte-americanas (índice das obrigações de mercados emergentes da JP Morgan); e 4) variações nas reservas cambiais (estatísticas financeiras internacionais do FMI). O indicador apresentado corresponde a uma média móvel de 3 meses da primeira componente principal, o que explica cerca de 50% da variação total do conjunto de dados original. Valores positivos/negativos do indicador sugerem níveis de tensão acima/abaixo da média de longo prazo. A amostra de países inclui África do Sul, Brasil, China, Coreia do Sul, Índia, Indonésia, México, Tailândia e Turquia. Os dados são mensais e abrangem o período a partir de janeiro de 2005. A última observação refere-se a dezembro de 2015.

na China e à quebra dos preços das matérias-primas. Por exemplo, no seguimento da correção observada no mercado bolsista chinês em agosto de 2015, algumas economias de mercado emergentes exportadoras líquidas de matérias-primas registaram depreciações acentuadas nas

Embora as crescentes expectativas quanto à normalização da política monetária nos Estados Unidos tenham contribuído para a maior volatilidade nos mercados financeiros em 2015, não terão sido o principal fator impulsionador. As expectativas quanto a aumentos das taxas nos Estados Unidos conduziram a uma apreciação generalizada do dólar dos Estados Unidos em 2015 e ao aumento da volatilidade nos mercados cambiais. Paralelamente, a subida das taxas em dezembro de 2015 fora bastante antecipada pelos mercados e tinha sido amplamente incorporada desde o início do ano. Além do mais, em contraste com o episódio de reação excessiva do mercado, as taxas de rendibilidade das obrigações a 10 anos do Tesouro norte-americano não apresentaram uma clara tendência ascendente em 2015, tendo o prémio de prazo permanecido muito comprimido.

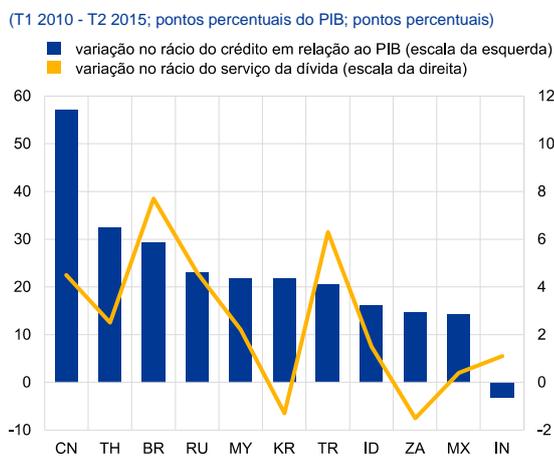
A forte volatilidade financeira nas economias de mercado emergentes durante 2015 teve origem, em maior grau, em preocupações quanto às implicações do abrandamento do crescimento

respetivas moedas. As moedas das economias com fortes ligações comerciais com a China também reagiram de forma enérgica, incluindo Chile, Indonésia, Malásia e Tailândia.

Paralelamente, as vulnerabilidades e preocupações quanto às perspetivas de menor crescimento também contribuíram para a tensão nos mercados financeiros. A maior parte das economias de mercado emergentes registaram uma moderação do crescimento nos últimos anos, impulsionada por fatores cíclicos e obstáculos estruturais, e enfrentam atualmente perspetivas de menor crescimento no futuro próximo. Além do mais, algumas das economias que eram já consideradas frágeis pelos mercados financeiros durante o episódio de reação excessiva do mercado de 2013 mantiveram a sua fragilidade. Brasil, Indonésia e África do Sul continuaram a registar défices gémeos (orçamental e da balança corrente), à semelhança do início de 2013, sendo que no Brasil e na África do Sul também se observou uma inflação elevada e um enfraquecimento do crescimento. A Turquia também continuou a apresentar desequilíbrios externos significativos, bem como uma inflação e um crescimento do crédito elevados. A quebra nos preços das matérias-primas afetou negativamente os exportadores líquidos de matérias-primas, incluindo a Rússia e o Brasil. Na Rússia, o atual abrandamento foi exacerbado por sanções económicas e preços do petróleo reduzidos, o que conduziu a economia a uma recessão pronunciada. Em contraste, a Índia conseguiu corrigir algumas das suas vulnerabilidades face a 2013, reduzindo quer a taxa de inflação quer o défice da balança corrente, à medida que as autoridades introduziram um conjunto de medidas de estabilização e promotoras do crescimento.

## Gráfico B

Variações no rácio do crédito em relação ao PIB e no rácio do serviço da dívida



Fontes: Banco de Pagamento Internacionais e cálculos do BCE.  
 Notas: O crédito refere-se ao crédito total ao setor não financeiro concedido pelos bancos domésticos, todos os outros setores da economia e não residentes; em termos de instrumentos financeiros, abrange a dívida principal (*core debt*), definida como empréstimos, títulos de dívida e numerário e depósitos. O rácio do serviço da dívida reflete a percentagem do rendimento utilizada para pagar a dívida no setor privado não financeiro. No final do presente relatório, encontra-se disponível uma lista de códigos dos países.

O crescimento rápido do crédito também tornou muitas economias de mercado emergentes suscetíveis ao aumento da restritividade das condições de financiamento a nível mundial.

As amplas condições de financiamento a nível mundial contribuíram para a expansão rápida do crédito em muitos destes países ao longo dos últimos anos (ver Gráfico B). Na China, onde o rápido crescimento do crédito tem vindo a suportar o forte investimento, o crédito ao setor privado não financeiro atingiu aproximadamente 200% do PIB em 2015. Não obstante as taxas de juro reduzidas, os níveis crescentes da dívida exerceram pressão ascendente sobre os rácios do serviço da dívida para as famílias e empresas em muitos mercados emergentes, assinalando maiores riscos para a estabilidade financeira, em particular caso o aumento da restritividade das condições de financiamento a nível mundial resulte numa nova subida das taxas de juro.

Além do mais, nos últimos anos, as economias

de mercado emergentes aumentaram significativamente o financiamento externo em dólares dos Estados Unidos, o que as torna vulneráveis a uma nova apreciação desta moeda.

Em termos globais, a tensão financeira em 2015 realçou as atuais vulnerabilidades em algumas economias de mercado emergentes e a necessidade da sua correção, especialmente no contexto do provável aumento da restritividade das condições de financiamento a nível mundial e das perspetivas de menor crescimento destes países.

---

## 1.2 Evolução financeira

A dinâmica financeira na área do euro em 2015 foi determinada, em grande medida, pelas decisões de política monetária do BCE e, em particular, pelo programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP). Como consequência, as taxas do mercado monetário, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública e o custo do financiamento externo para as sociedades não financeiras continuaram a descer para novos mínimos históricos. As famílias também registaram uma nova melhoria da respetiva condição financeira.

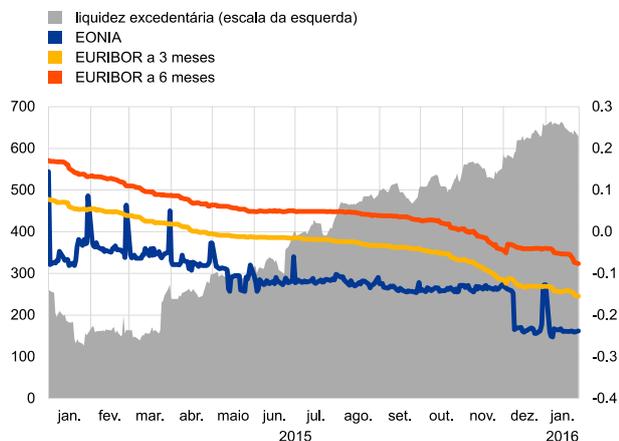
### As taxas do mercado monetário da área do euro diminuíram num contexto de aumento dos níveis de liquidez excedentária

As taxas do mercado monetário continuaram a diminuir em 2015, refletindo inicialmente a continuação da repercussão da taxa negativa aplicável à facilidade permanente de depósito, introduzida pela primeira vez em junho de 2014. As estratégias iniciais utilizadas pelos investidores para evitar taxas de juro negativas através da procura de rendibilidade em prazos ligeiramente mais longos, da compra de títulos de elevada qualidade e, em menor medida, da assunção de um maior risco de crédito esgotaram-se progressivamente, à medida que os preços se ajustavam. Além disso, as fricções no mercado associadas à transição para taxas negativas desvaneceram-se gradualmente.

## Gráfico 4

### Taxas do mercado monetário e liquidez excedentária

(EUR mil milhões; percentagens por ano; dados diários)



Fontes: BCE e Bloomberg.

Nota: As últimas observações referem-se a 11 de janeiro de 2016.

As injeções de liquidez através de medidas de política monetária não convencionais colocaram uma pressão adicional em sentido descendente sobre as taxas do mercado monetário. Em particular, o APP e as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas) foram os principais fatores impulsionadores do aumento da liquidez excedentária. Quando a liquidez excedentária ultrapassou os €650 mil milhões no final do ano, as taxas registaram valores cada vez mais negativos (ver Gráfico 4) e a atividade diminuiu em determinados segmentos do mercado monetário da área do euro.

No período anterior à reunião de dezembro de 2015 do Conselho do BCE, as taxas do mercado monetário diminuíram ainda mais, refletindo as expectativas do mercado de medidas adicionais de redução da restritividade monetária. Em 3 de dezembro de 2015,

o Conselho do BCE decidiu reduzir a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito para 30 pontos base e prolongou o APP pelo menos até março de 2017. Em resultado, as curvas de rendimentos do mercado monetário voltaram a deslocar-se gradualmente no sentido descendente.

Em termos gerais, apesar de algumas preocupações iniciais, a transição de um conjunto alargado de taxas de referência para níveis negativos decorreu de forma regular, incluindo a transmissão para prazos mais longos, como a EURIBOR a 6 meses. A EURIBOR a 3 meses e a EURIBOR a 6 meses passaram a ser negativas em abril e novembro, respetivamente, situando-se em -13 e -4 pontos base, respetivamente, no final de 2015.

## As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública atingiram mínimos históricos

O mercado de obrigações de dívida pública da área do euro foi fortemente influenciado pelo programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) (ver Gráfico 5)<sup>1</sup>. Primeiro, em resultado do anúncio e da implementação do referido programa, as taxas de rendibilidade de longo prazo da dívida com notação AAA continuaram a descida iniciada em 2014, tendo atingido novos mínimos históricos na primavera. Posteriormente, as taxas de rendibilidade aumentaram até meados de 2015, devido a surpresas positivas relativamente às perspetivas económicas da área do euro, fatores de mercado técnicos e um processo de aprendizagem durante o qual o mercado se adaptou à implementação do PSPP. Na segunda metade de 2015, as taxas de rendibilidade retomaram a descida, uma vez que a continuação dos riscos no sentido descendente para as

<sup>1</sup> Ver igualmente a Caixa 6, intitulada “A transmissão das medidas de política monetária aos mercados financeiros e à economia real”.

perspetivas de inflação conduziu a novas medidas de acomodação da política monetária por parte do BCE, incluindo um prolongamento do APP. Em geral, a taxa de rendibilidade média a 10 anos da área do euro ao longo do ano atingiu um mínimo histórico de 0.6%, consideravelmente abaixo das médias registadas nos anos anteriores, e também significativamente abaixo da média de 2.1% registada nos Estados Unidos. Contudo, situou-se acima dos 0.4% observados no Japão.

A evolução dos diferenciais das obrigações de dívida pública intra-área do euro foi relativamente fraca em termos homólogos, tendo, no entanto, revelado alguma heterogeneidade entre países. Simultaneamente, os diferenciais permaneceram em níveis comparáveis aos registados antes do início da crise da dívida soberana.

### Gráfico 5

#### Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo

(percentagens por ano; dados diários)



Fontes: EuroMTS, BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

Notas: As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo referem-se a obrigações a 10 anos ou à maturidade disponível mais próxima. A taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública da área do euro tem por base os dados do BCE relativos a obrigações com notação AAA, as quais incluem obrigações da Alemanha, Áustria, Finlândia e Países Baixos.

### Gráfico 6

#### Principais índices de cotações de acções

(índice: 1 de janeiro de 2009 = 100; dados diários)



Fonte: Thomson Reuters.

Nota: Os índices utilizados são o índice Dow Jones EURO STOXX alargado para a área do euro, o índice Standard & Poor's 500 para os Estados Unidos e o índice Nikkei 225 para o Japão.

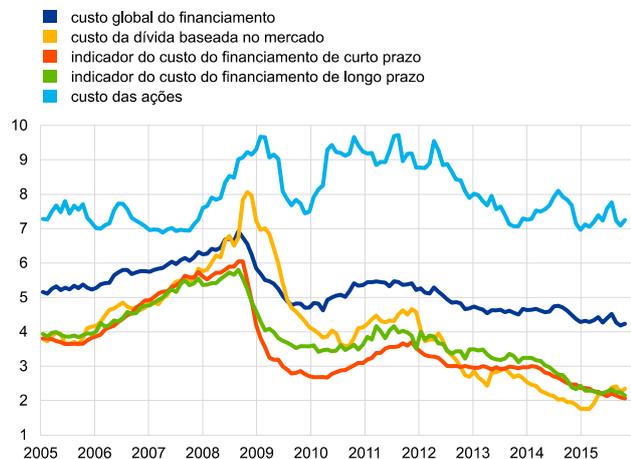
## As ações subiram no contexto de um aumento da volatilidade

Os mercados acionistas da área do euro também foram afetados pelo PSPP. Inicialmente, os preços das ações aumentaram substancialmente em antecipação do programa e após o respetivo anúncio, uma vez que a descida das taxas de rendibilidade das obrigações apoiou fortemente as ações da área do euro através de taxas de desconto mais baixas e de um reequilíbrio pelos investidores das respetivas carteiras no sentido de ativos de maior risco. Consequentemente, o índice EURO STOXX tinha registado um aumento de quase um quarto do seu valor até à primavera (ver Gráfico 6). Contudo, em meados de 2015, a volatilidade aumentou e os preços das ações desceram, refletindo a incerteza em torno dos eventos na Grécia e as fortes quedas dos preços das ações chinesas, o que – associado a uma descida rápida dos preços do petróleo – suscitou preocupações acerca das perspetivas económicas mundiais. No entanto, os mercados acionistas

## Gráfico 7

### Custo nominal global do financiamento externo das sociedades não financeiras na área do euro

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



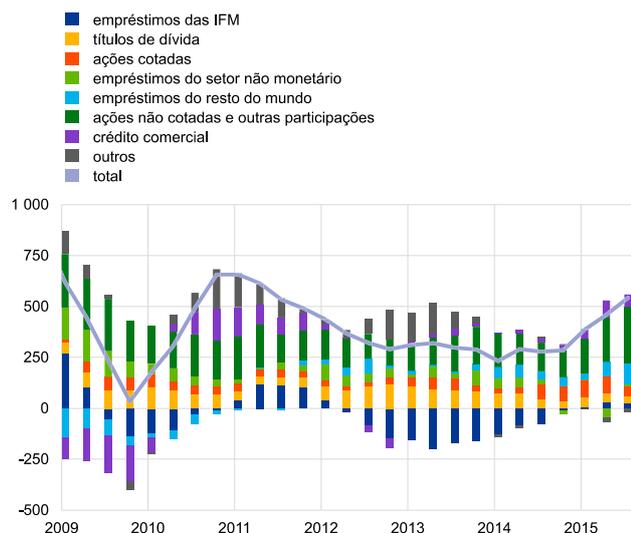
Fontes: BCE, Merrill Lynch, Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: O custo global do financiamento das sociedades não financeiras é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, do custo da dívida baseada no mercado e do custo das ações, com base nos respetivos saldos calculados a partir das contas da área do euro. O custo das ações é medido por um modelo trifásico de desconto dos dividendos, com base em informações obtidas a partir do índice do mercado bolsista não financeiro da Datastream. As últimas observações referem-se a novembro de 2015.

## Gráfico 8

### Variações nas fontes de financiamento externo das sociedades não financeiras da área do euro

(somadas de 4 trimestres; EUR mil milhões)



Fontes: Eurostat e BCE.

Notas: Empréstimos das IFM e empréstimos do setor não monetário (outros intermediários financeiros, sociedades de seguros e fundos de pensões) corrigidos da venda e titularização de empréstimos. A rubrica "Outros" corresponde à diferença entre o total e os instrumentos incluídos no gráfico. Inclui empréstimos entre empresas. A última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2015.

da área do euro registaram um aumento no outono – em parte porque estas preocupações desencadearam expectativas de uma acomodação monetária pelos principais bancos centrais, incluindo o BCE – e terminaram o ano com um aumento de cerca de 8%.

### Custo nominal do financiamento externo para as sociedades não financeiras atingiu igualmente um mínimo histórico

Ao reduzir os custos da dívida baseada no mercado e das ações, o anúncio do PSPP ajudou igualmente a reduzir o custo nominal global do financiamento externo das sociedades não financeiras (SNF) para um novo mínimo histórico em fevereiro de 2015 (ver Gráfico 7). Em particular, a menor restritividade das condições de financiamento dos bancos em resultado do referido programa e das ORPA direcionadas ajudou a reduzir ainda mais o custo dos empréstimos bancários às SNF. Dado que a intermediação financeira na área do euro é, por natureza, mais baseada nos bancos, a redução do custo do financiamento bancário desempenhou um papel importante na diminuição do custo nominal global do financiamento externo. Compensou o aumento do custo da dívida baseada no mercado na segunda metade do ano e a subida do custo das ações associada à evolução do mercado bolsista em meados de 2015. É importante realçar que a heterogeneidade dos custos do financiamento externo entre países da área do euro diminuiu novamente ao longo de 2015, à medida que a repercussão do aumento da acomodação da política monetária pelo BCE registou um fortalecimento nos países mais afetados pela crise.

### Aumento do fluxo do financiamento externo

Os baixos custos de financiamento (nominais e reais), associados a uma melhoria do acesso ao financiamento e ao fortalecimento da economia, levaram a um aumento significativo da utilização do financiamento externo pelas SNF nos três primeiros trimestres de 2015 (ver Gráfico 8). Os principais fatores impulsionadores subjacentes ao aumento global foram os empréstimos bancários, a emissão de ações não cotadas e o crédito comercial, enquanto o forte crescimento em curso nos lucros não distribuídos terá

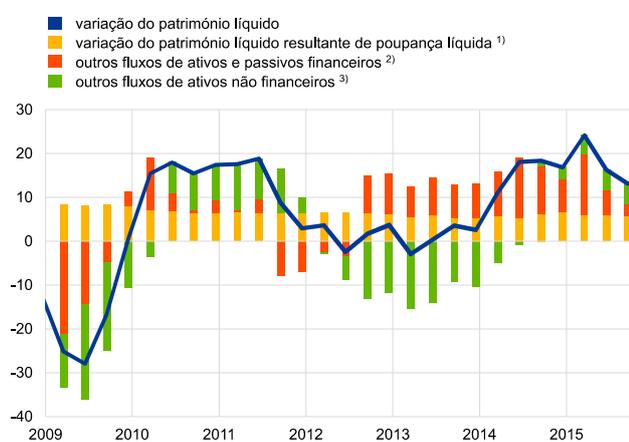
provavelmente provocado um ligeiro abrandamento da emissão de títulos. É importante realçar que, em 2015, a utilização de empréstimos bancários por parte das SNF registou um aumento pela primeira vez em quatro anos, o que reflete o fortalecimento da oferta de crédito e a continuação de uma melhoria da procura de crédito. A oferta de crédito recuperou devido a uma menor restritividade das condições de financiamento dos bancos e à melhoria do perfil de risco/rendimento dos empréstimos face a outros ativos<sup>2</sup>. A procura de crédito foi apoiada, por sua vez, pelas atuais descidas do custo do financiamento no contexto de um fortalecimento das perspetivas económicas. Além dos empréstimos bancários, a emissão de títulos de dívida e de ações cotadas registou um aumento acentuado entre janeiro e abril de 2015, no seguimento do anúncio do PSPP, tendo, porém,

registado uma moderação na segunda metade do ano, à medida que o financiamento baseado no mercado se tornou mais oneroso.

## Gráfico 9

### Variação no património líquido das famílias

(somadas de 4 trimestres; percentagens de rendimento disponível bruto)



Fontes: Eurostat e BCE.

Notas: Os dados relativos aos ativos não financeiros são estimativas do BCE. A última observação refere-se ao segundo trimestre de 2015.

1) Esta rubrica inclui poupança líquida, transferências de capital líquidas recebidas e a discrepância entre a conta não financeira e a financeira.

2) Principalmente ganhos e perdas na detenção de ações e outras participações.

3) Principalmente ganhos e perdas na detenção de imobiliário (incluindo terrenos).

## Património líquido das famílias continuou a aumentar

O nível baixo das taxas de juro e o nível elevado dos preços dos ativos relacionado, que se refletiu igualmente na dinâmica dos preços da habitação, aumentaram o património líquido das famílias da área do euro em 2015 (ver Gráfico 9).

Os custos de financiamento das famílias da área do euro permaneceram perto dos mínimos históricos em todas as categorias de empréstimos, embora tenham continuado a variar entre países e tipos de empréstimo. Os empréstimos bancários ao setor das famílias recuperaram a um ritmo moderado.

## Caixa 2

### Por que se situam as taxas de juro em níveis tão baixos?

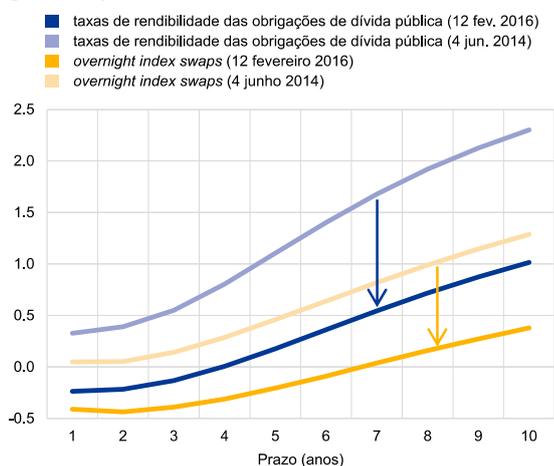
As taxas de juro nominais da área do euro encontram-se atualmente em mínimos históricos, situando-se a taxa de juro das operações principais de refinanciamento perto de 0% e a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito em terreno negativo. Ao longo do último ano e meio, a curva de rendimentos da área do euro registou um movimento no sentido descendente e tornou-se mais horizontal (ver Gráfico A).

<sup>2</sup> Para mais informações sobre a menor restritividade das condições de financiamento dos bancos, ver igualmente a Secção 1.5 do Capítulo 1, que analisa os resultados recentes do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro.

## Gráfico A

Curva das taxas de rendibilidade sintéticas das obrigações de dívida pública da área do euro e curva do *overnight index swap*

(pontos base)



Fonte: BCE.

Atinge-se este objetivo aproximando a taxa de juro o mais possível da chamada taxa de juro de “equilíbrio”. É esta a taxa de juro à qual os recursos são plenamente utilizados na economia e a inflação se encontra estável em torno do nível mais consistente com o objetivo de estabilidade de preços do banco central. Dada a gravidade da crise, não foi possível atingir este objetivo utilizando apenas a política monetária convencional, tendo sido necessário um conjunto de medidas não convencionais. Em termos prospetivos, a garantia de estabilidade de preços criará as condições para que as taxas de juro voltem a subir e a convergir gradualmente no sentido de níveis mais normais.

Neste contexto, a presente caixa analisa os fatores determinantes das taxas de juro baixas na área do euro e discute algumas das implicações para os bancos e os poupadores. Embora a acomodação da política monetária seja claramente necessária para apoiar a recuperação e a inflação, e já tenha demonstrado a sua eficácia, como evidenciado pela redução das taxas ativas bancárias e pela maior disponibilidade de crédito para as empresas e famílias, as taxas de juro baixas podem ter implicações para quem esteja mais dependente de proveitos de juros, como os detentores de contas-poupança. Além disso, taxas de juro baixas podem ter efeitos secundários indesejados, como, por exemplo, o estímulo à assunção excessiva de riscos nos mercados financeiros. Por conseguinte, é importante compreender as causas subjacentes às taxas de juro persistentemente baixas, sobretudo porque podem estar associadas a fatores fora do controlo da política monetária.

Uma vez que, independentemente do critério de apreciação, esta evolução é extremamente invulgar em economias avançadas, é importante compreender a razão pela qual as taxas de juro se encontram em níveis tão baixos. As taxas de juro muito baixas são apenas em parte uma escolha do banco central, refletindo igualmente fatores mundiais e específicos à área do euro, alguns dos quais possuem uma natureza de longo prazo e secular, enquanto outros estão associados ao legado da crise financeira<sup>3</sup>.

Embora a política monetária não possa fazer face a estas forças de mais longo prazo que afetam a economia, deve, contudo, responder às pressões desinflacionistas que criam. Caso seja coerente com o seu mandato, o banco central pode igualmente responder à fragilidade adicional da procura agregada resultante da

<sup>3</sup> Ver igualmente Bean, C., Broda, C., Ito, T. e Kroszner, R., “*Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates*”, *Geneva Reports on the World Economy* 17, International Center for Monetary and Banking Studies, outubro (2015).

## Determinantes das taxas de juro baixas

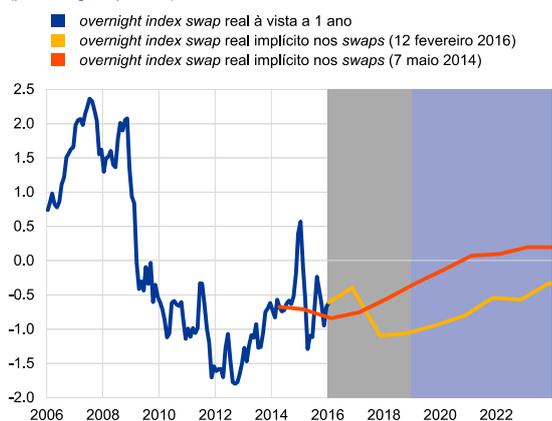
Para uma melhor compreensão dos diferentes fatores impulsionadores das taxas de juro baixas, é conveniente desagregar as taxas de rendibilidade nominais de longo prazo em quatro componentes: a inflação esperada ao longo do prazo do ativo, a trajetória esperada das taxas reais de curto prazo, o prémio de risco de inflação e o prémio de prazo real, que, em conjunto, representam a remuneração exigida pelos investidores pela detenção de obrigações de longo prazo em vez da renovação de títulos de curto prazo. Em suma, todas estas componentes contribuíram para as taxas de longo prazo muito baixas atualmente observadas.

De uma perspetiva de longo prazo, as taxas de rendibilidade nominais das obrigações de longo prazo têm seguido uma tendência descendente nas principais economias avançadas desde a década de 80, o que reflete, em parte, as melhorias nos quadros de política monetária adotadas pelos bancos centrais, que reduziram as expectativas de inflação de longo prazo e resultaram na compressão dos prémios de inflação, os quais contribuíram para taxas de rendibilidade mais baixas.

### Gráfico B

Trajetória implícita no mercado da taxa real a 1 ano na área do euro

(percentagens por ano)



Fonte: BCE.

A descida das taxas nominais de longo prazo também se ficou a dever à componente real, com as taxas de juro reais a prazo a permanecerem em terreno negativo num horizonte longo (ver Gráfico B). Uma vez que a taxa de juro real a prazo compreende a taxa real esperada e o prémio de prazo real, demonstrou-se que a taxa de juro real esperada em horizontes suficientemente distantes do presente, após se retirar o prémio de prazo, é um indicador indireto da taxa de juro real de equilíbrio<sup>4</sup>.

Parte da descida das taxas de juro reais mundiais pode resultar de forças de longo prazo; a outra parte deve-se a dinâmicas mais cíclicas. Se o modelo de crescimento clássico de Solow for utilizado para organizar as

diferentes forças impulsionadoras das taxas de juro reais no longo prazo, estas forças dizem respeito, em última instância, ao crescimento da produtividade e da população e ao comportamento em termos de poupança. Intui-se, assim, que as referidas forças determinam o investimento e, por conseguinte, a procura de fundos passíveis de serem concedidos em empréstimo, os quais devem ser equiparados por poupança. Numa perspetiva de longo prazo, o crescimento da produtividade total dos fatores e da população tem vindo a abrandar na área do euro há décadas. É igualmente possível que a propensão mundial para a poupança tenha aumentado.

<sup>4</sup> Para mais informações, ver Bomfim, A., *Measuring Equilibrium Real Interest Rates: What can we learn from yields on indexed bonds?*, Federal Reserve Board, julho de 2001.

Além da força gravitacional que estas forças de longo prazo exercem, existem fatores adicionais que afetam as taxas de juro reais, mais diretamente associados à crise financeira mundial. Em particular, a área do euro ainda está a atravessar uma “recessão de balanço”, na qual um excesso grave de dívida cria as condições para uma quebra pronunciada, a qual, por sua vez, necessita de uma desalavancagem substancial e prolonga a duração do abrandamento.

A última componente que afeta as taxas de juro de longo prazo é o prémio de prazo. Também neste caso, as forças de mais longo prazo associaram-se a dinâmicas mais cíclicas relacionadas com a crise financeira para reduzir as taxas de juro nominais. Os prémios de prazo na área do euro foram comprimidos devido às compras de títulos do Eurosistema, bem como a fatores como a oferta e procura de ativos seguros a nível mundial.

Em termos gerais, as taxas de juro baixas são, em última instância, uma consequência de tendências de longo prazo fracas, associadas às consequências cíclicas de uma crise financeira complexa e de uma quebra macroeconómica extraordinariamente prolongada. A previsão da persistência destas influências encontra-se envolta em considerável incerteza. Embora as forças de mais longo prazo subjacentes à descida prolongada das taxas reais estejam fora do âmbito da política monetária, um banco central tem por mandato garantir que a inflação regressa ao objetivo do banco central e se estabiliza em seu redor, o que, por seu lado, irá ajudar a colocar a economia numa trajetória de crescimento sustentável, na qual a margem cíclica disponível é reabsorvida. Atualmente, este mandato motiva políticas que podem exercer pressões no sentido descendente sobre as taxas de juro ao longo da estrutura de prazos, de tal forma que as condições de financiamento são mantidas em níveis suficientemente acomodatórios para garantir que as condições económicas e a inflação normalizam num horizonte de médio prazo.

De facto, a evidência sugere que as medidas do BCE, ao manterem as taxas de curto prazo atuais e previstas ancoradas no seu limite inferior efetivo e ao comprimirem a componente do prémio de prazo real das taxas de longo prazo, se estão a repercutir no sistema financeiro. As taxas ativas bancárias cobradas às famílias e sociedades não financeiras continuam a descer, enquanto o crescimento do crédito está a recuperar gradualmente, embora permaneça fraco (ver Secção 1.5 do presente capítulo).

Assim, a atual orientação acomodatória da política monetária do BCE é um meio necessário e eficaz para garantir a estabilidade de preços no médio prazo. Dado que o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia define a estabilidade de preços como o objetivo primordial da política monetária na área do euro, a orientação atual da política monetária do BCE está em plena consonância com o seu mandato.

---

### **Caixa 3**

O que significam as taxas de juros baixas para bancos e aforradores?

---

É importante verificar se a orientação acomodatória da política monetária do BCE origina efeitos secundários adversos para bancos e aforradores. Embora o mandato de estabilidade de preços, como consagrado no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, não deva servir de compromisso face a outras considerações de política, o risco de efeitos secundários pode ser mitigado delineando salvaguardas adequadas e realçando áreas nas quais outros domínios de

política devam intensificar esforços para fazer face às fragilidades subjacentes na economia e no sistema financeiro da área do euro. As preocupações comuns quanto aos potenciais efeitos secundários da orientação acomodatória da política monetária do BCE e à conjuntura de taxas de juro baixas estão relacionadas com o impacto sobre a rendibilidade bancária e a remuneração das poupanças.

Um impacto potencialmente adverso sobre o setor financeiro está frequentemente relacionado com o efeito que uma conjuntura de taxas de juro baixas – e, em particular, as compras de ativos pelo banco central e a menor inclinação da curva de rendimentos que promovem – pode exercer sobre a rendibilidade bancária. Por outras palavras, o modelo de negócio tradicional dos bancos de transformação de prazos (financiando a aquisição de ativos de longo prazo através da emissão de responsabilidades de curto prazo) pode ser prejudicado pela pressão em sentido descendente sobre as respetivas margens de intermediação. Além disso, a taxa de juro negativa aplicável à facilidade permanente de depósito pode resultar numa nova redução da rendibilidade dos bancos que depositem montantes consideráveis de liquidez excedentária junto do Eurosistema.

Embora os referidos efeitos sejam efetivamente observáveis, não se deve perder de vista outros efeitos contrários e benéficos, associados aos programas de compra de ativos e aos instrumentos de política monetária acomodatórios, em termos mais gerais. Ao apoiarem a atividade económica, estes instrumentos melhoram a capacidade dos mutuários para cumprirem os seus compromissos, conduzindo a efeitos positivos sobre os balanços dos bancos através de uma melhoria acentuada da qualidade dos ativos bancários e uma descida das necessidades de provisionamento por parte dos bancos. Além disso, o aumento global dos preços dos ativos, impulsionado pela política monetária acomodatória, conduz a ganhos de valorização para os referidos ativos nos balanços dos bancos.

A julgar pela informação do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro, não existem atualmente indicações de que os efeitos adversos da orientação acomodatória sobre a rendibilidade bancária sejam dominantes a nível da área do euro. De facto, nos meses que se seguiram ao início das compras no âmbito do programa de compra de ativos, uma percentagem líquida positiva de bancos reportou um aumento da rendibilidade em resultado do referido programa. Embora o efeito final deste programa sobre a rendibilidade bancária possa diferir entre países, consoante as características estruturais do respetivo sistema bancário, em geral esta evidência justifica uma avaliação favorável.

A segunda preocupação está relacionada com a diminuição da remuneração que as famílias podem receber pelas respetivas poupanças, especialmente as detidas como depósitos bancários<sup>5</sup>. De facto, existe uma estreita ligação entre esta remuneração e a orientação da política monetária prevalecente. Como consequência, as taxas nominais de muitos tipos de poupança na área do euro encontram-se atualmente muito baixas em termos históricos.

---

<sup>5</sup> Ver Bindseil, U., Domnick, C. e Zeuner, J., "Critique of accommodating central bank policies and the 'expropriation of the saver' – A review", *Documento de Trabalho Ocasional*, n.º 161, BCE, maio de 2015, para uma discussão mais pormenorizada do argumento de que os aforradores suportam os custos de uma política monetária acomodatória. Para mais pormenores, ver igualmente o artigo intitulado "German households' saving and investment behaviour in light of the low-interest-rate environment", Relatório Mensal do Deutsche Bundesbank, outubro de 2015.

No entanto, conforme explicado anteriormente, a conjuntura de taxas de juro baixas é, de facto, reflexo das condições macroeconómicas e estruturais prevaletcentes. Por conseguinte, a baixa remuneração das poupanças é um sintoma e não uma causa da recuperação lenta. O afastamento da atual orientação acomodatória da política monetária limitaria ainda mais o dinamismo económico, desencorajaria a contração de empréstimos (por exemplo, por empresas que procurassem financiar projetos de investimento lucrativos) e acabaria por contribuir para prolongar o período de baixas taxas de juro.

Em última instância, é crucial fazer face às forças fundamentais responsáveis pelo atual nível baixo da taxa de juro real de equilíbrio, o que deve ser feito principalmente através de políticas estruturais eficazes que tenham a capacidade de aumentar a produtividade e melhorar o crescimento económico de forma sustentável. Além disso, as políticas orçamentais deveriam apoiar a recuperação económica, cumprindo simultaneamente as regras orçamentais da UE. Por último, existe uma clara necessidade de abordar o carácter incompleto do quadro institucional da UEM segundo as dimensões estabelecidas no Relatório dos Cinco Presidentes para remover os restantes obstáculos a um crescimento elevado e sustentável.

---

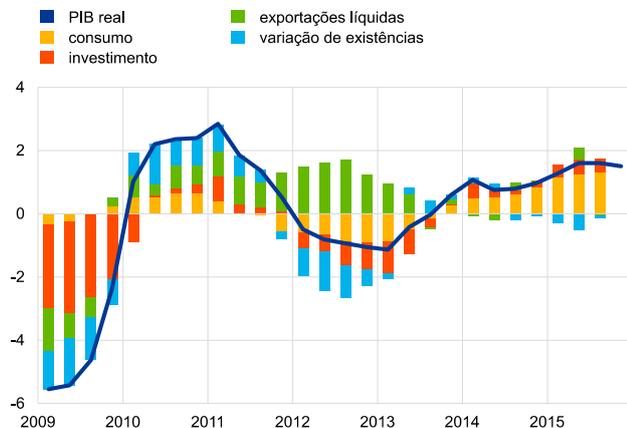
### 1.3 Atividade económica

Não obstante um enfraquecimento da conjuntura internacional, a atividade económica na área do euro permaneceu robusta num contexto de melhoria da procura interna. Consequentemente, a recuperação gradual na área do euro que teve início no segundo trimestre de 2013 prosseguiu ao longo de 2015. O crescimento homólogo médio situou-se em 1.5% em 2015 (ver Gráfico 10), o que corresponde à taxa mais elevada desde 2011. As melhorias graduais no crescimento refletiram sobretudo o consumo privado robusto, que foi relativamente generalizado a todos os países da área do euro (ver também a Caixa 4). O comércio líquido também deu um ligeiro contributo positivo para o crescimento, devido sobretudo a ganhos nas quotas de mercado das exportações no seguimento da depreciação considerável do euro que teve início em meados de 2014. Porém, o crescimento do investimento permaneceu fraco e foi travado pelos progressos relativamente lentos na implementação de reformas estruturais em alguns países e pelo ajustamento de balanços necessário em vários setores.

## Gráfico 10

### PIB real da área do euro

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

## A retoma económica na área do euro prosseguiu em 2015, não obstante perspectivas de crescimento mais fracas a nível mundial

O aumento do crescimento médio anual em 2015 foi suportado pela orientação de política monetária muito acomodatória do BCE, que foi transmitida à economia através da liberalização das condições de financiamento, da melhoria do sentimento do mercado, de taxas de juro muito reduzidas e da depreciação do euro. A descida dos preços do petróleo e as melhorias graduais nos mercados de trabalho da área do euro deram um ímpeto adicional ao crescimento em 2015.

Para além de sustentarem o sentimento dos consumidores, as várias medidas de política monetária

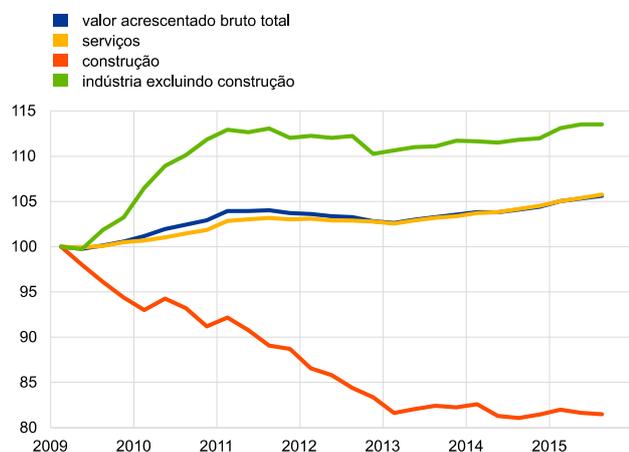
implementadas ao longo dos últimos anos, incluindo o programa de compra de ativos alargado no início de 2015, impulsionaram a confiança das empresas, à medida que as condições financeiras, incluindo as das pequenas e médias empresas, melhoravam. Tal beneficiou o investimento, o que contribuiu mais para o crescimento, em média, em 2015 do que em 2014 e 2013, refletindo melhorias nos lucros empresariais, uma procura menos condicionada e a crescente utilização da capacidade produtiva. Porém, embora o investimento se tenha fortalecido no início de 2015, permaneceu cerca de 15% abaixo do seu nível pré-crise.

A procura interna na área do euro melhorou durante 2015, apresentando-se, em média, mais forte do que o observado desde 2007. O rácio de poupança das famílias foi globalmente estável durante 2015, suportando assim a dinâmica do consumo. O consumo público deu um contributo positivo para o crescimento económico em 2015. Um efeito atenuante sobre a procura interna teve origem no endividamento dos setores público e privado, que permaneceu em níveis elevados em alguns países. Além do mais, os progressos lentos na implementação de reformas estruturais continuaram a travar o crescimento.

## Gráfico 11

### Valor acrescentado bruto real da área do euro por atividade económica

(índice: T1 2009 = 100)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

A dinâmica do crescimento económico em 2015 foi atenuada por uma conjuntura externa fraca (ver Secção 1.1 do Capítulo 1). Embora o abrandamento nas economias de mercado emergentes tenha dado origem a fatores adversos para o crescimento das exportações da área do euro, a depreciação considerável da taxa de câmbio efetiva do euro que teve início em 2014 beneficiou as exportações e resultou em ganhos nas quotas de mercado das exportações na área do euro. O desempenho relativamente forte das exportações teve subjacente uma alteração na composição geográfica das exportações, sendo que economias avançadas, como, por exemplo, os Estados Unidos, receberam cada vez mais exportações da área do euro. Além do mais, o comércio intra-área do euro recuperou novamente em 2015, refletindo a evolução positiva da procura interna na área do euro. As taxas de crescimento das exportações e das importações foram mais elevadas

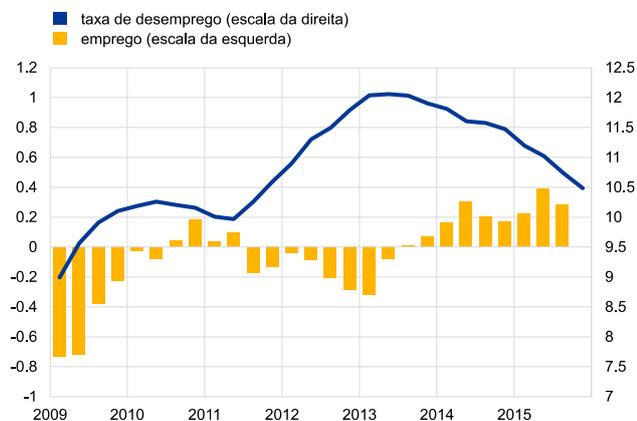
em 2015 do que nos três anos anteriores. Em termos globais, o comércio líquido deverá ter dado um contributo ligeiramente positivo para o crescimento em 2015.

Numa perspetiva setorial, a retoma observada em 2015 foi relativamente generalizada (ver Gráfico 11). O valor acrescentado bruto total quase atingiu o seu pico pré-crise no terceiro trimestre de 2015, tendo percorrido uma trajetória de recuperação nos últimos três anos. O crescimento do valor acrescentado nos serviços continuou a apresentar um ritmo superior ao da indústria (excluindo a construção) bem como ao da construção, situando-se cerca de 3% acima do seu pico pré-crise no terceiro trimestre de 2015. O valor acrescentado na indústria excluindo a construção permaneceu abaixo do seu nível pré-crise, mas continuou a recuperar gradualmente. Em contrapartida, o valor acrescentado na construção diminuiu ligeiramente em 2015 e permaneceu muito abaixo dos seus picos pré-crise observados em 2008.

## Gráfico 12

### Indicadores do mercado de trabalho

(taxa de crescimento trimestral em cadeia; percentagem da população ativa; dados corrigidos de sazonalidade)



Fonte: Eurostat.

## Mercados de trabalho continuaram a melhorar gradualmente

Os mercados de trabalho continuaram a recuperar em 2015 (ver Gráfico 12). O aumento do número de indivíduos empregados que tivera início em meados de 2013 prosseguiu em 2015. No terceiro trimestre, o número de indivíduos empregados na área do euro situou-se 1.1% acima do nível observado no trimestre correspondente de 2014, mas permaneceu aproximadamente 2% abaixo do seu pico pré-crise. A subida do emprego em 2015 refletiu sobretudo melhorias em Espanha e na Alemanha, mas houve sinais encorajadores de que outros países anteriormente vulneráveis também contribuíram para este aumento.

Analisando a desagregação por setor, o emprego aumentou sobretudo no setor dos serviços, enquanto o número de indivíduos empregados na indústria excluindo a construção aumentou apenas moderadamente e o emprego na construção diminuiu. Em 2015, o total das horas trabalhadas aumentou um pouco menos do que o número de empregados. O crescimento homólogo da produtividade por indivíduo empregado manteve-se reduzido, atingindo, em média, cerca de 0.5% por trimestre ao longo dos primeiros três trimestres de 2015, o que compara com um aumento homólogo de 0.3% em 2014.

A taxa de desemprego continuou a diminuir em 2015, situando-se em 10.5% no quarto trimestre de 2015, correspondendo à taxa mais baixa desde o início de 2012. A descida do desemprego, que tivera início no primeiro semestre de 2013, foi generalizada a ambos os sexos e a todos os escalões etários. No conjunto de 2015, a taxa de desemprego situou-se, em média, em 10.9%, o que compara com 11.6% em 2014 e 12% em 2013.

Porém, embora a taxa de desemprego na área do euro se tenha reduzido significativamente desde meados de 2013, as medidas mais abrangentes de estagnação no mercado de trabalho – tendo em conta setores da população que trabalham involuntariamente em regime de tempo parcial ou que abandonaram o mercado de trabalho – permanecem elevadas. Num contexto em que mais de sete milhões de indivíduos trabalham involuntariamente em regime de tempo parcial devido a uma escassez de trabalho a tempo inteiro e em que há cerca de sete milhões inativos desencorajados (que desistiram de procurar trabalho e abandonaram o mercado de trabalho), o mercado de trabalho da área do euro continua a apresentar uma estagnação considerável.

## Caixa 4

### O papel do consumo privado na retoma económica

O consumo privado tem sido o principal fator impulsionador da retoma na área do euro. Num contexto de investimento fraco, consolidação orçamental e crescimento moderado do comércio, o consumo privado tem vindo a recuperar a um ritmo constante desde o início de 2013. Nos quatro trimestres que decorreram até ao terceiro trimestre de 2015, o seu contributo para o crescimento do PIB aproximava-se do seu contributo médio pré-crise, o que não sucedeu no caso do investimento (ver Gráfico A).

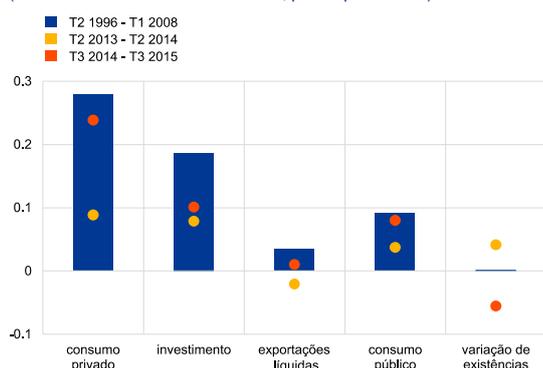
A recente recuperação do consumo tem sido observada em paralelo com melhorias constantes nos mercados de trabalho. O aumento da confiança dos consumidores desde o início de 2013 reflete o crescimento robusto do rendimento disponível real, o qual, por sua vez, beneficiou de melhorias constantes nos mercados de trabalho (ver Gráfico B). A taxa de desemprego diminuiu 1.6 pontos percentuais ao longo deste período, permanecendo muito acima do seu mínimo pré-crise (3.3 pontos percentuais mais elevada no quarto trimestre de 2015 do que no primeiro trimestre de 2008). Analisando os países individuais da área do euro, o recente crescimento do consumo foi relativamente elevado nos países cujos mercados de trabalho melhoraram substancialmente. Em particular em Espanha, Irlanda e Portugal, a retoma do mercado de trabalho tem sido notável, coincidindo com um aumento significativo do rendimento disponível e do consumo.

Os preços mais baixos dos produtos energéticos também desempenharam um papel não negligenciável na recente recuperação do consumo. Desde o início de 2013, o poder de compra das famílias medido pelo rendimento disponível real aumentou aproximadamente 3%. Cerca de um terço desse aumento ficou a dever-se a preços mais baixos dos produtos energéticos<sup>6</sup>.

#### Gráfico A

Contributo trimestral médio das principais componentes do PIB para o crescimento do PIB

(contributo trimestral em cadeia médio; pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

#### Gráfico B

Confiança dos consumidores e variação da taxa de desemprego

(percentagens; pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

<sup>6</sup> Ver também "An assessment of recent euro area consumption growth", *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2015.

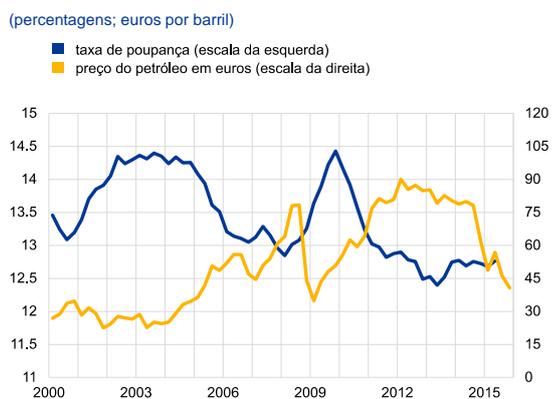
Além do mais, os ganhos no poder de compra resultantes de preços mais baixos dos produtos energéticos parecem ter exercido um efeito mais forte do que o habitual sobre o consumo no decurso da atual retoma. Parte dos ganhos no rendimento disponível real resultantes de uma queda dos preços das matérias-primas é, tipicamente, poupada ao longo de alguns trimestres. De facto, a taxa de poupança normalmente aumenta após uma queda dos preços do petróleo, e diminui após uma subida. Tal verificou-se igualmente durante a crise financeira, quando descidas acentuadas dos preços do petróleo foram acompanhadas por um aumento considerável da taxa de poupança (ver Gráfico C). Em contraste, a taxa de poupança manteve-se globalmente estável ao longo dos últimos trimestres.

A fraca reação da taxa de poupança a preços mais baixos dos produtos energéticos está em consonância com um desvanecimento da procura de consumo não satisfeita, por exemplo da procura de bens duradouros, a qual caiu mais do que a procura de bens não duradouros e serviços durante a crise (ver Gráfico D). É frequente observar uma procura não satisfeita de bens duradouros imediatamente após uma recessão, durante a qual os consumidores adiaram as compras devido à conjuntura económica incerta. Quanto mais as famílias adiarem as respetivas aquisições de bens duradouros, mais fortes serão o desejo e a necessidade de os substituir assim que a retoma estabiliza. Deste modo, a procura não satisfeita poderá acelerar a recuperação económica imediatamente após um abrandamento económico.

A recente retoma do consumo de bens duradouros poderá, assim, refletir a acumulação de uma procura não satisfeita durante a crise (ver Gráfico D). Entre 2007 e 2013, a percentagem de bens duradouros no consumo total diminuiu no conjunto da área do euro. Esta descida foi muito mais pronunciada nos países mais afetados pela crise. Em contrapartida, desde 2013 os bens duradouros em percentagem do consumo total registaram uma recuperação mais rápida nesses países. Em termos prospetivos, o efeito ascendente da procura não satisfeita sobre o crescimento do consumo deverá desaparecer assim que as famílias tiveram reposto o respetivo *stock* de bens duradouros.

### Gráfico C

#### Taxa de poupança e preço do petróleo bruto

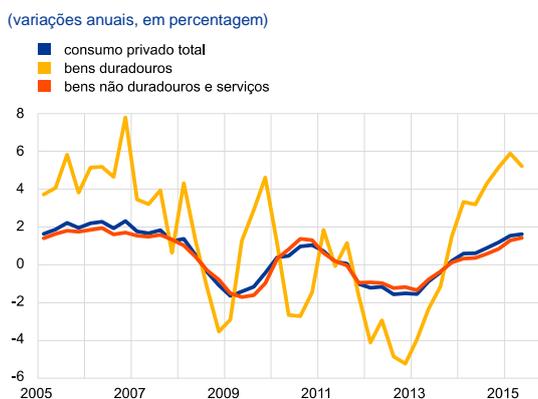


Fontes: Eurostat e FMI.

Nota: A taxa de poupança corresponde ao rácio de poupança bruta das famílias e instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias em relação à soma móvel homóloga do respetivo rendimento disponível bruto.

### Gráfico D

#### Consumo de bens duradouros e não duradouros e serviços na área do euro



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Visto que o Eurostat apenas publica uma desagregação do consumo privado em bens duradouros e não duradouros para alguns países da área do euro, os agregados da área do euro são aproximados utilizando dados de 17 países (ou seja, todos os países da área do euro à exceção da Bélgica e da Irlanda). A última observação refere-se ao segundo trimestre de 2015.

Visto que a maior parte do aumento do rendimento real parece ter tido origem em melhorias no mercado de trabalho, o consumo revelar-se-á resiliente, na medida em que os mercados de trabalho continuem a melhorar. Mesmo com o desvanecimento do apoio da descida dos preços do petróleo e da procura não satisfeita de bens duradouros, uma melhoria contínua do mercado de trabalho continuará a sustentar a retoma do consumo privado.

---

## 1.4 Evolução dos preços e dos custos

Ao longo de 2015, a inflação global na área do euro, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) foi muito reduzida ou mesmo negativa, num contexto de manutenção de preços das matérias-primas baixos. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares começou por aumentar a partir do seu mínimo histórico no primeiro semestre, mas permaneceu globalmente estável em redor de 0.9% no segundo semestre.

### Inflação global continuou a baixar em 2015

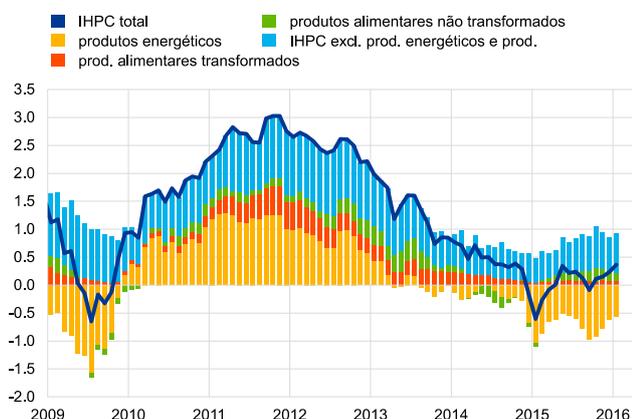
Em 2015, a inflação global medida pelo IHPC na área do euro situou-se, em média, em 0.0%, o que compara com 0.4% em 2014 e 1.4% em 2013. O padrão da inflação medida pelo IHPC decorreu sobretudo da evolução dos preços dos produtos energéticos (ver Gráfico 13). A inflação global entrou em terreno negativo em duas ocasiões – primeiro, no início de 2015 e, posteriormente, no outono. Na parte final do ano, a inflação global regressou a taxas ligeiramente positivas.

A inflação subjacente, medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, aumentou a partir do seu mínimo histórico de 0.6% no início de 2015 (ver Caixa 5). No segundo semestre, manteve-se globalmente estável, em cerca de 0.9%, sendo que a média anual foi de 0.8% (ver Gráfico 14). Fatores externos, incluindo os efeitos desfasados da apreciação do euro até maio de 2014 e os efeitos indiretos das descidas dos preços do petróleo e de outras matérias-primas, exerceram pressões em sentido descendente sobre a inflação subjacente medida pelo IHPC ao longo do ano. A nível interno, o crescimento salarial moderado e o reduzido poder das empresas em termos de fixação de preços numa conjuntura altamente competitiva também contribuíram para os níveis baixos da inflação subjacente.

**Gráfico 13**

Inflação medida pelo IHPC e contributos por componente

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

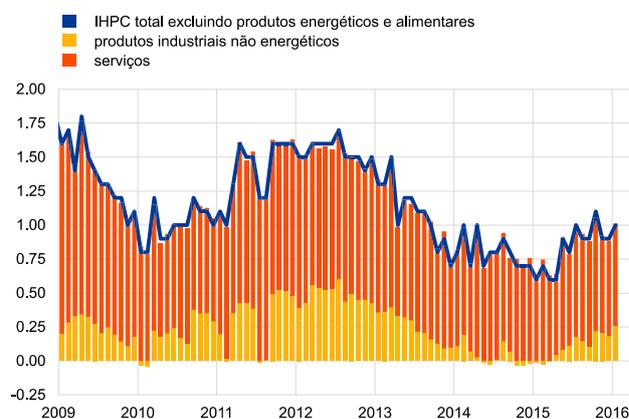


Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

**Gráfico 14**

Inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares e contributos por componente

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Analisando em maior pormenor as principais componentes do IHPC, a componente energética exerceu pressões contínuas em sentido descendente sobre o IHPC global ao longo de 2015. A inflação dos preços dos produtos energéticos foi negativa em todos os meses de 2015, devido sobretudo à evolução dos preços do petróleo em euros.

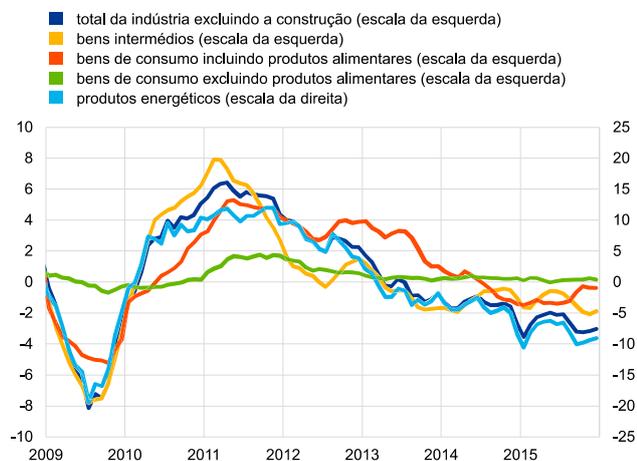
A inflação dos preços dos produtos alimentares tem vindo a seguir uma trajetória ascendente desde o início de 2015, sendo impulsionada sobretudo pela inflação dos preços dos produtos alimentares não transformados. A subida acentuada da inflação dos preços dos produtos alimentares não transformados no outono refletiu o impacto de temperaturas invulgarmente elevadas durante o verão sobre os preços da fruta e dos vegetais. A inflação dos preços dos produtos alimentares transformados manteve-se globalmente estável ao longo do ano.

A taxa de variação homóloga dos preços dos produtos industriais não energéticos recuperou a partir de níveis muito reduzidos em 2014 e no início de 2015. Este movimento ascendente foi impulsionado principalmente pelos preços dos bens duradouros e, em menor medida, pelos preços dos bens semiduradouros, enquanto a inflação dos preços dos bens não duradouros se manteve globalmente estável. A tendência ascendente refletiu principalmente o impacto da depreciação do euro desde maio de 2014. Numa análise retrospectiva de um período mais alargado, a inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos continuou a ser atenuada pela queda rápida dos preços dos produtos de alta tecnologia, que estão sujeitos a uma forte concorrência entre retalhistas a nível nacional e internacional.

## Gráfico 15

### Desagregação dos preços da produção industrial

(variações anuais, em percentagem)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Os preços das importações foram a principal fonte de acumulação de pressões em sentido ascendente sobre os preços, refletindo a depreciação do euro. Os preços das importações de bens de consumo não alimentares continuaram a registar taxas de crescimento homólogas robustas ao longo do ano. A nível interno, a acumulação de pressões sobre os preços no consumidor de produtos industriais não energéticos manteve-se moderada, como comprovado, em particular, pelo facto de a inflação dos preços no produtor nos setores dos bens de consumo não alimentares ter oscilado em redor de níveis ligeiramente acima de zero ao longo do ano. Os preços no produtor nos setores dos bens intermédios, bem como os preços em euros do petróleo bruto e de outras matérias-primas, sugerem que as pressões eram igualmente moderadas nas fases mais iniciais da cadeia de preços devido sobretudo aos preços fracos das matérias-primas energéticas e não energéticas (ver Gráfico 15).

A inflação dos preços dos serviços manteve-se globalmente estável num intervalo entre 1.0% e 1.3% em 2015, refletindo uma folga ainda considerável nos mercados do produto e de trabalho na área do euro. As rubricas na componente de serviços do IHPC tendem a ser produzidas internamente, o que significa que os preços dos serviços estão mais estreitamente ligados à evolução da procura interna e dos custos do trabalho.

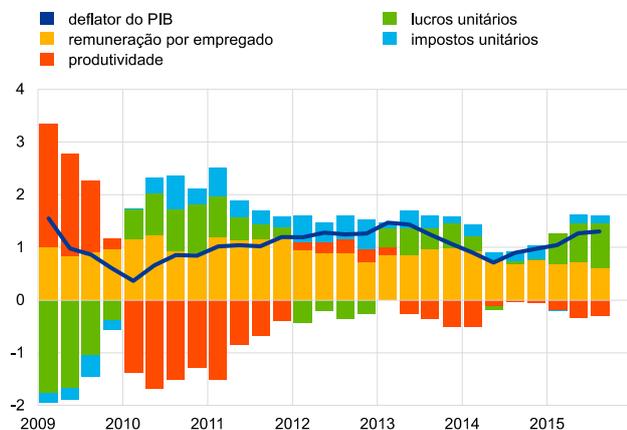
### Pressões sobre os custos internos permaneceram moderadas

As pressões sobre os custos internos decorrentes dos custos do trabalho mantiveram-se moderadas nos primeiros três trimestres de 2015 (ver Gráfico 16). A ampla margem disponível na economia e no mercado de trabalho da área do euro continuou a restringir as pressões dos custos do trabalho e o poder em termos de fixação de preços. Além do mais, as reformas estruturais nos mercados de trabalho e do produto dos últimos anos conduziram a uma maior flexibilidade em sentido descendente dos salários e dos preços em alguns países da área do euro. O facto de o poder de compra real dos salários ser mais elevado face a uma inflação mais baixa também ajudou a conter as pressões salariais.

## Gráfico 16

### Desagregação do deflator do PIB

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

O crescimento da remuneração por empregado na área do euro situou-se em 1.1% (em termos homólogos) no terceiro trimestre de 2015, sendo que a média de 1.2% para os primeiros três trimestres de 2015 implica um valor inferior ao de 2014. A taxa de crescimento homóloga dos custos unitários do trabalho permaneceu em níveis reduzidos, perfeitamente abaixo de 1%. Tal refletiu sobretudo a descida do crescimento da remuneração por empregado, enquanto o crescimento da produtividade começou por acelerar no primeiro semestre de 2015 antes de também registar uma ligeira diminuição.

As pressões sobre os custos internos decorrentes da evolução dos lucros aumentaram em 2015. O crescimento homólogo dos lucros (medido em termos do excedente de exploração bruto) continuou a aumentar nos primeiros três trimestres de 2015,

refletindo a retoma económica, custos salariais moderados e melhorias nos termos de troca relacionadas com uma fraca evolução dos preços das importações. Consequentemente, os lucros por unidade do produto foram o principal fator impulsionador do aumento da taxa de variação homóloga do deflator do PIB em 2015.

## Expetativas de inflação de longo prazo recuperaram

As expetativas de inflação de longo prazo baseadas no mercado e em inquéritos recuperaram, depois de terem atingido níveis historicamente reduzidos no início de 2015. O Inquérito a Analistas Profissionais relativo ao quarto trimestre de 2015 indicava que as expetativas de inflação com uma antecedência de 5 anos se situariam em 1.9%, sendo que o nível das expetativas de inflação a mais longo prazo indicado no inquérito de outubro de 2015 da Consensus Economics também seria de 1.9%. As expetativas de inflação de longo prazo baseadas no mercado permaneceram em níveis inferiores às baseadas em inquéritos ao longo do ano, sendo que parte desta diferença poderá ter tido origem em prémios de risco de inflação.

## Caixa 5

### Acompanhamento da evolução da inflação subjacente

---

No final de 2014, a questão sobre o momento e a viabilidade de uma inflexão do ciclo de inflação em sentido ascendente era importante no que toca às perspetivas macroeconómicas. A presente caixa analisa a evolução de diferentes medidas de inflação subjacente, ou seja, as componentes da inflação mais persistentes por oposição às componentes temporárias<sup>7</sup>, e os sinais que forneceram relativamente a um ponto de viragem<sup>8</sup>.

Medidas permanentes da inflação subjacente baseadas em exclusão descontam diferentes tipos de influências temporárias. Uma medida amplamente utilizada é o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, que recorre a uma abordagem para além da volatilidade inerente aos preços dos produtos energéticos e produtos alimentares devido à sua exposição a choques sobre os preços das matérias-primas e, no caso dos produtos alimentares não transformados, a influências meteorológicas. No entanto, este subíndice pode ainda incluir influências temporárias significativas. Um exemplo disto são os efeitos de calendário, que assumem particular relevância no caso dos preços de rubricas relacionadas com viagens ou rubricas afetadas por saldos sazonais, como, por exemplo, o vestuário e o calçado. Um outro exemplo prende-se com as alterações pontuais nos impostos indiretos ou nos preços administrados cujo impacto sobre o nível dos preços sai da taxa de variação homóloga ao fim de um ano.

As várias medidas baseadas em exclusão em análise indicaram um momento diferente para o ponto de viragem. Analisando a evolução ao longo dos últimos dois anos, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos, produtos alimentares, impostos e preços administrados atingiu um mínimo em maio de 2014. Porém, o sinal de um movimento ascendente mais persistente permaneceu esbatido até à viragem do ano de 2014-2015, quando o IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos também atingiu um mínimo (ver Gráfico A). A medida da inflação subjacente, que para além de produtos energéticos e produtos alimentares também exclui rubricas sazonais voláteis, é muito mais regular e, depois de ter alcançado o nível mínimo em novembro de 2014, forneceu sinais relativamente consistentes de uma recuperação durante o primeiro semestre de 2015. Porém, todas as medidas registaram uma perda de dinamismo em sentido ascendente após o verão, o que suscitou dúvidas quanto à efetiva consecução de um ponto de viragem.

---

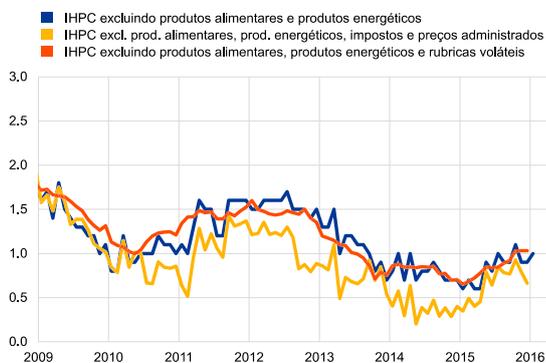
<sup>7</sup> As medidas de inflação subjacente são tipicamente monitorizadas devido à sua capacidade para acompanhar as tendências da inflação e/ou prever a inflação global. Ver também a caixa intitulada "Os subíndices do IHPC são medidas de inflação subjacente?", *Boletim Mensal*, BCE, dezembro de 2013.

<sup>8</sup> Ver também a caixa intitulada "Has underlying inflation reached a turning point?", *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2015.

## Gráfico A

### Medidas permanentes da inflação subjacente baseadas em exclusão

(variações anuais, em percentagem)



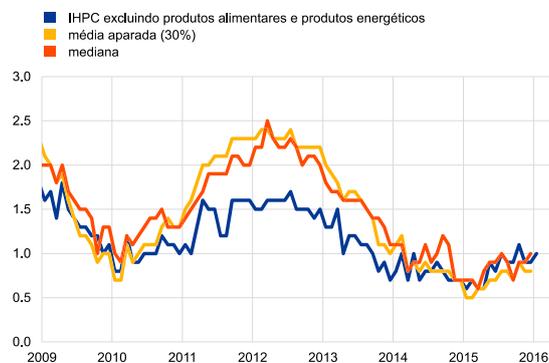
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As rubricas voláteis incluem o transporte aéreo, alojamento, férias organizadas e vestuário e calçado.

## Gráfico B

### Medidas estatísticas da inflação subjacente baseadas em exclusão

(variações anuais, em percentagem)



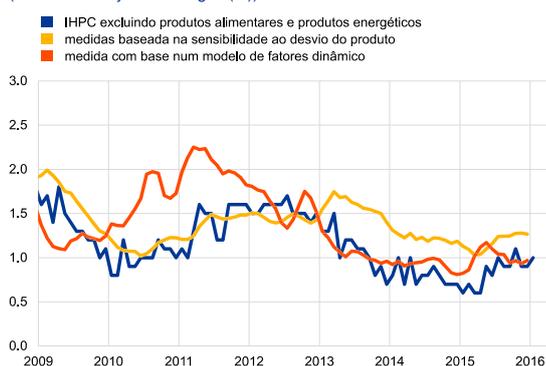
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Medidas estatísticas baseadas em exclusão dão também indicações neste sentido. Estas medidas reduzem a volatilidade dos dados da inflação medida pelo IHPC através da exclusão em cada mês das rubricas com as taxas de variação homólogas mais elevadas e mais reduzidas. Dois exemplos disso são a média aparada de 30%<sup>9</sup> e a mediana ponderada. A média aparada de 30% subiu a partir do seu mínimo em janeiro de 2015, enquanto a mediana atingiu o seu ponto mais baixo em março de 2015 (ver Gráfico B). O movimento ascendente destas duas medidas foi ligeiramente mais fraco do que no caso das medidas baseadas na exclusão permanente.

## Gráfico C

### Medidas de inflação subjacente com base em técnicas econométricas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O índice *super-core* (linha amarela, média móvel de 3 meses) foi construído utilizando as subrubricas no IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, em relação aos quais o desvio do produto tem poderes de previsão num exercício de previsão fora da amostra. O índice de base U2 (linha laranja) utiliza um modelo de fatores dinâmico recorrendo a rubricas pormenorizadas do IHPC para 12 países.

As medidas de inflação subjacente baseadas em técnicas econométricas confirmaram esses sinais. Uma dessas medidas tem por base um modelo de fatores dinâmico, que capta o fator comum e persistente nas taxas de inflação entre países e rubricas do IHPC. Esta medida tinha atingido um mínimo em dezembro de 2014, tendo aumentado substancialmente até maio de 2015, mas posteriormente – à semelhança da mediana – perdeu terreno no decurso do verão e manteve-se estável até ao final do ano (ver Gráfico C). Uma outra medida toma em conta apenas as rubricas do IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos relativamente às quais o desvio do produto demonstrou ter capacidade de previsão no passado. Tal deve-se ao raciocínio económico de que as pressões inflacionistas subjacentes deveriam aumentar quando a margem disponível na economia começa a

<sup>9</sup> Na média aparada de 30% são aparados 15% a cada extremo.

diminuir. A medida baseada na sensibilidade ao desvio do produto parece ter atingido um ponto de viragem em março de 2015.

Em termos globais, os sinais fornecidos por estes indicadores em tempo real implicaram alguma incerteza quanto ao momento exato do ponto de viragem e à robustez da recuperação da dinâmica dos preços. Numa análise retrospectiva, a análise de diferentes medidas confirma que a inflação subjacente aumentou face ao início de 2015. Porém, a perda de novo dinamismo ascendente no segundo semestre sugere que ainda não foi possível uma confirmação de um ponto de viragem categórico.

## 1.5 Evolução da moeda e do crédito

Num contexto caracterizado por taxas de inflação moderadas e taxas de juro diretoras baixas, o BCE adotou medidas de política monetária não convencionais adicionais. Destacaram-se três desenvolvimentos em 2015: o crescimento monetário permaneceu robusto, o crescimento do crédito recuperou gradualmente, embora tenha permanecido fraco, e as taxas ativas desceram significativamente.

### O crescimento monetário permaneceu robusto

Em 2015, o crescimento do agregado monetário largo acelerou, tendo permanecido robusto a partir de abril (ver Gráfico 17). Em dezembro de 2015, o crescimento anual do M3 situou-se em 4.7%, face a 3.8% no final de 2014. Dois fatores foram importantes impulsionadores da evolução monetária na área do euro: i) o forte crescimento do agregado monetário estreito M1, em particular os depósitos *overnight*, os quais beneficiaram do baixo custo de oportunidade de detenção dos

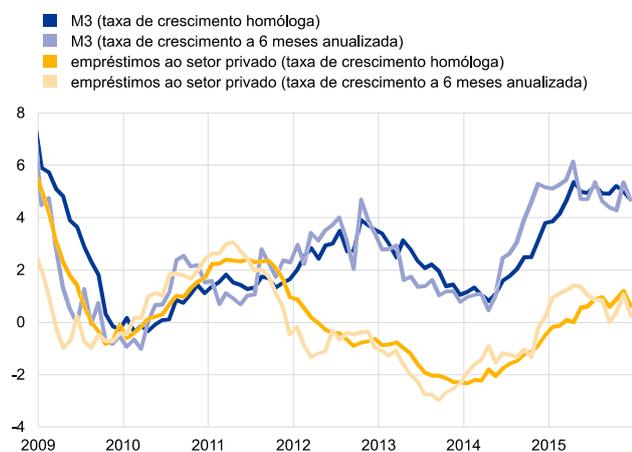
instrumentos mais líquidos, e ii) as medidas não convencionais do BCE, mais especificamente as ORPA direcionadas, anunciadas em junho de 2014, e o APP alargado anunciado em janeiro de 2015.

No que respeita às principais componentes do M3, o nível muito baixo das taxas de juro diretoras do BCE e das taxas de juro do mercado monetário contribuiu para o crescimento robusto do agregado monetário estreito (isto é, o M1), que se situou em 10.7% em dezembro de 2015, face a 8.1% em dezembro de 2014. O M1 beneficiou do elevado crescimento dos depósitos *overnight* detidos por famílias e SNF. A baixa remuneração dos ativos monetários menos líquidos contribuiu para a atual contração dos depósitos de curto prazo exceto depósitos *overnight* (isto é, M2 menos M1), que continuaram a ser um entrave ao crescimento do M3. A taxa de crescimento dos

**Gráfico 17**

#### M3 e empréstimos ao setor privado

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

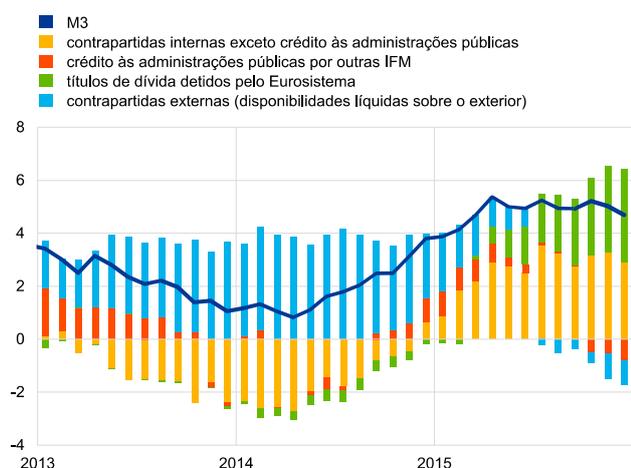


Fonte: BCE.

instrumentos negociáveis (isto é, M3 menos M2), que têm um peso pequeno no M3, passou a ser positiva. Esta evolução refletiu, em particular, uma recuperação das detenções de ações/idades de participação em fundos do mercado monetário, uma vez que a respetiva taxa de remuneração relativa (face à EURIBOR a 1 mês) foi positiva.

**Gráfico 18**  
Contrapartidas do M3

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



Fonte: BCE.

## A criação de moeda foi impulsionada por fontes internas

Uma avaliação das contrapartidas do M3 (ver Gráfico 18) mostra que as fontes internas de criação de moeda dominaram durante 2015. Numa conjuntura de taxas de juro baixas, a dinâmica do M3 foi impulsionada pelo afastamento de responsabilidades financeiras a mais longo prazo e por um aumento do contributo dado pelo crédito das IFM. A taxa de variação homóloga das responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (excluindo capital e reservas) detidas pelo setor detentor de moeda voltou a diminuir no decurso do ano, situando-se em -6.7% em dezembro, face a -5.3% no final de 2014. Esta evolução refletiu a curva de rendimentos relativamente horizontal, a substituição pelas IFM de títulos de dívida de mais longo prazo por fundos das ORPA direcionadas e a aquisição de obrigações com ativos subjacentes pelo Eurosistema

através do terceiro programa de aquisição de obrigações com ativos subjacentes. Na medida em que o setor não monetário residente foi vendedor das referidas obrigações, registou-se um aumento do *stock* de moeda.

As compras pelo Eurosistema de obrigações de dívida pública ao abrigo do programa de compra de títulos de dívida do setor público foi uma importante fonte de criação de moeda (ver Gráfico 18, em particular a rubrica “títulos de dívida detidos pelo Eurosistema”). No âmbito das contrapartidas internas exceto crédito às administrações públicas, o crédito ao setor privado, que fora o principal entrave ao crescimento monetário em anos anteriores, aumentou gradualmente em 2015. Apesar de registar um excedente considerável da balança corrente, a posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM da área do euro (reflexo da posição das responsabilidades líquidas sobre o exterior do setor não monetário da área do euro liquidada através dos bancos) diminuiu em 2015. Esta posição tinha sido uma grande fonte de criação de moeda em anos anteriores. Esta evolução refletiu principalmente saídas líquidas de carteira da área do euro ao abrigo do APP, que favoreceram igualmente um reequilíbrio da carteira no sentido de instrumentos de investimento fora da área do euro.

## Crescimento do crédito registou uma recuperação gradual, mas permaneceu fraco

A recuperação gradual do crescimento do crédito refletiu a evolução dos empréstimos ao setor privado (ver Gráfico 17). A taxa de crescimento homóloga do crédito das IFM a residentes na área do euro aumentou ao longo de 2015, situando-se em 2.3% em dezembro, face a -0.2% em dezembro de 2014. Foi visível uma melhoria da dinâmica do crédito tanto para famílias como para SNF. Enquanto a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias registou um novo aumento, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às SNF apenas passou a ser positiva em meados de 2015. A melhoria da dinâmica do crédito foi facilitada por descidas significativas das taxas ativas bancárias suportadas por uma nova redução dos custos de financiamento dos bancos, a qual esteve relacionada com as medidas de política monetária não convencionais do BCE.

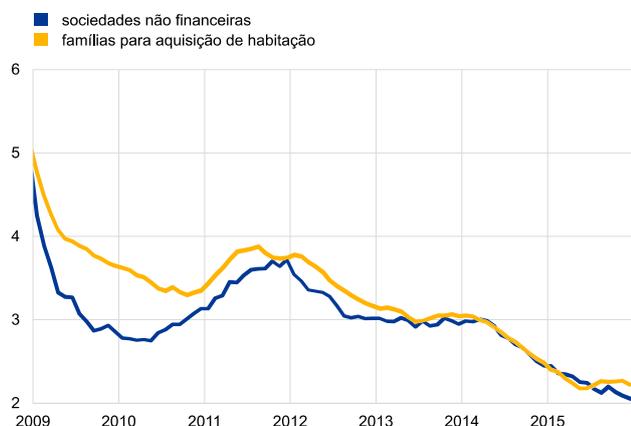
Além disso, como indicado no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro, as alterações nos critérios de concessão de crédito e na procura de empréstimos apoiaram uma recuperação do crescimento dos empréstimos. Este inquérito identificou o nível geral baixo das taxas de juro, o aumento das necessidades de financiamento para fins de investimento fixo e as perspetivas para o mercado da habitação como importantes fatores impulsionadores do aumento da procura de empréstimos. Neste contexto, o APP teve um impacto líquido menos restritivo sobre os critérios de concessão de crédito e, em particular, os termos e condições de crédito. Os bancos indicaram igualmente que a liquidez adicional do APP e das ORPA direcionadas foi utilizada para a concessão de empréstimos, bem como para substituir o financiamento de outras fontes. Apesar destas melhorias, a dinâmica dos empréstimos permanece fraca e continua a refletir fatores como condições económicas moderadas e a consolidação dos balanços dos bancos.

Adicionalmente, em algumas partes da área do euro, condições de crédito restritivas ainda pesam sobre a oferta de empréstimos.

### Gráfico 19

Taxas ativas bancárias compósitas aplicadas às sociedades não financeiras e famílias

(percentagens por ano)



Fonte: BCE.

Nota: O indicador para a taxa ativa bancária compósita é calculado através da agregação das taxas de curto e longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações.

### As taxas ativas bancárias cobradas às famílias e às sociedades não financeiras descenderam significativamente

A orientação acomodatória da política monetária do BCE, uma situação reforçada dos balanços e a regressão da fragmentação nos mercados financeiros, em geral, apoiaram uma descida dos custos de financiamento compósitos dos bancos, os quais estabilizaram perto dos respetivos mínimos históricos. Desde junho de 2014, os bancos têm transmitido a descida dos respetivos custos de financiamento através de taxas ativas mais baixas (ver Gráfico 19), as quais atingiram mínimos históricos na segunda metade de 2015. Entre o início de junho de 2014 e dezembro de 2015, as taxas ativas bancárias compósitas das

SNF desceram cerca de 87 pontos base e as das famílias cerca de 69 pontos base. Além disso, as taxas ativas bancárias para as SNF e as famílias continuaram a apresentar uma dispersão reduzida entre países.

## 1.6 Política orçamental e reformas estruturais

O défice orçamental da área do euro continuou a diminuir em 2015, principalmente devido a uma evolução cíclica favorável e custos de juros mais baixos, enquanto a orientação orçamental da área do euro permaneceu globalmente neutra. Pela primeira vez em oito anos, o rácio da dívida pública em relação ao PIB registou uma descida, embora os níveis da dívida tenham permanecido elevados. Para assegurar a sustentabilidade das finanças públicas, são necessários novos esforços orçamentais. Contudo, a fim de apoiar a recuperação económica, a consolidação deve ser favorável ao crescimento. O crescimento beneficiaria igualmente de uma implementação mais rápida das reformas estruturais, cujo ritmo permaneceu lento em 2015, apesar de esforços realizados a nível europeu. É necessário um ímpeto mais forte na implementação de reformas no quadro empresarial e regulamentar e nos mercados do produto e de trabalho, a fim de apoiar a recuperação, promover a convergência com os países com os melhores desempenhos e aumentar o potencial de crescimento.

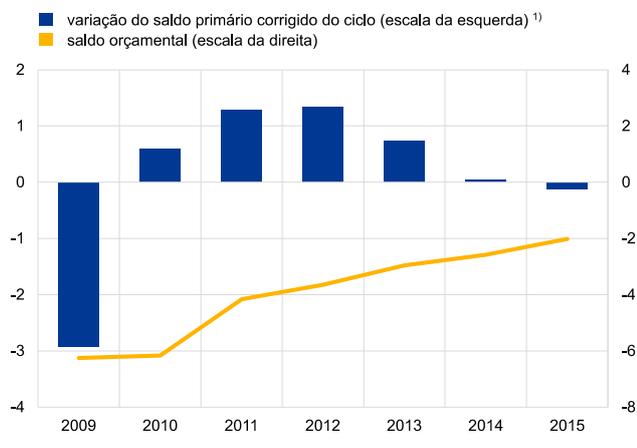
### Défices orçamentais continuaram a diminuir em 2015

O défice orçamental da área do euro continuou a diminuir em 2015, embora a um ritmo mais lento do que no ano anterior (ver Gráfico 20). De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2015 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro desceu de 2.6% do PIB em 2014 para 2.0% do PIB em 2015, o que se encontra, no geral, em linha com as previsões económicas do inverno de 2016 da Comissão Europeia. A descida do défice em 2015 foi impulsionada principalmente pela evolução cíclica favorável e por custos de juros mais baixos. Os ganhos excecionais resultantes de despesas com juros mais baixas do que o inicialmente orçamentado ascenderam a aproximadamente 0.2% do PIB em 2015 para a área do euro. Muitos países utilizaram parte destas poupanças para aumentar a despesa primária em vez de reduzir a dívida, como recomendado pelo Conselho ECOFIN nas respetivas recomendações específicas por país (REP) referentes a 2015. Em alguns países, o desvanecimento de fatores pontuais em 2015, nomeadamente relacionados com o apoio ao setor financeiro proporcionado em 2014, também contribuiu para uma melhoria orçamental.

## Gráfico 20

### Saldo orçamental e orientação orçamental

(em percentagem do PIB)



Fontes: Eurostat e projeções macroeconómicas de dezembro de 2015 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

1) Variação do saldo primário corrigido do ciclo, líquido do impacto orçamental do apoio governamental ao setor financeiro.

Projeta-se que o saldo primário estrutural se tenha deteriorado ligeiramente em 2015. As medidas de consolidação, sobretudo sob a forma de aumentos dos impostos indiretos, tiveram menor peso do que os pacotes de estímulo orçamental adotados em vários países para apoiar o crescimento económico e o emprego, o que, em geral, resultou numa orientação orçamental globalmente neutra na área do euro em 2015, medida pela variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio governamental ao setor financeiro (ver Gráfico 20).

O impacto orçamental imediato do fluxo de refugiados variou consideravelmente entre países, consoante a dimensão dos fluxos, se os refugiados estavam de passagem por um país ou se era esse o seu destino final, bem como consoante as diferenças em termos dos direitos sociais e das disposições legais que regem o acesso ao mercado de trabalho. Em 2015, os custos

orçamentais relacionados com os refugiados ascenderam a cerca de 0.2% do PIB nos países mais afetados pelos fluxos de refugiados<sup>10</sup>.

## Os saldos públicos convergiram novamente

Em comparação com o pico da crise, as posições orçamentais melhoraram em todos os países da área do euro, sobretudo devido a ajustamentos estruturais significativos nos anos de 2010 a 2013. Os saldos públicos entre os países da área do euro voltaram a convergir, com a maioria dos países a registar atualmente défices abaixo do valor de referência de 3% do PIB. Os progressos alcançados na consolidação orçamental foram evidentes, devido ao número crescente de países que saíram dos respetivos procedimentos relativos aos défices excessivos (PDE). Em 2015, o PDE relativo a Malta foi revogado. Adicionalmente, espera-se que a Irlanda e a Eslovénia tenham corrigido o respetivo défice excessivo atempadamente dentro do prazo de 2015, e que Chipre possa ter corrigido o respetivo défice excessivo um ano antes do prazo de 2016. Em Portugal, é provável que o objetivo para o défice de 3% tenha sido ultrapassado em 2015, devido ao apoio ao setor financeiro. Em 2016, é de prever que França, Espanha e Grécia permaneçam sujeitos a um PDE.

## O rácio da dívida pública em relação ao PIB começou a descer

Após ter atingido um pico em 2014, a dívida pública da área do euro (em percentagem do PIB) caiu pela primeira vez desde a eclosão da crise financeira.

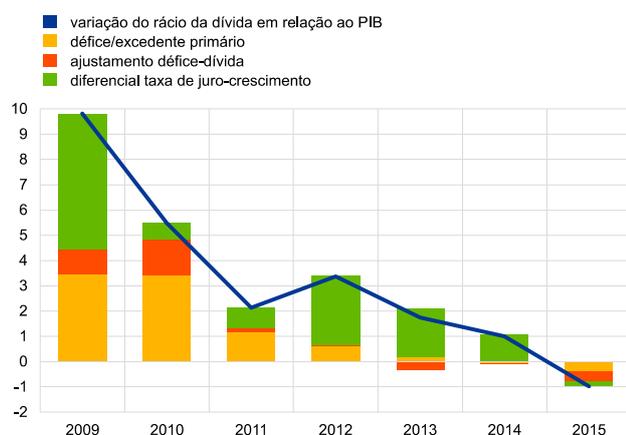
<sup>10</sup> Ver a caixa intitulada "A first assessment of the macroeconomic impact of the refugee influx", *European Economic Forecast Autumn 2015*, Comissão Europeia.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2015 elaboradas por especialistas do Eurosistema, situou-se em 91% do PIB em 2015, face a 92% em 2014, tendo a redução sido apoiada por uma evolução favorável do diferencial taxa de juro-crescimento e por pequenos excedentes primários (ver Gráfico 21). Além disso, ajustamentos déficit-dívida negativos, que refletem, nomeadamente, receitas de privatização, contribuíram para a referida melhoria. No entanto, o rácio da dívida voltou a aumentar em alguns países.

## Gráfico 21

### Fatores impulsionadores da dívida pública

(em percentagem do PIB)



Fontes: Eurostat e projeções macroeconómicas de dezembro de 2015 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

Contudo, os níveis da dívida pública permanecem elevados em vários países da área do euro. A contenção dos riscos para a sustentabilidade da dívida é ainda mais importante à luz dos substanciais desafios de longo prazo resultantes do envelhecimento da população e do aumento dos custos dos cuidados prolongados. De facto, o Relatório sobre o Envelhecimento de 2015 da Comissão Europeia projecta que os custos totais relacionados com o envelhecimento aumentem de 26.8% do PIB em 2013 para 28.3% do PIB em 2060. Este aumento deve-se sobretudo a fatores demográficos, que deverão quase duplicar o rácio de dependência da terceira idade (isto é, a percentagem da população com idade igual ou superior a 65 anos em relação à população em idade ativa (com idades entre os 15 e os 64)) para um valor superior a 50% até 2060. A fim de contextualizar os custos do envelhecimento, convém ter presente que

estas projeções estão sujeitas a riscos adversos substanciais, uma vez que se baseiam parcialmente em pressupostos económicos e demográficos subjacentes muito favoráveis<sup>11</sup>. No seu Relatório de Sustentabilidade Orçamental (*Fiscal Sustainability Report*), a Comissão Europeia confirmou que os riscos de sustentabilidade orçamental são consideráveis em diversos países da área do euro a médio e longo prazo, não se assumindo outras alterações nas políticas. Além disso, a análise sublinha a importância do cumprimento na íntegra do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) para a estabilização ou mesmo redução dos rácios da dívida dos países atualmente com níveis da dívida elevados.

## São necessários mais esforços orçamentais em vários países

Durante 2015, um conjunto de governos enfrentaram o desafio de calibrar cuidadosamente a respetiva orientação de política orçamental, a fim de encontrar um equilíbrio entre reduzir os seus elevados níveis de dívida e não prejudicar a recuperação económica, cumprindo simultaneamente os requisitos do PEC na íntegra. Para um conjunto de países da área do euro, foram identificados desvios de consolidação consideráveis face aos requisitos do PEC em 2015 e a mais longo

<sup>11</sup> Ver a caixa intitulada "Relatório de 2015 sobre o envelhecimento demográfico: quão oneroso será o envelhecimento na Europa?", *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2015.

prazo, o que exige esforços orçamentais adicionais. A Comissão Europeia publicou a respetiva avaliação dos projetos de planos orçamentais para 2016 face aos requisitos do PEC em 17 de novembro de 2015<sup>12</sup>. Concluiu que, dos 16 planos orçamentais, apenas cinco (os da Alemanha, Estónia, Luxemburgo, Países Baixos e Eslováquia) cumpriam o PEC na íntegra. Sete (os da Bélgica, Irlanda, França, Letónia, Malta, Eslovénia e Finlândia) foram considerados “globalmente conformes”, uma vez que era provável que os objetivos do défice global fossem cumpridos, embora os esforços estruturais esperados não tenham cumprido os requisitos, e quatro (os de Espanha, Itália, Lituânia e Áustria) foram considerados como estando em “risco de incumprimento” do PEC.

Em 23 de novembro, o Eurogrupo instou os países em risco de incumprimento a tomarem as medidas adicionais necessárias para fazer face aos riscos identificados pela Comissão.

É importante que a consolidação orçamental seja favorável ao crescimento. Do lado da despesa, a reavaliação de despesa é uma via promissora para identificar direitos que não constituam necessariamente aumentos de assistência social. Do lado da receita, incentivar o sistema fiscal a ser mais favorável ao crescimento e limitar a evasão fiscal são importantes áreas de reforma em vários países. Em particular, a redução da carga fiscal sobre o trabalho pode ter efeitos positivos em termos de crescimento e de emprego.

## A implementação de reformas estruturais permaneceu lenta em 2015

Embora a recuperação económica tenha prosseguido a ritmos diferentes entre países da área do euro, os esforços para suportar o lado da oferta e aumentar a resiliência económica foram geralmente limitados em 2015. O ritmo de implementação de reformas estruturais permaneceu lento, como em 2014. Tal ocorreu apesar das alterações introduzidas no Semestre Europeu de 2015, que procuraram aumentar a apropriação de reformas e apoiar os esforços de implementação. Em várias áreas de política, os esforços centraram-se no fortalecimento das condições de enquadramento (em particular, através de melhorias nos quadros em matéria de insolvência), em tornar as políticas ativas do mercado de trabalho mais eficientes e em reduzir a carga fiscal sobre o trabalho. Foram dedicados menos esforços à redução da proteção e ao aumento da concorrência em setores de serviços protegidos, a fim de melhorar a administração pública e aumentar a flexibilidade dos salários.

O Quadro 1 mostra os progressos alcançados na implementação das REP para 2015. Mostra que houve apenas progressos limitados na implementação de muitas das recomendações. A implementação foi particularmente fraca nos vários países da área do euro, com progressos limitados na maioria das áreas na Alemanha,

---

<sup>12</sup> Para uma análise da avaliação da Comissão, ver a caixa intitulada “Revisão dos projetos de planos orçamentais para 2016”, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2015.

Lituânia, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria e Eslováquia. Entre os países da área do euro com desequilíbrios excessivos, tal como identificado pela Comissão Europeia em 2015, Itália registou uma taxa de implementação relativamente mais elevada do que Portugal e França.

## Quadro 1

Avaliação da implementação das recomendações específicas por país referentes a 2015 realizada pela Comissão Europeia

Recomendações relativas a reformas	BE	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
1	Amarelo	Vermelho	Cinza	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Cinza	Vermelho	Vermelho	Cinza	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Cinza
2	Amarelo	Vermelho	Amarelo	Verde	Amarelo	Amarelo	Amarelo	Amarelo	Vermelho	Vermelho	Amarelo	Amarelo	Vermelho	Amarelo	Amarelo	Vermelho	Amarelo
3	Vermelho	Vermelho	Amarelo	Verde	Amarelo	Amarelo	Verde	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Amarelo	Vermelho	Vermelho	Verde	Verde	Vermelho	Amarelo
4	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Verde	Vermelho	Verde	Verde	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Amarelo	Vermelho	Vermelho	Verde	Verde	Vermelho	Amarelo
5	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Verde	Vermelho	Verde	Verde	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
6	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Verde	Vermelho	Verde	Verde	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Vermelho	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde

	= plenamente executada
	= progressos substanciais
	= alguns progressos
	= progressos limitados
	= ausência de progressos

Fonte: Comissão Europeia, 2016, relatórios por país.

Notas: As seguintes categorias são utilizadas para avaliar os progressos realizados na implementação das REP para 2015: "Ausência de progressos": o Estado-Membro não anunciou nem adotou quaisquer medidas em resposta à REP. Esta categoria também se aplica nos casos em que um Estado-Membro encarregou um grupo de estudo de avaliar possíveis medidas. "Progressos limitados": o Estado-Membro anunciou algumas medidas em resposta à REP, mas são insuficientes e/ou a sua adoção/implementação está em risco. "Alguns progressos": o Estado-Membro anunciou ou adotou medidas em resposta à REP. Estas medidas são promissoras, mas nem todas foram implementadas e a sua execução não é um dado adquirido em todos os casos. "Progressos substanciais": o Estado-Membro adotou medidas, a maioria das quais já foi implementada. Estas medidas contribuem de forma substancial para abordar as questões colocadas na REP. "Plenamente executada": o Estado-Membro adotou e aplicou medidas que dão resposta adequada à REP. As áreas a cinzento referem-se a reformas relacionadas com o cumprimento do PEC que não foram avaliadas nos relatórios por país. Chipre e Grécia não foram incluídos no Semestre Europeu em 2015 por estarem envolvidos em programas de ajustamento macroeconómico, não tendo, por conseguinte, recebido REP.

## É necessária uma implementação mais rigorosa das reformas estruturais a fim de fomentar o crescimento do PIB de forma permanente

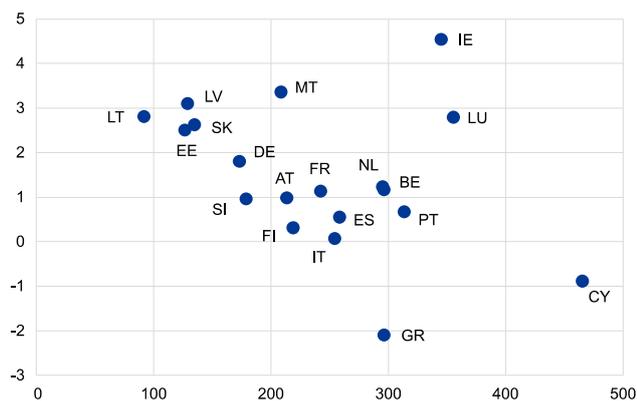
No contexto de uma implementação de reformas lenta, alguns países da área do euro ainda apresentam um considerável desfasamento em relação aos países com o melhor desempenho em termos de estruturas que aumentem a resiliência e afetem as perspetivas de crescimento a longo prazo, o que é evidente no que se refere ao quadro empresarial e regulamentar, bem como aos mercados do produto e de trabalho. Estes desfasamentos realçam um potencial que poderia ser aproveitado através da implementação de reformas estruturais. Uma vez que muitas economias ainda estão longe de cumprir as melhores práticas, os ganhos resultantes das reformas estruturais poderiam ser consideráveis. Por exemplo, na publicação do Grupo do Banco Mundial *Doing Business*, apenas um país da área do euro surge entre os dez países com o melhor desempenho. A desaceleração da implementação das reformas em 2014 e 2015 sublinha a necessidade de um ímpeto reformista mais forte que sustente a recuperação cíclica e aumente o potencial de crescimento. Este ímpeto poderia ser apoiado por uma governação mais forte das reformas estruturais e um maior compromisso por parte dos países da área do euro

de tirarem partido do contexto de taxas de juro baixas para operar uma verdadeira alteração estrutural nas respetivas economias.

## Gráfico 22

### Crescimento potencial médio face à dívida pública e privada

(eixo dos x: dívida consolidada dos setores público e privado, T2 2015, percentagem do PIB; eixo dos y: crescimento médio do produto potencial, 2016-2017)



Fontes: Eurostat e Comissão Europeia.

Um baixo crescimento da produtividade, elevadas taxas de desemprego e, em alguns países, elevados desequilíbrios de *stock*, como elevados níveis de dívida e disponibilidades líquidas sobre o exterior negativas, colocam riscos para uma recuperação económica sustentável e exigem medidas de política (ver, por exemplo, o Gráfico 22). As estimativas disponíveis de diversas instituições internacionais (por exemplo, a Comissão Europeia, o FMI e a OCDE) sugerem que o crescimento da produtividade total dos fatores permanecerá abaixo de 1% nos próximos três a cinco anos na maioria dos países da área do euro. Se as reformas estruturais forem credíveis, escolhidas cuidadosamente e bem concebidas, os seus efeitos positivos podem rapidamente gerar resultados (por exemplo, ao impulsionar a confiança), apoiando, assim, a recuperação<sup>13</sup>. Em muitos países, ainda são necessárias reformas nos mercados do produto e de

trabalho, bem como no quadro empresarial e regulamentar.

A experiência passada mostra que os desafios à implementação das reformas variam entre áreas de política. Esta pode ser uma das razões pelas quais a implementação de reformas nos mercados do produto está desfasada das reformas em outras áreas, como, por exemplo, o mercado de trabalho. Contudo, as reformas nos mercados do produto que facilitam a entrada em setores protegidos podem contribuir significativamente para melhorar a capacidade de ajustamento na área do euro. É necessário implementar reformas abrangentes que aumentem a concorrência em profissões reguladas no comércio a retalho e nos setores que operam em rede, uma vez que são necessários mercados abertos e competitivos para promover uma eficiente afetação de recursos e estimular o investimento, o qual permanece em níveis muito baixos. Níveis de investimento mais elevados e uma afetação mais eficiente de recursos poderiam igualmente ser apoiados através da desburocratização do quadro empresarial, do aumento da eficiência do sistema judicial, da melhoria do enquadramento regulamentar e do reforço dos quadros em matéria de insolvência e dos instrumentos de resolução. Além disso, persiste uma significativa divergência no funcionamento do mercado de trabalho na área do euro. É necessário continuar a implementação de políticas que melhorem a qualidade da oferta de trabalho e facilitem a transição do desemprego ou da inatividade para

<sup>13</sup> Ver Anderson, D. Barkbu, B., Lusinyan, L. e Muir, D., "Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth", *Jobs and Growth: Supporting the European Recovery*, FMI, 2013, que mostra a dinâmica do PIB positiva de curto prazo para a área do euro.

o emprego e garantir um melhor equilíbrio nos ajustamentos da legislação laboral entre flexibilidade e segurança<sup>14</sup>.

No seguimento da publicação do Relatório dos Cinco Presidentes, foram tomadas medidas no sentido de estimular a implementação das reformas e aumentar a apropriação das mesmas. Em particular, a Comissão emitiu uma recomendação de Recomendação do Conselho relativa à criação de conselhos nacionais da competitividade na área do euro. Estes conselhos podem facilitar a compreensão dos fatores que determinam a competitividade em cada país e na área do euro. Contudo, o seu papel e impacto no sentido de estimular a implementação de reformas dependerão da sua total independência e do respetivo mandato<sup>15</sup>.

## 2 Política monetária num período de grandes desafios

### 2.1 Perspetivas de inflação problemáticas exigiram novas medidas decisivas do BCE

No início de janeiro de 2015, o Conselho do BCE procedeu a uma reavaliação aprofundada das perspetivas de evolução dos preços e do estímulo monetário obtido com as medidas implementadas desde meados de 2014. A dinâmica da inflação continuou a ser mais fraca do que o esperado, num contexto em que a margem disponível na economia permaneceu considerável e em que a evolução da moeda e do crédito se manteve comedida. Refletindo estas condições, as medidas das expectativas de inflação baseadas no mercado tinham registado uma descida em diferentes horizontes, e a maioria dos indicadores da inflação observada e esperada situavam-se nos seus mínimos históricos ou próximo destes. O Conselho do BCE viu-se, assim, confrontado com riscos acrescidos de um período prolongado de inflação excessivamente baixa e, possivelmente, negativa. As medidas de política monetária acionadas (em particular, as ORPA direcionadas), o programa de compra de instrumentos de dívida titularizados (*asset-backed securities purchase programme* – ABSPP) e o terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes (*third covered bond purchase programme* – CBPP3), em conjugação com as indicações sobre a orientação futura da política monetária previamente fornecidas) estavam já a gerar um grau de transmissão satisfatório, tendo os custos do endividamento do setor privado começado a descer de forma convincente nos meses de verão. No entanto, dado, por um lado, o desvio cada vez maior entre a inflação observada e esperada e, por outro, os níveis de inflação que o Conselho do BCE considerou compatíveis com o seu objetivo de médio prazo, o impacto quantitativo dessas medidas no balanço do Eurosistema e, por conseguinte, na

<sup>14</sup> Ver o artigo intitulado “[Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts](#)”, *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2015.

<sup>15</sup> Ver a comunicação da Comissão Europeia “[sobre as medidas a adotar com vista à conclusão da União Económica e Monetária](#)”, de 21 de outubro de 2015, e a caixa intitulada “[A criação de conselhos de competitividade no contexto de esforços no sentido de uma verdadeira união económica](#)”, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2015.

orientação da política monetária foi avaliado como insuficiente para assegurar um regresso da inflação a níveis próximos de 2% no médio prazo. Face a este enquadramento, justificava-se uma resposta vigorosa da política monetária.

Com as taxas de juro diretas já no seu limite inferior efetivo ou próximo deste, em 22 de janeiro de 2015, o Conselho do BCE decidiu expandir o APP, iniciado em outubro de 2014, de modo a incluir títulos com grau de qualidade de investimento (classificação de *investment-grade*) denominados em euros emitidos por administrações centrais e determinados organismos (definidos como “agências”) estabelecidos na área do euro e instituições europeias. O valor combinado mensal das aquisições de títulos dos setores privado e público, realizadas ao abrigo deste programa alargado, ascenderia a €60 mil milhões. As aquisições pelo Eurosistema de ativos do setor público no mercado secundário começaram em março de 2015, devendo decorrer até ao final de setembro de 2016 e, em qualquer caso, até o Conselho do BCE considerar que se verifica um ajustamento sustentado da trajetória da inflação, compatível com o objetivo de alcançar taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Além disso, decidiu-se alterar a taxa das restantes seis ORPA direcionadas e eliminar o diferencial de 10 pontos base acima da taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento (OPR) que tinha sido aplicado nas duas primeiras ORPA direcionadas.

O APP e as ORPA direcionadas, a par da taxa de juro negativa da facilidade permanente de depósito, produziram resultados tangíveis, designadamente ao melhorarem as condições de financiamento defrontadas pelas empresas – incluindo pequenas e médias empresas (PME) – e pelas famílias (ver a Secção 1.2 do Capítulo 1). Ao tornarem o crédito mais acessível para a economia, estimularam a procura de crédito. Ao comprimirem a rendibilidade corrigida do risco que os bancos podem auferir em títulos, instigaram os bancos a diversificar os riscos em favor dos empréstimos, o que apoiou a procura de crédito. Como consequência, a despesa foi mais robusta do que sucederia caso contrário, o que gerou taxas de crescimento real do PIB e de inflação mais elevadas (ver Caixa 6).

Graças ao reforço do estímulo proporcionado pela política monetária, à confiança acrescida e ao impacto favorável dos preços baixos dos produtos energéticos no rendimento disponível, a recuperação económica ganhou dinamismo no primeiro semestre do ano. As expectativas de inflação aumentaram visivelmente face aos mínimos atingidos no mês que antecedeu a decisão de janeiro.

Contudo, a partir de junho e durante a maior parte do terceiro trimestre, as condições de financiamento e o sentimento económico deterioraram-se de novo, durante algum tempo devido à maior volatilidade financeira, relacionada com as difíceis negociações do pacote de assistência macroeconómica à Grécia, mas principalmente devido às preocupações crescentes e persistentes com o estado da economia mundial. O decréscimo concomitante da confiança, juntamente com uma procura externa fraca, afetou o ritmo da retoma, que desacelerou no terceiro trimestre. Simultaneamente, as tendências descendentes renovadas da inflação importada, associadas à contração económica em várias economias emergentes importantes, abrandaram o processo através do qual a inflação estava a registar uma pequena subida e se podia esperar que normalizasse no médio prazo.

**Quadro 2**  
Evolução das projeções macroeconómicas dos especialistas do BCE/Eurosistema

(taxas de variação homólogas (%))

Projeções/Horizonte	PIB real			IHPC		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Dezembro de 2014	1.0	1.5		0.7	1.3	
Março de 2015	1.5	1.9	2.1	0.0	1.5	1.8
Junho de 2015	1.5	1.9	2.0	0.3	1.5	1.8
Setembro de 2015	1.4	1.7	1.8	0.1	1.1	1.7
Dezembro de 2015	1.5	1.7	1.9	0.1	1.0	1.6

Fonte: Eurosistema.

Em termos gerais, a evolução ao longo do verão de 2015 refletiu-se em revisões em

baixa consideráveis das perspectivas de referência para o crescimento e a inflação nas projeções elaboradas pelos especialistas do BCE e do Eurosistema (ver Quadro 2). Considerou-se igualmente que os riscos em sentido descendente para as perspectivas tinham aumentado, espelhando sobretudo a incerteza acerca da economia mundial, bem como a maior volatilidade nos mercados financeiros, cambiais e de matérias-primas. Nestas circunstâncias, ao seguir de perto a informação que ia sendo disponibilizada e, em especial, as implicações para a orientação da política monetária da reavaliação do risco nos mercados financeiros, o Conselho do

BCE considerou que a incerteza era demasiado elevada para proporcionar uma base suficientemente sólida para decidir se se justificava, ou não, uma maior acomodação. Por conseguinte, na reunião de política monetária de outubro, anunciou que iria proceder a uma análise aprofundada da força e persistência dos fatores que estavam a travar o regresso da inflação a níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo e que, na seguinte reunião de política monetária em dezembro, reexaminaria o grau de acomodação da política monetária, assim como a eficácia e a suficiência dos instrumentos de política monetária acionados. A comunicação após a reunião de outubro provocou uma reação significativa do mercado e o retorno das condições de financiamento aos níveis mais favoráveis registados em princípios de 2015, quando tiveram início as compras de ativos ao abrigo do APP alargado.

Na sua reunião no início de dezembro, o Conselho do BCE decidiu recalibrar o grau de acomodação monetária à luz do objetivo de manutenção da estabilidade de preços. As projeções macroeconómicas de dezembro de 2015 dos especialistas do Eurosistema, que em certa medida incorporavam a evolução favorável dos mercados financeiros, registada após a reunião de política monetária de outubro, indicavam que demoraria muito mais do que o antecipado no princípio do ano até a inflação passar para níveis considerados pelo Conselho do BCE como suficientemente próximos de 2% e que os riscos em sentido descendente para as perspectivas de inflação tinham aumentado. Por um lado, os preços fracos das matérias-primas estavam a contribuir para uma inflação baixa e, por outro, esperava-se que a grande margem disponível na economia e os fatores adversos do enquadramento externo continuariam a afetar as pressões internas sobre os preços. Justificava-se, portanto, novas medidas de política monetária, com vista a evitar o risco de efeitos de segunda ordem e a garantir o regresso das taxas de inflação a níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

Na sua reunião em dezembro, o Conselho do BCE decidiu: i) reduzir a taxa de juro da facilidade permanente de depósito em 10 pontos base, passando esta para -0.30%, e manter as taxas de juro das operações principais de refinanciamento e da facilidade permanente de cedência de liquidez inalteradas em, respetivamente, 0.05% e 0.30%; ii) alargar o período de compras mensais de ativos no montante de

€60 mil milhões ao abrigo do APP até ao final de março de 2017, ou até mais tarde, se necessário, e em qualquer caso até o Conselho do BCE considerar que se verifica um ajustamento sustentado da trajetória da inflação, compatível com o objetivo de obter taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo;

- iii) reinvestir os pagamentos de capital dos títulos adquiridos no âmbito do APP, à medida que esses títulos atinjam o prazo de vencimento e enquanto for necessário;
- iv) incluir instrumentos de dívida transacionáveis denominados em euros, emitidos por administrações regionais e locais situadas na área do euro, na lista de ativos elegíveis para compras regulares pelos respetivos bancos centrais nacionais (BCN);
- e v) continuar a conduzir as OPR e as ORPA com prazo de 3 meses sob a forma de procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total, enquanto tal se revelar necessário e, pelo menos, até ao final do último período de manutenção de reservas de 2017.

As novas medidas visavam assegurar a continuação de condições financeiras acomodáticas e reforçar ainda mais o impacto substancial das medidas tomadas desde junho de 2014 em termos de redução da restritividade monetária. Esperava-se também que reforçassem o dinamismo da retoma da área do euro e aumentassem a sua resiliência face aos choques económicos mundiais.

Nomeadamente, espera-se que o prolongamento até ao final de março de 2017 do período de compras de ativos pelo Eurosistema ao abrigo do APP e a decisão de reinvestir os pagamentos de capital dos títulos adquiridos à medida que estes vencem, durante o tempo necessário, proporcionem cerca de €680 mil milhões de liquidez adicional até 2019, comparativamente à situação que prevaleceria sob as políticas anteriores. Tal reforçará as indicações do BCE sobre a evolução futura das suas taxas de juro e assegurará que as condições de liquidez permaneçam muito favoráveis no longo prazo.

O Conselho do BCE acompanha continuamente as condições económicas e financeiras, tendo deixado claro que, caso estas condições se alterem, tornando necessário nova resposta no sentido de preservar um grau adequado de acomodação monetária, mantém a disponibilidade e a capacidade para atuar, utilizando todos os instrumentos de que dispõe no âmbito do seu mandato, a fim de garantir o regresso da inflação ao objetivo visado, sem demoras injustificadas. O Conselho do BCE lembrou, em especial, que o APP é suficientemente flexível em termos de ajustamento da dimensão, composição e duração.

## Caixa 6

### A transmissão das medidas de política monetária aos mercados financeiros e à economia real

---

A repercussão das medidas de política monetária implementadas desde junho de 2014 na economia da área do euro foi pronunciada<sup>16</sup>. O estímulo introduzido levou a uma redução significativa da restritividade das condições de financiamento da economia e tem sido um dos principais fatores a apoiar a recuperação da área do euro, a ajudar a impedir a desinflação e a reconduzir a inflação para níveis abaixo, mas próximo de 2%. A presente caixa resume a evidência da transmissão das medidas do BCE<sup>17</sup>.

Foram vários os canais de transmissão envolvidos<sup>18</sup>. Em primeiro lugar, as medidas não convencionais melhoraram as condições de financiamento do setor privado não financeiro ao diminuir a restritividade das condições de refinanciamento dos bancos e ao promoverem a disponibilização de crédito, encorajando desse modo a contração de empréstimos e as despesas de investimento e de consumo (canal de transmissão direta). Em segundo lugar, as taxas de rendibilidade de um conjunto alargado de ativos foram reduzidas, o que levou a que o estímulo fosse transmitido de forma mais generalizada à economia (canal de reequilíbrio de carteiras). Em terceiro lugar, a aplicação de medidas não convencionais, em particular as que tiveram um efeito considerável no balanço do banco central, sublinharam o compromisso do BCE para com o seu mandato de manutenção da estabilidade de preços (canal de sinalização).

#### Impacto nos ativos financeiros de referência

O impacto nos mercados financeiros das medidas anunciadas desde junho de 2014 é o primeiro elo da cadeia de transmissão dos impulsos da política monetária à economia real e, conseqüentemente, à inflação<sup>19</sup>. As operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas) e o programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), a par da taxa de juro negativa da facilidade permanente de depósito, tiveram um efeito de redução substancial da restritividade numa grande variedade de segmentos dos mercados financeiros. Em especial, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas foram comprimidas pelas compras de ativos e através do canal de reequilíbrio de carteiras. As aquisições de ativos pelo BCE, em conjunto com as suas indicações sobre a orientação futura da política monetária, contribuíram para uma redução do montante médio do risco de duração das carteiras do setor privado, o que, por seu turno, provocou um decréscimo do preço cobrado pelos investidores por financiamento a mais longo prazo – o prémio de prazo. Além disso, as repercussões nas taxas de rendibilidade de ativos não abrangidos, como, por exemplo, as obrigações emitidas por sociedades financeiras e não financeiras, resultaram numa redução significativa dos diferenciais de crédito no mesmo período. Tais repercussões, em conjunto com taxas de desconto mais baixas, devido à descida das taxas

---

<sup>16</sup> Ver também Altavilla, C., Carboni, C. e Motto, R., “Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area”, *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1864, BCE, novembro de 2015.

<sup>17</sup> Para uma análise mais abrangente da evidência, consultar o artigo intitulado “The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures”, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, e a bibliografia nele referida.

<sup>18</sup> Para mais pormenores, ver o artigo intitulado “The role of the central bank balance sheet in monetary policy”, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2015.

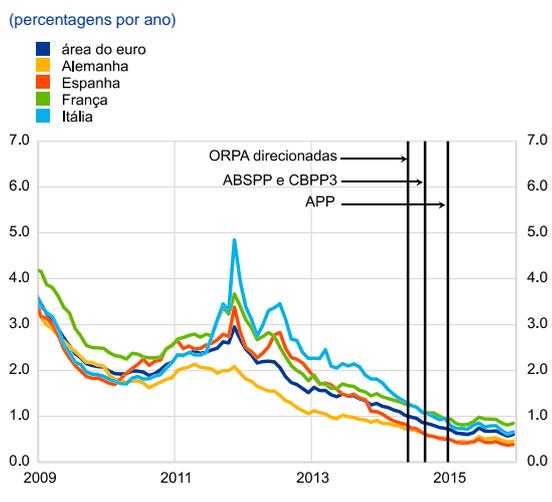
<sup>19</sup> Ver o artigo intitulado “The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures”, *Boletim Económico*, Número 7, BCE e, em particular, a Caixa 2, para mais pormenores e alguma evidência baseada na metodologia de estudo de evento.

de rentabilidade das obrigações, também contribuíram para as pressões em sentido ascendente sobre os preços das ações. A expectativa, o anúncio e a aplicação das medidas de política monetária, incluindo as três reduções, desde meados de 2014, da taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito, concorreram também para uma depreciação da taxa de câmbio efetiva nominal do euro, na medida em que os investidores procederam a um reajustamento das suas carteiras, favorecendo ativos mais rentáveis de fora da área do euro em detrimento de instrumentos de rendimento fixo da área do euro com menor rentabilidade.

## Custos do financiamento dos bancos com base no mercado

### Gráfico A

Custo composto do financiamento dos bancos através de depósitos e de obrigações



Fontes: BCE, Merrill Lynch, Thomson Reuters e cálculos do BCE.  
 Notas: Média de taxas de depósito de novas operações e custo do financiamento por dívida de mercado ponderada pelos respetivos saldos. As linhas verticais correspondem às datas de anúncio das medidas em causa.

do custo composto do financiamento por dívida dos bancos nos vários países da área do euro (ver Gráfico A)<sup>20</sup>.

As medidas de política monetária reduziram substancialmente os custos do financiamento dos bancos com base no mercado – um elemento essencial da cadeia de transmissão numa economia assente no sistema bancário. Primeiro, fizeram-no diretamente ao permitirem a substituição de fontes de financiamento mais onerosas e de mais curto prazo por financiamento através das ORPA direcionadas. Segundo, fizeram-no indiretamente através da compressão substancial das taxas de rentabilidade de médio e de longo prazo de um conjunto alargado de ativos financeiros, incluindo instrumentos de financiamento bancário. Estas melhorias resultaram numa redução mais generalizada da restritividade das condições de financiamento, aplicável aos bancos independentemente do volume do seu recurso às operações de crédito do Eurosistema (incluindo ORPA direcionadas), como evidenciado pela descida acentuada

## Condições de financiamento dos bancos

A redução substancial da restritividade das condições de financiamento dos bancos, no contexto de uma maior concorrência entre os mutuantes<sup>21</sup>, melhorou a transmissão das medidas do BCE às condições de concessão de crédito bancário e reduziu a fragmentação nos países da área do euro.

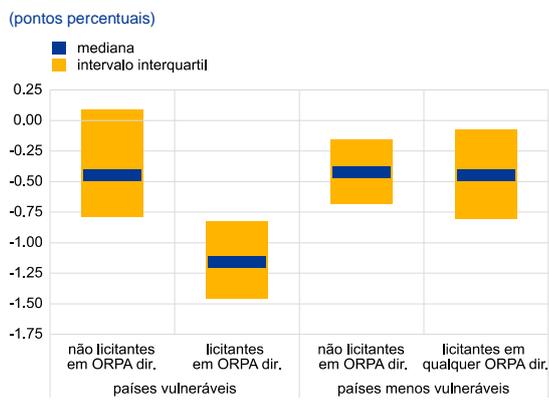
<sup>20</sup> O papel das medidas não convencionais do BCE como fator impulsionador destes desenvolvimentos é confirmado pelas respostas dos bancos ao inquérito sobre o mercado de crédito na área do euro. Na avaliação do financiamento no mercado, cerca de um quarto dos inquiridos no inquérito de julho de 2015 indicou que as ORPA direcionadas contribuíram para uma redução da restritividade das condições enfrentadas. O impacto positivo é ainda mais generalizado em relação ao APP, tendo quase metade dos bancos participantes no inquérito de abril de 2015 identificado um efeito positivo nas condições de financiamento no mercado.

<sup>21</sup> Como indicado pelas respostas dos bancos ao inquérito sobre o mercado de crédito da área do euro, entre os fatores que afetam os critérios aplicados pelos bancos na concessão de crédito, a concorrência foi o principal fator impulsionador da redução da restritividade dos critérios de concessão de empréstimos às empresas.

Antes das medidas tomadas a partir de junho de 2014, grande parte da redução das taxas de juro diretoras do BCE – 125 pontos base, em termos acumulados, entre setembro de 2011 e junho de 2014 – refletiu-se de forma incompleta e irregular na descida da taxa de juro ativa mediana. Desde a primavera de 2014, as medidas adotadas pelo BCE contribuíram para um decréscimo significativo das taxas de juro ativas dos bancos. Com efeito, enquanto as taxas de juro diretoras do BCE foram reduzidas em 20 pontos bases entre junho e setembro de 2014, as taxas de juro cobradas pelos bancos às sociedades não financeiras da área do euro diminuíram cerca de 80 pontos base até outubro de 2015. Estimativas de especialistas do BCE sugerem que, partindo das regularidades anteriores observadas antes da crise, para alcançar um efeito semelhante nas taxas de juro aplicadas aos empréstimos às empresas, seria necessário uma redução das taxas diretoras em cerca de 100 pontos base. Tal indica que o APP e as ORPA direcionadas também apoiaram a transmissão da orientação da política monetária do BCE.

### Gráfico B

Variações das taxas de juro ativas aplicadas a empréstimos a sociedades não financeiras



Fonte: BCE.

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

A transmissão da orientação da política monetária do BCE melhorou, em particular, nos países mais afetados pela crise, refletindo uma diminuição da fragmentação. Efetivamente, após as medidas de política monetária adotadas pelo BCE a partir de junho de 2014, os decréscimos das taxas de juro ativas bancárias aplicadas a empréstimos a sociedades não financeiras foram substancialmente mais elevados (em cerca de 110-140 pontos base) nos países de maior dimensão mais afetados pela crise. Tal pode estar, em parte, associado aos efeitos das ORPA direcionadas, na medida em que, em termos de mediana, os bancos localizados nesses países que participaram em, pelo menos, uma das primeiras quatro ORPA direcionadas reduziram as respetivas taxas de juro ativas mais do que os bancos não participantes (ver Gráfico B). Ao mesmo tempo,

aparentemente, a participação nas ORPA direcionadas não afetou de forma sistemática as taxas de juro ativas bancárias em outros países, sobretudo porque a transmissão das alterações das taxas de juro diretoras do BCE decorreu globalmente em linha com as regularidades anteriores observadas nas economias em questão<sup>22</sup>. Em geral, a análise feita pelos especialistas do BCE corrobora que o impacto direto das ORPA direcionadas e os efeitos indiretos das ORPA direcionadas e do APP nas taxas de rendibilidade das obrigações contribuíram para a queda registada nas taxas de juro ativas. Os efeitos indiretos foram reforçados pelo impacto benéfico das taxas de rendibilidade de longo prazo mais baixas nas perspetivas macroeconómicas e, por conseguinte, na componente de crédito incorporada nas taxas de juro ativas bancárias.

<sup>22</sup> Contudo, o recurso às ORPA direcionadas aumentou também entre os bancos de outros países durante o episódio de reavaliação do risco nos mercados obrigacionistas entre abril e junho de 2015, quando o financiamento com base no mercado passou a ser mais dispendioso. É possível que tal tenha amortecido o aumento da restritividade das condições de financiamento dos bancos no mercado.

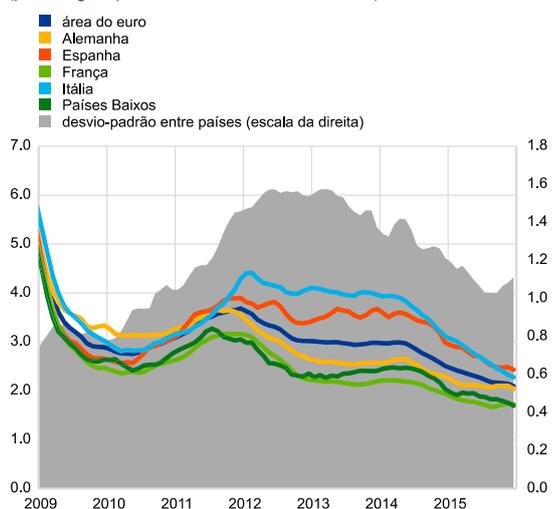
## Volume de empréstimos

As ORPA direcionadas e o APP estão a traduzir-se em melhorias das condições de oferta e de procura de crédito, apoiando assim a recuperação gradual do volume de empréstimos às sociedades não financeiras e às famílias (ver Gráficos C e D e Secção 1.5 do Capítulo 1). A oferta de crédito aumentou face à melhoria das condições de financiamento dos bancos e à maior atratividade da concessão de empréstimos, na medida em que a descida das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida soberana levou a um enviesamento da rendibilidade dos ativos corrigida do risco em favor dos empréstimos<sup>23</sup>. Do mesmo modo, a procura de crédito continuou a aumentar, apoiada por taxas de juro ativas mais baixas, critérios de concessão de crédito menos restritivos e crescentes necessidades de financiamento para fins de investimento.

### Gráfico C

Taxas de juro ativas bancárias compósitas aplicadas a empréstimos a sociedades não financeiras

(percentagens por ano; médias móveis de 3 meses)



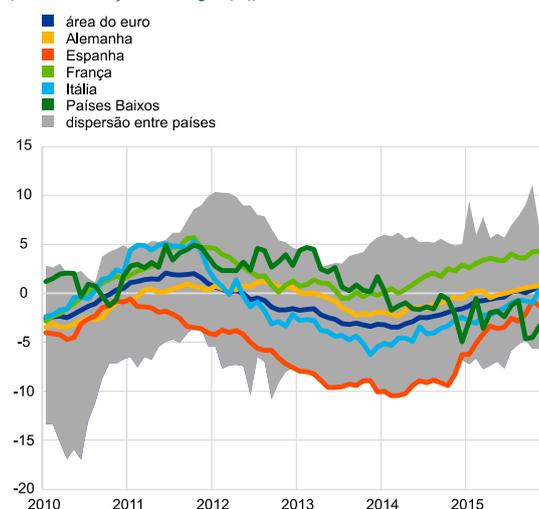
Fonte: BCE e cálculos do BCE.

Notas: O indicador para o custo total do financiamento bancário é calculado através da agregação das taxas de curto e de longo prazo, utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes de novas operações. O desvio-padrão entre países é calculado para uma amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a outubro de 2015.

### Gráfico D

Empréstimos de IFM a sociedades não financeiras em determinados países da área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

Notas: Dados corrigidos de vendas e titularização de empréstimos. A dispersão entre países é calculada como o intervalo mínimo/máximo para uma amostra fixa de 12 países da área do euro. A última observação refere-se a setembro de 2015.

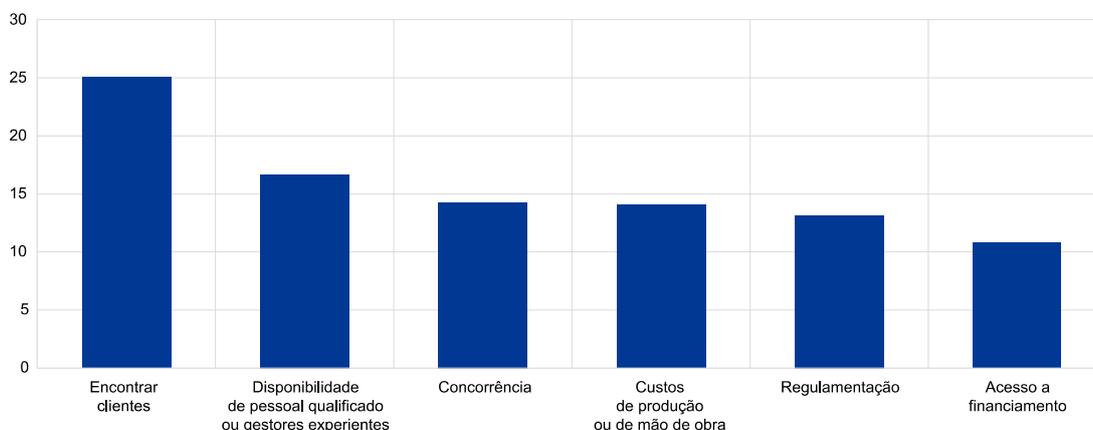
As medidas do BCE afetaram até pequenas empresas, tipicamente mais difíceis de alcançar pela política monetária. No inquérito do BCE de dezembro de 2015 sobre o acesso das empresas a financiamento, foram menos as PME que reportaram que o crédito tinha sido um fator restrigente da sua atividade, embora persistam diferenças consideráveis entre países (ver Gráfico E).

<sup>23</sup> Na resposta ao inquérito sobre o mercado de crédito da área do euro de julho de 2015, os bancos indicaram que, na sua expectativa, uma proporção maior dos fundos obtidos nas ORPA direcionadas seria utilizada para conceder empréstimos e uma proporção menor para a aquisição de outros ativos. De igual modo, um grande número dos inquiridos no inquérito de abril de 2015 declarou que pretendia utilizar a liquidez adicional proporcionada pelo APP para conceder empréstimos.

## Gráfico E

### Problemas mais importantes enfrentados pelas PME da área do euro

(percentagem de inquiridos)

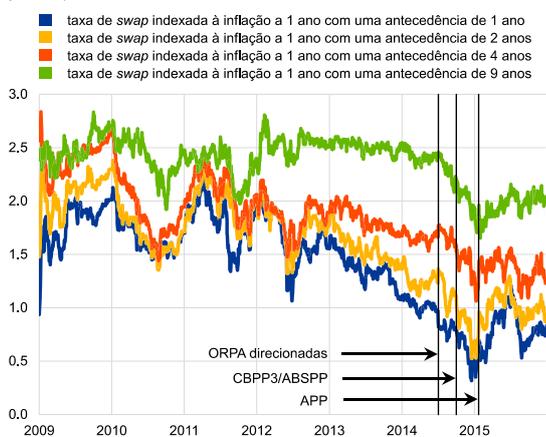


Fonte: Resultados do inquérito do BCE sobre o acesso das empresas a financiamento na área do euro, dezembro de 2015.

## Gráfico F

### Expetativas de inflação baseadas no mercado

(taxas implícitas a prazo dos swaps indexados à inflação, em percentagem por ano)



Fontes: Reuters e cálculos do BCE.

Nota: A última observação refere-se a 19 de novembro de 2015.

## Impacto na economia

Em termos gerais, a evidência confirma que as medidas de política monetária do BCE têm vindo a proporcionar benefícios tangíveis. As medidas anunciadas desde junho de 2014 desencadearam uma revisão em baixa das expetativas do mercado quanto às taxas de juro de curto prazo futuras. Num enquadramento em que uma nova queda dos preços do petróleo aumentou os riscos de uma tendência descendente mais persistente da inflação no médio prazo, as medidas do BCE contribuíram para conter a descida das medidas das expetativas de inflação baseadas no mercado (ver Gráfico F). Assim, em conjunto com as taxas de rendibilidade nominais mais baixas das obrigações, contribuíram para uma redução das

taxas de juro reais e uma menor restritividade da orientação da política monetária, no sentido de apoiar a recuperação da área do euro e de reconduzir a inflação a níveis abaixo, mas próximo, de 2%.

Com efeito, estimativas empíricas realizadas a nível do Eurosistema<sup>24</sup> sugerem que, na ausência das medidas do BCE, a inflação seria meio ponto percentual mais baixa em 2016 e cerca de um

<sup>24</sup> Estas estimativas baseiam-se num conjunto de modelos, incluindo modelos de séries cronológicas, modelos macrofinanceiros e modelos dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral (*dynamic stochastic general equilibrium*), segundo os quais o APP afeta a inflação e o crescimento sobretudo através do canal de duração das obrigações, contribuindo desse modo para uma menor inclinação da curva de rendimentos, assim como através dos canais da taxa de câmbio e do crédito, de acordo com um subconjunto de modelos.

terço de um ponto percentual mais baixa em 2017. O impacto no PIB é também considerável, estimando-se que as medidas do BCE elevem o PIB em quase 1 ponto percentual nos anos de 2015 a 2017.

## 2.2 O programa de compra de ativos e as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas foram implementados com sucesso em 2015

### Volume de aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos alargado

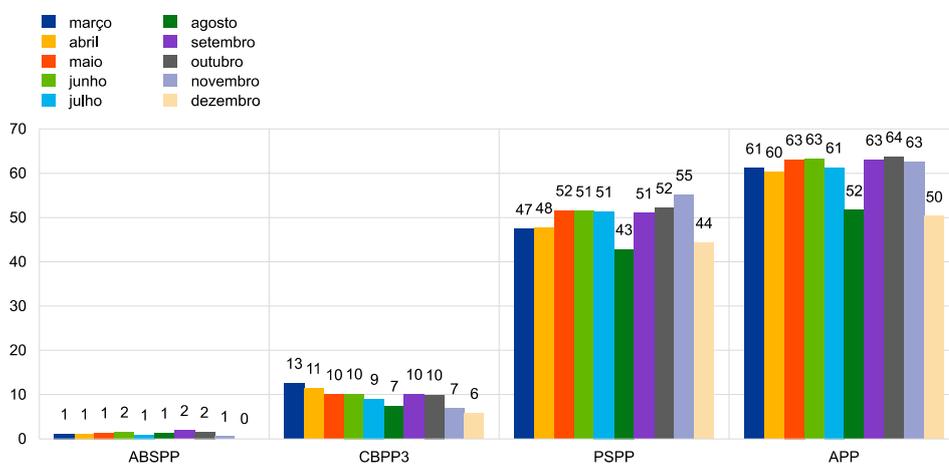
O APP combina aquisições de três tipos de títulos: i) títulos de dívida do setor público ao abrigo do PSPP, iniciado em março de 2015; ii) obrigações com ativos subjacentes no âmbito do CBPP3, iniciado em outubro de 2014; e iii) instrumentos de dívida titularizados no contexto do ABSPP, iniciado em novembro de 2014.

A média combinada de aquisições mensais de ativos ao abrigo do APP ascendeu a €60 mil milhões em 2015, em consonância com o objetivo fixado pelo Conselho do BCE. A implementação global dos programas foi bem-sucedida. As aquisições de títulos de dívida do setor público no âmbito do PSPP constituem, de longe, a maior percentagem do volume total de aquisições efetuadas no âmbito do APP (ver Gráfico 23). As condições gerais de mercado permitiram atingir os objetivos estabelecidos em termos de volume, embora se tenham registado alguns episódios de ligeira redução da liquidez no mercado durante o verão, principalmente em países da área do euro de menor dimensão.

#### Gráfico 23

#### Aquisições mensais ao abrigo do APP e dos programas de compras subjacentes

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

A forma como o APP foi concebido permite flexibilidade na sua execução, a fim de evitar que a compra de obrigações interfira no mecanismo de formação dos preços do mercado e de preservar a liquidez no mercado. O padrão de aquisições mensais refletiu esta flexibilidade. Por exemplo, face à expectativa de menor liquidez no mercado no verão e perto da viragem do ano, o Eurosistema antecipou as compras no âmbito do APP, tendo estas superado o objetivo de €60 mil milhões durante alguns meses, e permitiu que se situassem abaixo do objetivo em agosto e dezembro.

No contexto da execução quotidiana do programa, as aquisições de obrigações respondem igualmente a sinais de escassez de obrigações específicas. Na medida do possível, o Eurosistema evita adquirir obrigações mais baratas para entrega ao abrigo de contratos de futuros, obrigações com características especiais no mercado de operações de reporte ou obrigações com uma liquidez relativamente limitada por outros motivos. Para mais pormenores sobre a execução do programa, consultar o [sítio do BCE](#).

Em 2015, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas atingiram níveis historicamente baixos em várias ocasiões, tendo uma percentagem significativa de obrigações elegíveis no âmbito do PSPP sido negociada, em vários países, a taxas de rendibilidade inferiores ao nível da taxa de juro da facilidade permanente de depósito. Tal reduziu o montante de obrigações disponíveis para compra ao abrigo do PSPP, visto que não se efetuam aquisições a taxas de rendibilidade inferiores à taxa de juro da facilidade permanente de depósito. Em finais de novembro, tal refletiu, entre outros aspetos, expectativas de mercado de que o BCE voltaria a reduzir a referida taxa de juro. A percentagem de obrigações indisponíveis para compra devido à sua baixa rendibilidade diminuiu acentuadamente após a decisão do Conselho do BCE de reduzir a taxa de juro da facilidade permanente de depósito para -0.30% em dezembro de 2015.

## Empréstimo de títulos ao abrigo do PSPP

Para evitar que o PSPP distorça o funcionamento do mercado de títulos da dívida pública da área do euro, a maioria dos bancos centrais do Eurosistema (incluindo o BCE) estabeleceu a possibilidade de empréstimos de títulos. No caso do BCE, tal permite que os participantes no mercado envolvidos na criação de mercado solicitem em empréstimo títulos detidos pelo BCE ao abrigo do PSPP e do programa dos mercados de títulos de dívida (PMTD). Os critérios específicos subjacentes aos pedidos de empréstimo podem ser consultados no [sítio do BCE](#). De um modo geral, os participantes no mercado consideram as modalidades de empréstimo de títulos do Eurosistema uma característica positiva do APP.

## Alargamento da lista de agências

Em 2015, o Eurosistema alargou duas vezes a lista de agências cujos títulos são elegíveis para compra ao abrigo do PSPP, designadamente em abril e julho. As

agências passaram de 7 a 30 no final do ano, o que deverá facilitar a execução do programa. O alargamento da lista teve em conta considerações de política monetária e de gestão do risco.

## Aumento do limite percentual por emissão

A fim de preservar a implementação flexível e neutra para o mercado do PSPP, o Eurosistema aumentou o limite percentual por emissão no âmbito deste programa. Quando o PSPP começou a ser implementado, definiu-se um limite de 25%, o que significava que o total, em termos agregados, de qualquer título elegível detido pelo Eurosistema ao abrigo do programa não podia exceder 25% do montante nominal por liquidar. Todavia, no contexto de uma revisão agendada, o Conselho do BCE decidiu, em setembro de 2015, aumentar o limite para 33%. Nos casos em que o aumento dos títulos detidos pelo Eurosistema criasse uma situação em que este pudesse atuar como uma minoria de bloqueio para efeitos de cláusulas da ação coletiva, o limite permaneceria em 25%.

## Elegibilidade de obrigações de administrações locais e regionais no âmbito do PSPP

Em 3 de dezembro de 2015, o Conselho do BCE decidiu que os instrumentos de dívida transacionáveis denominados em euros emitidos por administrações locais e regionais situadas na área do euro passariam a ser elegíveis para aquisições regulares ao abrigo do PSPP pelos respetivos bancos centrais nacionais. Esta decisão contemplava apenas as obrigações de administrações locais e regionais que cumpriam todos os restantes critérios de elegibilidade, em particular o requisito de notação mínima, tal como estabelecido na Decisão do BCE relativa a um programa de compra de ativos do setor público em mercados secundários (Decisão BCE/2015/10). O alargamento do conjunto de títulos elegíveis para compra no contexto do PSPP mediante a inclusão de obrigações de administrações locais e regionais aumentou a flexibilidade do programa, apoiando, assim, a implementação bem-sucedida das aquisições. As compras dos referidos títulos ao abrigo do PSPP começaram no início de 2016, após o ajustamento dos atos jurídicos pertinentes.

## Aquisição, no contexto do PSPP, de obrigações soberanas que não cumprem o critério da notação

A fim de serem elegíveis para aquisição ao abrigo do PSPP, os títulos devem ter, pelo menos, uma avaliação de qualidade de crédito de nível 3 na escala de notação harmonizada do Eurosistema, tal como estipulado na Decisão BCE/2015/10. Em conformidade com estas regras, só podem ser efetuadas compras de títulos emitidos por administrações centrais de países da área do euro sob um programa de assistência financeira se o Conselho do BCE tiver suspenso a aplicação do limite de qualidade de crédito do Eurosistema. Em 2015, tal aplicou-se apenas a

obrigações de dívida pública cipriota, que foram adquiridas em dois períodos: de 3 a 17 de julho e de 6 de outubro a 4 de novembro. Estas aquisições de obrigações seguiram-se à conclusão com êxito da sexta e sétima avaliações do programa de assistência financeira da UE e do FMI a Chipre. As datas da suspensão assinalaram o início de novas avaliações do programa.

Em 2015, não se procedeu à aquisição de obrigações soberanas gregas ao abrigo do PSPP, dado que as mesmas não se qualificavam para uma suspensão do limite de qualidade de crédito do Eurosistema.

## Leilões reversíveis no âmbito do PSPP

Durante o mês de outubro, o Banque de France, o De Nederlandsche Bank e o Lietuvos bankas começaram a testar a utilização de leilões reversíveis para ganhar experiência com este procedimento na realização de compras de títulos de dívida pública, de títulos de agências e de títulos supranacionais no contexto do PSPP. O período de teste prolongou-se até dezembro e concluiu-se que os leilões reversíveis podem ser um método complementar útil para efetuar compras em segmentos de mercado menos líquidos. Por conseguinte, o Conselho do BCE aprovou a utilização regular de leilões reversíveis por alguns bancos centrais nacionais, no âmbito do PSPP, como complemento das compras bilaterais em segmentos de mercado específicos<sup>25</sup>.

## Ajustamento do processo de compra ao abrigo do ABSPP

Em setembro de 2015 o BCE anunciou, no âmbito do ABSPP, um aumento do volume de aquisições realizadas por bancos centrais nacionais em lugar de gestores de ativos externos. Desde 27 de outubro de 2015, o Banque de France (abrangendo um número acrescido de jurisdições) e o Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique têm atuado como gestores de ativos do Eurosistema, efetuando compras de títulos. Além disso, o BCE decidiu prolongar os contratos com dois dos seus gestores de ativos externos (Amundi e NN Investment Partners)<sup>26</sup>.

## Princípios orientadores do ABSPP

Nas fases iniciais da execução do ABSPP, os participantes no mercado sinalizaram a necessidade de entender melhor as preferências do Eurosistema no tocante aos instrumentos de dívida titularizados que pretendia adquirir. No início de julho, o BCE respondeu a estes apelos com a publicação dos princípios orientadores relativos aos instrumentos de dívida titularizados elegíveis preferidos pelo Eurosistema

<sup>25</sup> Para mais informações, ver o [sítio do BCE](#).

<sup>26</sup> Para mais informações, ver o [sítio do BCE](#).

(*Guiding principles of Eurosystem-preferred eligible ABSs*), com vista a aumentar a transparência e explicar as preferências do Eurosistema relativamente às características dos instrumentos de dívida titularizados. Em geral, os participantes no mercado reagiram de forma positiva a esta publicação, que se encontra disponível no [sítio do BCE](#).

## Implementação das ORPA direcionadas

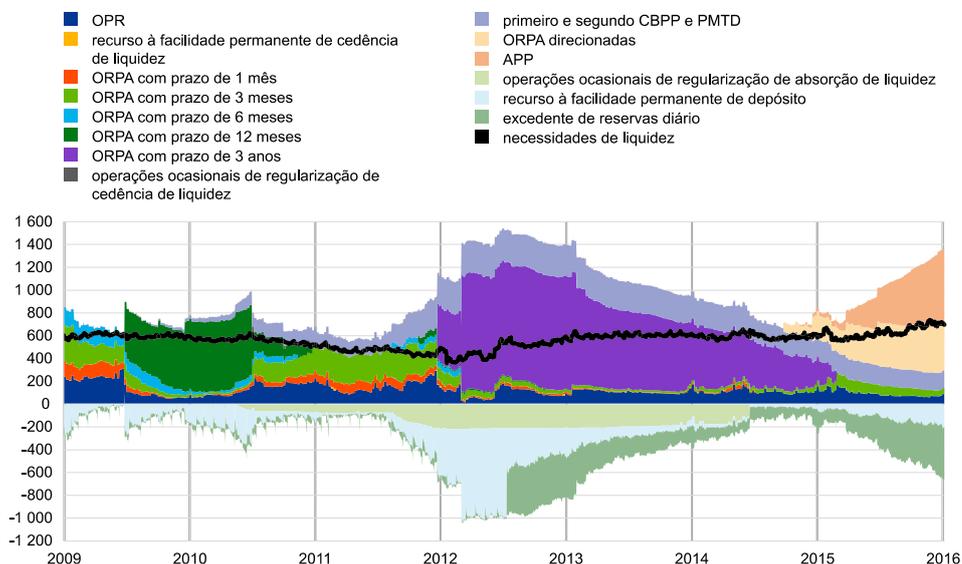
A colocação de ORPA direcionadas prosseguiu, tendo-se realizado quatro operações em 2015. Estas operações visam aumentar a disponibilização de crédito bancário ao setor privado não financeiro da área do euro. Em junho de 2014, foram anunciadas oito ORPA direcionadas, a colocar numa base trimestral, realizando-se a última operação em junho de 2016. Nas duas operações iniciais, que tiveram lugar em setembro e dezembro de 2014, foi colocado um montante total de €212.4 mil milhões. Nas restantes seis operações, conduzidas entre março de 2015 e junho de 2016, as contrapartes podem obter montantes adicionais, dependendo da evolução da sua atividade creditícia elegível em relação aos valores de referência específicos para os bancos<sup>27</sup>. Quanto mais os bancos tiverem ultrapassado o valor de referência em termos de concessão de crédito, mais poderão obter a nível de financiamento (ou seja, até três vezes a diferença positiva). A taxa de juro aplicável a estas seis ORPA direcionadas é a taxa de juro das OPR do Eurosistema prevalecente à data de início do empréstimo, sendo, portanto, fixada ao longo do período de duração da ORPA direcionada. Todas as ORPA direcionadas vencerão em setembro de 2018, iniciando-se os reembolsos antecipados obrigatórios e voluntários a partir de setembro de 2016.

Nas quatro operações de 2015, foram colocados €205.4 mil milhões (€97.8 mil milhões em março, €73.8 mil milhões em junho, €15.5 mil milhões em Setembro e €18.3 mil milhões em dezembro), o que contribuiu para o aumento do balanço do Eurosistema, tal como indicado no Gráfico 24. No total, 239 contrapartes participaram nas operações de 2015. Como os bancos que não dispunham das carteiras de empréstimos relevantes podiam, sob determinadas condições, aliar-se a bancos que efetivamente detinham empréstimos elegíveis, formando grupos de ORPA direcionadas, as operações envolveram, de facto, 845 instituições de crédito. Deste modo, as operações continuaram a abarcar um vasto leque de contrapartes no conjunto da área do euro. Ao transferir os menores custos de financiamento para as suas condições de concessão de crédito, os bancos participantes puderam melhorar a sua posição concorrencial no mercado de crédito e contribuíram para uma menor restritividade das condições de concessão de empréstimos.

<sup>27</sup> Os valores de referência são determinados tendo em conta o crédito líquido disponibilizado por cada contraparte ao setor privado não financeiro da área do euro (excluindo empréstimos a famílias para aquisição de habitação) e registado no período de 12 meses até 30 de abril de 2014.

## Gráfico 24 Balanço do Eurosistema

(EUR mil milhões)



Fonte: Eurosistema.

A participação nas ORPA direcionadas diminuiu em 2015, visto que estas operações se tornaram menos atrativas para as contrapartes por vários motivos. Em primeiro lugar, a redução das taxas de mercado em resultado de níveis crescentes de liquidez excedentária e as expectativas de uma nova diminuição da restritividade pelo BCE reduziram o incentivo em termos de preço para os bancos. Além disso, dado que todas as ORPA direcionadas vencem no mesmo dia em 2018, cada nova ORPA direcionada tem um prazo de vencimento menor do que a precedente. Em segundo lugar, os bancos que ainda consideravam o preço atrativo já tinham obtido montantes substanciais de financiamento em ORPA direcionadas e pretendiam utilizar primeiro esses montantes. Em terceiro lugar, o setor bancário não enfrentou as elevadas pressões de financiamento que tornaram as anteriores ORPA direcionadas atrativas.

A participação nas diferentes ORPA direcionadas nem sempre foi bem calculada pelos participantes no mercado, o que levou a ligeiros ajustamentos nas taxas a prazo. No que respeita à operação realizada em março de 2015, uma sondagem da Reuters previu que o crédito obtido ascenderia a €40 mil milhões, ao passo que, na realidade, este se cifrou em €97.8 mil milhões. As taxas a prazo baixaram ligeiramente após o anúncio dos resultados da colocação, sinalizando que as expectativas quanto ao volume das futuras ORPA direcionadas e da liquidez excedentária tinham sido revistas em sentido ascendente. De acordo com os participantes no mercado, o maior montante de financiamento obtido pelos bancos constituiu uma expressão da confiança dos mesmos na futura procura de empréstimos e deveria apoiar a disponibilização de crédito à economia real. A situação oposta ocorreu na operação realizada em setembro, na qual o crédito obtido pelos bancos foi de €15.5 mil milhões, o que ficou significativamente abaixo das expectativas do mercado. A reação do mercado foi comedida, dado que as

colocações em ORPA direcionadas tinham começado a ser menos importantes numa altura em que a liquidez excedentária já era elevada (cerca de €470 mil milhões) e as taxas de juro baixas. A tendência descendente das taxas de mercado observada ao longo de 2015 foi um motivo importante para o menor montante de crédito obtido pelos bancos, na medida em que reduziu a atratividade das ORPA direcionadas face ao financiamento baseado no mercado. Em geral, as surpresas ao nível do mercado terão, aparentemente, refletido a dificuldade dos participantes no mercado em estimar os montantes de financiamento permitidos aos bancos e, por conseguinte, também o potencial crédito obtido pelos mesmos.

As ORPA direcionadas apoiaram o nível de liquidez excedentária e o prazo de vencimento médio das operações do Eurosistema e, desse modo, exerceram pressão adicional em sentido descendente sobre as taxas do mercado monetário. Embora alguns bancos tenham optado por participar nas ORPA direcionadas em detrimento da participação nas OPR, nas ORPA com prazo de 3 meses e nas ORPA com prazo de 3 anos, o montante colocado nas ORPA direcionadas excedeu significativamente o correspondente efeito de substituição, tendo o nível de liquidez excedentária sido reforçado em cada colocação em ORPA direcionadas (ver Caixa 7).

## Caixa 7

### Participação em operações de refinanciamento

---

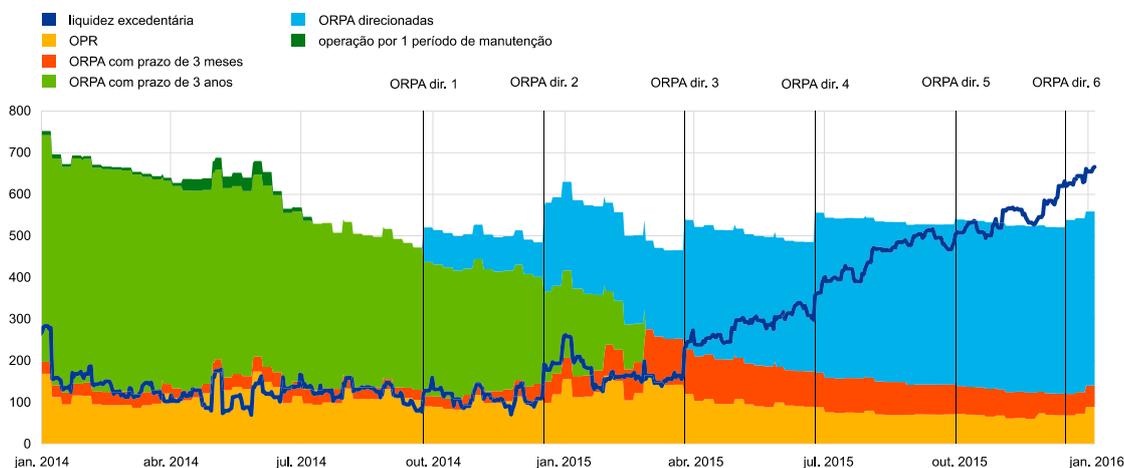
O Eurosistema continuou a ceder liquidez através do procedimento com colocação integral da procura nas suas operações de refinanciamento regulares, ou seja, operações principais de refinanciamento (OPR) e operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) com prazo de 3 meses. Consequentemente, tal como nos anos anteriores desde 2008, o volume das operações de refinanciamento foi determinado pela procura de liquidez do Eurosistema pelas contrapartes.

A participação em operações de refinanciamento do Eurosistema flutuou em torno de um nível de €500 mil milhões desde meados de 2014, mas a composição alterou-se gradualmente a favor da participação em ORPA direcionadas (ver Gráfico A). Ao longo desse período, o saldo total das operações atingiu um máximo de €629 mil milhões no início de 2015 e um mínimo de €465 mil milhões em março de 2015. As ORPA com prazo de 3 anos venceram no final de fevereiro de 2015, mas, desde setembro de 2014, os bancos com a possibilidade de participar em ORPA direcionadas já tinham começado a substituir os fundos obtidos em ORPA com prazo de 3 anos por fundos obtidos em ORPA direcionadas. Esta substituição não envolveu necessariamente as mesmas instituições, mas, em termos agregados, manteve o saldo das operações em torno de €500 mil milhões. Quando as ORPA com prazo de 3 anos venceram, os bancos começaram por aumentar o recurso a OPR e ORPA com prazo de 3 meses para perto de €276 mil milhões, tendo depois reduzido o recurso a estas operações gradualmente ao longo do tempo, com o saldo das mesmas a situar-se em €126 mil milhões em dezembro de 2015.

## Gráfico A

### Liquidez excedentária e participação em operação de refinanciamento regulares e em ORPA direcionadas

(EUR mil milhões)



A liquidação trimestral de novas ORPA direcionadas aumentou sempre a liquidez excedentária em termos líquidos, mas o efeito foi temporário, em virtude da tendência descendente das operações regulares. Com efeito, a participação nas ORPA direcionadas substituiu, em parte, a participação nas operações regulares e nas ORPA com prazo de 3 anos vencidas, sendo a liquidez excedentária e o saldo total de refinanciamento temporariamente reforçados sempre que uma ORPA direcionada era liquidada (ver Gráfico A). O aumento da liquidez excedentária resultante do programa de compra de ativos e a maior facilidade de certos bancos em aceder ao mercado explicaram o menor interesse nas operações regulares ao longo do ano.

O volume total de ativos apresentados como garantia em operações de política monetária do Eurosistema continuou a diminuir em 2015, refletindo as menores necessidades de liquidez das contrapartes do Eurosistema. A diminuição foi mais acentuada no caso de obrigações bancárias não garantidas, tendo sido igualmente substancial no caso de títulos de administrações centrais e regionais e de outros ativos transacionáveis. Em contraste, a utilização de obrigação de empresas, de instrumentos de dívida titularizados e de direitos de crédito permaneceu estável.

## Caixa 8

### Cedência de liquidez ao sistema bancário grego num período de tensões acrescidas

Paralelamente à normalização das condições de financiamento da Grécia, o sistema bancário grego beneficiou da melhoria das condições de financiamento e do sentimento do mercado durante a maior parte de 2014, o que levou a uma redução significativa do recurso a financiamento por parte do banco central, incluindo o reembolso total da liquidez recebida em situação de

emergência<sup>28</sup>. Contudo, no primeiro semestre de 2015, a incerteza a nível político conduziu a um elevado volume de levantamentos de depósitos e a tensões acrescidas nos mercados financeiros. Consequentemente, foi necessário voltar a recorrer a liquidez de emergência, tendo aumentado ao mesmo tempo o recurso a financiamento pelo banco central. No verão de 2015, verificou-se um abrandamento das tensões no mercado e uma estabilização dos depósitos, na sequência do acordo entre a Grécia e os restantes países da área do euro sobre um terceiro programa de ajustamento macroeconómico. As tensões nos mercados financeiros ocorridas na Grécia passaram, de um modo geral, por três etapas em 2015.

#### **Primeira etapa: recurso incremental a operações do Eurosistema (de dezembro de 2014 a janeiro de 2015)**

Com o recrudescimento das preocupações do mercado quanto ao futuro do programa de ajustamento macroeconómico e a evolução política na Grécia, o sistema bancário nacional perdeu amplamente o acesso a financiamento baseado no mercado. Esta perda de financiamento consistiu, em grande medida, em saídas de depósitos por grosso e de retalho, bem como na não renovação das linhas de financiamento interbancário com contrapartes internacionais. Dado que mantinham suficientes ativos elegíveis como garantia para utilização em operações do Eurosistema, os bancos puderam suprir essa perda de financiamento mediante o recurso incremental a operações de crédito do Eurosistema (sobretudo operações principais de refinanciamento).

#### **Segunda etapa: recurso a liquidez de emergência e decisões relacionadas (de fevereiro a junho de 2015)**

Em finais de janeiro e início de fevereiro de 2015, agravaram-se rapidamente as preocupações relacionadas com a conclusão da avaliação em curso do segundo programa de ajustamento macroeconómico da Grécia. Em dezembro de 2014, tinha sido concedido à Grécia um prolongamento de dois meses para a conclusão da avaliação. Com o fim do prolongamento a aproximar-se, já não era possível presumir que a avaliação seria concluída com êxito. Por conseguinte, o Conselho do BCE decidiu, em 4 de fevereiro de 2015, anular a suspensão do requisito do limite mínimo de notação de crédito para instrumentos transacionáveis emitidos ou garantidos pela República Helénica, com efeitos a partir de 11 de fevereiro de 2015. Em resultado, esses instrumentos deixaram de ser elegíveis para utilização como garantia em operações de crédito do Eurosistema. Consequentemente, um elevado montante de liquidez proporcionada através das operações de crédito do Eurosistema foi substituído por liquidez cedida pelo Bank of Greece sob a forma de liquidez de emergência.

Em 24 de fevereiro de 2015, o Eurogrupo decidiu prolongar a validade do acordo relativo ao instrumento de assistência financeira do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira até ao final de junho de 2015, com o objetivo de concluir com êxito a avaliação. Subsequentemente, as negociações entre as autoridades gregas e as instituições prosseguiram, mas as perspetivas financeiras da Grécia e o enquadramento macroeconómico continuaram a deteriorar-se, colocando

---

<sup>28</sup> Para mais informações sobre a cedência de liquidez em situação de emergência (*emergency liquidity assistance* – ELA), ver o [sítio do BCE](#).

pressão adicional sobre o sistema bancário, principalmente sob a forma de maiores saídas de depósitos, o que levou a um recurso crescente a liquidez de emergência.

No final de junho de 2015, vários eventos, incluindo a decisão das autoridades gregas de realizar um referendo e o não prolongamento do segundo programa de ajustamento macroeconómico da Grécia, conduziram a tensões adicionais. Estes eventos tiveram um impacto negativo na adequação e suficiência de ativos apresentados como garantia pelos bancos gregos nas operações de cedência de liquidez em situação de emergência com o Bank of Greece, dado que esses ativos de garantia estavam estreitamente associados à capacidade da Grécia de honrar os seus compromissos financeiros. Neste contexto, o Conselho do BCE decidiu, em 28 de junho de 2015, manter o limite da cedência de liquidez de emergência aos bancos gregos no nível determinado em 26 de junho de 2015, como indicado no [comunicado](#) publicado pelo BCE em 28 de junho de 2015.

### **Terceira etapa: estabilização e melhoria das condições de liquidez (de julho a dezembro de 2015)**

A fim de lidar com as saídas de liquidez generalizadas, as autoridades gregas decidiram, em 28 de junho de 2015, introduzir um feriado bancário, de forma a estabilizar a situação de liquidez do sistema bancário.

A situação financeira da Grécia deteriorou-se ainda mais nos dias subsequentes, o que levou o Conselho do BCE a decidir, em 6 de julho de 2015, ajustar as margens de avaliação aplicadas aos ativos transacionáveis relacionados com o governo grego aceites como garantia pelo Bank of Greece no contexto da cedência de liquidez de emergência. O Conselho do BCE decidiu ainda manter o limite da cedência de liquidez de emergência aos bancos gregos no nível fixado em 26 de junho de 2015, como anunciado no [comunicado](#) publicado pelo BCE em 6 de julho de 2015.

Na Cimeira do Euro de 12 de julho de 2015, foi acordado um terceiro programa de ajustamento macroeconómico para a Grécia, com a duração de três anos e financiado pelo Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE). Em virtude da evolução positiva da situação financeira da Grécia nos dias precedentes, o limite da cedência de liquidez de emergência aos bancos gregos foi aumentado em 16 de julho de 2015.

Na sequência da melhoria das perspetivas financeiras do governo grego associadas ao novo programa do MEE e à sua execução pelas autoridades gregas, as condições de liquidez do sistema bancário grego começaram também a melhorar. Os bancos reabriram em 20 de julho de 2015, mas as restrições ao levantamento de numerário e às transferências de capital permaneceram em vigor. Contudo, as autoridades gregas começaram pouco depois a aliviar estas restrições de forma gradual. Paralelamente à restauração da confiança do mercado no sistema bancário grego, registaram-se algumas entradas de depósitos e o acesso dos bancos gregos aos mercados foi parcialmente restabelecido. As condições de liquidez dos bancos gregos melhoraram significativamente após a conclusão bem-sucedida do exercício de recapitalização no último trimestre de 2015.

### 3 Setor financeiro europeu: tensões contidas e progressos alcançados no sentido da união bancária

Após o estabelecimento, em 4 de novembro de 2014, do Mecanismo Único de Supervisão (MUS) – o primeiro pilar da união bancária –, 2015 foi o primeiro ano completo em que o BCE desempenhou as suas atribuições macroprudenciais e microprudenciais. Estas atribuições foram apoiadas pela avaliação regular do BCE dos riscos emergentes e da resistência e capacidade de absorção de choques do sistema financeiro.

O BCE contribuiu igualmente para o estabelecimento do segundo pilar da união bancária, nomeadamente o Mecanismo Único de Resolução, e apoia em grande medida o estabelecimento do terceiro pilar – um sistema europeu de garantia de depósitos. Contribuiu ainda para outras iniciativas regulamentares importantes destinadas a: i) enfraquecer a ligação entre bancos e a dívida soberana, ii) reduzir a assunção de riscos e reforçar a resistência, e iii) acabar com o problema *too big to fail* (instituições “demasiado grandes para falirem”).

Esta secção descreve os principais desenvolvimentos nas áreas acima referidas, com enfoque na forma como as atividades do BCE e as alterações institucionais e regulamentares contribuíram para tornar a união bancária uma realidade na Europa.

#### 3.1 Riscos e vulnerabilidades no sistema financeiro da área do euro

O BCE acompanha os desenvolvimentos na área do euro e nos sistemas financeiros da UE a fim de identificar quaisquer vulnerabilidades e verificar a resistência dos intermediários financeiros. Desempenha esta atribuição juntamente com os outros bancos centrais do Eurosistema e o Sistema Europeu de Bancos Centrais. O aparecimento de possíveis riscos sistémicos no sistema financeiro é abordado através de políticas macroprudenciais.

A análise de estabilidade financeira do BCE é apresentada a intervalos regulares na sua publicação semestral *Financial Stability Review* (Relatório de Estabilidade Financeira)<sup>29</sup>. O BCE presta também apoio analítico ao Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) no domínio da análise da estabilidade financeira.

#### Tensões sobre o sistema financeiro em níveis baixos em 2015 mas riscos mantiveram-se

O nível das tensões sobre o sistema financeiro da área do euro foi no geral contido ao longo de 2015 e refletiu uma melhoria das perspetivas económicas reais apoiadas pela ação do BCE, reduzindo os receios de deflação que ameaçavam ser prejudiciais quer para os preços quer para a estabilidade financeira. Não obstante,

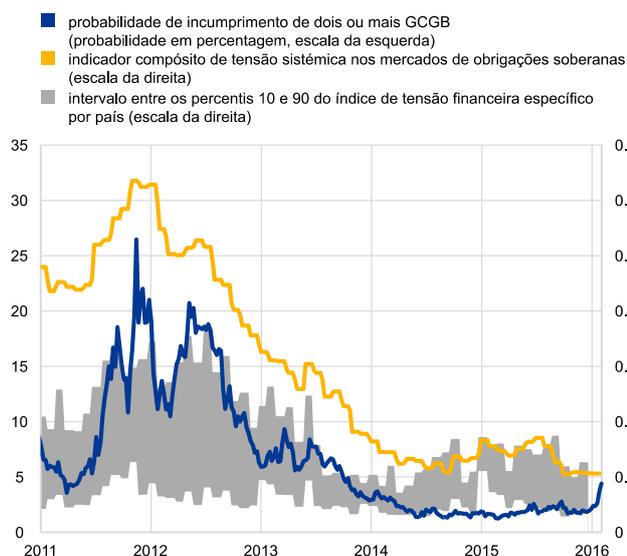
<sup>29</sup> Ver *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2015 e *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2015.

os mercados financeiros mundiais registaram episódios intermitentes de tensão nos mercados, que atingiram os mercados cambiais, obrigacionistas, acionistas e de matérias-primas, sublinhando a persistência de vulnerabilidades. Nomeadamente, surgiram riscos de política mais elevados no início do verão, relacionados com as negociações de um novo programa de assistência financeira na Grécia. Os mercados de ativos registaram períodos de elevada volatilidade. Em particular, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas na área do euro aumentaram acentuadamente no final de abril e no início de maio, enquanto os mercados acionistas mundiais registaram as repercussões de uma correção nos preços das ações chinesas no final de agosto. O impacto destes desenvolvimentos sobre o sistema financeiro da área do euro foi relativamente contido e os indicadores normalizados de tensão bancária, orçamental e financeira mantiveram-se em níveis baixos (ver Gráfico 25).

### Gráfico 25

Índice de tensão financeira, indicador composto de tensão nos mercados de obrigações soberanas e probabilidade de incumprimento de dois ou mais grupos bancários

(jan. 2011 - fev. 2016)



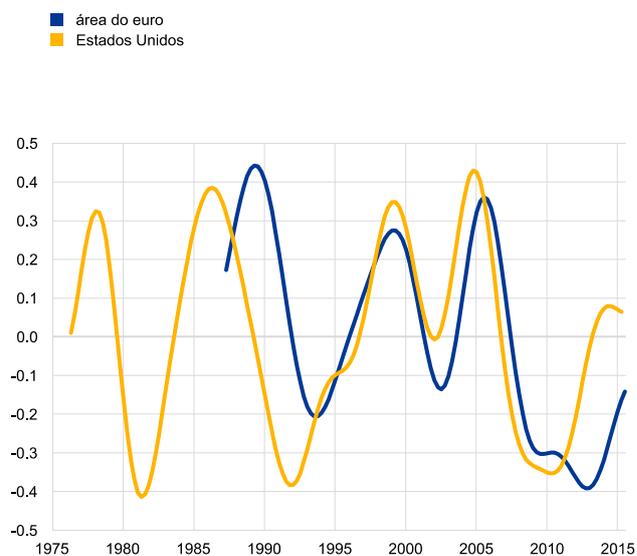
Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

Notas: "Probabilidade de incumprimento de dois ou mais GCGB" refere-se à probabilidade de incumprimento simultâneo na amostra de 15 grandes e complexos grupos bancários (GCGB) ao longo do horizonte de 1 ano. O índice de tensão financeira mede a tensão nos mercados financeiros ao nível dos países, com base em três segmentos de mercado (ações, obrigações e cambial) e as correlações cruzadas entre si. Para mais informações, ver Duprey, T., Klaus, B. e Peltonen, T., "Dating systemic financial stress episodes in the EU countries", *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1873, BCE, dezembro de 2015.

### Gráfico 26

Ciclos financeiros na área do euro e nos Estados Unidos

(T2 1975 - T3 2015; escala normalizada; a série para a área do euro começa no T2 1988; eixo dos y: desvio normalizado da mediana histórica)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

Notas: O ciclo financeiro é uma combinação linear de variação temporal filtrada, que sublinha desenvolvimentos idênticos em indicadores subjacentes (crédito total, preços dos edifícios residenciais, preços das ações e taxas de rendibilidade das obrigações de referência). Ver Schüler, Y., Hiebert, P. e Peltonen, T., "Characterising the financial cycle: a multivariate and time-varying approach", *Série de Documentos de Trabalho*, n.º 1846, BCE, 2015. Os dados disponíveis mais recentes dos Estados Unidos correspondem ao T1 2015.

Neste contexto, em 2015, foram identificados quatro riscos principais para a estabilidade financeira na área do euro (ver Quadro 3). Ao longo dos últimos anos, registou-se um aumento das valorizações em diversas classes de ativos, o que constitui uma vulnerabilidade importante, na medida em que esse aumento pode acabar por conduzir a ajustamentos acentuados dos prémios de risco. Em parte como resultado das maiores vulnerabilidades decorrentes de mercados emergentes,

o risco de uma inversão abrupta dos prémios de risco a nível mundial aumentou durante a parte final de 2015. Embora não se tenham verificado sinais evidentes de valorização excessiva generalizada na área do euro em 2015, os preços de alguns ativos financeiros ter-se-ão desviado dos fundamentos económicos. As estimativas quanto à fase do ciclo financeiro para a área do euro mantêm-se moderadas (ver Gráfico 26). Estas estimativas – que englobam desenvolvimentos no crédito privado, bem como nos principais segmentos dos mercados de ativos – não deverão apoiar a perspetiva de uma grande expansão dos preços dos ativos impulsionada pelo crédito na área do euro. As estimativas do ciclo financeiro para os Estados Unidos foram mais elevadas durante 2015, em parte como resultado de valorizações ligeiramente mais elevadas dos preços das ações e uma maior procura de crédito.

### Quadro 3

#### Principais riscos para a estabilidade financeira da área do euro identificados no *Financial Stability Review* de novembro de 2015

	Nível atual (cor) e alteração recente (seta) <sup>1</sup>
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: red; margin-right: 5px;"></div> <div style="font-size: 8px; margin-right: 5px;">risco sistémico pronunciado</div> </div> <div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: orange; margin-right: 5px;"></div> <div style="font-size: 8px; margin-right: 5px;">risco sistémico de nível médio</div> </div> <div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: yellow; margin-right: 5px;"></div> <div style="font-size: 8px; margin-right: 5px;">risco sistémico potencial</div> </div>	
Inversão abrupta dos prémios de risco globais comprimidos, ampliada pela baixa liquidez do mercado secundário	
Fracas perspetivas de rentabilidade para bancos e seguradoras numa conjuntura de baixo crescimento nominal, no contexto de ajustamentos de balanço incompletos	
Preocupações relacionadas com a crescente sustentabilidade da dívida nos setores público e privado não financeiro, no contexto de baixo crescimento nominal	
Potenciais tensões no setor bancário paralelo em rápido crescimento, ampliadas por repercussões e risco de liquidez	

<sup>1</sup> A cor indica o nível de risco acumulado, que é uma combinação da probabilidade de materialização e uma estimativa do provável impacto sistémico do risco acumulado ao longo dos 24 meses seguintes, com base na apreciação do pessoal do BCE. As setas indicam se o risco aumentou desde o último *Financial Stability Review*.

Os desafios internos na área do euro em 2015 foram em muitos aspetos um legado da crise bancária e da dívida soberana. O sistema bancário da área do euro continuou a enfrentar o desafio de baixa rentabilidade, num contexto de fraca recuperação económica, enquanto a rentabilidade dos capitais próprios de muitos bancos continuava a situar-se abaixo dos correspondentes custos das ações. Em conjugação com um elevado nível de crédito não produtivo em diversos países, isso restringiu a capacidade de concessão de empréstimos dos bancos e a sua aptidão para constituir novas reservas de fundos próprios.

Cada vez mais, os riscos para a estabilidade financeira estendem-se para além das entidades tradicionais como bancos e seguradoras. O setor bancário paralelo continuou a expandir-se de forma robusta quer a nível mundial quer na área do euro (ver Caixa 9). Devido ao rápido crescimento e

interconetividade deste setor, e em particular do setor dos fundos de investimento, é provável que se acumulem vulnerabilidades sob a superfície. Não só o setor dos fundos de investimento da área do euro continuou a crescer, como também se verificaram sinais de que os fundos assumiam maiores riscos nos seus balanços.

O *Report on financial structures* (Relatório das estruturas financeiras)<sup>30</sup> analisa as principais características estruturais e desenvolvimentos no conjunto do setor financeiro da área do euro. Em 2015, o relatório foi alargado de modo a cobrir não só o setor bancário, mas também outros intermediários financeiros, em particular sociedades de seguros e fundos de pensões, bem como entidades do setor bancário paralelo.

<sup>30</sup> Ver *Report on financial structures*, BCE, outubro de 2015.

Ao longo de 2015, as preocupações relativas à estabilidade financeira tiveram também origem fora do setor financeiro. Apesar de ser absolutamente necessária uma melhoria em termos de consolidação orçamental e do quadro institucional desde o auge da crise da dívida soberana na área do euro, os desafios de sustentabilidade da dívida mantiveram-se para os governos da área do euro, em especial para os significativamente endividados e portanto vulneráveis a choques económicos e financeiros. Prevaecem ainda preocupações relacionadas com a dívida no setor privado. A dívida do setor empresarial continua a ser particularmente elevada na área do euro, em comparação com outras economias avançadas.

## Caixa 9

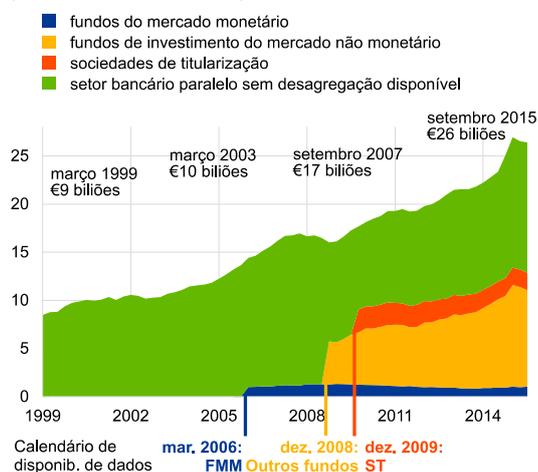
### Setor bancário paralelo na área do euro

O setor bancário paralelo tornou-se um prestador cada vez mais importante de financiamento à economia da área do euro. Porém, representa também uma das principais fontes de risco potencial para a estabilidade do sistema financeiro da área do euro, requerendo assim um acompanhamento rigoroso.

#### Gráfico A

Ativos de fundos do mercado monetário, fundos de investimento, sociedades de titularização e outras instituições financeiras não monetárias da área do euro

(T1 1999 - T3 2015, EUR bilhões)



Fontes: Contas do BCE para a área do euro, estatísticas de sociedades de titularização, estatísticas de fundos de investimento e estatísticas de IFM. Nota: FMM significa fundos do mercado monetário e ST sociedades de titularização.

Embora haja formas diferentes para definir o setor bancário paralelo<sup>31</sup>, o termo é largamente utilizado para designar um conjunto de instituições que não são bancos mas que concedem crédito, emitem instrumentos equiparados a moeda ou são financiadas por responsabilidades de curto prazo, enquanto investem em ativos de longo prazo relacionados com crédito. Estas entidades incluem, em particular, sociedades de titularização, fundos do mercado monetário e outros fundos de investimento. Embora o setor bancário paralelo esteja em crescimento a nível mundial, como se indica no *Global Shadow Banking Monitoring Report* (Relatório de acompanhamento do setor bancário paralelo mundial) do Conselho de Estabilidade Financeira<sup>32</sup>, a área do euro encontra-se entre as regiões com o mais rápido ritmo de crescimento. O total de ativos do setor bancário paralelo da área do euro, como definido por uma medida alargada que abrange todas as instituições financeiras não bancárias exceto as sociedades de seguros e fundos de

<sup>31</sup> Para uma discussão sobre as possíveis definições do setor bancário paralelo, ver a caixa intitulada "Defining the shadow banking perimeter", *Report on financial structures*, BCE, outubro de 2015.

<sup>32</sup> *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*, Conselho de Estabilidade Financeira, 12 de novembro de 2015.

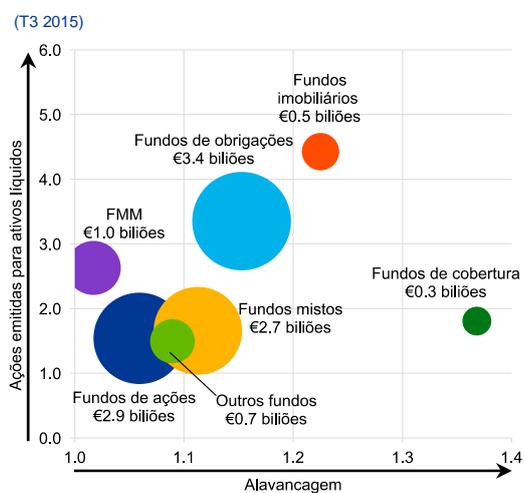
pensões, mais do que duplicou ao longo da última década. Do total de ativos do sistema financeiro da área do euro, de aproximadamente €67 biliões, mais de €26 biliões são agora detidos pelo setor bancário paralelo alargado da área do euro.

O setor dos fundos de investimento, em particular, tem registado uma rápida expansão desde a crise financeira mundial, no contexto de uma intensa procura de rendibilidade entre os investidores mundiais (ver Gráfico A). O crescimento neste setor complementou o sistema bancário tradicional e atuou como um amortecedor importante para a economia, à medida que o crédito bancário se contraiu nos últimos anos. Ao mesmo tempo, o potencial impacto de desenvolvimentos adversos no setor bancário paralelo sobre o sistema financeiro mais alargado e a economia real aumentou, devido à sua crescente pegada nos mercados de capitais e às ligações mais robustas no setor e com outras vertentes do setor financeiro, incluindo bancos.

As crescentes exposições, além dos sinais de maior liquidez e transformação de prazos e do aumento da assunção de riscos<sup>33</sup>, sublinham a necessidade de um estreito acompanhamento do setor dos fundos de investimento. Existe a preocupação de que, se os investidores retirassem montantes substanciais de fundos em caso de tensão nos mercados financeiros, alguns tipos de

### Gráfico B

Alavancagem agregada dos balanços, transformação de liquidez e total dos ativos por tipo de fundo



Fonte: BCE e cálculos do BCE.

Notas: Eixo do x: alavancagem (total dos ativos/ações e unidades emitidas); eixo do y: desfasamentos de liquidez (ações e unidades emitidas/ativos líquidos); dimensão da bolha: total dos ativos em EUR biliões.

fundos de investimento poderiam aumentar as pressões de venda no mercado e/ou dar origem a fugas ao nível de todo o mercado. Quanto mais os fundos estiverem envolvidos na transformação de liquidez, maior será a probabilidade de enfrentarem pressões no sentido da venda em caso de grave contração dos mercados. Níveis elevados de alavancagem<sup>34</sup> podem intensificar espirais de liquidez, forçando os gestores de fundos a vender uma percentagem mais significativa das suas carteiras investidas por qualquer montante de saídas.

O cenário agregado de vulnerabilidades (ver Gráfico B) pode ocultar vulnerabilidades no seio de instituições de importância sistémica individuais de grande dimensão. A concentração de ativos num número limitado de instituições com uma pegada particularmente significativa pode ter impacto sobre a evolução dos mercados, quer sob tensão quer em condições normais. Existem sinais de maior

<sup>33</sup> Uma percentagem significativa de fundos de investimento emite diariamente créditos resgatáveis a fim de financiar ativos relativamente ilíquidos. Medidos pelo total de ativos, 99% dos fundos de investimento não imobiliário são de tipo aberto, o que significa que os investidores podem reembolsar as suas ações com um pré-aviso bastante curto. No que se refere aos fundos imobiliários, esta percentagem é menor (80%), enquanto os períodos de pré-aviso são frequentemente mais longos, refletindo os ativos muito ilíquidos que estes fundos detêm.

<sup>34</sup> Ver a caixa intitulada "Synthetic leverage in the investment fund sector", *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2015.

assunção de riscos<sup>35</sup> pelos fundos de investimento através de ajustamentos de carteira no sentido de títulos de dívida com menor notação, rentabilidade mais elevada e maior risco de duração.

Embora a cobertura estatística do setor bancário paralelo tenha aumentado ao longo dos últimos anos, ajudando a perceber a composição do setor e os impulsionadores do seu crescimento, será necessária mais informação e melhor divulgação a fim de acompanhar e fazer face a esta crescente fonte de risco potencial. A escassez de informação sobre as medidas de liquidez em situações de tensão e de alavancagem a nível agregado fora da banca tradicional continua a ser um obstáculo para a total compreensão da natureza e dimensão dos riscos para a estabilidade financeira. Não se encontra disponível uma desagregação estatística para cerca de 50% dos ativos totais do setor, alguns dos quais podem ser registados por entidades que não operam no sistema bancário paralelo, podendo algumas das quais, no entanto, representar outras entidades envolvidas em atividades de risco. As limitações de dados continuam assim a condicionar o acompanhamento pelo BCE dos riscos e vulnerabilidades.

Alguns fatores, tais como processos de gestão de risco adequados e reservas de liquidez, mitigam o risco de as entidades do sistema bancário paralelo atuarem como potenciais amplificadores num cenário adverso de choques. Embora o setor dos fundos de investimento se encontre sujeito a regulação prudencial, a maioria das regras existentes não têm perspetiva sistémica e podem não ser adequadas para prevenir a acumulação de riscos em todo o setor ou fazer face a riscos para a estabilidade financeira numa situação ao nível de todo o sistema.

### 3.2 A função macroprudencial do BCE

Em 4 de novembro de 2014, o BCE assumiu os poderes macroprudenciais que lhe são atribuídos pelo Regulamento do MUS para fazer face ao aparecimento de eventuais riscos sistémicos no sistema financeiro. 2015 foi portanto o primeiro ano completo em que o BCE desempenhou as suas novas atribuições nesta matéria. O BCE tem dois mandatos na área da política macroprudencial nos países do MUS<sup>36</sup>.

Em primeiro lugar, o BCE pode aplicar requisitos mais elevados de reservas de fundos próprios do que os aplicados pelas autoridades nacionais e adotar medidas mais rigorosas destinadas a fazer face a riscos sistémicos ou macroprudenciais, ao abrigo dos procedimentos estipulados em legislação relevante da UE. Por exemplo, o BCE pode aplicar requisitos mais elevados aos bancos relacionados com: reservas contracíclicas de fundos próprios, reservas para risco sistémico (se implementadas na legislação nacional), exigências suplementares de capital a instituições de importância sistémica, ponderações de risco para ativos imobiliários e posições em risco sobre o setor financeiro, limites aos grandes riscos e requisitos de divulgação adicionais.

Em segundo lugar, as autoridades nacionais têm de notificar o BCE sempre que pretendam implementar ou alterar uma medida macroprudencial. O BCE avalia as

<sup>35</sup> Ver a caixa intitulada "Debt securities holdings of the financial sector in the current low-yield environment", *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2015.

<sup>36</sup> A política macroprudencial tem por objetivo prevenir a acumulação excessiva de risco, tornar o setor financeiro mais resistente e limitar os efeitos de contágio.

medidas planeadas e pode decidir aplicar requisitos mais elevados (ou seja, reforça as medidas). As autoridades nacionais consideram os comentários do BCE antes de tomarem a sua decisão.

Uma vez que as medidas macroprudenciais implementadas nos Estados-Membros a nível individual podem ter repercussões transfronteiras ou intersetoriais, o BCE acompanha os acordos de reciprocidade. Estes devem ser aplicados de forma transparente, a fim de limitar repercussões negativas não intencionais a nível transfronteiras ou intersetorial, preferivelmente de acordo com a Recomendação do CERS 2015/2 relativa à avaliação de efeitos transfronteiras e reciprocidade voluntária de medidas de política macroprudencial (ver adiante)<sup>37</sup>. Com este objetivo, o BCE apoia também a utilização consistente de instrumentos macroprudenciais nos países do MUS, através das atividades em curso do seu Comité de Estabilidade Financeira e das discussões ao nível dos órgãos de decisão do BCE.

## Decisões macroprudenciais ao longo de 2015

O Conselho do BCE é responsável pela tomada de decisões de âmbito macroprudencial. O BCE estabeleceu um Fórum Macroprudencial, composto pelo Conselho do BCE e pelo Conselho de Supervisão do BCE. O Fórum Macroprudencial reuniu em 2015 com uma periodicidade trimestral, a fim de discutir os riscos para a área do MUS e para cada país do MUS, bem como outros tópicos relevantes de uma perspetiva macroprudencial. As decisões macroprudenciais do Conselho do BCE são preparadas com o envolvimento do Comité de Estabilidade Financeira, que compreende representantes do BCE, dos bancos centrais nacionais e autoridades de supervisão, e de uma estrutura interna do BCE que reúne representantes das áreas macroprudenciais e microprudenciais do BCE.

Os riscos para toda a área do euro identificados no *Financial Stability Review* do BCE fornecem o ponto de partida para a identificação de riscos para efeitos macroprudenciais. A discussão macroprudencial, no entanto, foca os riscos mais relevantes para os bancos, dada a incidência do setor bancário sobre os instrumentos de política macroprudencial disponíveis e o mandato do BCE no domínio macroprudencial.

A avaliação do Conselho do BCE durante 2015 foi que, dada a atual fase do ciclo financeiro, não haveria necessidade de adotar medidas macroprudenciais contracíclicas generalizadas. A avaliação levou também em linha de conta as ações no domínio macroprudencial já tomadas pelos países da área do euro a fim de aumentar a resistência do sistema bancário e prevenir o aparecimento de eventuais desequilíbrios, em particular no setor imobiliário. O BCE reviu também as políticas macroprudenciais que os Estados-Membros ativaram ou poderão ativar em resposta ao contexto de baixas taxas de juro.

---

<sup>37</sup> Ver o artigo especial intitulado "A framework for analysing and assessing crossborder spillovers from macroprudential policies", *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2015.

Em 2015, as autoridades nacionais dos 19 países do MUS informaram o BCE sobre 48 políticas macroprudenciais, 28 das quais estavam relacionadas com as reservas contracíclicas de fundos próprios, 18 com outras instituições de importância sistémica e 2 com a introdução de uma reserva para risco sistémico. Em quase todos os casos, a notificação formal foi precedida por uma informal, no espírito de colaboração entre o BCE e as autoridades nacionais.

Logo que o BCE foi notificado das decisões macroprudenciais tomadas pelas autoridades nacionais competentes e designadas, o Conselho do BCE procedeu à avaliação das medidas, em conformidade com o artigo 5.º, n.º 1, do Regulamento do MUS, e decidiu não colocar objeções às decisões tomadas por estas autoridades.

## Cooperação com o CERS

O BCE continuou a prestar apoio analítico, estatístico, logístico e administrativo ao Secretariado do CERS, o qual é responsável pelo funcionamento quotidiano do CERS. A principal missão do CERS é contribuir para a prevenção e mitigação dos riscos sistémicos para a estabilidade financeira na UE no setor bancário, no setor dos seguros, nas outras instituições financeiras e nos mercados financeiros. No desempenho das suas atribuições, o CERS tira partido dos conhecimentos especializados dos BCN, dos supervisores nacionais e das Autoridades Europeias de Supervisão.

Em 2015, o BCE e o CERS lançaram um trabalho conjunto sobre o acompanhamento e avaliação dos riscos de estabilidade financeira que surgem no contexto de baixas taxas de juro e eventuais respostas de política macroprudencial. A revisão dos riscos está em curso. Abrange não só os bancos, mas também outros tipos de instituições financeiras, mercados financeiros e infraestruturas de mercado, questões abrangentes em todo o sistema financeiro, e interações com a economia geral.

Ao nível de toda a UE, o CERS continuou a desempenhar um importante papel de coordenação da política macroprudencial. Em janeiro de 2016 foram publicadas duas recomendações relativas a aspetos transfronteiras de política macroprudencial, uma relativa à fixação da reserva contracíclica para exposições a países terceiros fora do Espaço Económico Europeu e a outra relativa à reciprocidade voluntária para medidas de política macroprudenciais.

### 3.3 MUS – a função microprudencial do BCE

#### O primeiro ano completo de supervisão do MUS

2015 foi o primeiro ano completo de funcionamento do Mecanismo Único de Supervisão. O MUS foi o primeiro pilar da união bancária a tornar-se totalmente operacional, em 4 de novembro de 2014. Após a avaliação completa feita em

2014, a supervisão pelo BCE dos bancos significativos, que em 2015 eram 123, concentrou-se em dar seguimento aos resultados. Mais importante ainda, isso incluiu a implementação das conclusões da análise da qualidade dos ativos e o acompanhamento dos planos de capital para os bancos aos quais foi diagnosticado um défice de fundos próprios na avaliação completa.

A supervisão bancária do BCE desempenhou também um papel fundamental na gestão da turbulência financeira na Grécia. Após o acordo político alcançado em julho, o BCE realizou uma avaliação completa a fim de determinar as necessidades de recapitalização das instituições significativas gregas. Em conjunto com o Bank of Greece, o BCE acompanhou a situação das instituições menos significativas gregas. O BCE manter-se-á ativamente envolvido na garantia da existência de um sistema bancário sólido e resiliente na Grécia.

Assegurar condições de igualdade em termos da supervisão dos bancos na área do euro foi uma condição prévia para o sucesso do MUS. O MUS contribuiu para estas condições de igualdade ao estabelecer uma metodologia comum para a supervisão dos bancos. Um bom exemplo da abordagem comum à supervisão foi o facto de 2015 ter sido o primeiro ano em que todas as instituições significativas na área do euro ficaram sujeitas a um único processo de análise e avaliação para fins de supervisão (*Supervisory Review and Evaluation Process – SREP*).

No que se refere à supervisão de instituições menos significativas, pelas quais as autoridades nacionais competentes são diretamente responsáveis, o objetivo primordial do BCE era assegurar a aplicação consistente de elevadas normas de supervisão em todo o MUS. Para efeitos desta supervisão, foram desenvolvidas em 2015 diversas normas de supervisão conjuntas que proporcionam orientações às autoridades nacionais competentes sobre a condução de processos específicos, por exemplo normas conjuntas para o processo de planeamento da supervisão e para o planeamento da recuperação. Neste contexto, uma outra vertente importante dos trabalhos em curso está relacionada com o desenvolvimento de uma metodologia comum para os sistemas de avaliação de risco.

Neste seu novo papel, o BCE desenvolveu memorandos de entendimento com outras autoridades de regulamentação e supervisão, tais como o Conselho Único de Resolução, o que deverá assegurar uma troca efetiva de informação e cooperação.

Para informações mais detalhadas sobre a função microprudencial do BCE, ver o [Relatório Anual do BCE sobre as atividades de supervisão de 2015](#).

### 3.4 Contributos do BCE para iniciativas regulamentares

Tendo em conta considerações relativas quer à supervisão microprudencial, quer à estabilidade financeira, o BCE contribui ativamente para o desenvolvimento do quadro regulamentar a nível europeu e internacional. Em 2015, as questões regulamentares essenciais para o BCE estiveram relacionadas com políticas destinadas a: i) enfraquecer a ligação entre bancos e a dívida soberana,

ii) reduzir a assunção de riscos e reforçar a resistência, e iii) acabar com o problema das instituições “demasiado grandes para falirem”.

### 3.4.1 Enfraquecer a ligação entre bancos e a dívida soberana

Em 2015, o BCE contribuiu para diversas iniciativas destinadas a enfraquecer a ligação entre bancos e a dívida soberana. Estas iniciativas inserem-se em duas áreas de política gerais: i) o estabelecimento da união bancária, e ii) discussões quanto a uma potencial revisão do tratamento regulamentar da exposição à dívida soberana.

Foram realizados progressos significativos em 2015 no estabelecimento da união bancária. A criação do Mecanismo Único de Resolução (MUR) em 1 de janeiro de 2015, como um complemento necessário ao MUS, significa que foram adotados com sucesso dois pilares da união bancária. Em conjunto, o MUS e o MUR reúnem os níveis de responsabilidade e de tomada de decisões em termos da supervisão e resolução de bancos no seio da união bancária. A proposta da Comissão Europeia para o terceiro pilar da união bancária – um sistema de garantia de depósitos europeu – foi publicada em 24 de novembro de 2015.

#### Segundo pilar da união bancária: o Mecanismo Único de Resolução com um Fundo Único de Resolução

O Conselho Único de Resolução (CUR) iniciou os trabalhos preparatórios em 2015 com a elaboração de procedimentos, planeamento de resoluções e outras atribuições relacionadas. Desde 1 de janeiro de 2016, o CUR controla todos os poderes de resolução, para todas as entidades abrangidas pelo seu âmbito de aplicação, previstos no Regulamento do MUR, incluindo a utilização do Fundo Único de Resolução (FUR). No final de novembro de 2015, um número de Estados-Membros suficiente cumpria a sua responsabilidade de ratificar o acordo intergovernamental<sup>38</sup> relativo ao FUR, permitindo que as disposições materiais do Regulamento do MUR se tornassem aplicáveis (em particular os poderes de resolução), e que este Fundo se tornasse operacional em 1 de janeiro de 2016.

Para que o MUR seja credível, é da maior importância assegurar o financiamento efetivo e suficiente do FUR. Durante um período transitório de oito anos, enquanto decorrer o seu financiamento até ao nível-alvo<sup>39</sup>, o FUR será composto por compartimentos nacionais. Ao longo deste período, a responsabilidade pelos custos de resolução será gradualmente mutualizada até que os compartimentos acabem por se unir num único fundo totalmente mutualizado. Dado que podem surgir

<sup>38</sup> O acordo contempla os seguintes aspetos: i) a transferência das contribuições cobradas pelas autoridades nacionais de resolução para os compartimentos nacionais, ii) a mutualização gradual dos fundos disponíveis nos compartimentos nacionais, iii) a ordem pela qual os recursos financeiros são mobilizados dos compartimentos nacionais e de outras fontes para fins de resolução, iv) o reforço dos compartimentos, se necessário, e v) a concessão de empréstimos temporários entre compartimentos nacionais, se necessário.

<sup>39</sup> O nível-alvo é 1% do montante total dos depósitos cobertos na união bancária, correspondendo a aproximadamente €55 mil milhões.

situações em que os recursos disponíveis do FUR sejam insuficientes e as contribuições *ex post* a cobrar para suprir esse déficit não estejam imediatamente acessíveis, o Regulamento do MUR especifica que o CUR poderá contratar meios de financiamento alternativos para o FUR. Nestas circunstâncias, os Estados-Membros participantes e o CUR chegaram também a acordo em 2015 sobre um sistema de linhas de crédito nacionais destinadas a conceder financiamento intercalar ao FUR, se necessário, durante o período transitório. As linhas de crédito globais ascendem a €55 mil milhões, o que corresponde aproximadamente ao nível-alvo estacionário do FUR. O passo seguinte será o desenvolvimento de um mecanismo de apoio comum, substituindo as linhas de crédito nacionais. Este mecanismo de apoio comum deverá ficar operacional antes do final do período transitório.

## Poderes de resgate interno totalmente implementados

As perdas e necessidades de recapitalização dos bancos sujeitos a um processo de resolução serão suportadas, acima de tudo, pelos acionistas e credores. Isso será assegurado, nomeadamente, pelo instrumento de resgate interno aplicável aos passivos elegíveis, cujas disposições relevantes da Diretiva relativa à recuperação e resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento (DRRB) da UE e do Regulamento do MUR entraram em vigor em 1 de janeiro de 2016. Os instrumentos de fundos próprios podem ser reduzidos ou convertidos em capital próprio ao abrigo da Diretiva e do Regulamento do MUR, e todas as responsabilidades no âmbito do instrumento de resgate interno podem ser resgatadas, quando e se necessário, para absorver perdas e injetar novo capital num banco sujeito a um processo de resolução. A fim de assegurar a eficiência do instrumento, o CUR e as autoridades nacionais de resolução, após consulta ao BCE e às autoridades competentes, determinarão os níveis adequados dos requisitos mínimos para os fundos próprios e para os passivos elegíveis para os bancos sob a sua responsabilidade. Os requisitos mínimos para os fundos próprios e para os passivos elegíveis serão fixados num nível adequado para alcançar uma resolução relacionada com o plano de resolução desenvolvido para cada banco. A cooperação entre as autoridades no seio da união bancária é necessária e uma prioridade fundamental.

## Cooperação entre o MUR e o MUS

O quadro de gestão de crises da UE estabelece o dever de cooperação entre autoridades de supervisão e de resolução. Por um lado, o MUS, enquanto autoridade competente, deve cooperar estreitamente com o MUR no planeamento da recuperação, na implementação de medidas de intervenção precoce e na avaliação dos bancos que se encontram em situação ou risco de insolvência. Por outro lado, o MUR deve cooperar com o MUS no planeamento da resolução e na avaliação da possibilidade de resolução de um banco, bem como na implementação

de medidas de resolução. Esta interação é estruturada em torno de três pilares principais: papéis institucionais complementares, cooperação e forte coordenação.

A fim de alcançar a cooperação, é necessária uma coordenação regular entre o MUS e o MUR. Com esse objetivo, o BCE nomeou a Vice-Presidente do Conselho de Supervisão, Sabine Lautenschläger, para participar como observadora permanente nas reuniões das sessões executivas e plenárias do CUR. Na mesma linha, o BCE convidará a Presidente do CUR, Elke König, a participar como observadora no Conselho de Supervisão do BCE, a fim de discutir assuntos relevantes para o CUR. Além disso, em 22 de dezembro de 2015, foi assinado um Memorando de Entendimento por ambas as autoridades, descrevendo a cooperação e troca de informações entre si.

### Terceiro pilar da união bancária: sistema europeu de garantia de depósitos

Um sistema europeu de garantia de depósitos é outro pilar importante, a par com o MUS e o MUR, para assegurar que a confiança dos depositantes seja identicamente forte em toda a união bancária. Este é um requisito prévio para a concretização de condições de igualdade. Em 24 de novembro de 2015, a Comissão Europeia apresentou uma proposta para a constituição desse sistema como o terceiro pilar da união bancária. A proposta estabelece um roteiro claro para um sistema europeu de garantia de depósitos único, com início num sistema de resseguro, passando, através de uma parcela gradualmente maior de financiamento concedido a nível europeu numa fase de co-garantia, para um sistema em que todo o financiamento de garantia de depósitos é prestado por um fundo europeu de garantia de depósitos. Um sistema europeu de garantia de depósitos está a ser promovido pela Comissão e foi apresentado no Relatório dos Cinco Presidentes como um passo importante no sentido do reforço da união bancária, depois de ter aumentado a responsabilidade pela supervisão e resolução bancárias para um nível acima da dos Estados-Membros participantes. Um sistema europeu de garantia de depósitos reforçará também os outros dois pilares. Em 24 de novembro de 2015, a Comissão publicou também uma Comunicação sobre a conclusão da união bancária, a qual – para além da introdução deste sistema – inclui novas medidas para reduzir os restantes obstáculos às verdadeiras condições de igualdade nos setores bancários, como a redução das faculdades e opções nacionais na aplicação de regras prudenciais ou na promoção da convergência na legislação em matéria de insolvência.

### Tratamento regulamentar da exposição à dívida soberana

A recente crise financeira demonstrou que o pressuposto implícito de que a dívida soberana é isenta de risco não é adequado, o que justifica uma revisão do atual quadro regulamentar para o risco soberano. Uma alteração regulamentar financeira neste domínio requer uma solução global, que garanta condições equitativas para os bancos. O Comité de Basileia de Supervisão Bancária lidera a revisão do atual

tratamento regulamentar do risco soberano a nível mundial e considerará as potenciais opções de política. O Comité de Basileia realiza esta revisão de forma cuidadosa, abrangente e gradual. O seu objetivo é avaliar também questões mais generalizadas, relacionadas com o papel dos mercados de dívida soberana e o impacto que as alterações no quadro regulamentar podem ter sobre este papel e sobre determinados segmentos de mercado.

Os benefícios e custos de qualquer revisão ao quadro regulamentar deverão ser avaliados com precaução. A avaliação deve refletir o potencial impacto sobre o funcionamento dos mercados e a estabilidade financeira, tomando em consideração quaisquer potenciais efeitos colaterais sobre outras classes de ativos que limitam a capacidade de intermediação dos bancos. Além disso, deve ser tomada em devida conta a função de liquidez desempenhada pelas obrigações soberanas e quaisquer implicações para a transmissão da política monetária.

### 3.4.2 Reduzir a assunção de riscos e reforçar a resistência

O BCE contribuiu para a finalização de diversas reformas regulamentares ao longo de 2015, mas várias questões essenciais permaneceram na agenda, principalmente relacionadas com a finalização do quadro do rácio de alavancagem e a revisão estratégica do quadro de capital.

#### Finalização do quadro do rácio de alavancagem

A excessiva alavancagem foi indubitavelmente uma das causas na origem da crise financeira. Os bancos de maior dimensão na Europa tinham constituído um nível significativo de alavancagem antes da crise financeira, com a sua alavancagem mediana a aumentar para cerca de 33 vezes acima dos fundos próprios principais no período que antecedeu a crise, tendo mesmo alguns bancos atingido uma alavancagem 50 vezes superior aos fundos próprios principais<sup>40</sup>. Assim, um rácio de alavancagem abrangente e bem calibrado que funcione em paralelo com o quadro de capital com base no risco é um instrumento importante para fazer face aos riscos decorrentes da alavancagem excessiva. Os estudos levados a cabo pelo BCE sugerem que o rácio de alavancagem, que efetivamente complementa os requisitos de fundos próprios com base no risco, conduziria a uma descida significativa da probabilidade de dificuldades dos bancos com elevado nível de alavancagem<sup>41</sup>. Alguns aspetos do quadro do rácio de alavancagem estão ainda em discussão no Comité de Basileia, prevendo-se que a revisão da sua calibração fique finalizada durante o próximo ano. Um rácio de alavancagem de nível 1 mínimo de 3% está em teste até 1 de janeiro de 2017, altura em que deverão ser introduzidos os ajustamentos finais no quadro, com vista à migração para um tratamento de Pilar 1

<sup>40</sup> Ver "Is Europe overbanked?", *Reports of the Advisory Scientific Committee*, n.º 4, CERS, junho de 2014.

<sup>41</sup> Ver Grill, M., Lang, J. H. e Smith, J., "The impact of the Basel III leverage ratio on risk-taking and bank stability" (*Special Article A*), *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2015.

em 1 de janeiro de 2018. Ao nível europeu, a Autoridade Bancária Europeia iniciou os trabalhos relativos ao seu relatório sobre o impacto e calibração do rácio de alavancagem. O relatório apresentará uma avaliação de impacto para o rácio de alavancagem, considerando as potenciais implicações comportamentais de um requisito de rácio de alavancagem, a sua interação com outros requisitos prudenciais e a ciclicidade.

### Revisão estratégica do quadro de capital

Um dos objetivos de política principais do BCE é assegurar que os rácios de capital dos bancos sejam robustos e comparáveis entre jurisdições. A este respeito, vários estudos realizados pelo Comité de Basileia e pela Autoridade Bancária Europeia identificaram uma variação excessiva dos requisitos de fundos próprios dos bancos nos últimos anos. O Comité de Basileia, como resposta de política abrangente para fazer face a estas preocupações, iniciou uma revisão estratégica do quadro de capital de Basileia. O objetivo dos trabalhos em curso é desenvolver uma abordagem destinada a limitar a utilização de modelos internos dos bancos a um conjunto de carteiras adequadas para a modelização. Esta abordagem aplicaria restrições adicionais à modelização destas carteiras, incluindo a fixação de limites ou a eliminação da modelização de parâmetros especiais. Seria também necessário calcular o capital regulamentar para todas as restantes carteiras, recorrendo a métodos alternativos definidos pelo Comité. A revisão destina-se a melhorar o equilíbrio entre a simplicidade, a comparabilidade e a sensibilidade ao risco, bem como a cumprir os objetivos do Comité no que se refere à adequação, robustez e consistência da implementação.

### 3.4.3 Acabar com o problema das instituições “demasiado grandes para falirem”

#### Padrão de capacidade total de absorção de perdas destinado a instituições de importância sistémica mundial e as suas implicações para a UE

O padrão da capacidade total de absorção de perdas para instituições de importância sistémica mundial, acordado pelo Conselho de Estabilidade Financeira em novembro de 2015, é concebido de modo a que as instituições de importância sistémica mundial em situação de insolvência tenham disponível suficiente capacidade de absorção de perdas e de recapitalização para implementar uma estratégia de resolução organizada. Nesta conformidade, trata-se de um importante marco para ultrapassar o problema das instituições “demasiado grandes para falirem”. Isso é importante para o BCE, de uma perspetiva de estabilidade financeira e de supervisão, tendo portanto o BCE contribuído ativamente para o desenvolvimento do padrão da capacidade total de absorção de perdas.

O padrão da capacidade total de absorção de perdas estabelece um requisito mínimo e define critérios para os instrumentos e passivos elegíveis ao abrigo desse padrão, com o objetivo de assegurar que estes instrumentos e passivos se encontram prontamente disponíveis para absorver perdas de resolução. Dispor de um requisito mínimo respeitante à capacidade total de absorção de perdas para todas as instituições de importância sistémica mundial contribuirá para assegurar condições equitativas a nível mundial. Se necessário, as autoridades podem também requerer mais do que o nível mínimo de capacidade total de absorção de perdas para as instituições de importância sistémica mundial, numa base casuística. O requisito mínimo respeitante à capacidade total de absorção de perdas é medido face a um padrão de referência ponderado e não ponderado pelo risco. As instituições de importância sistémica mundial devem ter uma capacidade total de absorção de perdas de pelo menos 16% dos ativos ponderados pelo risco do grupo de resolução a partir de 1 de janeiro de 2019, e de pelo menos 18% a partir de 1 de janeiro de 2022. Além disso, em termos de um padrão de referência não ponderado pelo risco, a sua capacidade total de absorção de perdas deve ser de pelo menos 6% do denominador do rácio de alavancagem de Basileia III, a partir de 1 de janeiro de 2019, e de pelo menos 6.75% a partir de 1 de janeiro de 2022<sup>42</sup>.

O padrão da capacidade total de absorção de perdas é idêntico aos requisitos mínimos para os fundos próprios e para os passivos elegíveis, no quadro de resolução da UE, apesar de algumas diferenças essenciais. Em particular, a capacidade total de absorção de perdas apenas se aplica a instituições de importância sistémica mundial, enquanto os requisitos mínimos para os fundos próprios e para os passivos elegíveis se aplicam a todas as instituições de crédito e empresas de investimento e não têm um nível mínimo, em contraste com a capacidade total de absorção de perdas. Os dois padrões deverão ser consistentes entre si através de uma cláusula de revisão da DRRB até ao final de 2016, tendo porém em conta diferenças no âmbito da sua aplicação.

### 3.5 União dos mercados de capitais

O Eurosistema apoia a criação de uma união dos mercados de capitais (UMC) para a Europa. A UMC tem o potencial de complementar a união bancária e reforçar a União Económica e Monetária melhorando a partilha de riscos a nível transfronteiras e tornando o sistema financeiro mais resiliente<sup>43</sup>. A UMC será também essencial para apoiar o crescimento europeu, diversificando as fontes de financiamento e aumentando o acesso das empresas ao financiamento. Em 30 de setembro de 2015, a Comissão Europeia publicou um plano de ação que delineava diversas medidas destinadas a estabelecer as pedras basilares da UMC até 2019. O BCE acolhe com agrado o plano de ação e apoia as iniciativas preliminares que o acompanham, em particular a proposta de um quadro europeu de titularização,

<sup>42</sup> A capacidade total de absorção de perdas não limita a competência das autoridades para resgatar outras responsabilidades que se encontrem no âmbito do resgate, se necessário.

<sup>43</sup> "Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper", 21 de maio de 2015.

que inclui também um tratamento prudencial diferenciado para uma titularização simples, transparente e normalizada, incluindo encargos de capital reduzidos para os bancos. Isso contribuirá para revitalizar os mercados de titularização.

A fim de colher os benefícios da UMC, deve ser prosseguido um nível elevado de integração financeira. É atingida a total integração se todos os participantes no mercado com as mesmas características relevantes estiverem sujeitos a um conjunto único de regras, tiverem igual acesso aos mercados e forem tratados de forma equitativa, sempre que tiverem um papel ativo no mercado. Isso requer uma visão de longo prazo, em paralelo com uma agenda ambiciosa de novas iniciativas. Por exemplo, as leis nacionais sobre a insolvência, a tributação e os títulos deverão ser mais harmonizadas.

O plano de ação publicado pela Comissão apresenta diversas iniciativas preliminares. Em particular, para além da proposta de um quadro europeu de titularização, a Comissão publicou uma consulta relativa ao desenvolvimento de um quadro de obrigações com ativos subjacentes ao nível de toda a Europa e uma proposta de revisão das regras dos prospectos. Enquanto a primeira se destinava a tirar partido dos sistemas nacionais e explorar a viabilidade das obrigações com ativos subjacentes para pequenas e médias empresas, a última procurava melhorar o acesso ao financiamento por parte das empresas e simplificar a informação para os investidores. Em particular, deverão ser ultrapassadas as barreiras à obtenção de informações sobre PME. Estas medidas contribuirão para uma maior integração dos mercados de capitais.

Em suma, alcançar a UMC irá exigir uma combinação de “desenvolvimentos imediatos” para manter o dinamismo, bem como um esforço sustentado ao longo de vários anos num vasto leque de áreas que são essenciais para o funcionamento dos mercados de capitais.

# Outras atribuições e atividades

## 1 Infraestruturas de mercado e pagamentos

As infraestruturas de mercado facilitam a compensação e liquidação de pagamentos, títulos e derivados. A sua segurança e eficiência são essenciais para a manutenção da confiança na moeda e para apoiar as operações de política monetária e a estabilidade do sistema financeiro no seu conjunto. A integração das infraestruturas de mercado em toda a Europa é uma condição necessária para alcançar um mercado verdadeiramente único.

O Eurosistema desempenha um papel fundamental nos pagamentos e nas infraestruturas de mercado pós-transação em três funções – como operador, catalisador e superintendente. É o operador do TARGET2, a infraestrutura de liquidação em tempo real de pagamentos de importâncias avultadas e urgentes em euros, em moeda do banco central. Para facilitar a utilização transfronteiras de ativos de garantia em operações de crédito do Eurosistema, este disponibiliza um Modelo de Banco Central Correspondente. Além disso, desde junho de 2015, a nova infraestrutura do Eurosistema – o TARGET2-Securities (T2S) – tem proporcionado liquidação de títulos em moeda do banco central. A prazo, a visão do Eurosistema para 2020, que delinea a sua estratégia para o futuro da infraestrutura de mercado, é discutida na Secção 1.1 a seguir.

Enquanto catalisador, o Eurosistema ajuda ativamente o setor a harmonizar processos pós-transação no seguimento do lançamento do T2S e a encontrar soluções de pagamentos, de compensação e de liquidação seguras e eficazes para os pagamentos de retalho na área do euro. O Eurosistema deu forma à implementação da Área Única de Pagamentos em Euros (SEPA) desde o seu início, e continuará ativo no domínio dos pagamentos de retalho enquanto impulsionador de inovação. As inovações resultantes da crescente digitalização da atividade de pagamentos são discutidas na Secção 1.2.

Na sua função de superintendência, o Eurosistema assegura a gestão eficiente de riscos e o estabelecimento de acordos de governação sólidos para as infraestruturas de mercado e, sempre que necessário, promove a mudança. Por exemplo, o Eurosistema, como parte do seu envolvimento no estabelecimento de normas internacionais, está a trabalhar juntamente com o setor no reforço da resiliência da infraestrutura do mercado financeiro contra ciberataques. Prosseguem também os trabalhos de melhoria da eficiência e segurança dos pagamentos de retalho. No que respeita à superintendência das infraestruturas de títulos e derivados, o Eurosistema – em cooperação com os superintendentes e supervisores relevantes – finalizou a avaliação da conceção do T2S antes da entrada em funcionamento da nova plataforma. Além disso, os riscos da contraparte central têm estado no centro das atenções devido à sua crescente importância sistémica, como discutido em maior pormenor na Secção 1.3.

## 1.1

### Entrada em funcionamento do T2S e o futuro das infraestruturas de mercado

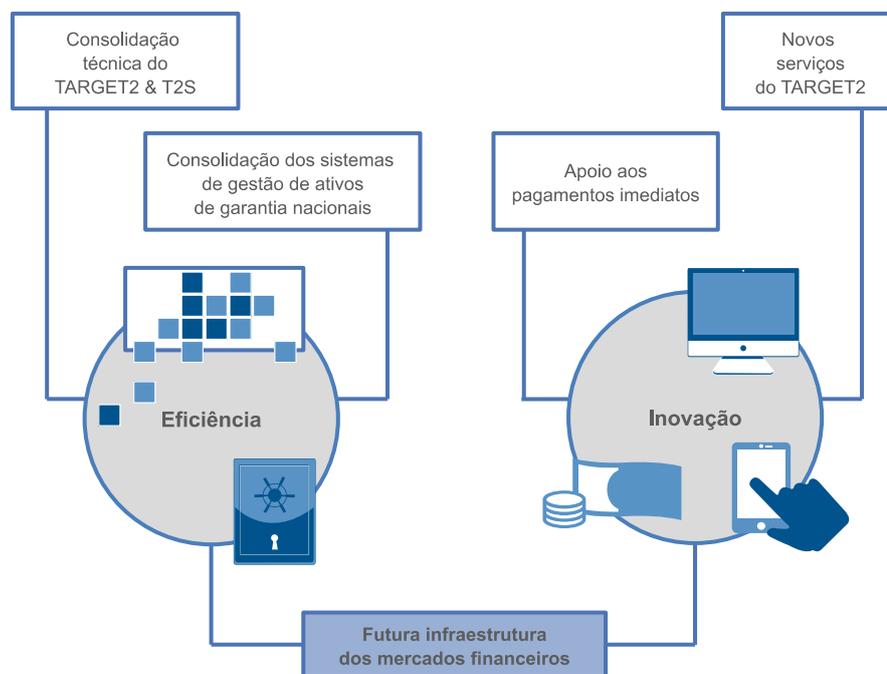
Em junho de 2015, entrou em funcionamento a nova plataforma única de liquidação de títulos do Eurosistema, o TARGET2-Securities. Cinco centrais de depósito de títulos na Grécia, Itália, Malta, Roménia e Suíça estão ligadas à plataforma, e os restantes 16 mercados irão juntar-se a estas ao longo dos próximos dois anos. A dimensão multidivisa do T2S será concretizada quando a coroa dinamarquesa puder ser liquidada na plataforma, a partir de 2018. Espera-se que mais países e moedas adiram ao T2S no futuro.

O T2S elimina as diferenças entre a liquidação de títulos doméstica e transfronteiras, oferecendo uma solução para as desvantagens da anterior fragmentação do mercado. O T2S é um importante impulsionador da harmonização dos serviços e das normas pós-transação, e contribui para uma integração financeira mais forte e um verdadeiro mercado único europeu.

Com a continuação da migração para o T2S, o planeamento do Eurosistema inclui assegurar que as infraestruturas de mercado e os pagamentos acompanhem os desenvolvimentos tecnológicos e usufruam de maiores ganhos em termos de eficiência. A visão do Eurosistema para 2020 delinea uma estratégia para as infraestruturas de mercado que consiste em três pontos de ação.

#### Figura 1

Infraestrutura dos mercados financeiros da Europa – visão para 2020 e anos subsequentes



Fonte: BCE.

O primeiro ponto de ação é a exploração das sinergias entre o TARGET2 e o T2S. A infraestrutura técnica será consolidada para que o TARGET2 possa beneficiar das características de ponta atualmente disponíveis no T2S, por exemplo, com uma maior otimização dos mecanismos de poupança de liquidez. O segundo ponto de ação é a investigação de opções para apoiar o desenvolvimento de uma solução pan-europeia de pagamentos imediatos (ver Secção 1.2). O terceiro consiste numa maior harmonização e aumento da eficiência da gestão de ativos de garantia do Eurosistema, incluindo a possível harmonização de técnicas e procedimentos de colateralização. Se o trabalho de harmonização for bem-sucedido, a viabilidade de um sistema comum de gestão de ativos de garantia do Eurosistema poderá ser considerada.

Numa tentativa de tornar a sua visão para 2020 uma realidade, o Eurosistema irá trabalhar de perto com o mercado, beneficiando do seu ponto de vista e assegurando que as infraestruturas de mercado da Europa estão ajustadas às suas necessidades.

## 1.2 A digitalização da atividade de pagamentos

Após a migração com êxito para a SEPA para as transferências a crédito e os débitos diretos na área do euro, o foco do setor dos pagamentos e do Eurosistema passou da harmonização e integração para a modernização e a inovação. Esta mudança foi necessária dada a presença generalizada da digitalização na vida quotidiana. O setor dos pagamentos está a responder às mudanças nas experiências e expectativas dos utilizadores. Em alguns países europeus têm surgido soluções de pagamentos móveis diretos e pagamentos por proximidade sem contacto. Algumas destas soluções têm por base pagamentos imediatos, ou seja, soluções de pagamento que asseguram a disponibilização imediata de fundos ao destinatário. Contudo, estes serviços apenas estão disponíveis a nível nacional, faltando-lhes interoperabilidade e alcance pan-europeus.

A fim de evitar uma refragmentação da SEPA pelo surgimento de uma multiplicidade de soluções nacionais autónomas, o Eurosistema dá um forte apoio ao desenvolvimento de uma solução pan-europeia de pagamentos imediatos. O Conselho de Pagamentos de Retalho em Euros (Euro Retail Payments Board – ERPB), presidido pelo BCE, convidou o setor dos pagamentos a apresentar uma proposta para a conceção de um sistema imediato de transferências a crédito SEPA em euros. Esta proposta, que se tornará na base comum para as soluções de pagamentos imediatos a nível europeu, foi aprovada pelo ERPB em novembro de 2015 e será também a base para o conjunto de regras atualmente em preparação pelo Conselho Europeu de Pagamentos.

No que respeita à compensação e liquidação de pagamentos imediatos, o BCE deu início a um diálogo com fornecedores de infraestruturas de mercado de retalho, refletindo atualmente sobre o seu próprio papel na liquidação desses pagamentos enquanto operador do TARGET2.

Além disso, o BCE esteve envolvido no trabalho do ERPB relativo às recomendações que facilitam, a nível pan-europeu, os pagamentos móveis diretos e os pagamentos móveis e baseados em cartão por proximidade sem contacto. A prazo, novas soluções de pagamento e os novos prestadores de serviços de pagamento, que surgiram com a expansão do ambiente de comércio eletrónico, irão requerer a atenção do Eurosistema.

Em fevereiro de 2015, o BCE publicou o segundo [relatório](#) sobre sistemas de moeda virtual. Em termos gerais, a atenção do setor deixou de se centrar no aspeto “valor”, para se centrar no mecanismo intrínseco de transferência desse valor, ou seja, a *blockchain*, tecnologia de registo descentralizado das transações. O BCE continuará a acompanhar os desenvolvimentos tecnológicos subjacentes a estes sistemas.

### 1.3 Gestão dos riscos das contrapartes centrais

A crise financeira mundial de 2007/2008 veio sublinhar as lacunas significativas da transparência e gestão de risco nos mercados de derivados OTC, em particular no segmento em que as transações são compensadas bilateralmente. Neste contexto, os líderes do G20 acordaram, na cimeira de Pittsburgh em 2009, que todos os derivados OTC normalizados deveriam ser compensados centralmente.

Em resultado da obrigação de compensação central, as contrapartes centrais gerem uma percentagem crescente do risco financeiro decorrente das transações em derivados OTC, e a sua robustez tornou-se cada vez mais importante numa perspetiva de estabilidade financeira. Neste contexto, em fevereiro de 2015 os ministros das finanças e governadores dos bancos centrais do G20 solicitaram ao Conselho de Estabilidade Financeira que desenvolvesse, juntamente com o Comité de Pagamentos e Infraestruturas de Mercado (Committee on Payments and Market Infrastructure), a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários e o Comité de Basileia de Supervisão Bancária, um plano de trabalho coordenado para promover a resiliência das contrapartes centrais, o planeamento da recuperação e a possibilidade de resolução. O “Plano de Trabalho das Contrapartes Centrais de 2015” é constituído por quatro elementos principais: i) uma avaliação da adequação das medidas existentes para a resiliência das contrapartes centrais (incluindo a capacidade de absorção de perdas e liquidez, bem como testes de esforço); ii) um levantamento dos mecanismos existentes de recuperação das contrapartes centrais, incluindo ferramentas de repartição de perdas, considerando se haverá necessidade de normas mais granulares; iii) uma análise dos regimes existentes de resolução das contrapartes centrais e acordos de planeamento da resolução, considerando se haverá necessidade de normas mais granulares ou de recursos previamente financiados adicionais; e iv) uma análise das interdependências entre as contrapartes centrais, os respetivos membros compensadores diretos e indiretos e outras instituições financeiras, e dos potenciais canais de transmissão de risco através dessas interdependências. O BCE está diretamente envolvido nestas vertentes de trabalho através dos comités internacionais dedicados.

Para avançar no sentido de uma maior cooperação, em 29 de março de 2015 o BCE e o Bank of England anunciaram<sup>44</sup> medidas destinadas a reforçar a estabilidade financeira em relação a mercados compensados centralmente na UE, através de uma abordagem coordenada e partilhada. Neste contexto, o BCE e o Bank of England celebraram acordos reforçados de troca de informações e cooperação relativamente às contrapartes centrais baseadas no Reino Unido com atividade significativa em euros.

O BCE, bem como outros bancos centrais do Eurosistema, continuou a estar envolvido no trabalho em curso dos colégios de autoridades que supervisionam as contrapartes centrais baseadas na UE com uma ampla atividade de compensação central em euros, nos termos do Regulamento relativo às infraestruturas do mercado europeu. Em 2015, isto incluiu a aprovação da proposta de alargamento dos serviços das contrapartes centrais.

Em 2 de setembro de 2015, o BCE publicou a sua resposta à consulta pública da Comissão Europeia relativa à avaliação do Regulamento relativo às infraestruturas do mercado europeu. A resposta apresentou diversas propostas para reforçar o quadro de supervisão colegial para as contrapartes centrais e melhorar a qualidade do reporte de dados de derivados a fim de aumentar a transparência.

## 2 Serviços financeiros prestados a outras instituições

### 2.1 Administração de operações ativas e passivas

O BCE é responsável pela administração das operações ativas e passivas realizadas pela UE ao abrigo do [mecanismo de apoio financeiro a médio prazo](#)<sup>45</sup> e do [Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira – MEEF](#)<sup>46</sup>. Em 2015, o BCE processou pagamentos de juros referentes a empréstimos ao abrigo do mecanismo de apoio financeiro a médio prazo. Em 31 de dezembro de 2015, o montante total do saldo das operações ao abrigo deste mecanismo era de €5.7 mil milhões. Em 2015, o BCE processou o pagamento e reembolso com êxito de um empréstimo intercalar de curto prazo concedido à Grécia ao abrigo do MEEF, no seguimento de uma [decisão adotada pelo Conselho da UE](#). O BCE também processou diversos pagamentos e pagamentos de juros em relação aos empréstimos ao abrigo do MEEF. Em 31 de dezembro de 2015, o montante total do saldo das operações ao abrigo deste mecanismo era de €46.8 mil milhões.

<sup>44</sup> Ver o [comunicado](#) do BCE de 29 de março de 2015. O anúncio seguiu-se ao acórdão de 4 de março do Tribunal Geral da União Europeia (ver também a Secção 6 do Capítulo 2).

<sup>45</sup> Nos termos do artigo 141.º, n.º 2, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, dos artigos 17.º, 21.º-2, 43.º-1 e 46.º-1 dos Estatutos do SEBC e do artigo 9.º do Regulamento (CE) n.º 332/2002 do Conselho de 18 de fevereiro de 2002.

<sup>46</sup> Nos termos do artigo 122.º, n.º 2 e do artigo 132.º, n.º 1 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, dos artigos 17.º e 21.º dos Estatutos do SEBC e do artigo 8.º do Regulamento (UE) n.º 407/2010 do Conselho de 11 de maio de 2010.

De igual modo, o BCE é responsável pela administração de pagamentos relacionados com operações ao abrigo do [European Financial Stability Facility](#) (Fundo Europeu de Estabilidade Financeira – FEEF)<sup>47</sup> e do [European Stability Mechanism](#) (Mecanismo Europeu de Estabilidade – MEE)<sup>48</sup>. Em 2015, o BCE processou vários pagamentos de juros e comissões sobre empréstimos ao abrigo do FEEF. Em 2015, o BCE processou o desembolso de duas tranches do empréstimo concedido à Grécia ao abrigo do MEE, após uma [decisão adotada pelo Conselho da UE](#). O BCE também processou contribuições dos participantes no MEE e vários pagamentos de juros e comissões sobre os empréstimos ao abrigo deste mecanismo.

Por último, o BCE é responsável pelo processamento de todos os pagamentos relacionados com o contrato de empréstimo à Grécia<sup>49</sup>. Em 31 de dezembro de 2015, o montante total do saldo das operações ao abrigo deste mecanismo era de €52.9 mil milhões.

## 2.2 Serviços de Gestão de Reservas do Eurosistema

Em 2015, continuou a ser oferecido um conjunto abrangente de serviços financeiros, no quadro dos Serviços de Gestão de Reservas do Eurosistema adotado em 2005 para a gestão dos ativos de reserva denominados em euros de clientes. Os BCN do Eurosistema a nível individual (os “prestadores de serviços do Eurosistema”) disponibilizam um conjunto completo de serviços sob termos e condições harmonizados, de acordo com os padrões de mercado gerais, aos bancos centrais, às autoridades monetárias e às agências governamentais localizadas fora da área do euro, bem como a organizações internacionais. O BCE desempenha um papel de coordenação global, promovendo o bom funcionamento do quadro e o reporte ao Conselho do BCE.

O número de clientes que mantêm uma relação profissional de Serviços de Gestão de Reservas com o Eurosistema foi de 285 em 2015, face a 296 em 2014. Quanto aos próprios serviços, ao longo de 2015, o total das detenções agregadas (as quais incluem ativos de tesouraria e detenções de títulos) geridas no quadro dos Serviços de Gestão de Reservas do Eurosistema aumentou aproximadamente 6% face ao registado no final de 2014.

---

<sup>47</sup> Nos termos dos artigos 17.º e 21.º dos Estatutos do SEBC (em conjugação com o artigo 3.º, n.º 5, do acordo-quadro do FEEF).

<sup>48</sup> Nos termos dos artigos 17.º e 21.º dos Estatutos do SEBC (em conjugação com o artigo 5.12.1 das condições gerais do MEE relativas aos contratos do mecanismo de assistência financeira).

<sup>49</sup> No âmbito do contrato de empréstimo estabelecido entre os Estados-Membros cuja moeda é o euro (exceto a Grécia e a Alemanha) e o Kreditanstalt für Wiederaufbau (agindo no interesse público, sujeito às instruções recebidas da República Federal da Alemanha e beneficiando da sua garantia) na qualidade de mutuantes, e a República Helénica, na qualidade de mutuária e tendo como agente o Bank of Greece, e nos termos do disposto nos artigos 17.º e 21.º-2 dos Estatutos do SEBC e no artigo 2.º da [Decisão BCE/2010/4](#) de 10 de maio de 2010.

## 3 Notas e moedas

O BCE e os BCN da área do euro são responsáveis pela emissão de notas de euro na área do euro e pela manutenção da confiança na moeda.

### 3.1 Circulação de notas e moedas

Em 2015, o número e o valor das [notas de euro em circulação](#) cresceu cerca de 7.8% e 6.6%, respetivamente. No final do ano, o número de notas de euro em circulação era de 18.9 mil milhões, com um valor total de €1083 mil milhões (ver Gráficos 27 e 28). A nota de €50 apresentou a taxa de crescimento homóloga mais elevada, que se situou em 11.8% em 2015. A procura desta denominação aumentou de forma acentuada perto de meados do ano. A explicação mais provável prendeu-se com o facto de os turistas que viajaram para a Grécia terem levado mais dinheiro do que o habitual dadas as limitações de levantamento de numerário introduzidas naquele país (o que, no entanto, só se aplicava a residentes). A [produção de notas de euro](#) é partilhada entre os BCN, aos quais foi atribuída uma produção conjunta de 6.0 mil milhões de notas em 2015.

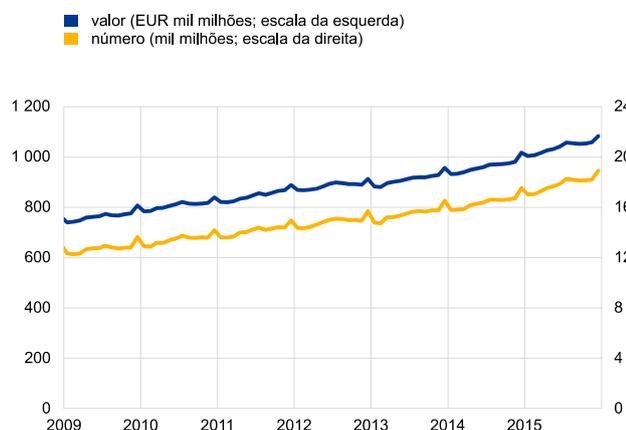
Estima-se que, em termos de valor, cerca de um quarto das notas de euro em circulação seja detido fora da área do euro, predominantemente em países vizinhos. As notas de euro, principalmente das denominações de €500 e €100, são detidas fora da área do euro como reserva de valor e para a liquidação de transações nos mercados internacionais. O numerário tem a vantagem da liquidação imediata sem necessidade de avaliação da solvência da contraparte.

Em 2015, o número total de moedas de euro em circulação aumentou 4.7%, situando-se em 116.1 mil milhões no final de 2015. No final de 2015, o valor das moedas em circulação situava-se em €26.0 mil milhões, um aumento de 4% face ao final de 2014.

Em 2015, os BCN da área do euro verificaram a autenticidade e a aptidão para circulação de cerca de 32.9 mil milhões de notas, retirando de circulação aproximadamente 5.2 mil milhões de notas. O Eurosistema também prosseguiu esforços no sentido de ajudar os fabricantes de equipamento de notas a assegurar que as respetivas máquinas cumprissem as normas do BCE de verificação da autenticidade e da aptidão das notas de euro antes de as colocarem novamente em circulação. Em 2015 as instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário verificaram a autenticidade e a aptidão de 31 mil milhões de notas de euro com recurso a essas máquinas.

**Gráfico 27**

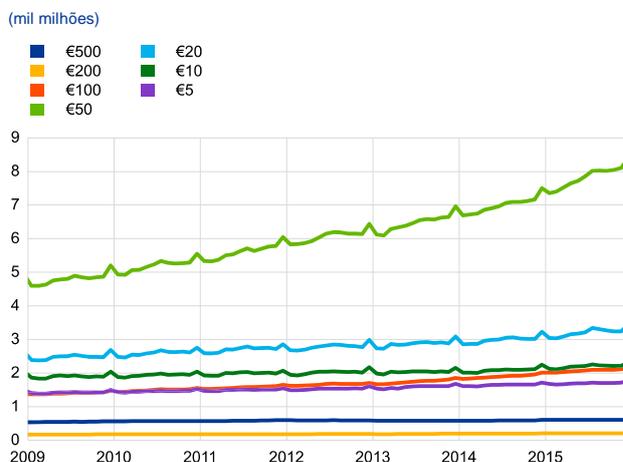
Número e valor das notas de euro em circulação



Fonte: BCE.

**Gráfico 28**

Número de notas de euro em circulação por denominação



Fonte: BCE.

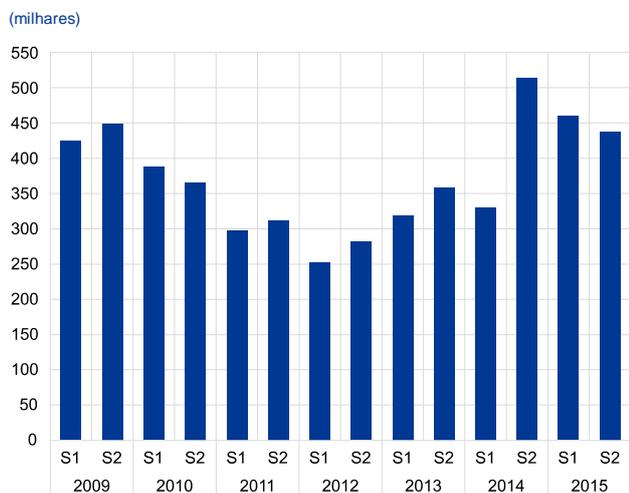
### 3.2 Contrafação de notas de euro

Em 2015, o Eurosistema retirou de circulação cerca de 899 000 contrafações de notas de euro. Em comparação com o número de notas de euro genuínas em circulação, a percentagem de contrafações permanece num nível muito reduzido. A evolução a longo prazo da quantidade de contrafações retiradas de circulação é apresentada no Gráfico 29. Os falsificadores têm como alvo preferencial as notas de €20 e €50 da primeira série de notas de euro, as quais, em 2015, corresponderam a 50.5% e 34.2%, respetivamente, do número total de contrafações. O ligeiro aumento do número total de contrafações em 2015 foi motivado sobretudo por uma subida da percentagem de contrafações de notas de euro de €50. O Gráfico 30 mostra em maior pormenor a distribuição por denominação.

O BCE continua a aconselhar o público a permanecer atento à possibilidade de fraude, e não esquecer de “tocar, observar e inclinar”, e a nunca confiar em apenas um elemento de segurança. Além disso, os profissionais que operam com numerário podem receber formação numa base contínua, dentro e fora da Europa, sendo disponibilizado material informativo atualizado para apoiar o combate do Eurosistema à contrafação. O BCE coopera igualmente com a Europol, a Interpol e a Comissão Europeia na prossecução deste objetivo.

**Gráfico 29**

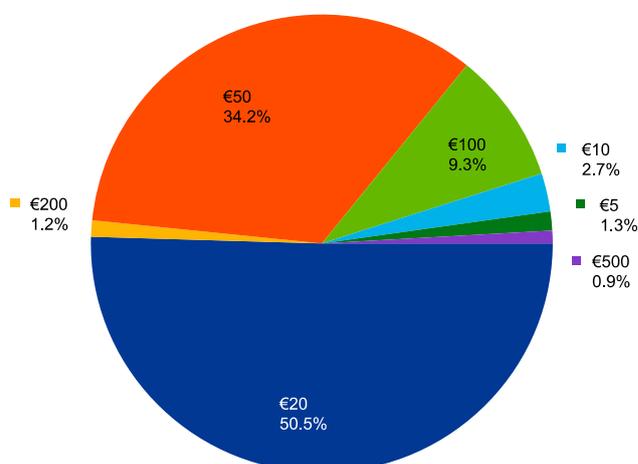
Número de contrafações de notas de euro retiradas de circulação



Fonte: BCE.

**Gráfico 30**

Desagregação de contrafações de notas de euro por denominação em 2015



Fonte: BCE.

### 3.3 A segunda série de notas de euro

Em 25 de Novembro de 2015, entrou em circulação uma nova nota de €20, a terceira nota da [série Europa](#) a ser introduzida. À semelhança das novas notas de €5 e €10, que entraram em circulação em maio de 2013 e setembro de 2014, a nova nota de €20 contém elementos de segurança reforçados, incluindo uma marca de água com retrato, e um “número esmeralda” que apresenta um efeito luminoso de movimento ascendente e descendente. Dependendo do ângulo de observação, a nota também muda de cor. A nova nota de €20 também contém um elemento de segurança novo e inovador: a janela com retrato no holograma, que revela um retrato de Europa (uma figura da mitologia grega) quando se observa a nota contra a luz. Antes da introdução da nova nota de €20, o BCE e os BCN da área do euro realizaram uma campanha de informação destinada quer ao público em geral quer aos profissionais que operam com numerário sobre a nova nota e as suas características. Também tomaram diversas medidas no sentido de ajudar o setor das máquinas de processamento de notas a preparar-se para a introdução da nova nota.

As restantes denominações da série Europa serão introduzidas ao longo dos próximos anos.

## 4 Estatísticas

O BCE, coadjuvado pelos BCN, desenvolve, recolhe, compila e publica um amplo conjunto de estatísticas que prestam um apoio crucial à política monetária da área do euro, às funções de supervisão do BCE, a diversas outras atribuições do SEBC e às atribuições do Comité Europeu do Risco Sistémico. Estas estatísticas são também utilizadas pelas autoridades públicas, pelos participantes nos mercados financeiros, pelos meios de comunicação social e pelo público em geral.

Em 2015, o SEBC continuou a disponibilizar regularmente estatísticas da área do euro sem problemas e de forma atempada. Além disso, envidou esforços consideráveis na conclusão da aplicação das novas normas estatísticas internacionais à totalidade das estatísticas do BCE e no cumprimento dos novos requisitos de estatísticas bastante atempadas, de elevada qualidade e mais granulares a nível do país, de setor e de instrumento<sup>50</sup>.

### 4.1 Estatísticas novas e melhoradas da área do euro

Desde 1 de janeiro de 2015, o BCE tem publicado a taxa de juro diária à vista a 3 meses calculada a partir da curva de rendimentos estimada a partir de obrigações da administração central da área do euro com notação AA e superior. Desde a sua publicação inicial, esta taxa tem sido utilizada pelo FMI como a componente em euros da taxa de juro dos direitos de saque especiais, substituindo a taxa da EUREPO a 3 meses.

Desde janeiro de 2015, as divulgações estatísticas sobre emissões de títulos incluíram maiores desagregações por setor emitente e tipo de instrumento, consistentes com a versão agora adotada do Sistema Europeu de Contas (SEC 2010).

Em abril de 2015, foram feitas importantes melhorias às estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional, com a divulgação de dados desde 2008. Estes dados estão em conformidade com a metodologia da sexta edição do Manual da Balança de Pagamentos do FMI e incluem uma desagregação pormenorizada por área geográfica das contrapartes.

Além disso, desde julho de 2015, as divulgações estatísticas sobre evolução monetária, taxas de juro da banca de retalho, fundos de investimento e sociedades de titularização incluíram novas desagregações, por exemplo, por setor emitente e tipo de instrumento, conformes com o SEC 2010. As estatísticas de fundos de investimento contêm dados adicionais sobre novas categorias de fundo de investimento, tais como fundos de ações privadas e fundos de índices transacionados em bolsa registados na área do euro. As estatísticas de taxas de juro bancárias incluem indicadores adicionais sobre empréstimos em dívida desagregados por maturidade residual e período seguinte de reinicialização

<sup>50</sup> Para mais informações, ver [www.ecb.europa.eu/pub/conferences](http://www.ecb.europa.eu/pub/conferences).

das taxas de juro. Além disso, as taxas de juro referentes a empréstimos renegociados são identificadas separadamente em termos das novas operações.

Em agosto de 2015, os dados bancários consolidados (o conjunto de dados do SEBC para o sistema bancário da UE numa base consolidada) foram significativamente melhorados e a sua frequência foi aumentada de semestral para trimestral. Esta melhoria beneficiou da entrada em vigor das normas técnicas de execução (*implementing technical standards*) em matéria de reporte para efeitos de supervisão da Autoridade Bancária Europeia, que aumentaram consideravelmente a quantidade de informação comparável em toda a UE. Em particular, os indicadores relativos à qualidade dos ativos foram em larga medida substituídos por novos dados relativos a exposições não produtivas, bem como rubricas-chave de diferimento de crédito. Também são disponibilizadas novas medidas de liquidez, financiamento e ativos onerados.

Em setembro de 2015, o BCE publicou novas estatísticas sobre empréstimos corrigidos de vendas e titularizações, fornecendo informações mais completas sobre empréstimos concedidos por bancos da área do euro, mas que deixaram de estar nos respetivos balanços.

Em outubro de 2015, o BCE começou a publicar dados mensais sobre saldos no TARGET2, a desagregação por moedas dos dados sobre ações cotadas emitidas por residentes na área do euro e estatísticas de pagamentos anuais melhoradas, tendo em conta a implementação da Área Única de Pagamentos em Euros e outros desenvolvimentos no mercado de pagamentos na Europa.

Em novembro de 2015, o BCE deu início à publicação de um novo relatório estatístico trimestral sobre o setor das famílias que abrange as respetivas atividades económicas e financeiras e apresenta os principais indicadores para a área do euro e uma comparação entre os 19 países da área do euro.

Em dezembro de 2015, o BCE publicou um inquérito sobre as práticas nacionais (*Survey of National Practices*), o qual documentou em pormenor as metodologias aplicadas nos países da área do euro na recolha das estatísticas dos balanços das IFM.

## 4.2 Outros desenvolvimentos estatísticos

Em março de 2015, o BCE publicou um Regulamento<sup>51</sup> relativo a informação financeira para fins de supervisão, o qual estende os requisitos de reporte a todas as entidades supervisionadas que ainda não reportem com base em modelos de prestação de informação financeira para efeitos de supervisão (FINREP), com a aplicação a começar a partir do final de 2015.

---

<sup>51</sup> Regulamento (UE) 2015/534 do Banco Central Europeu de 17 de março de 2015 relativo ao reporte de informação financeira para fins de supervisão (BCE/2015/13).

Embora as instituições que aplicam as normas internacionais de contabilidade a nível consolidado estejam já obrigadas a apresentar relatórios FINREP, o Regulamento alarga o reporte obrigatório a: i) grupos supervisionados significativos que apliquem regras contabilísticas nacionais, ii) entidades supervisionadas significativas que reportem numa base individual nos termos das normas internacionais de contabilidade e das regras contabilísticas nacionais, e iii) grupos menos significativos que apliquem regras contabilísticas nacionais e entidades supervisionadas menos significativas.

O SEBC continuou a trabalhar em diversos projetos em curso para reforçar, ao longo do tempo, a disponibilidade e qualidade das estatísticas com base em microbases de dados novas ou substancialmente melhoradas. Em 2015, foram envidados esforços substanciais no desenvolvimento do novo enquadramento para a recolha de dados granulares referentes ao crédito, com uma proposta de regulamento publicada em dezembro de 2015, dado o elevado interesse público no projeto, bem como no alargamento da recolha de dados relativos a emissões e detenções de títulos a nível individual. Em particular, o [Regulamento](#) e a [Orientação](#) sobre estatísticas relativas à detenção de títulos foram atualizados para melhorar a recolha de dados de detenções por sociedades de seguros. Também estão em curso trabalhos para a implementação de novas estatísticas relativas ao mercado monetário do euro, que irão envolver a recolha diária de informações sobre transações individuais nos vários segmentos de mercado principais (ou seja, os segmentos com garantia, sem garantia, de *swaps* em moeda estrangeira e de *swaps* indexados pelo prazo *overnight*) a partir de abril de 2016.

A nível internacional, o BCE – na qualidade de membro do Grupo Inter-Organismos sobre Estatísticas Económicas e Financeiras – manteve-se altamente empenhado no cumprimento dos objetivos da iniciativa referente às lacunas de dados, lançada em abril de 2009 pelos ministros das finanças e governadores dos bancos centrais do G20 para colmatar as lacunas de dados identificadas após a crise financeira mundial. Depois de desenvolver e implementar as 20 recomendações iniciais da primeira fase, o BCE está a apoiar fortemente a segunda fase desta iniciativa, adotada em setembro de 2015.

## 5 Estudos económicos

A produção de investigação científica de elevada qualidade desempenha um papel essencial, por ajudar o BCE a cumprir os seus objetivos-chave e abordar a mudança das suas prioridades. Durante 2015, as atividades de investigação económica foram reforçadas, no contexto de muitos desafios novos e importantes para os decisores de política. Em particular, este trabalho foi reorganizado para um menor número (sete) de núcleos específicos de investigação. Além disso, três importantes redes

de investigação ajudaram a promover uma colaboração contínua sobre temas relevantes de investigação em todo o SEBC<sup>52</sup>.

## 5.1 Núcleos e prioridades de investigação do BCE

Durante 2015, a investigação económica no BCE foi realizada em núcleos de investigação abrangendo sete bancos, os quais, em conjunto, se centraram em quatro prioridades principais: i) incorporar o impacto de alterações na estrutura económica e financeira em análises e previsões do ciclo económico, ii) avaliar a transmissão monetária, incluindo o enquadramento operacional em mudança e a respetiva implementação, iii) lançar investigação a nível de supervisão microprudencial e bancária e desenvolver uma maior análise macroprudencial, e iv) compreender a interação da política monetária única com políticas orçamentais, estruturais e prudenciais, num contexto de alterações do quadro institucional da UE.

Em relação às prioridades i) e ii), um ponto fulcral dos esforços de investigação foi o aprofundamento da compreensão das causas da inflação baixa e dos erros persistentes na previsão da inflação. Os resultados sublinharam a relevância tanto de canais externos como internos. Do lado externo, a dificuldade em prever os preços do petróleo foi identificada como um fator importante subjacente aos erros recentes de previsão da inflação. Por conseguinte, foram desenvolvidos alguns modelos novos para ajudar a uma melhor previsão da evolução no mercado petrolífero e também para sintetizar diferentes resultados dos modelos. No que diz respeito a fatores impulsionadores internos, a investigação sublinhou uma possível subestimação da dimensão da margem disponível na economia e um reforço da ligação entre a atividade real e a inflação enquanto possível fonte de sobrestimação da inflação. Além disso, a investigação ajudou a identificar novos riscos associados ao facto de as expectativas de inflação poderem deixar de estar ancoradas e mostrou de que forma a inflação baixa pode tender a autorreforçar-se, quando as taxas de juro nominais atingem o limite inferior zero. Contudo, a investigação também sublinhou a forma como a orientação futura de política monetária e as medidas de política monetária não convencionais podem desempenhar um papel importante neste contexto ao mitigar os riscos relativamente ao facto de as expectativas de inflação poderem deixar de estar ancoradas e ao apoiar a procura agregada.

As políticas micro e macroprudenciais também estiveram cada vez mais na vanguarda da investigação do BCE durante 2015. Após o estabelecimento do Mecanismo Único de Supervisão, a investigação centrou-se nos efeitos da regulamentação e de outras políticas governamentais sobre o comportamento dos bancos e respetivos balanços. Foi também dada elevada prioridade ao desenvolvimento de modelos de análise das políticas macroprudenciais e da sua interação com outras políticas, incluindo a política monetária. A análise das diferenças e desequilíbrios existentes entre os países da área do euro manteve-se

<sup>52</sup> No [sítio do BCE](#) é disponibilizada informação mais pormenorizada sobre as atividades de investigação do BCE, incluindo informações sobre eventos relacionados com investigação, publicações e redes.

um foco importante de investigação relacionado com a prioridade iv). Um resultado importante deste trabalho foi a identificação de fatores estruturais que possam explicar divergências, incluindo estrangulamentos institucionais, do mercado de trabalho e do mercado do produto que possam restringir o crescimento. Na área dos mercados financeiros, investigação nova e importante centrou-se no desenvolvimento de indicadores para a avaliação da integração financeira e das vulnerabilidades do setor bancário.

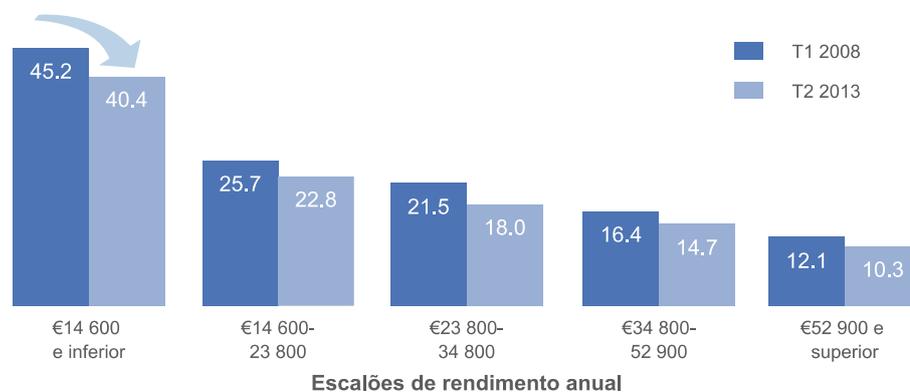
## 5.2 Redes de investigação do Eurosistema/SEBC

As redes de investigação do Eurosistema/SEBC continuaram a dar um contributo significativo em 2015. Isto incluiu o trabalho da *Household Finance and Consumption Network* (Rede sobre o Financiamento e Consumo das Famílias), da *Wage Dynamics Network* (rede sobre a dinâmica salarial) e da *Competitiveness Research Network* (rede de investigação sobre a competitividade).

O trabalho da Rede sobre o Financiamento e Consumo das Famílias centrou-se na análise de dados disponibilizados pelo inquérito sobre as finanças e o consumo das famílias do Eurosistema. O inquérito tem como objetivo último compreender de que forma a heterogeneidade microeconómica afeta os resultados macroeconómicos. Durante o ano, continuou a investigação relativa a vários aspetos do comportamento dos consumidores e das finanças das famílias. Isto incluiu a análise do efeito de variações na riqueza das famílias sobre o consumo e a distribuição de riqueza pelas famílias e entre países. Os dados do inquérito foram utilizados para avaliar os efeitos da inflação e da deflação sobre a riqueza das famílias; uma conclusão importante foi que as famílias jovens de classe média, que tendem a contrair empréstimos para a compra de casa, perdem mais em episódios de deflação, enquanto as famílias com riqueza acumulada – as famílias mais antigas e mais ricas – são mais afetadas em períodos de inflação. Além disso, os dados do inquérito sobre as finanças e o consumo das famílias foram utilizados para estimar de que forma a descida das taxas de juro se traduziu num menor serviço da dívida para as famílias a nível individual, com as conclusões a sugerirem que os rácios do serviço da dívida caíram de forma particularmente forte para as famílias com os rendimentos mais baixos (ver Figura 2).

**Figura 2**

Percentagem do rendimento despendido com o serviço da dívida hipotecária



Fonte: BCE.

A rede sobre a dinâmica salarial lançou uma terceira vaga do respetivo inquérito, com a participação ativa de 25 BCN. Foram recolhidos dados nacionais em 2014 e início de 2015, tendo sido compilado um conjunto harmonizado de dados transnacionais. O inquérito pretende investigar de que forma as empresas se ajustaram aos vários choques e mudanças institucionais que ocorreram desde a crise financeira. Alguns projetos de investigação em curso estão a utilizar estes dados recentemente recolhidos ao nível das empresas para realizarem uma análise baseada em dados micro dos ajustamentos do mercado de trabalho nos vários países da UE, durante o período de 2010-2013. Isto inclui uma análise: i) do momento e persistência de choques, e ii) da resposta do emprego e dos salários a choques e da sua relação com as reformas estruturais.

No decurso de 2015, tendo por base um novo conjunto de dados a nível das empresas da UE, a rede de investigação sobre a competitividade investigou a fundo os fatores impulsionadores do comércio e da competitividade, a transmissão de choques a nível internacional e a afetação de recursos na UE. Uma importante conclusão da rede foi que a competitividade europeia também depende em larga medida de elementos não relacionados com preços e associados à inovação, tecnologia e capacidades de organização, e não somente dos preços, custos e salários. Além disso, a rede concluiu que a dispersão subjacente da produtividade das empresas é um determinante crítico dos resultados agregados do comércio, devido, por exemplo, à elevada heterogeneidade das reações dos exportadores a diferentes choques. Durante o ano, o conjunto de dados foi novamente alargado, permitindo uma avaliação mais atualizada de variações nas distribuições de produtividade ao longo do tempo (por exemplo, antes e depois da crise) e fazendo uma distinção entre as várias características das empresas, tais como a dimensão e a localização por país.

### 5.3 Conferências e publicações

A organização de conferências e encontros de trabalho de investigação promove a troca e discussão críticas dos resultados da investigação. O BCE organizou diversos eventos desse tipo em 2015. Um dos mais importantes foi o Fórum do BCE sobre Bancos Centrais, em Sintra, Portugal, sobre “Inflação e desemprego na Europa”. Outro importante encontro de trabalho em novembro de 2015 centrou-se nos “Desafios para a política monetária num contexto de inflação baixa”.

Muitas das atividades de investigação do BCE resultaram igualmente em documentos publicados. A Série de Documentos de Trabalho do BCE ajuda a comunicar atempadamente as conclusões a nível da investigação, tendo sido publicados nesta série, no total, 117 documentos durante 2015. Além disso, os especialistas do BCE foram autores ou coautores de 67 documentos publicados em revistas de referência durante 2015, e incluiu uma percentagem mais elevada de publicações em revistas de topo na área da economia e finanças.

## 6 Atividades e deveres jurídicos

Em 2015, o BCE participou em vários processos judiciais a nível da UE. O BCE também adotou diversos pareceres em cumprimento do requisito do Tratado que estipula que o BCE deve ser consultado relativamente a qualquer proposta de legislação da UE ou de legislação nacional que recaia no domínio das suas atribuições, e acompanhou o cumprimento das proibições de financiamento monetário e de acesso privilegiado.

### 6.1 Participação do BCE em processos judiciais a nível da UE

No que respeita às Transações Monetárias Definitivas (TMD), no seguimento do primeiro pedido de uma decisão a título prejudicial pelo Tribunal Constitucional Federal alemão, o Tribunal de Justiça da União Europeia seguiu, em substância, as conclusões do [Advogado-Geral de 14 de janeiro de 2015](#) e confirmou a compatibilidade das TMD com os Tratados no seu acórdão [C-62/14 de 16 de junho de 2015](#). Reconheceu que o BCE dispõe de um amplo poder de definição e execução da política monetária. As TMD, cujo objetivo consiste em salvaguardar a unicidade da política monetária na área do euro e um mecanismo adequado de transmissão da política monetária, recaem no âmbito do mandato do BCE, ou seja, a manutenção da estabilidade de preços. Em particular, as TMD não usurpam a competência dos Estados-Membros no que respeita à política económica. De acordo com o Tribunal, esta conclusão não foi alterada pela circunstância de a execução das TMD estar sujeita ao respeito integral dos programas de ajustamento macroeconómico do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira ou do Mecanismo Europeu de Estabilidade, visto que tal evita o risco de as medidas de política monetária contrariarem a eficácia da política económica conduzida pelos Estados-Membros em causa. Acresce que as TMD cumprem com o princípio da proporcionalidade. Além do mais, no que respeita à proibição de financiamento

monetário, o Tribunal afirmou que as aquisições de obrigações soberanas nos mercados secundários não podem ter um efeito equivalente ao da compra direta de obrigações soberanas no mercado primário e que essas aquisições não podem ser validamente utilizadas para iludir o objetivo do artigo 123.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. Deste modo, qualquer programa de compra de obrigações soberanas deve estar rodeado de garantias suficientes. O Tribunal considerou que as TMD cumprem este requisito, em particular ao evitar qualquer garantia de que as obrigações emitidas sejam posteriormente adquiridas pelo SEBC. Salientou ainda que as TMD não reduzem o incentivo para que os Estados-Membros em causa respeitem uma política orçamental sólida. Com base na decisão a título prejudicial, o Tribunal Constitucional Federal alemão proferirá a sua decisão definitiva quanto à compatibilidade das TMD com a Constituição alemã.

Em outubro de 2015, o Tribunal Geral da UE pronunciou-se a favor do BCE relativamente aos quatro litígios pendentes com detentores de obrigações públicas gregas. Os requerentes alegaram que tinham sofrido prejuízos financeiros e que tinham ficado privados dos seus direitos fundamentais de propriedade e liberdade económica na sequência da reestruturação parcial da dívida soberana grega em 2012. No Caso [T-79/13](#), o Tribunal deliberou, no respeitante aos alegados prejuízos, que o BCE não tinha cometido qualquer ilegalidade passível de dar origem a uma obrigação nos termos do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. O Tribunal clarificou igualmente que embora o BCE tenha participado no acompanhamento da evolução económica na Grécia, não podia ser responsabilizado pelo envolvimento do setor privado na reestruturação da dívida, visto que a responsabilidade por tais decisões recai principalmente, se não exclusivamente, sobre o governo grego. Confirmou-se que o papel global do BCE no contexto do envolvimento do setor privado foi meramente consultivo e não ultrapassou os limites do seu mandato ao abrigo do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia e do Tratado que institui o Mecanismo Europeu de Estabilidade. Em consonância com o acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia relativamente ao caso das Transações Monetárias Definitivas (ver mais acima), o Tribunal sublinhou que o BCE dispõe de um amplo poder de definição e execução da política monetária, acrescentando que apenas seria responsabilizado, nessa matéria, se tivesse violado de modo manifesto e grave os limites do exercício das suas competências. Os restantes três casos, [T-350/14](#), [T-38/14](#) e [T-413/14](#), foram indeferidos com fundamento em inadmissibilidade.

Em 4 de março de 2015, o Tribunal proferiu o seu acórdão [T-496/11](#) relativamente à validade jurídica da política de domiciliação das contrapartes centrais como parte do mecanismo de supervisão do Eurosistema. Em 2011, o Reino Unido tinha dado entrada a uma petição de anulamento do mecanismo de supervisão, na medida em que estabelecia uma política de domiciliação relativamente a determinadas contrapartes sediadas em Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. O Tribunal afirmou que o mecanismo de supervisão continha requisitos regulamentares e que os poderes de superintendência do BCE não abrangiam o estabelecimento desse tipo de requisitos no respeitante às contrapartes centrais. Deste modo, o Tribunal anulou o mecanismo de supervisão, na medida em que estabelecia requisitos de domiciliação relativamente a determinadas contrapartes

centrais. O Conselho do BCE adotou em 10 de setembro de 2015 um [mecanismo de supervisão](#) intercalar revisito, que já não continha requisitos de domiciliação relativamente às contrapartes centrais, o qual foi publicado no sítio do BCE.

## 6.2 Pareceres do BCE e casos de incumprimento

De acordo com o artigo 127.<sup>o</sup>, n.<sup>o</sup> 4, e o artigo 282.<sup>o</sup>, n.<sup>o</sup> 5, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, o BCE deve ser consultado sobre qualquer proposta de legislação da UE ou nacional, no domínio das suas atribuições<sup>53</sup>. Todos os pareceres do BCE são publicados no seu [sítio](#). Os pareceres do BCE relativos a propostas de legislação da UE são também publicados no Jornal Oficial da União Europeia.

Em 2015, o BCE adotou três pareceres relativos a propostas de legislação da UE e 55 sobre propostas de legislação nacional, no domínio das suas atribuições.

A nível da UE, o BCE adotou os pareceres [CON/2015/10](#) e [CON/2015/18](#) relativos ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor e o parecer [CON/2015/4](#) relativo à revisão da missão e organização do Comité Europeu do Risco Sistémico.

Um número considerável de consultas por parte de autoridades nacionais disse respeito à concessão de novas atribuições aos BCN, incluindo o seu papel enquanto autoridades de resolução nacionais<sup>54</sup>, relacionadas com o funcionamento de mecanismos de resolução nacionais<sup>55</sup>, fundos de garantia de depósitos<sup>56</sup>, registo de contas bancárias<sup>57</sup>, uma [central de registo de crédito](#), um [mediador de crédito](#), a regulamentação da locação financeira e sociedades de aquisição de créditos<sup>58</sup>, e [proteção dos consumidores](#). O BCE adotou pareceres sobre alterações aos estatutos dos BCN, abordando nomeadamente a independência dos bancos centrais e a nomeação e demissão dos membros dos órgãos de decisão dos BCN<sup>59</sup>. O BCE adotou também pareceres sobre legislação relativa a [pagamentos](#), notas<sup>60</sup>, [falsificação](#), [rácios de reservas](#), estatísticas<sup>61</sup>, reestruturação de empréstimos denominados em moeda estrangeira<sup>62</sup>, supervisão prudencial das instituições de crédito e estabilidade financeira<sup>63</sup>.

<sup>53</sup> Em conformidade com o Protocolo relativo a certas disposições relacionadas com o Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte, anexo ao Tratado, a obrigação de consultar o BCE não se estende ao Reino Unido (JO C 83, 30.3.2010, p. 284).

<sup>54</sup> Ver [CON/2015/2](#), [CON/2015/22](#), [CON/2015/25](#), [CON/2015/33](#), [CON/2015/35](#) e [CON/2015/42](#).

<sup>55</sup> Ver [CON/2015/3](#), [CON/2015/17](#), [CON/2015/19](#), [CON/2015/28](#), [CON/2015/47](#) e [CON/2015/48](#).

<sup>56</sup> Ver [CON/2015/40](#) e [CON/2015/52](#).

<sup>57</sup> Ver [CON/2015/36](#) e [CON/2015/46](#).

<sup>58</sup> Ver [CON/2015/37](#) e [CON/2015/45](#).

<sup>59</sup> Ver [CON/2015/6](#), [CON/2015/8](#), [CON/2015/9](#), [CON/2015/41](#) e [CON/2015/44](#).

<sup>60</sup> Ver [CON/2015/29](#) e [CON/2015/51](#).

<sup>61</sup> Ver [CON/2015/5](#), [CON/2015/24](#), [CON/2015/27](#) e [CON/2015/30](#).

<sup>62</sup> Ver [CON/2015/26](#) e [CON/2015/32](#).

<sup>63</sup> Ver [CON/2015/1](#), [CON/2015/7](#), [CON/2015/11](#), [CON/2015/12](#), [CON/2015/13](#), [CON/2015/14](#), [CON/2015/15](#), [CON/2015/16](#), [CON/2015/23](#), [CON/2015/31](#), [CON/2015/34](#), [CON/2015/38](#), [CON/2015/43](#), [CON/2015/47](#) e [CON/2015/53](#).

Registaram-se 15 casos de incumprimento da obrigação de consulta do BCE relativamente a projetos de legislação nacional. Destes, os casos que se seguem foram considerados claros e importantes<sup>64</sup>.

O BCE não foi consultado pela Assembleia Nacional búlgara sobre uma alteração à Lei que rege as instituições de crédito e outras leis<sup>65</sup>, o que suscitou preocupações sobre uma possível violação da independência do banco central.

O BCE não foi consultado pelas autoridades croatas sobre uma Lei que fixava a taxa de câmbio das prestações mensais de empréstimos denominados em francos suíços ou empréstimos associados<sup>66</sup>. O BCE também não foi consultado sobre uma Lei para efeitos de seguimento que previa a conversão desses empréstimos em empréstimos denominados em euros ou empréstimos associados. Dada a importância desta última medida, o BCE decidiu emitir um parecer de iniciativa (CON/2015/32) sobre esta matéria, mas a Lei foi adotada pelo Parlamento croata antes de o BCE ter emitido o seu parecer.

O BCE não foi consultado pelas autoridades gregas relativamente ao Ato de Caráter Legislativo sobre um feriado de curta duração e as restrições aos depósitos de numerário e transferências de capital. O BCE reconheceu a natureza extraordinária e temporária deste diploma grego, que foi adotado com caráter de urgência por razões imperiosas de interesse público geral por forma a assegurar que os controlos de capital eram ajustados, conforme necessário.

O BCE não foi consultado pelas autoridades húngaras relativamente a novos diplomas jurídicos relacionados com: i) a criação de um fundo de garantia de investimentos extraordinário<sup>67</sup>, ii) medidas referentes à insolvência pessoal<sup>68</sup>, e iii) a conversão de determinados empréstimos ao consumo denominados em moeda estrangeira para forints da Hungria<sup>69</sup>.

O BCE decidiu emitir um parecer de iniciativa (CON/2015/55) relativo à proposta de legislação irlandesa relacionada com o imposto de selo sobre os levantamentos em numerário em ATM, dada a sua importância geral para o SEBC, uma vez que esta pode tornar a utilização de notas de euro mais dispendiosa do que os meios de pagamento eletrónicos, pondo assim em desvantagem a moeda com curso legal.

As autoridades portuguesas não consultaram o BCE relativamente a alterações ao procedimento de nomeação de membros do Conselho de Administração do Banco de Portugal.

---

<sup>64</sup> Incluem: i) casos em que uma autoridade nacional não submeteu para fins de consulta projetos de disposições legais no âmbito das competências do BCE, e ii) casos em que uma autoridade nacional consultou formalmente o BCE, mas não lhe concedeu tempo suficiente para examinar os projetos de disposições legais e adotar o seu parecer antes da adoção dessas disposições.

<sup>65</sup> Lei que altera e completa a Lei que rege as instituições de crédito, publicada em Darjaven Vestnik, Número 50, 3 de julho de 2015.

<sup>66</sup> Publicado no Diário da República da Croácia n.º 9/2015.

<sup>67</sup> Lei XXXIX de 2015, publicada no Magyar Közlöny n.º 2015/53.

<sup>68</sup> Lei CV de 2015, publicada no Magyar Közlöny n.º 2015/100.

<sup>69</sup> Lei CXLV de 2015, publicada no Magyar Közlöny n.º 2015/142.

As autoridades eslovacas também não consultaram o BCE relativamente a alterações ao código comercial e diplomas associados<sup>70</sup> que permitiram ao governo aplicar uma contribuição especial às instituições financeiras por forma a reforçar os fundos próprios de entidades legais detidas pelo Estado a 100%.

As autoridades eslovenas não consultaram o BCE relativamente a um diploma sobre a investigação sistemática de projetos de importância a nível nacional, os quais abrangeram, nomeadamente, as salvaguardas da independência do Banka Slovenije e os respetivos órgãos de decisão.

O BCE decidiu emitir um parecer de iniciativa (CON/2015/56) relativo à proposta de legislação romena sobre o pagamento de dívidas titularizadas garantidas por empréstimos hipotecários através da transferência de propriedade sobre bens imóveis, dada a sua importância geral para o SEBC no que respeita à estabilidade do sistema financeiro romeno e o potencial efeito de repercussão negativo global sobre a economia e o setor bancário.

Considerou-se que houve casos claros e recorrentes de incumprimento de consulta ao BCE por parte de Chipre, Grécia, Hungria, Irlanda e Itália.

### 6.3 Evolução jurídica relacionada com o Mecanismo Único de Supervisão: a Comissão de Reexame

A Comissão de Reexame, composta por cinco membros e dois suplentes, realiza revisões administrativas internas das decisões tomadas pelo BCE no exercício das suas funções de supervisão. Começou os seus trabalhos em setembro de 2014, tendo entretanto revisto várias decisões contestadas a pedido dos destinatários de decisões de supervisão.

### 6.4 Cumprimento das proibições de financiamento monetário e de acesso privilegiado

Nos termos do artigo 271.º, alínea d), do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, compete ao BCE acompanhar o cumprimento por parte dos bancos centrais nacionais (BCN) da UE e pelo BCE das proibições estipuladas nos artigos 123.º e 124.º do Tratado e nos Regulamentos (CE) n.º 3603/93 e n.º 3604/93 do Conselho. O artigo 123.º proíbe a concessão de créditos sob a forma de descobertos ou sob qualquer outra forma pelo BCE e pelos BCN em benefício de governos e de instituições ou organismos da UE, bem como a compra no mercado primário de títulos de dívida emitidos por essas instituições. O artigo 124.º proíbe quaisquer medidas, não baseadas em considerações de ordem prudencial, que possibilitem o acesso privilegiado às instituições financeiras por parte dos governos e das instituições ou organismos da UE. A par do Conselho do BCE, a Comissão

---

<sup>70</sup> Ato n.º 87/2015.

Europeia acompanha o cumprimento por parte dos Estados-Membros das disposições atrás referidas.

O BCE acompanha igualmente a aquisição pelos bancos centrais da UE no mercado secundário de títulos de dívida emitidos pelo setor público nacional, pelo setor público de outros Estados-Membros e por instituições e organismos da UE. Nos termos dos considerandos do Regulamento (CE) n.º 3603/93 do Conselho, a aquisição de títulos de dívida do setor público no mercado secundário não deve servir para iludir o objetivo visado no artigo 123.º do Tratado. Tais aquisições não se deverão tornar uma forma de financiamento monetário indireto do setor público.

O exercício de acompanhamento relativo a 2015 confirma que as disposições dos artigos 123.º e 124.º do Tratado e dos Regulamentos do Conselho relacionadas foram, no geral, respeitadas.

O exercício de acompanhamento revelou que nem todos os BCN da UE dispunham em 2015 de políticas de remuneração de depósitos do setor público plenamente consentâneas com os limites máximos de remuneração. Em particular, alguns BCN têm de assegurar que o limite máximo da remuneração de depósitos do setor público é a taxa de juro *overnight* sem garantia, ainda que a mesma seja negativa.

A redução de ativos relacionados com a Irish Bank Resolution Corporation pelo Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland em 2015, incluindo através de vendas de títulos de dívida de taxa variável (*floating rate notes*) de longa duração, constitui uma etapa no sentido da venda necessária da totalidade desses ativos. No entanto, um calendário de vendas mais ambicioso contribuiria para mitigar as preocupações graves que persistem relativamente ao financiamento monetário.

No seguimento das preocupações suscitadas no Relatório Anual do BCE de 2014, o BCE continuou a acompanhar vários programas lançados em 2014 pelo Magyar Nemzeti Bank não relacionados com a política monetária e que poderiam ser percecionados como estando potencialmente em conflito com a proibição de financiamento monetário, na medida em que se poderia considerar que o Magyar Nemzeti Bank esteja a assumir funções estatais ou de algum modo a conferir benefícios financeiros ao Estado. Estes programas incluíram compras a nível de investimento imobiliário, um programa de promoção da literacia financeira a funcionar através de uma rede de seis fundações, a transferência de pessoas anteriormente empregadas pela Autoridade de Supervisão Financeira húngara para o banco central, e um programa de aquisição de obras de arte e bens culturais húngaros. Dado que as preocupações do BCE não foram dissipadas no decurso de 2015, o BCE continuará a acompanhar atentamente estas operações, com vista a assegurar que a sua execução não resulta num conflito com a proibição de financiamento monetário. O Magyar Nemzeti Bank deverá também garantir que os recursos de banco central que atribuiu à sua rede de fundações não são utilizados, direta ou indiretamente, para efeitos de financiamento estatal.

Em 2015, o Magyar Nemzeti Bank adquiriu uma participação maioritária na Bolsa de Valores de Budapeste, o que pode ser visto como dando origem a preocupações de financiamento monetário, uma vez que o Magyar Nemzeti Bank utilizou efetivamente

recursos do banco central para apoiar um objetivo de política económica tipicamente visto como uma competência governamental. O Magyar Nemzeti Bank decidiu igualmente sobre diversas alterações aos seus instrumentos de política monetária para apoiar o respetivo programa de autofinanciamento. Dados os incentivos daí resultantes para os bancos adquirirem títulos de dívida pública denominados em forints, algumas das alterações, no seu conjunto, podem ser vistas como servindo para iludir a proibição de acesso privilegiado consagrada no artigo 124.º do Tratado. O BCE convida o Magyar Nemzeti Bank a analisar cuidadosamente estas operações com vista a evitar quaisquer conflitos com as proibições de financiamento monetário e de acesso privilegiado.

O Bank of Greece reembolsou um empréstimo do Estado grego ao abrigo do *Stand-By Arrangement* do FMI utilizando detenções de DSE pelas quais o Bank of Greece assumia os riscos e os benefícios. O reembolso suscitou sérias preocupações de financiamento monetário, uma vez que efetivamente resultou num financiamento pelo Bank of Greece de uma obrigação do setor público face a terceiros. O acordo relativo à detenção e procedimentos de movimentação das contas em DSE atribuídos pelo FMI, assinado com o governo grego em dezembro de 2015, evita que situações semelhantes voltem a ocorrer no futuro.

## 7 Relações internacionais e europeias

### 7.1 Relações europeias

Com base nas lições retiradas da crise, foram tomadas novas medidas ao longo do ano no sentido de concluir a união bancária, fazer face à fragmentação do sector financeiro e continuar a reparar o setor financeiro da área do euro, materializando-se na proposta da Comissão Europeia relativa a um sistema europeu de garantia de depósitos e no estabelecimento do Mecanismo Único de Resolução. A situação económica na área do euro e as negociações sobre a assistência financeira à Grécia também determinaram as agendas das reuniões do Eurogrupo e do Conselho ECOFIN, nas quais participaram o Presidente do BCE e outros membros da Comissão Executiva. A necessidade de uma estratégia coerente para as políticas orçamental, financeira e estrutural com vista a fomentar a retoma na Europa foi um tema de destaque nas reuniões do Conselho Europeu e nas Cimeiras do Euro para as quais o Presidente do BCE foi convidado. Em 2015, o BCE manteve um estreito diálogo com as instituições e fóruns europeus, em particular o Parlamento Europeu, o Conselho Europeu, o Conselho ECOFIN, o Eurogrupo e a Comissão Europeia.

#### 7.1.1 Concluir a União Económica e Monetária europeia

O Presidente do BCE – em articulação com o Presidente da Comissão Europeia, o Presidente da Cimeira do Euro, o Presidente do Eurogrupo e o Presidente do

Parlamento Europeu – contribuiu para um relatório intitulado “Concluir a União Económica e Monetária europeia”, publicado em 22 de junho de 2015. Em linha com o mandato da Cimeira do Euro de outubro de 2014 “de preparar as próximas medidas para uma melhor governação económica na área do euro”, o relatório estabelece um roteiro de três fases rumo a uma verdadeira e aprofundada União Económica e Monetária.

No seguimento do relatório, a Comissão Europeia adotou em 21 de outubro de 2015 um pacote que estabelece o rumo a seguir na implementação das propostas a curto prazo do relatório, mais especificamente no que respeita aos [conselhos nacionais da competitividade](#), à criação do [Conselho Orçamental Europeu](#) e aos progressos no sentido de uma [representação externa unificada da área do euro](#) em fóruns internacionais, mais especificamente o FMI.

Estes constituem primeiros passos rumo à melhoria do quadro de governação económica. Numa análise prospetiva, o mandato e a independência institucional do Conselho Orçamental Europeu deverão ser clarificados e reforçados por forma a assegurar que este possa desempenhar um papel importante no aumento da transparência e num melhor cumprimento das regras orçamentais<sup>71</sup>. Por sua vez, os conselhos de competitividade poderão dar um novo impulso à implementação de reformas estruturais nos países da área do euro, mas terão de ser criados de forma a assegurar a sua independência, quer a nível nacional quer sob a forma de uma rede a nível europeu<sup>72</sup>. Por seu turno, o BCE continuou a advogar medidas decisivas rumo à conclusão da união bancária, as quais devem incluir a criação de um mecanismo de apoio comum credível ao Fundo Único de Resolução e o lançamento de um sistema europeu de garantia de depósitos. Neste contexto, o BCE acolheu com agrado o projeto de regulamento da Comissão relativo ao estabelecimento desse sistema. Em conjunto com a união bancária, a união europeia dos mercados de capitais tem potencial para fortalecer a União Económica e Monetária ao melhorar a partilha de riscos transfronteiras e ao tornar o sistema financeiro mais resiliente, mas também para fomentar um acesso mais amplo e mais fácil ao financiamento e novos desenvolvimentos na integração financeira europeia<sup>73</sup>.

Em termos prospetivos, estas medidas a curto prazo deverão ser implementadas rapidamente, como indicado no relatório. Posteriormente, os trabalhos de especificação da visão de longo prazo para a União Económica e Monetária deverão começar o mais rapidamente possível. O BCE sublinhou repetidamente a necessidade de uma aplicação coerente e rigorosa das disposições do atual enquadramento e de uma maior soberania partilhada no médio a longo prazo, por exemplo, através de uma governação reforçada por via da transferência das regras para as instituições. O Eurosistema dispôs-se a apoiar estes trabalhos.

<sup>71</sup> Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “[The creation of a European Fiscal Board](#)”, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2015.

<sup>72</sup> Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “[A criação de conselhos de competitividade no contexto de esforços no sentido de uma verdadeira união económica](#)”, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2015.

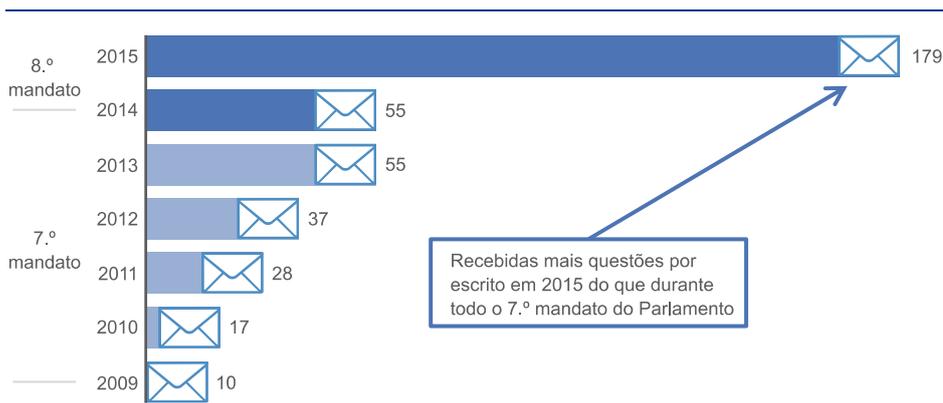
<sup>73</sup> Ver a Secção 3.5 do Capítulo 1.

## 7.1.2 Cumprimento da responsabilização democrática

O BCE é responsabilizado pelas suas ações perante o Parlamento Europeu, enquanto órgão composto pelos representantes dos cidadãos europeus democraticamente eleitos. Em 2015, o Presidente do BCE esteve presente em quatro audições regulares da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários (ECON) do Parlamento Europeu, que tiveram lugar em **23 de março**, **15 de junho**, **23 de setembro** e **12 de novembro**. Nestas audições, os deputados do Parlamento Europeu centraram-se em particular na situação económica da área do euro, no programa de compra de ativos alargado do BCE, nos programas de ajustamento macroeconómico e na reforma da governação da área do euro. Para além das audições regulares, em **25 de fevereiro** o Presidente participou no debate plenário sobre a resolução do Parlamento Europeu relativa ao Relatório Anual do BCE de 2013. Além do mais, o Vice-Presidente do BCE apresentou à ECON em **20 de abril** o Relatório Anual do BCE de 2014, e o membro da Comissão Executiva Yves Mersch participou numa audição pública sobre o TARGET2-Securities perante a ECON em **16 de junho**.

O BCE também executa as suas obrigações de responsabilização através do reporte regular e de respostas a um número cada vez maior de questões escritas de deputados do Parlamento Europeu: as 179 questões recebidas em 2015 ultrapassaram o número de cartas recebidas durante todo o mandato parlamentar anterior (ver Figura 3). As respostas a estas questões são publicadas no sítio do BCE. A maior parte das questões incidiram na implementação das medidas de política monetária não convencionais do BCE, nas perspetivas económicas e nos programas de ajustamento macroeconómico.

**Figura 3**  
Número de cartas de deputados europeus



Fonte: BCE.

Tal como no passado, o BCE deu o seu contributo para as discussões do Parlamento Europeu e do Conselho da UE sobre propostas legislativas no âmbito da sua esfera de competência.

O BCE é igualmente responsabilizado pelas suas atividades em termos de supervisão bancária perante o Parlamento Europeu e o Conselho da UE. Neste contexto, a Presidente do Conselho de Supervisão do BCE compareceu perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu em cinco ocasiões e participou em reuniões específicas do Conselho ECOFIN e do Eurogrupo. Para mais pormenores sobre esta matéria, consultar o [Relatório Anual do BCE sobre as atividades de supervisão de 2015](#).

## 7.2 Relações internacionais

No contexto de uma conjuntura internacional plena de desafios, o BCE participou em discussões de fóruns internacionais, compilou e partilhou informações sobre a sua própria política, reforçando assim as relações com contrapartes internacionais de maior relevância, o que foi especialmente importante num ano em que as autoridades monetárias de todo o mundo ajustaram a respetiva orientação de política.

### 7.2.1 G20

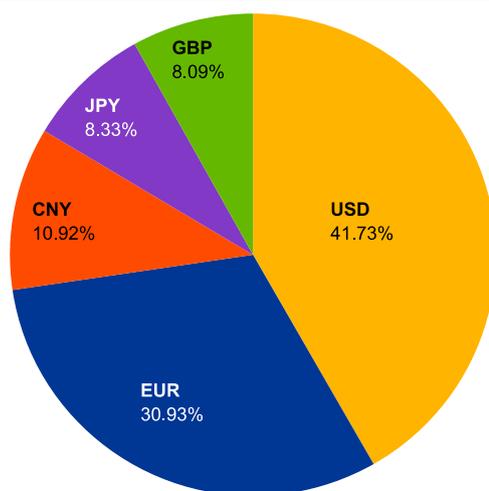
Num contexto de retoma económica moderada a nível mundial e maior volatilidade em algumas economias de mercado emergentes, o BCE contribuiu ativamente para as discussões no seio do G20, que incidiram sobre o fomento do crescimento mundial e a resiliência económica e destacaram a implementação rigorosa dos planos de reforma. Numa conjuntura de decisões importantes a nível da política monetária e de outras políticas, foi também abordada a questão das repercussões mundiais das políticas económicas nacionais. Por forma a mitigar a incerteza e as repercussões negativas, sublinhou-se que as decisões e medidas de política deveriam ser cuidadosamente calibradas e comunicadas de forma clara.

Na sua cimeira em Antália, os líderes dos países do G20 apresentaram os progressos alcançados a nível da implementação de estratégias de crescimento destinadas a aumentar o respetivo nível do PIB agregado (pelo menos) 2% até 2018. A conclusão de elementos fundamentais da agenda de reformas financeiras foi recebida com agrado, com ênfase na necessidade de uma implementação coerente. Os líderes do G20 analisaram igualmente os progressos de outras iniciativas a nível mundial, mais especificamente o projeto relativo à erosão da base tributável e transferência de lucros, destinado a modernizar as regras fiscais internacionais. Em termos globais, a ação do G20 deverá fomentar o crescimento observado e potencial, sustentar a criação de postos de trabalho, reforçar a resiliência, promover o desenvolvimento e aumentar o caráter inclusivo das políticas.

## 7.2.2 Questões de política relacionadas com o FMI e a arquitetura financeira internacional

O BCE desempenhou um papel ativo nas discussões a nível do FMI relativas à arquitetura financeira internacional. Com vista a ajudar a fortalecer a voz da UE e da área do euro, o BCE apoiou a coordenação de posições comuns. Em 2015, o FMI realizou a revisão quinquenal do método de valorização dos direitos de saque especiais (DSE) para assegurar que o cabaz de DSE continua a refletir a importância relativa das principais moedas nos sistemas de negociação e financeiro mundiais. Um ponto-chave da discussão na revisão de 2015 prendeu-se com a possibilidade de alargar o conjunto de moedas no cabaz de DSE por forma a incluir o renminbi da China. No período que antecedeu a revisão de 2015, as autoridades chinesas levaram a cabo uma série de reformas destinadas a melhorar a livre circulação do renminbi. Em 30 de novembro de 2015, o Diretório Executivo do FMI aprovou a inclusão do renminbi no cabaz de DSE, com efeitos a partir de 1 de outubro de 2016.

**Figura 4**  
Composição do cabaz de moedas que formam os DSE a partir de outubro de 2016



Fonte: FMI.

A reforma de quotas e governação do FMI, acordada em 2010, continuou pendente ao longo de 2015 devido ao facto de não ter sido ratificada pelos Estados Unidos, o membro de maior dimensão do FMI. Porém, no final do ano, o Congresso norte-americano autorizou a ratificação das reformas sob determinadas condições. Logo que as reformas sejam implementadas, a governação do FMI será melhorada, visto que refletirá melhor o papel das economias de mercado emergentes, e os recursos do FMI baseados em quotas aumentarão substancialmente. O BCE apoia a manutenção de um FMI forte, suficientemente dotado de recursos e baseado em quotas, tornando-o menos dependente de recursos alheios. Em 2015, prosseguiram os trabalhos relativos a possíveis reformas para melhorar a flexibilidade do quadro de concessão de crédito do FMI. O FMI levou também a cabo uma análise abrangente dos seus programas relativos a 27 países (envolvendo 23 acordos de financiamento) entre 2008 e 2015. A análise debruçou-se, nomeadamente, sobre a

estratégia de ajustamento para os membros de uma união monetária e o papel do financiamento regional nos programas da área do euro.

### 7.2.3 Cooperação técnica

O BCE continuou a alargar a sua cooperação técnica com os bancos centrais fora da UE. A cooperação do BCE com bancos centrais de países que aspiram a aderir à UE consistiu em dois programas de cooperação e atividades realizadas como parte de uma série de encontros de trabalho a nível regional. Os dois programas de cooperação foram implementados em parceria com BCN, sendo financiados pela UE, e beneficiaram o Banco Central do Montenegro, o Banco Central da República do Kosovo, o Banco da Albânia e o Banco Nacional da antiga República jugoslava da Macedónia. Os encontros de trabalho a nível regional incidiram sobre os desafios institucionais no contexto da adesão à UE, a supervisão macroprudencial e microprudencial e o reforço da utilização de moedas locais em sistemas financeiros internos. A cooperação técnica complementa o acompanhamento e análise regulares por parte do BCE da evolução económica e financeira nos países candidatos e potenciais candidatos à UE e o diálogo de política com os respetivos bancos centrais. O BCE continuou igualmente a cooperar com bancos centrais de economias de mercado emergentes do G20 com vista a partilhar a competência técnica e as melhores práticas. Neste contexto, o BCE assinou um novo Memorando de Entendimento com o banco central da Índia em 2015.

## 8 Comunicação externa

### Explicar a política monetária aos cidadãos europeus

A comunicação é uma ferramenta crucial para apoiar a eficácia da política monetária do BCE e é necessária à consolidação da confiança dos cidadãos da área do euro. O BCE tem procurado alcançar um elevado grau de transparência desde o seu início. Foi, por exemplo, o primeiro grande banco central a organizar conferências de imprensa regulares após as reuniões de política monetária.

Nos anos que se seguiram ao início da crise financeira, tornou-se ainda mais importante para o BCE explicar as respetivas decisões de política monetária, incluindo um conjunto de medidas não convencionais, de forma clara e transparente. Se o público em geral e os mercados financeiros puderem compreender a forma como o BCE irá provavelmente responder a uma determinada situação, podem criar expectativas razoáveis quanto à política monetária no futuro. Quanto maior for a compreensão, mais rápida será a transmissão das alterações de política monetária às variáveis financeiras, o que pode acelerar a transmissão da política monetária às decisões de investimento e consumo, bem como qualquer ajustamento económico que seja necessário.

Os esforços de comunicação do BCE em 2015 foram movidos por um ímpeto no sentido de uma maior transparência que aumente a responsabilização da instituição. O BCE conduz a política monetária para 338 milhões de cidadãos da área do euro através de 16 línguas diferentes. Lida com esta pluralidade recorrendo à vantagem inerente de ter 19 bancos centrais nacionais no Eurosistema. Os colegas em cada país asseguram que as mensagens do BCE são ouvidas e compreendidas no contexto local.

Em 2015, o BCE teve de adotar novas medidas não convencionais a fim de cumprir o respetivo mandato num contexto cada vez mais incerto, o que significou uma obrigação acrescida de explicar ao público a razão pela qual se optou por uma determinada atuação em detrimento de outra.

## Publicação de relatos da política monetária

Em 2014, o Conselho do BCE decidiu publicar os relatos das respetivas reuniões dedicadas à política monetária a partir do início de 2015. Os relatos, geralmente publicados quatro semanas após cada reunião dedicada à política monetária, tornam mais fácil a compreensão da avaliação que o Conselho do BCE faz da economia e as suas respostas em termos de política. Resumem o debate sobre a análise económica e monetária e a orientação da política monetária de forma anonimizada. A publicação dos relatos fortalece a responsabilização e a eficácia do BCE, ajudando a dar resposta ao desafio de estabelecer a política monetária numa união monetária composta por vários países, cumprindo os propósitos estratégicos do Eurosistema e do MUS de responsabilização, independência, credibilidade e proximidade dos cidadãos.

## Princípios orientadores da comunicação externa

Num novo esforço no sentido de melhorar a transparência, a Comissão Executiva do BCE decidiu igualmente publicar os calendários de cada membro da Comissão numa base regular com um desfasamento de três meses a partir de novembro de 2015. A publicação dos calendários sublinha igualmente o compromisso do BCE para com os princípios de transparência e responsabilização.

Durante 2015, a comunicação do BCE centrou-se principalmente na expansão da política monetária acomodatória, especificamente na implementação do programa de compra de ativos alargado. Em novembro, o BCE assinalou o seu primeiro ano como supervisor bancário. A grande maioria dos discursos públicos proferidos por membros da Comissão Executiva e do Conselho de Supervisão, bem como os respetivos compromissos com os meios de comunicação social, estiveram relacionados com estas questões.

Além disso, os membros da Comissão Executiva testemunharam perante o Parlamento Europeu, explicando as respetivas iniciativas aos legisladores,

aumentando, assim, o conhecimento e compreensão públicos das atribuições e políticas do Eurosistema (ver a Secção 7 deste capítulo para mais pormenores).

Os membros da Comissão Executiva seguem um conjunto de [princípios orientadores](#) nas respetivas intervenções como oradores em eventos públicos e não públicos, bem como em reuniões bilaterais, que procuram garantir a integridade da instituição.

Estas recentes decisões representam novas medidas no sentido de uma maior transparência.

### Novo sítio: explicar como funciona o BCE

A Internet é uma forma de aproximação aos cidadãos da área do euro. Em 2015, o BCE apresentou um novo sítio a fim de melhorar a navegação e tornar os respetivos conteúdos mais acessíveis. Uma nova secção explica temas relevantes numa linguagem simples e através de multimédia. Por exemplo, um [vídeo](#) mostra como funciona a plataforma para a liquidação de títulos T2S. Os discursos, comunicados e entrevistas dos membros da Comissão Executiva têm lugar de destaque no sítio do BCE. A [conta no Twitter](#) do BCE tem atualmente mais de 300 000 seguidores e é utilizada para pôr em evidência publicações e as principais mensagens de discursos, enquanto o YouTube é utilizado para publicar conteúdos de vídeo e o Flickr para fotografias. O BCE também já está presente no LinkedIn.

Duas novas ferramentas tornam as estatísticas mais acessíveis. O sítio "[Estatísticas da área do euro](#)" foi desenvolvido em cooperação com os bancos centrais nacionais do Eurosistema para permitir um acesso mais fácil às estatísticas nacionais e da área do euro. O ECBstatsApp proporciona um acesso rápido e fácil aos dados publicados no *Statistical Data Warehouse* (o serviço de divulgação de estatísticas *online* do BCE).

### Novo edifício: inauguração das instalações do BCE

O novo edifício do BCE no local do antigo mercado grossista de Frankfurt abriu oficialmente em março. A cerimónia de inauguração decorreu apesar de protestos anticapitalistas em frente ao edifício principal e na cidade de Frankfurt am Main. O edifício dispõe de escritórios para um máximo de 2900 funcionários, para além da sala de reuniões do Conselho do BCE no último piso. O BCE acompanhou a construção e inauguração do edifício com um conjunto de atividades e eventos para a comunicação social, disponibilizando, por exemplo, visitas guiadas ao edifício e convidando os vizinhos a uma jornada de portas abertas.

Na cave do edifício da ala leste, as instalações incorporam um memorial evocando a deportação de cidadãos judeus entre 1941 e 1945. O memorial, um projeto conjunto com a Comunidade Judaica de Frankfurt e a Câmara de Frankfurt am Main, foi inaugurado oficialmente em novembro de 2015.

### Figura 5

#### O novo edifício – factos principais



Fonte: BCE.

# Anexo 1

## Quadro institucional

### 1 Órgãos de decisão e gestão do BCE

O Eurosistema e o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) são dirigidos pelos órgãos de decisão do BCE: o Conselho do BCE e a Comissão Executiva. O Conselho Geral é constituído como um terceiro órgão de decisão do BCE, enquanto existirem Estados-Membros da UE que ainda não tenham adotado o euro. O funcionamento dos órgãos de decisão é regulamentado pelo Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, os Estatutos do SEBC e os Regulamentos Internos relevantes<sup>74</sup>. A tomada de decisões a nível do Eurosistema e do SEBC é centralizada. Contudo, o BCE e os bancos centrais nacionais da área do euro contribuem, em conjunto, estratégica e operacionalmente, para a consecução dos objetivos comuns do Eurosistema, no devido respeito pelo princípio de descentralização, em conformidade com os Estatutos do SEBC.

#### 1.1 O Conselho do BCE

O Conselho do BCE é o órgão de decisão supremo do BCE. É composto pelos membros da Comissão Executiva do BCE e pelos governadores dos BCN dos países da área do euro. O alargamento da área do euro para incluir a Lituânia como seu 19.º membro em 1 de janeiro de 2015 desencadeou a implementação de um sistema de rotação dos direitos de voto dos membros do Conselho do BCE.

Desde janeiro de 2015, as reuniões dedicadas à política monetária são realizadas de seis em seis semanas. Os resultados destas reuniões de política monetária são publicados, em geral com um desfasamento de quatro semanas.

#### O Conselho do BCE

**Mario Draghi** Presidente do BCE

**Vítor Constâncio** Vice-Presidente do BCE

**Josef Bonnici** Governador do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

---

<sup>74</sup> Para mais pormenores sobre o Regulamento Interno do BCE, ver: Decisão BCE/2014/1 de 22 de janeiro de 2014 que altera a Decisão BCE/2004/2 de 19 de fevereiro de 2004, que adota o Regulamento Interno do Banco Central Europeu; Decisão BCE/2004/2 de 19 de fevereiro de 2004, que adota o Regulamento Interno do Banco Central Europeu, JO L 80, 18.3.2004, p. 33; Decisão BCE/2004/12 de 17 de junho de 2004, que adota o Regulamento Interno do Conselho Geral do BCE, JO L 230, 30.6.2004, p. 61; e Decisão BCE/1999/7 de 12 de outubro de 1999, relativa ao regulamento interno da Comissão Executiva do BCE, JO L 314, 8.12.1999, p. 34. Estes regulamentos também se encontram disponíveis no sítio do BCE.

**Luc Coene** Governador do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (até 10 de março de 2015)

**Benoît Cœuré** Membro da Comissão Executiva do BCE

**Carlos Costa** Governador do Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadji** Governadora do Central Bank of Cyprus

**Ardo Hansson** Governador do Eesti Pank

**Patrick Honohan** Governador do Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (até 25 de novembro de 2015)

**Boštjan Jazbec** Governador do Banka Slovenije

**Klaas Knot** Presidente do De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** Governador do Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (desde 26 de novembro de 2015)

**Sabine Lautenschläger** Membro da Comissão Executiva do BCE

**Erkki Liikanen** Governador do Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde** Governador do Banco de España

**Jozef Makúch** Governador do Národná banka Slovenska

**Yves Mersch** Membro da Comissão Executiva do BCE

**Ewald Nowotny** Governador do Oesterreichische Nationalbank

**Christian Noyer** Governador do Banque de France (até 31 de outubro de 2015)

**Peter Praet** Membro da Comissão Executiva do BCE

**Gaston Reinesch** Governador do Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs** Governador do Latvijas Banka

**Jan Smets** Governador do Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique (desde 11 de março de 2015)

**Yannis Stournaras** Governador do Bank of Greece

**Vitas Vasiliauskas** Presidente do Conselho de Administração do Lietuvos bankas

**François Villeroy de Galhau** Governador do Banque de France  
(desde 1 de novembro de 2015)

**Ignazio Visco** Governador do Banca d'Italia

**Jens Weidmann** Presidente do Deutsche Bundesbank



Fila da frente (da esquerda para a direita): Carlos Costa, Ignazio Visco, Sabine Lautenschläger, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Chrystalla Georghadji, Yannis Stournaras, Philip R. Lane, Yves Mersch

Fila do meio (da esquerda para a direita): Benoît Cœuré, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Erkki Liikanen

Fila de trás (da esquerda para a direita): Boštjan Jazbec, Peter Praet, François Villeroy de Galhau, Jan Smets, Gaston Reinesch, Klaas Knot, Ardo Hansson, Vitas Vasiliauskas

Nota: Jens Weidmann não estava disponível no momento em que foi tirada a fotografia.

## 1.2 A Comissão Executiva

A Comissão Executiva é composta pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e por quatro outros membros nomeados pelo Conselho Europeu, deliberando por maioria qualificada, após consulta do Parlamento Europeu e do BCE.

### A Comissão Executiva

**Mario Draghi** Presidente do Banco Central Europeu

**Vítor Constâncio** Vice-Presidente do BCE

**Benoît Cœuré** Membro da Comissão Executiva do BCE

**Sabine Lautenschläger** Membro da Comissão Executiva do BCE

**Yves Mersch** Membro da Comissão Executiva do BCE

**Peter Praet** Membro da Comissão Executiva do BCE



Fila da frente (da esquerda para a direita): Sabine Lautenschläger, Mario Draghi (Presidente), Vítor Constâncio (Vice-Presidente)

Fila de trás (da esquerda para a direita): Yves Mersch, Peter Praet, Benoît Cœuré

### 1.3

#### O Conselho Geral

O Conselho Geral é composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos governadores dos BCN dos 28 Estados-Membros da UE.

#### O Conselho Geral

**Mario Draghi** Presidente do BCE

**Vítor Constâncio** Vice-Presidente do BCE

**Marek Belka** Presidente do Narodowy Bank Polski

**Josef Bonnici** Governador do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

**Mark Carney** Governador do Bank of England

**Luc Coene** Governador do Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique (até 10 de março de 2015)

**Carlos Costa** Governador do Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadji** Governadora do Central Bank of Cyprus

**Ardo Hansson** Governador do Eesti Pank

**Patrick Honohan** Governador do Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (até 25 de novembro de 2015)

**Stefan Ingves** Governador do Sveriges Riksbank

**Mugur Constantin Isărescu** Governador do Banca Națională a României

**Ivan Iskrov** Governador do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária) (até 14 de julho de 2015)

**Boštjan Jazbec** Governador do Banka Slovenije

**Klaas Knot** Presidente do De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** Governador do Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (desde 26 de novembro de 2015)

**Erkki Liikanen** Governador do Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde** Governador do Banco de España

**Jozef Makúch** Governador do Národná banka Slovenska

**György Matolcsy** Governador do Magyar Nemzeti Bank

**Ewald Nowotny** Governador do Oesterreichische Nationalbank

**Christian Noyer** Governador do Banque de France (até 31 de outubro de 2015)

**Dimitar Radev** Governador do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária) (desde 15 de julho de 2015)

**Gaston Reinesch** Governador do Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs** Governador do Latvijas Banka

**Lars Rohde** Governador do Danmarks Nationalbank

**Miroslav Singer** Governador do Česká národní banka

**Jan Smets** Governador do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (desde 11 de março de 2015)

**Yannis Stournaras** Governador do Bank of Greece

**Vitas Vasiliauskas** Presidente do Conselho de Administração do Lietuvos bankas

**François Villeroy de Galhau** Governador do Banque de France (desde 1 de novembro de 2015)

**Ignazio Visco** Governador do Banca d'Italia

**Boris Vujčić** Governador do Hrvatska narodna banka

**Jens Weidmann** Presidente do Deutsche Bundesbank



Fila da frente (da esquerda para a direita): Marek Belka, Carlos Costa, Ignazio Visco, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Chrystalla Georghadji, Yannis Stournaras, Philip R. Lane, Erkki Liikanen

Fila do meio (da esquerda para a direita): Mugur Constantin Isărescu, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Boris Vujčić, Lars Rohde, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Dimitar Radev

Fila de trás (da esquerda para a direita): Boštjan Jazbec, Jon Cunliffe (Vice-Governador do Bank of England), François Villeroy de Galhau, Jan Smets, Gaston Reinesch, Klaas Knot, Ardo Hansson, Vitas Vasiliauskas, Miroslav Singer, Stefan Ingves

Nota: Mark Carney, Jens Weidmann e György Matolcsy não estavam disponíveis no momento em que foi tirada a fotografia.



## 1.4 Gestão

Além dos órgãos de decisão, a estrutura da gestão do BCE inclui dois comités de alto nível – o Comité de Auditoria e o Comité de Ética – bem como outros controlos externos e internos a vários níveis. É complementada pelo Quadro Deontológico, a Decisão do BCE (BCE/2004/11) relativa aos termos e condições para os inquéritos em matéria de luta contra a fraude e as regras relativas ao acesso a documentos do BCE. Após o estabelecimento do MUS, as questões relacionadas com a gestão revestiram-se de uma importância ainda maior para o BCE.

### Comité de Auditoria

O Comité de Auditoria do BCE apoia o Conselho do BCE, aconselhando-o e/ou enviando-lhe pareceres em matéria de: i) integridade da informação financeira, ii) supervisão dos controlos internos, iii) cumprimento de leis, regulamentos e códigos de conduta aplicáveis, e iv) desempenho das funções de auditoria. O seu [mandato](#) encontra-se disponível no sítio do BCE. O Comité de Auditoria é presidido por Erkki Liikanen e em 2015 era composto por quatro outros membros: Vítor Constâncio, Ewald Nowotny, Hans Tietmeyer e Jean-Claude Trichet.

## Comité de Ética

A fim de assegurar a implementação adequada e coerente dos diferentes códigos de conduta dos órgãos envolvidos nos processos de tomada de decisões do BCE, o Comité de Ética, que se tornou operacional após a nomeação dos respetivos membros no segundo trimestre de 2015, dá pareceres e aconselhamento sobre questões deontológicas aos membros do Conselho do BCE, da Comissão Executiva e do Conselho de Supervisão. O seu [mandato](#) encontra-se disponível no sítio do BCE. O Comité de Ética é presidido por Jean-Claude Trichet e inclui dois outros membros externos: Klaus Liebscher e Hans Tietmeyer.

## Níveis de controlo externo e interno

### Níveis de controlo externo

Os Estatutos do SEBC preveem dois níveis de controlo externo, designadamente o auditor externo, nomeado numa base de rotatividade por um período de cinco anos para fiscalizar as contas anuais do BCE, e o Tribunal de Contas Europeu, que examina a eficiência operacional da gestão do BCE.

### Níveis de controlo interno

No BCE, foi estabelecido um sistema de controlos internos tripartido, que consiste em: i) controlos a nível dos quadros de gestão, ii) várias funções de controlo da conformidade e dos riscos, e iii) garantia de uma auditoria independente.

A estrutura de controlo interno do BCE tem por base uma abordagem funcional segundo a qual cada uma das unidades organizacionais (secção, divisão, direção ou direção-geral) é a principal responsável pela gestão dos seus riscos, bem como pela eficácia e eficiência das suas operações.

As funções de controlo incluem mecanismos de acompanhamento e processos eficazes para atingir um controlo adequado dos riscos financeiros e operacionais. Estas funções de controlo de segundo nível são desempenhadas pelas funções internas do BCE (como a função de orçamento e controlo, as funções de gestão de risco operacional e financeiro, a função de garantia de qualidade da supervisão bancária ou a função de conformidade) e/ou – quando relevante – pelos Comités do Eurosistema/SEBC (por exemplo, o Comité de Desenvolvimento Organizacional, o Comité de Gestão de Risco e o Comité de Orçamento).

Além disso, independentemente da estrutura de controlo interno e do acompanhamento do risco pelo BCE, a função de auditoria interna do BCE efetua missões de auditoria sob responsabilidade direta da Comissão Executiva, em conformidade com a Carta de Auditoria do BCE. As atividades de auditoria interna do BCE cumprem as normas internacionais para a prática profissional de auditoria interna (*International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing*) do Instituto de Auditores Internos. Além do mais, compete ao Comité de Auditores Internos, que é constituído pelos especialistas de auditoria interna do BCE, dos BCN

e das autoridades nacionais competentes, coadjuvar na prossecução dos objetivos do Eurosistema e do MUS.

## Quadro Deontológico do BCE

O Quadro Deontológico do BCE inclui o Código de Conduta dos membros do Conselho do BCE, os critérios do Código Deontológico Suplementar dos membros da Comissão Executiva, o Código de Conduta dos membros do Conselho de Supervisão e as regras aplicáveis ao pessoal do BCE. O Quadro Deontológico define regras éticas e princípios orientadores que asseguram os mais altos níveis de integridade, competência, eficiência e transparência no desempenho das atribuições do BCE.

## Medidas antifraude e de combate ao branqueamento de capitais

O Parlamento Europeu e o Conselho da UE adotaram um Regulamento a fim de permitir, nomeadamente, a realização pelo Organismo Europeu de Luta Antifraude (OLAF) de inquéritos internos, em caso de suspeitas de fraude a nível de instituições, órgãos, organismos e agências da UE. Em 2004, o Conselho do BCE aprovou o quadro jurídico relativo aos termos e condições dos inquéritos, efetuados pelo OLAF no BCE, em matéria de luta contra a fraude, a corrupção e quaisquer outras atividades ilegais. Além disso, em 2007, o BCE estabeleceu um programa interno de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo. Um sistema de reporte interno complementa o quadro do BCE relativo ao combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo, destinado a assegurar que todas as informações relevantes são sistematicamente recolhidas e devidamente comunicadas à Comissão Executiva.

## Acesso a documentos do BCE

A Decisão do BCE relativa ao acesso do público a documentos do BCE<sup>75</sup> está em conformidade com os objetivos e normas aplicados por outras instituições e órgãos da UE no que respeita ao acesso do público aos seus documentos. A referida Decisão reforça a transparência, ao mesmo tempo que leva em consideração a independência do BCE e dos BCN, e assegura a confidencialidade de determinadas matérias especificamente relacionadas com o desempenho das atribuições do BCE. Em 2015, o regime de acesso do público a documentos do BCE foi de novo alterado, a fim de tomar em consideração as novas atividades relacionadas com o MUS.

---

<sup>75</sup> Decisão BCE 2004/3 de 4 de março relativa ao acesso do público aos documentos do Banco Central Europeu, JO L 80, 18 de março de 2004, p. 42, com as alterações que lhe foram introduzidas.

Com o objetivo de confirmar de novo o seu compromisso para com a transparência e responsabilização, o BCE decidiu divulgar, a partir de fevereiro de 2016, os calendários das reuniões de cada membro da Comissão Executiva, com um desfasamento de três meses. Além disso, os membros da Comissão Executiva comprometeram-se a aderir aos princípios orientadores da comunicação externa, por forma a assegurar igualdade de condições e de tratamento entre as partes interessadas (para mais pormenores, ver a Secção 8 do Capítulo 2).

## Gabinete de Conformidade e Governação

Como outro sinal do firme compromisso do BCE no sentido da boa governação e dos mais elevados níveis de ética profissional, a Comissão Executiva estabeleceu, em janeiro de 2015, um Gabinete de Conformidade e Governação dedicado. O Gabinete de Conformidade e Governação, que reporta diretamente ao Presidente do BCE, apoia a Comissão Executiva na proteção da integridade e reputação do BCE, promove padrões éticos de comportamento e reforça a responsabilização e transparência do BCE. A fim de melhorar quer a coerência geral quer a eficácia do quadro de gestão do BCE, o Gabinete de Conformidade e Governação atua também como secretariado para os Comités de Auditoria e de Ética do BCE e como ponto de ligação entre o Provedor de Justiça Europeu e o OLAF.

## Anexo 2

# Comités do Eurosistema/SEBC

Os comités do Eurosistema/SEBC continuaram a desempenhar um papel importante no apoio aos órgãos de decisão do BCE na execução das suas atribuições. A pedido do Conselho do BCE e da Comissão Executiva, os comités deram apoio em matérias específicas da sua competência e facilitaram o processo de decisão. A participação nos comités é normalmente restrita aos funcionários dos bancos centrais do Eurosistema. Contudo, os BCN dos Estados-Membros que ainda não adotaram o euro participam nas reuniões de um comité sempre que são discutidas matérias específicas da competência do Conselho Geral. Além disso, alguns dos comités reúnem-se numa composição do MUS (ou seja, um membro do banco central e um membro da autoridade nacional competente de cada Estado-Membro participante) caso tratem de matérias relacionadas com a supervisão bancária. Quando adequado, outros organismos competentes podem também ser convidados a participar nas reuniões de um comité.

### Comités do Eurosistema/SEBC, Comité de Orçamento, Conferência de Recursos Humanos e respetivos presidentes (em 1 de janeiro de 2016)

Comité de Questões Contabilísticas e Rendimento Monetário (AMICO) Werner Studener	Comité de Operações de Mercado (MOC) Ulrich Bindseil
Comité de Notas de Banco (BANCO) Ton Roos	Comité de Política Monetária (MPC) Wolfgang Schill
Comité de Controlo (COMCO) Joachim Nagel	Comité de Desenvolvimento Organizacional (ODC) Steven Keuning
Comité de Comunicação do Eurosistema/SEBC (ECCO) Christine Graeff	Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação (PSSC) Marc Bayle/Daniela Russo
Comité de Estabilidade Financeira (FSC) Vítor Constâncio	Comité de Gestão do Risco (RMC) Carlos Bernadell
Comité de Tecnologias de Informação (ITC) Koenraad de Geest	Comité de Estatísticas (STC) Aurel Schubert
Comité de Auditores Internos (IAC) Klaus Gressenbauer	Comité de Orçamento (BUCOM) Pentti Hakkarainen
Comité de Relações Internacionais (IRC) Frank Moss	Conferência de Recursos Humanos (HRC) Steven Keuning
Comité de Questões Jurídicas (LEGCO) Chiara Zilioli	

Existem outros dois comités. O Comité de Orçamento coadjuva o Conselho do BCE nas questões relacionadas com o orçamento do BCE, enquanto a Conferência de Recursos Humanos é um fórum para troca de experiências, conhecimentos técnicos e informações entre os bancos centrais do Eurosistema/SEBC no campo da gestão de recursos humanos.

# Anexo 3

## Evolução organizacional e de recursos humanos

Organograma do BCE (em 1 de janeiro de 2016)



1) Reporta à Comissão Executiva através do Presidente do BCE.

2) Reporta ao Presidente do BCE na qualidade de Presidente do Comité Europeu do Risco Sistémico.

3) Inclui a função de proteção de dados.

4) Secretário da Comissão Executiva, do Conselho do BCE e do Conselho Geral.

5) Reporta à Comissão Executiva sobre questões de conformidade através do Presidente do BCE.

## Recursos humanos do BCE

No seguimento da introdução do MUS em 2014, o BCE procedeu a uma análise abrangente dos seus processos e práticas organizacionais internos em 2015. Foram compiladas as opiniões dos funcionários por via de um inquérito a nível do conjunto do BCE. O cargo de Coordenador-Geral de Serviços foi criado para melhorar a coordenação entre funções de apoio e para ajudar a facilitar a orientação de serviços de apoio no sentido das necessidades da instituição no seu todo. O Coordenador-Geral de Serviços é responsável por matérias relacionadas com serviços administrativos, serviços de TI, recursos humanos, orçamento e finanças. O Coordenador-Geral de Serviços responde perante o Presidente e participará regularmente em reuniões da Comissão Executiva.

Em 31 de dezembro de 2015, o número de posições aprovadas com contratos equivalentes a tempo inteiro no BCE era de 2650, o que compara com 2622 no final de 2014. O número efetivo de funcionários com contratos equivalentes a tempo inteiro com o BCE era de 2871 (o que compara com 2577 em 31 de dezembro de 2014)<sup>76</sup>. Em 2015, o BCE celebrou, no total, 279 novos contratos a termo (de duração limitada ou convertíveis em contratos permanentes), tendo sido celebrados 246 contratos de curto prazo no decurso do ano, para além de algumas prorrogações, para a substituição de funcionários ausentes por um período inferior a um ano. No decurso de 2015, o BCE continuou a disponibilizar contratos de curto prazo até 36 meses a funcionários de BCN e organizações internacionais. Em 31 de dezembro de 2015, 226 funcionários de BCN e organizações internacionais estavam colocados em diversas áreas de trabalho do BCE, o que significou um aumento de 50% face ao final de 2014. Em setembro de 2015, o BCE recebeu 10 participantes na décima edição do seu Programa de Graduados e, em 31 de dezembro de 2015, 273 estagiários estavam colocados no BCE (um aumento de 76% face a 2014). O BCE proporcionou também quatro bolsas de estudo inseridas no *Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*, aberto a economistas de primeiro plano, e cinco bolsas de estudo a jovens investigadores no contexto do seu Programa *Lamfalussy Fellowship*.

Realizou-se um inquérito a nível do conjunto do BCE em maio de 2015, com uma taxa de participação de 90%. Consequentemente, foram desenvolvidos planos de ação quer a nível do conjunto do BCE quer a nível das áreas de trabalho. As principais áreas às quais é necessário dar seguimento prenderam-se com a “progressão na carreira”, “gestão do desempenho”, “colaboração e partilha de informações”, “recursos e carga laboral, pressão laboral e *stress*” e “abertura e equidade”. O plano de ação a nível do conjunto do BCE esteve estreitamente associado a uma análise das operações internas do BCE com vista a otimizar processos, procedimentos e estruturas por forma a tornar o BCE mais forte e mais ágil, e procurou assegurar uma cultura de trabalho sustentável.

---

<sup>76</sup> Para além de contratos com base em posições equivalentes a tempo inteiro, este número inclui contratos de curto prazo atribuídos a empregados requisitados a BCN e organizações internacionais e contratos atribuídos a participantes no Programa de Graduados.

O BCE continuou a apoiar os funcionários na obtenção de um equilíbrio entre vida profissional e vida privada. No final de 2015, 257 funcionários trabalhavam a tempo parcial (259 no final de 2014) e o número de funcionários em licença parental sem vencimento era de 36 (29 no final de 2014). Em 2015, em média, cerca de 846 funcionários exerceram funções em regime de teletrabalho pelo menos uma vez por mês.

O desenvolvimento do pessoal permaneceu uma questão importante da agenda em matéria de recursos humanos do BCE em 2015, com o lançamento do programa de estágio relativo ao MUS, a introdução contínua de programas de formação sobre o MUS e o compromisso para com um programa de mentoria permanente e inclusivo com vista a apoiar o desenvolvimento de funcionários que já atingiram o topo do seu escalão salarial e a ajudar a organização a atingir os respetivos objetivos em matéria de diversidade de género.

Depois de a percentagem de mulheres ter atingido 24% ao nível dos cargos de gestão e 19% ao nível dos cargos de gestão superiores no final de 2014, o BCE atingiu os seus objetivos intercalares de final de 2015 em matéria de diversidade de género. Desde a introdução de objetivos em termos de igualdade de género (35% de mulheres em cargos de gestão e 28% em cargos de gestão superiores até ao final de 2019) em junho de 2013 e de um plano de ação específico, a questão da diversidade de género permaneceu um ponto importante na agenda do BCE, com o propósito de identificar, desenvolver e promover os talentos femininos.

**Figura 6**  
 Percentagem de mulheres em cargos de gestão



Fonte: BCE.

Embora a organização tenha aumentado ligeiramente de dimensão, 53 funcionários com contratos permanentes ou a termo deixaram o BCE em 2015 (o mesmo número que em 2014), após terem pedido a exoneração do contrato ou a reforma, e 217 contratos de curto prazo expiraram no decurso do ano.

# Contas anuais

2015

<b>Relatório de gestão relativo ao exercício findo em 31 de dezembro de 2015</b>	<b>C 2</b>
<b>Demonstrações financeiras do BCE</b>	<b>C 18</b>
Balanco em 31 de dezembro de 2015	C 18
Conta de resultados do exercício findo em 31 de dezembro de 2015	C 20
Políticas contabilísticas	C 21
Notas ao balanço	C 30
Instrumentos extrapatrimoniais	C 48
Notas à conta de resultados	C 51
<b>Relatório de Auditoria</b>	<b>C 58</b>
<b>Nota sobre a distribuição dos proveitos/repartição dos prejuízos</b>	<b>C 60</b>

# Relatório de gestão relativo ao exercício findo em 31 de dezembro de 2015

## 1 Finalidade do relatório de gestão do BCE

O presente relatório de gestão é parte integrante da prestação anual de informação financeira pelo Banco Central Europeu (BCE). Fornece ao leitor informação contextual sobre a atividade do BCE, o seu quadro operacional e o impacto das suas operações nas demonstrações financeiras.

Este relatório informa sobre os processos essenciais relacionados com a elaboração das demonstrações financeiras do BCE. Atendendo a que as atividades e operações do BCE são realizadas com vista a apoiar os objetivos de política monetária, os resultados financeiros devem ser considerados em conjunto com as medidas de política monetária. Por conseguinte, o relatório de gestão fornece igualmente informação sobre os principais riscos a que o BCE está sujeito e como estes são afetados pelas suas operações, assim como sobre os recursos financeiros disponíveis e o impacto das atividades-chave do BCE nas demonstrações financeiras.

## 2 Principais objetivos e atribuições

O objetivo primordial do BCE é manter a estabilidade de preços. As suas atribuições básicas fundamentais, tal como descritas nos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e do BCE (Estatutos do SEBC), compreendem a implementação da política monetária da União Europeia (UE), a realização de operações cambiais, a gestão das reservas externas oficiais dos países da área do euro e a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.

Além disso, o BCE é responsável pelo funcionamento eficaz e coerente do Mecanismo Único de Supervisão (MUS), com vista a exercer uma supervisão bancária intrusiva e eficaz, contribuindo para a segurança e a solidez do sistema bancário e a estabilidade do sistema financeiro da UE.

## 3 Principais processos

O processo de elaboração das contas anuais do BCE está associado a várias atividades importantes.

### 3.1 Controlos a nível das unidades organizacionais

Em conformidade com a estrutura de controlos internos do BCE, cada unidade organizacional é responsável por gerir os seus próprios riscos operacionais e tomar as devidas medidas de controlo, com vista a assegurar a eficácia e a eficiência das suas operações e o rigor da informação a incluir nas demonstrações financeiras do BCE. A responsabilidade e responsabilização por questões orçamentais também recaem principalmente sobre as diversas unidades organizacionais.

### 3.2 Processos orçamentais

A Divisão de Orçamento, Controlo e Organização, que faz parte da Direção-Geral de Recursos Humanos, Orçamento e Organização<sup>1</sup>, estabelece o quadro e prepara e acompanha o planeamento estratégico relativamente aos recursos do BCE e ao orçamento operacional subjacente. Realiza estas atividades em cooperação com as unidades organizacionais, aplicando o princípio da separação<sup>2</sup>, e os resultados são refletidos nos programas de trabalho anuais das divisões. Efetua também o planeamento e o controlo dos recursos, bem como análises da relação custo-benefício e do investimento para o BCE e para os projetos do SEBC. A execução das despesas face aos orçamentos aprovados é monitorizada a intervalos regulares pela Comissão Executiva<sup>3</sup>, tomando em conta o parecer da Divisão de Orçamento, Controlo e Organização, e pelo Conselho do BCE, com o apoio do Comité de Orçamento (*Budget Committee* – BUCOM). Em consonância com o artigo 15.º do Regulamento Interno do BCE, o Comité de Orçamento presta apoio ao Conselho do BCE, avaliando as propostas de orçamento anual do BCE e os pedidos de financiamento suplementar do orçamento formulados pela Comissão Executiva, antes da sua apresentação ao Conselho do BCE para aprovação.

### 3.3 Funções de controlo dos riscos financeiros

A Direção de Gestão do Risco do BCE é responsável por propor políticas e procedimentos que asseguram um nível apropriado de proteção contra riscos financeiros i) ao Eurosistema, incluindo o BCE, na condução das operações de política monetária, e ii) ao BCE, na gestão das suas carteiras de ativos de reserva, de ouro e de investimento denominado em euros. Além disso, avalia e propõe melhorias aos quadros operacionais de política monetária e de política cambial do Eurosistema, da perspetiva da gestão do risco. O Comité de Gestão do Risco, composto por especialistas dos bancos centrais do Eurosistema, também ajuda os órgãos de decisão a assegurar um nível de proteção adequado ao Eurosistema,

<sup>1</sup> Em 2016, a Divisão de Orçamento, Controlo e Organização passará a fazer parte da recém-criada Direção-Geral de Orçamento e Finanças.

<sup>2</sup> O princípio da separação refere-se ao requisito, consagrado no Regulamento do MUS, de que o BCE desempenhe as suas atribuições de supervisão sem prejuízo e separadamente das atribuições de política monetária e de quaisquer outras atribuições.

<sup>3</sup> A partir de 2016, o recém-nomeado Coordenador-Geral de Serviços desempenhará também um papel ativo na monitorização orçamental.

mediante a gestão e o controlo dos riscos financeiros decorrentes das operações de mercado, no contexto das operações de política monetária do Eurosistema e da carteira de ativos de reserva do BCE. No que se refere a estas atividades, contribui, nomeadamente, para a monitorização, a mensuração e o reporte dos riscos financeiros no balanço do Eurosistema e para a definição e análise das metodologias e quadros associados.

### 3.4 Gestão de carteiras

O BCE detém dois tipos de carteiras de investimento, designadamente uma carteira de investimento de ativos de reserva, denominados em dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses, e uma carteira de investimento de fundos próprios, denominados em euros. Além disso, os fundos relacionados com os planos de pensões do BCE são investidos numa carteira gerida a nível externo. O BCE detém também títulos denominados em euros para fins de política monetária, adquiridos no contexto do programa dos mercados de títulos de dívida, do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados, do programa de compra de ativos do setor público e dos três programas de compra de obrigações com ativos subjacentes.

### 3.5 Elaboração das contas financeiras do BCE

As contas anuais do BCE são elaboradas pela Comissão Executiva, de acordo com as políticas contabilísticas definidas pelo Conselho do BCE<sup>4</sup>.

A Divisão de Informações Financeiras e Política Contabilística da Direção-Geral de Administração<sup>5</sup> é responsável por preparar as contas anuais, em cooperação com outras unidades organizacionais, e assegurar que toda a documentação conexa seja disponibilizada, em tempo útil, aos auditores externos e aos órgãos de decisão. Os processos de prestação de informação financeira e as contas anuais do BCE podem ser objeto de auditorias internas. As atividades de auditoria interna do BCE cumprem as normas internacionais para a prática profissional de auditoria interna (*International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing*) do Instituto de Auditores Internos. Todos os relatórios elaborados pela Direção de Auditoria Interna, que poderão conter recomendações de auditoria dirigidas às unidades organizacionais em questão, são apresentados à Comissão Executiva.

Além disso, as contas anuais do BCE são auditadas por auditores externos independentes, recomendados pelo Conselho do BCE e aprovados pelo Conselho da UE. Os auditores externos têm plenos poderes para examinar as contas do BCE e têm acesso a toda a informação sobre as operações da instituição<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Ver a secção sobre as políticas contabilísticas.

<sup>5</sup> A partir de 2016, a Divisão de Informações Financeiras e Política Contabilística passará a fazer parte da recém-criada Direção-Geral de Orçamento e Finanças.

<sup>6</sup> A fim de reforçar a garantia, perante o público, da independência dos auditores externos do BCE, é aplicado o princípio da rotatividade das empresas de auditoria a cada cinco anos.

A responsabilidade dos auditores externos consiste em emitir uma opinião sobre se as contas anuais apresentam uma imagem verdadeira e apropriada da situação financeira do BCE e dos resultados das suas operações, em conformidade com as políticas contabilísticas estabelecidas pelo Conselho do BCE. Para o efeito, os auditores externos analisam a adequação dos controlos internos aplicados na preparação e apresentação das contas anuais e avaliam a adequação das políticas contabilísticas utilizadas.

O Comité de Ativos e Passivos do BCE, composto por representantes das funções de operações de mercado, contabilidade, prestação de informação financeira, gestão do risco e orçamento, acompanha e avalia de forma sistemática todos os fatores passíveis de ter impacto no balanço e na conta de resultados do BCE. Analisa ainda as contas anuais e a documentação associada, antes de estas serem apresentadas à Comissão Executiva para homologação.

Após a Comissão Executiva autorizar a sua emissão, as contas anuais, acompanhadas da opinião dos auditores externos e de toda a documentação relevante, são apresentadas ao Comité de Auditoria para análise, antes da aprovação pelo Conselho do BCE. O Comité de Auditoria presta assistência ao Conselho do BCE no que respeita às responsabilidades deste último quanto à integridade da informação financeira e à supervisão dos controlos internos, entre outros aspetos. Neste contexto, analisa as contas anuais do BCE, ponderando se as mesmas fornecem uma imagem verdadeira e apropriada e se foram elaboradas em conformidade com as regras contabilísticas aprovadas. Avalia igualmente eventuais questões contabilísticas ou relacionadas com a prestação de informação financeira que sejam de carácter significativo e passíveis de ter impacto nas demonstrações financeiras do BCE.

As contas anuais são aprovadas pelo Conselho do BCE no mês de fevereiro de cada ano e divulgadas imediatamente a seguir. São publicadas juntamente com o relatório de gestão e o balanço anual consolidado do Eurosistema.

## 4 Gestão do risco

A gestão do risco constitui uma componente crítica da atividade do BCE, sendo conduzida mediante um processo contínuo de identificação, avaliação, mitigação e monitorização do risco. O quadro seguinte apresenta os principais riscos a que o BCE está exposto, as fontes dos mesmos e as estratégias de gestão do risco aplicadas.

## Riscos a que o BCE está exposto

Risco	Componente	Tipo de risco	Fonte de risco	Quadro para o controlo do risco
Riscos financeiros	Risco de crédito	<b>Risco de incumprimento do crédito</b> <i>O risco de perdas financeiras devido a um "evento de incumprimento", em virtude de um devedor (contraparte ou emitente) não cumprir atempadamente as suas obrigações financeiras</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ativos de reserva</li> <li>carteira de investimento denominado em euros</li> <li>títulos detidos para fins de política monetária</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ critérios de elegibilidade</li> <li>✓ avaliação da diligência devida</li> <li>✓ limites às exposições</li> <li>✓ constituição de garantias</li> <li>✓ diversificação</li> <li>✓ monitorização dos riscos financeiros</li> </ul>
		<b>Risco de migração do crédito</b> <i>O risco de perdas financeiras devido a uma refixação dos preços de ativos financeiros, após uma deterioração da sua qualidade e notação de crédito</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ativos de reserva</li> <li>carteira de investimento denominado em euros</li> </ul>	
	Risco de mercado	<b>Riscos cambial e de matérias-primas</b> <i>O risco de perdas financeiras em i) posições em moeda estrangeira, devido a flutuações nas taxas de câmbio, e em ii) detenções de matérias-primas, devido a oscilações nos seus preços de mercado</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ativos de reserva</li> <li>ouro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ diversificação das detenções por diferentes moedas e ouro</li> <li>✓ contas de reavaliação do ouro e da moeda estrangeira</li> <li>✓ monitorização dos riscos financeiros</li> </ul>
		<b>Risco de taxa de juro</b> <i>O risco de perdas financeiras em resultado de variações desfavoráveis das taxas de juro, que provocam ou i) uma descida, em termos de valorização a preços de mercado, do valor de instrumentos financeiros, ou ii) um efeito negativo no resultado líquido</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ativos de reserva</li> <li>carteira de investimento denominado em euros</li> <li>títulos detidos para fins de política monetária</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ políticas de afetação de ativos</li> <li>✓ contas de reavaliação de preços</li> <li>✓ limites ao risco de mercado</li> <li>✓ monitorização dos riscos financeiros</li> </ul>
	Risco de liquidez	<b>Risco de liquidez</b> <i>O risco de perdas financeiras por incapacidade de liquidar um ativo, ao preço de mercado prevalente, num período de tempo apropriado</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ativos de reserva</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ políticas de afetação de ativos</li> <li>✓ limites de liquidez</li> <li>✓ monitorização dos riscos financeiros</li> </ul>
Risco operacional	<b>Risco operacional</b> <i>O risco de um impacto negativo a nível financeiro, funcional ou reputacional, decorrente de ações ou omissões de indivíduos, de recursos humanos ou políticas de recursos humanos deficientes, da implementação inadequada ou falha dos processos operacionais e de governação interna, da falha dos sistemas em que esses processos assentam, ou de eventos exógenos (por exemplo, catástrofes naturais ou ataques externos)</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>pessoal, contratação de recursos humanos, políticas de recursos humanos</li> <li>processos operacionais e de governação interna</li> <li>sistemas</li> <li>eventos exógenos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ identificação, avaliação, reporte e monitorização dos riscos operacionais e resposta aos mesmos</li> <li>✓ orientações proporcionadas pela política de tolerância ao risco</li> <li>✓ matriz de riscos</li> <li>✓ quadro de gestão da continuidade operacional</li> </ul>	

### 4.1 Riscos financeiros

Os riscos financeiros do BCE decorrem das suas atividades centrais e exposições associadas. O BCE decide sobre a afetação de ativos e implementa os quadros de gestão do risco e diligência devida (*due diligence*) apropriados, tendo em consideração os objetivos e as finalidades das várias carteiras e as respetivas exposições financeiras, bem como as preferências de risco dos órgãos de decisão.

Os riscos financeiros podem ser quantificados utilizando uma variedade de medidas do risco. O BCE aplica técnicas de estimação do risco desenvolvidas a nível interno, que assentam num quadro de simulação conjunta dos riscos de crédito e de mercado. Os conceitos, técnicas e pressupostos de modelização principais subjacentes às medidas do risco baseiam-se em normas do mercado. No sentido de adquirir um conhecimento aprofundado dos potenciais eventos de risco, passíveis de ocorrer com diferentes frequências e distintos graus de gravidade, o BCE recorre a dois tipos de medidas estatísticas, o valor em risco (*Value at Risk* – VaR) e a perda esperada (*Expected Shortfall*)<sup>7</sup>, os quais são calculados para vários níveis de confiança. Além disso, são efetuadas análises de sensibilidade e de cenários de tensão para um melhor entendimento das estimativas estatísticas do risco e complemento das mesmas.

Medidos pelo VaR num nível de confiança de 95% ao longo de um horizonte de um ano (VaR95%), em 31 de dezembro de 2015, os riscos financeiros a que o BCE estava exposto, em virtude dos seus ativos financeiros, totalizavam €10 mil milhões, ou seja, mais €1.4 mil milhões do que os riscos agregados estimados, à data de 31 de dezembro de 2014. Este aumento está associado principalmente à subida do valor de mercado dos ativos de reserva do BCE e, por conseguinte, da exposição do BCE ao risco cambial, na sequência da apreciação do dólar dos Estados Unidos e do iene japonês face ao euro em 2015.

#### 4.1.1 Risco de crédito

Os controlos e limites do risco utilizados pelo BCE para determinar a sua exposição ao risco de crédito diferem consoante os tipos de operação, refletindo a política ou os objetivos em termos de investimento das diferentes carteiras e as características de risco dos ativos subjacentes.

O risco de crédito decorrente dos ativos de reserva do BCE é mínimo, dado que estes são investidos em ativos com uma qualidade de crédito elevada.

As detenções do BCE de ouro não estão sujeitas ao risco de crédito, dado não ser cedido ouro a terceiros.

A finalidade da carteira de investimento denominado em euros é proporcionar ao BCE rendimentos que ajudem a cobrir os seus custos operacionais, preservando ao mesmo tempo o capital investido. A rentabilidade desempenha, assim, um papel relativamente mais importante na afetação de ativos e no quadro de controlo do risco referente a estas detenções do que no tocante aos ativos de reserva do BCE.

---

<sup>7</sup> O VaR é definido como o limiar máximo de potenciais perdas na carteira de ativos financeiros, que, de acordo com um modelo estatístico, não excederá uma dada probabilidade (nível de confiança) ao longo de um horizonte de risco específico. A perda esperada é uma medida do risco coerente mais conservadora do que o VaR, quando se utiliza o mesmo horizonte e o mesmo nível de confiança, uma vez que mede as perdas médias ponderadas pela probabilidade, passíveis de ocorrer nos cenários mais desfavoráveis que excedem o limiar do VaR. As perdas, neste contexto, são definidas como as diferenças entre o valor líquido das carteiras do BCE (como expresso no balanço) no início do horizonte e os valores simulados no final do horizonte.

Não obstante, o risco de crédito relacionado com estas detenções é mantido em níveis moderados.

O risco de crédito associado aos títulos detidos para fins de política monetária está dentro dos níveis de tolerância ao risco definidos pelo BCE, em resultado das técnicas de gestão do risco aplicadas. O risco de migração do crédito ligado aos títulos adquiridos para fins de política monetária não afeta diretamente as contas financeiras do BCE, pelo facto de estes títulos serem valorizados ao custo amortizado e estarem sujeitos a imparidade, não sendo, por conseguinte, reavaliados a preços de mercado. Contudo, estes títulos podem estar sujeitos ao risco de incumprimento do crédito, podendo uma deterioração da respetiva qualidade de crédito afetar as contas financeiras do BCE através do processo regular de análise e reconhecimento de imparidades.

#### 4.1.2 Risco de mercado

Os principais tipos de risco de mercado a que o BCE está sujeito na gestão das suas posições são o risco cambial e o risco de matérias-primas (risco de flutuação do preço do ouro). O BCE está também exposto ao risco de taxa de juro.

##### Riscos cambial e de matérias-primas

Os riscos cambial e de matérias-primas dominam o perfil de riscos financeiros do BCE. Tal deve-se à dimensão dos ativos de reserva da instituição (constituídos sobretudo por dólares dos Estados Unidos) e ao ouro detido, bem como ao elevado grau de volatilidade das taxas de câmbio e das cotações do ouro.

Tendo em conta o papel do ouro e dos ativos de reserva em termos de política, o BCE não procura eliminar os riscos cambial e de matérias-primas. Estes riscos são, na realidade, mitigados pela diversificação das detenções por diferentes moedas e ouro.

Em consonância com as regras do Eurosistema, as contas de reavaliação relativas ao ouro e às posições em dólares dos Estados Unidos – que ascendiam a, respetivamente, €11.9 mil milhões (€12.1 mil milhões, em 2014) e €10.6 mil milhões (€6.2 mil milhões, em 2014) em 31 de dezembro de 2015 – podem ser utilizadas para absorver o impacto de futuras oscilações desfavoráveis do preço do ouro e da taxa de câmbio do dólar dos Estados Unidos, minorando ou mesmo evitando, desse modo, quaisquer efeitos na conta de resultados do BCE.

##### Risco de taxa de juro

Os ativos de reserva do BCE e as carteiras de investimento denominado em euros são investidos principalmente em títulos de rendimento fixo, reavaliados a preços de mercado e, portanto, expostos ao risco de mercado decorrente de oscilações na

taxa de juro. Este risco de taxa de juro decorrente da avaliação a preços de mercado é gerido através de políticas de afetação de ativos e limites ao risco de mercado, que asseguram que o risco de mercado permaneça contido em níveis que refletem as preferências do BCE no que respeita ao risco/rendimento das várias carteiras. Quando expressas em termos da duração modificada<sup>8</sup> das carteiras de rendimento fixo, as diferentes preferências de risco/rendimento resultam numa duração modificada mais longa para a carteira de investimento denominado em euros do que para as posições em ativos de reserva.

O risco de taxa de juro decorrente da avaliação a preços de mercado, a que o BCE está exposto, permaneceu limitado ao longo de 2015.

Os títulos adquiridos ao abrigo dos programas de compra de ativos (os três programas de compra de obrigações com ativos subjacentes, o programa dos mercados de títulos de dívida, o programa de compra de instrumentos de dívida titularizados e o programa de compra de ativos do setor público) são valorizados ao custo amortizado e estão sujeitos a imparidade, não sendo, portanto, reavaliados a preços de mercado. Por conseguinte, estes títulos não estão expostos ao risco de taxa de juro decorrente da avaliação a preços de mercado. No entanto, a disparidade entre a sensibilidade à taxa de juro dos rendimentos gerados por estes títulos e a das despesas associadas às responsabilidades correspondentes dá origem a um risco de taxa de juro, que pode ter um impacto negativo no resultado líquido do BCE. São utilizadas políticas de afetação de ativos, incluindo políticas e procedimentos que asseguram que as aquisições sejam realizadas aos preços adequados, para gerir este tipo de risco, o qual é também mitigado pela existência de passivos não remunerados e pela estrutura geral de ativos e passivos do balanço do BCE. O risco de taxa de juro associado aos títulos adquiridos para fins de política monetária aumentou no decurso de 2015, devido sobretudo às aquisições realizadas ao abrigo do programa de compra de ativos do setor público. Todavia, o resultado líquido global do BCE deverá ser positivo nos próximos anos, mesmo no caso improvável de virem a concretizar-se cenários de risco de taxa de juro extremamente adversos.

### 4.1.3 Risco de liquidez

Tendo em consideração o papel do euro como uma das principais moedas de reserva, o papel do BCE como banco central e a sua estrutura de ativos e passivos, a principal exposição do BCE ao risco de liquidez advém dos seus ativos de reserva, na medida em que, para a realização de intervenções cambiais, poderá ser necessário liquidar grandes quantidades destes ativos em períodos de tempo curtos. No sentido de gerir este risco, a afetação de ativos e os limites aos mesmos asseguram que uma proporção suficientemente grande das detenções do BCE seja investida em ativos cuja liquidação pode realizar-se com rapidez e com um impacto negligenciável no preço.

---

<sup>8</sup> A duração modificada é uma medida da sensibilidade do valor das carteiras a deslocamentos paralelos das curvas de rendimentos.

O perfil do risco de liquidez das carteiras do BCE permaneceu, em geral, estável em 2015.

## 4.2 Risco operacional

O quadro do BCE para a gestão do risco operacional visa principalmente i) contribuir para assegurar que o BCE cumpre o seu mandato e objetivos e ii) proteger a reputação e outros ativos da instituição contra perdas, abusos e danos.

Em conformidade com este quadro, cada unidade organizacional é responsável por identificar, avaliar, reportar e acompanhar os respetivos riscos operacionais, bem como dar resposta aos mesmos e monitorizar os controlos aplicáveis. As unidades organizacionais com um papel transversal proporcionam controlos específicos a nível de todo o BCE. Neste contexto, a política do BCE de tolerância ao risco fornece orientações quanto às estratégias de resposta a riscos e aos procedimentos de aceitação dos mesmos. Está associada a uma matriz de riscos assente na escala do BCE de classificação do impacto e da probabilidade (que obedece a critérios quantitativos e qualitativos).

A unidade dedicada à gestão do risco operacional e da continuidade operacional é responsável pelos quadros correspondentes e por prestar apoio metodológico aos proprietários do risco e dos controlos, no que respeita às atividades inseridas nestes domínios. Além disso, apresenta relatórios anuais e *ad hoc* sobre os riscos operacionais ao Comité de Risco Operacional e à Comissão Executiva e presta apoio aos órgãos de decisão no âmbito da função dos mesmos de supervisão da gestão dos riscos operacionais do BCE e dos controlos correspondentes. Coordena e implementa o programa de gestão da continuidade operacional, efetuando testes e análises regulares dos procedimentos de continuidade de operações críticas do BCE e apoiando a equipa de gestão de crises e as estruturas de apoio da mesma, assim como as unidades organizacionais, na eventualidade de perturbação grave da atividade.

## 5 Recursos financeiros

### Capital

Na sequência da adoção da moeda única pela Lituânia em 1 de janeiro de 2015, o Lietuvos bankas realizou, nessa data, um montante de €43 milhões. Em resultado deste pagamento, o capital realizado do BCE ascendia a €7 740 milhões em 31 de dezembro de 2015. Na nota 15.1, “Capital”, das “Notas ao balanço”, é fornecida informação detalhada sobre o capital do BCE.

## Provisão para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro

Tendo em conta a sua grande exposição aos riscos descritos na Secção 4, o BCE mantém uma provisão para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro. A dotação e a necessidade de manutenção da provisão são analisadas anualmente, tendo em consideração uma variedade de fatores, incluindo, em particular, o nível de ativos de risco detidos, o grau de concretização das exposições ao risco no exercício em curso, os resultados projetados para o exercício seguinte e uma avaliação do risco envolvendo cálculos do VaR para os ativos de risco, a qual é aplicada de forma consistente ao longo do tempo. A provisão para riscos, em conjunto com quaisquer montantes do fundo de reserva geral do BCE, não pode exceder o valor das participações dos bancos centrais nacionais (BCN) da área do euro no capital subscrito do BCE.

Em 31 de dezembro de 2014, a provisão para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro ascendia a €7 575 milhões. O Lietuvos bankas contribuiu com um montante de €45 milhões, com efeitos a partir de 1 de janeiro de 2015, tendo a dotação da provisão aumentado para €7 620 milhões. Esse montante equivale ao valor das participações no capital do BCE realizadas pelos BCN da área do euro em 31 de dezembro de 2015.

## Contas de reavaliação

Os ganhos não realizados nas posições em ouro, moeda estrangeira e títulos que são sujeitas a reavaliação dos preços não são reconhecidos como proveitos na conta de resultados, sendo registados diretamente nas contas de reavaliação constantes do lado do passivo do balanço do BCE. Estes saldos podem ser utilizados para absorver o impacto de futuras oscilações desfavoráveis dos preços e/ou das taxas de câmbio, constituindo, portanto, uma reserva financeira que reforça a resiliência do BCE aos riscos subjacentes.

O montante total das contas de reavaliação relativas a ouro, moeda estrangeira e títulos, no final de dezembro de 2015, ascendia a €25.0 mil milhões<sup>9</sup> (€20.2 mil milhões, em 2014). Para mais informação, ver a secção sobre as políticas contabilísticas do BCE e a nota 14 (Contas de reavaliação), nas “Notas à conta de resultados”.

O Gráfico 1 apresenta a evolução dos recursos financeiros do BCE, atrás mencionados, e das principais taxas de câmbio e do preço do ouro no período de 2008 a 2015<sup>10</sup>. Durante esse período: i) o capital realizado do BCE quase duplicou, sobretudo em resultado da decisão, tomada pelo Conselho do BCE em 2010, de aumentar o capital subscrito; ii) o montante da provisão para riscos passou

<sup>9</sup> Além disso, a rubrica do balanço “Contas de reavaliação” inclui a remensuração dos benefícios pós-emprego.

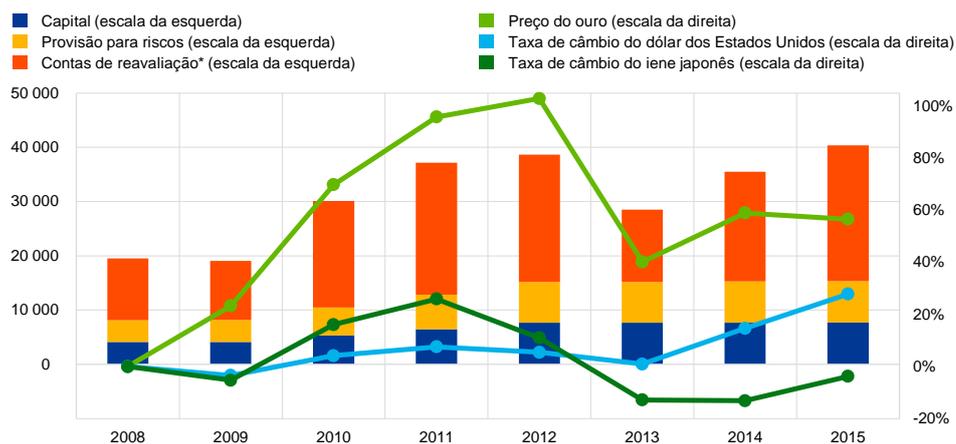
<sup>10</sup> A evolução das principais taxas de câmbio e do preço do ouro é apresentada como a variação percentual em comparação com as taxas de câmbio e o preço do ouro prevalecentes no final de 2008.

a ser igual ao do capital realizado pelos BCN da área do euro; e iii) as contas de reavaliação apresentaram um grau de volatilidade assinalável, principalmente devido a oscilações das taxas de câmbio e do preço do ouro.

### Gráfico 1

#### Recursos financeiros do BCE, principais taxas de câmbio e preço do ouro no período de 2008 a 2015

(em milhões de euros; variação percentual face a 2008)



\* Inclui o total dos ganhos de reavaliação das posições em ouro, moeda estrangeira e títulos.  
Fonte: BCE.

## 6 Impacto de atividades-chave nas demonstrações financeiras

O quadro a seguir fornece uma panorâmica das principais operações e funções do BCE, na prossecução do seu mandato, e do impacto destas nas demonstrações financeiras.

<b>Operação/Função</b>	<b>Impacto nas contas anuais do BCE</b>
Operações de política monetária	As operações de política monetária convencionais são executadas de forma descentralizada pelos BCN do Eurosistema. Consequentemente, não têm um impacto direto nas contas anuais do BCE.
Títulos detidos para fins de política monetária (ao abrigo dos programas de compra de obrigações com ativos subjacentes, do programa dos mercados de títulos de dívida, do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados e do programa de compra de ativos do setor público)	Os títulos adquiridos pelo BCE são registados na rubrica “Títulos detidos para fins de política monetária”. As detenções nestas carteiras são contabilizadas ao custo amortizado, sendo realizado um teste de imparidade, pelo menos, uma vez por ano. Os juros corridos de cupão e a amortização de prémios e descontos são incluídos na conta de resultados <sup>11</sup> .
Atividades de investimento (gestão dos ativos de reserva e dos fundos próprios)	Os ativos de reserva do BCE são apresentados no balanço <sup>12</sup> ou refletidos nas contas extrapatrimoniais até à data de liquidação. A carteira de fundos próprios do BCE é apresentada no balanço, sobretudo sob a rubrica “Outros ativos financeiros”. O resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados, incluindo juros corridos de cupão e a amortização de prémios e descontos, é incluído na conta de resultados <sup>13</sup> . As perdas não realizadas resultantes de reavaliações cambiais e de preço que excedam os ganhos não realizados previamente registados, bem como os ganhos e perdas realizados decorrentes da venda de títulos são também incluídos na conta de resultados <sup>14</sup> , ao passo que os ganhos não realizados são registados no balanço sob a rubrica “Contas de reavaliação”.
Sistemas de pagamentos (TARGET2)	Os saldos intra-Eurosistema dos BCN da área do euro face ao BCE relacionados com o TARGET2 são apresentados no balanço do BCE como uma única posição credora ou devedora líquida. A remuneração desses saldos é incluída na conta de resultados sob as rubricas “Outros juros e proveitos equiparados” e “Outros juros e custos equiparados”.
Notas em circulação	Ao BCE foi atribuída uma participação de 8% no valor total de notas de euro em circulação. Esta participação tem por contrapartida créditos sobre os BCN, os quais são remunerados à taxa de juro das operações principais de refinanciamento. Estes juros são incluídos na rubrica da conta de resultados “Juros da repartição das notas de euro no Eurosistema”. Os custos decorrentes do transporte transfronteiras de notas de euro entre os centros de produção de notas e os BCN, no âmbito da entrega de notas novas, e entre os BCN, a fim de compensar a insuficiência de notas de alguns com as reservas excedentárias de outros, são suportados a nível central pelo BCE. Estes custos são apresentados na rubrica “Custos de produção de notas” da conta de resultados.
Supervisão bancária	Os custos anuais do BCE relativos às suas funções de supervisão são recuperados por meio de taxas de supervisão anuais cobradas às entidades supervisionadas. As taxas de supervisão são registadas na conta de resultados sob a rubrica “Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários”.

<sup>11</sup> Registados nas rubricas “Outros juros e proveitos equiparados” e “Outros juros e custos equiparados”.

<sup>12</sup> Registados principalmente nas rubricas “Ouro e ouro a receber”, “Créditos sobre não residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira”, “Créditos sobre residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira” e “Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em moeda estrangeira”.

<sup>13</sup> Os proveitos relacionados com os ativos de reserva do BCE são apresentados na rubrica “Juros e outros proveitos equiparados de ativos de reserva”, enquanto o rendimento e os custos dos fundos próprios são refletidos nas rubricas “Outros juros e proveitos equiparados” e “Outros juros e custos equiparados”.

<sup>14</sup> Registados, respetivamente, nas rubricas “Prejuízos não realizados em operações financeiras” e “Resultados realizados em operações financeiras”.

## Resultados financeiros de 2015

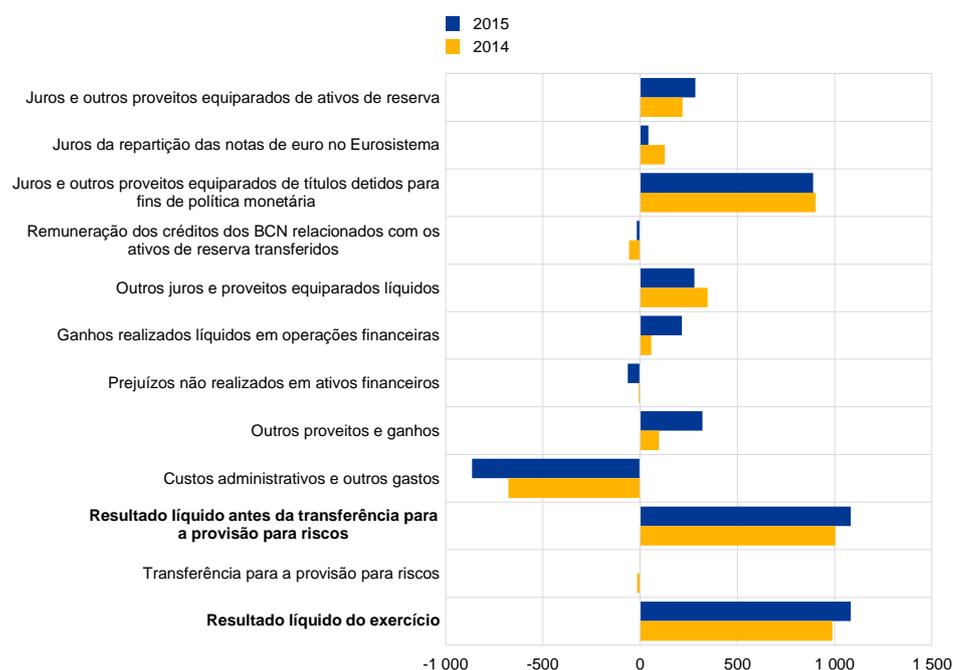
Em 2015, o resultado líquido do BCE foi de €1 082 milhões (€989 milhões, em 2014).

O Gráfico 2 apresenta as componentes da conta de resultados do BCE em 2015 e uma comparação com 2014.

### Gráfico 2

#### Desagregação da conta de resultados do BCE em 2015 e 2014

(em milhões de euros)



Fonte: BCE.

### Elementos mais importantes

- Em 2015, verificou-se uma redução do resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados para €1 475 milhões, o que compara com €1 536 milhões em 2014. A diminuição dos proveitos do BCE decorrentes da sua participação no total das notas de euro em circulação, em resultado da taxa média mais baixa das operações principais de refinanciamento em 2015, bem como o decréscimo dos rendimentos de juros gerados pela carteira de fundos próprios contribuíram para esta redução. Os efeitos destes fatores foram só parcialmente compensados i) pelo aumento do rendimento auferido com os ativos de reserva, sobretudo em resultado tanto da apreciação do dólar dos Estados Unidos face ao euro como do aumento dos juros e outros proveitos equiparados gerados pela carteira de títulos denominados em dólares dos Estados Unidos; e ii) pelos juros e outros custos equiparados mais baixos

decorrentes dos créditos dos BCN da área do euro sobre o BCE relacionados com os ativos de reserva transferidos.

- Os rendimentos gerados pelos títulos detidos para fins de política monetária registaram uma ligeira diminuição, passando de €903 milhões em 2014 para €890 milhões em 2015. A redução do rendimento em resultado do vencimento de títulos adquiridos ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e do primeiro e segundo programas de compra de obrigações com ativos subjacentes foi quase totalmente compensada pelo rendimento decorrente do programa alargado de compra de ativos<sup>15</sup>.
- Os prejuízos não realizados em operações financeiras aumentaram €56 milhões, passando para €64 milhões em 2015, principalmente em virtude da diminuição global dos valores de mercado dos títulos detidos na carteira de ativos denominados em dólares dos Estados Unidos.
- O total dos custos administrativos do BCE, incluindo depreciações, cifrou-se em €864 milhões em 2015, o que compara com €677 milhões em 2014. Este aumento deveu-se sobretudo ao início da depreciação do edifício principal do BCE e a custos mais elevados associados ao MUS. Contudo, embora, relativamente a 2014, o BCE tenha recuperado os custos relacionados com o MUS mediante a cobrança às entidades supervisionadas de uma taxa de supervisão apenas para os meses de novembro e dezembro, em relação a 2015, recuperou a totalidade dos custos através das taxas de supervisão. Em resultado, os outros proveitos e ganhos aumentaram para €320 milhões em 2015 (€96 milhões, em 2014).

## 8 Evolução das demonstrações financeiras do BCE num prazo alargado

Os Gráficos 3 e 4 apresentam a evolução do balanço e da conta de resultados do BCE, bem como das suas componentes, no período de 2008 a 2015.

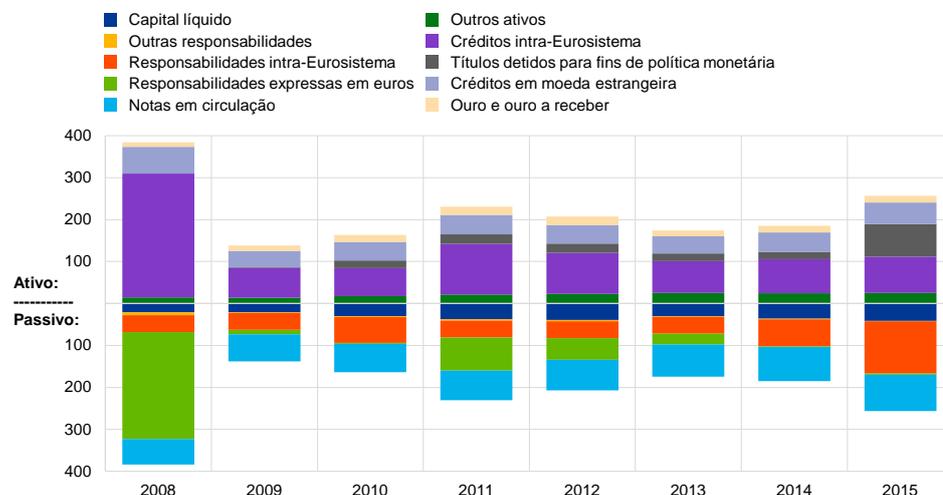
---

<sup>15</sup> O programa alargado de compra de ativos engloba o terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes, o programa de compra de instrumentos de dívida titularizados e o programa de compra de ativos do setor público. Para mais pormenores, consultar o [sítio do BCE](#).

### Gráfico 3

#### Evolução do balanço do BCE no período de 2008 a 2015<sup>16</sup>

(em mil milhões de euros)

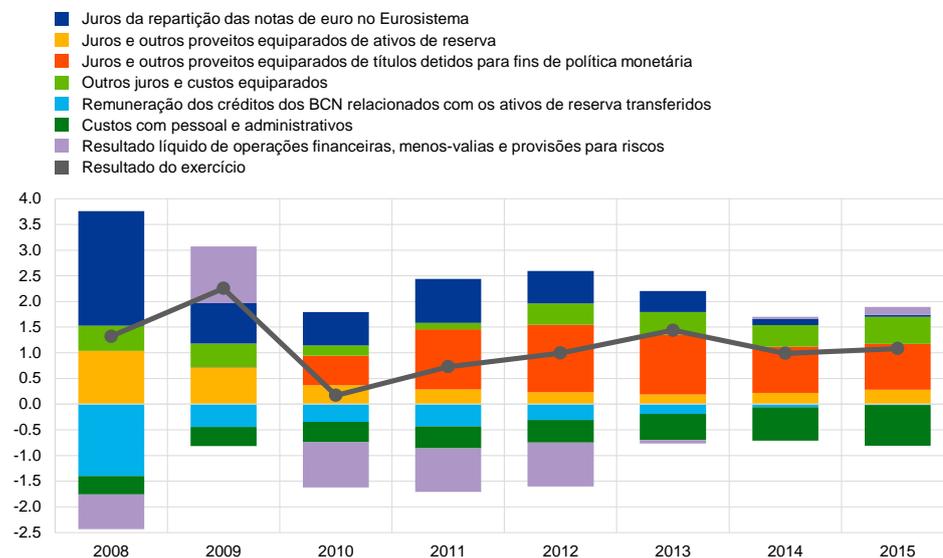


Fonte: BCE.

### Gráfico 4

#### Evolução da conta de resultados do BCE no período de 2008 a 2015

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

A contração do balanço do BCE em comparação com 2008 deveu-se principalmente à melhoria das condições de financiamento em dólares dos Estados Unidos para as contrapartes do Eurosistema e à consequente redução gradual das operações de cedência de liquidez nessa moeda oferecidas pelo Eurosistema. Tal refletiu-se na diminuição dos créditos intra-Eurosistema do BCE e das suas responsabilidades

<sup>16</sup> O gráfico baseia-se em valores de final de ano.

expressas em euros. No entanto, no último trimestre de 2014, o balanço do BCE começou a expandir-se com a aquisição de obrigações com ativos subjacentes e instrumentos de dívida titularizados, no contexto do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes e do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados. A expansão do balanço prosseguiu em 2015 com a aquisição de títulos emitidos pelas administrações centrais da área do euro, na sequência da introdução do programa de compra de ativos do setor público. As aquisições de títulos ao abrigo de todos os programas foram liquidadas através de contas no TARGET2, resultando, por conseguinte, num aumento correspondente das responsabilidades intra-Eurosistema do BCE.

O resultado líquido do BCE durante o mesmo período foi influenciado pelos fatores a seguir enunciados.

- A taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento desceu, reduzindo significativamente o rendimento de senhoriagem do BCE. Em 2015, a taxa de juro média das operações principais de refinanciamento situou-se em 0.05%, em comparação com 4% em 2008. Consequentemente, as receitas de juros referentes às notas de euro em circulação baixaram de €2.2 mil milhões em 2008 para €0.04 mil milhões em 2015.
- Foram efetuadas transferências para a provisão para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro, particularmente no período de 2010 a 2012. Neste período, um montante acumulado de €3.5 mil milhões foi transferido para a provisão para riscos, reduzindo o lucro reportado em igual montante.
- O rendimento auferido com os ativos de reserva diminuiu gradualmente, passando de €1.0 mil milhões em 2008 para €0.2 mil milhões em 2013, devido sobretudo à descida das taxas de rendibilidade dos ativos denominados em dólares dos Estados Unidos e à consequente diminuição dos juros e outros proveitos equiparados gerados pela carteira de ativos nessa moeda. Todavia, esta tendência inverteu-se nos dois últimos anos e, em 2015, este rendimento ascendeu a €0.3 mil milhões.
- Os títulos adquiridos ao abrigo dos programas de compra de ativos geraram, em média, 54% do resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados do BCE nos últimos seis anos.
- O estabelecimento e a entrada em funcionamento do MUS nos dois últimos anos contribuíram para um aumento significativo dos custos com pessoal e administrativos. Contudo, os custos relacionados com o MUS foram recuperados, desde novembro de 2014, através das taxas cobradas às entidades supervisionadas.

# Demonstrações financeiras do BCE

## Balanço em 31 de dezembro de 2015

ATIVO	Nota	2015 €	2014 €
Ouro e ouro a receber	1	15 794 976 324	15 980 317 601
<b>Créditos sobre não residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira</b>	2		
Fundo Monetário Internacional	2.1	714 825 534	669 336 060
Depósitos, investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros ativos externos	2.2	49 030 207 257	43 730 904 005
		<b>49 745 032 791</b>	<b>44 400 240 065</b>
<b>Créditos sobre residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira</b>	2.2	<b>1 862 714 832</b>	<b>1 783 727 949</b>
<b>Outros créditos sobre instituições de crédito da área do euro expressos em euros</b>	3	<b>52 711 983</b>	<b>2 120 620</b>
<b>Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros</b>	4		
Títulos detidos para fins de política monetária	4.1	77 808 651 858	17 787 948 367
<b>Créditos intra-Eurosistema</b>	5		
Créditos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema	5.1	86 674 472 505	81 322 848 550
<b>Outros ativos</b>	6		
Ativos fixos tangíveis e intangíveis	6.1	1 263 646 830	1 249 596 659
Outros ativos financeiros	6.2	20 423 917 583	20 626 359 858
Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais	6.3	518 960 866	319 624 726
Acréscimos e diferimentos	6.4	1 320 068 350	725 224 031
Contas diversas e de regularização	6.5	1 180 224 603	1 092 627 246
		<b>24 706 818 232</b>	<b>24 013 432 520</b>
<b>Total do ativo</b>		<b>256 645 378 525</b>	<b>185 290 635 672</b>

<b>PASSIVO</b>	<b>Nota</b>	<b>2015</b> €	<b>2014</b> €
<b>Notas em circulação</b>	7	86 674 472 505	81 322 848 550
<b>Responsabilidades para com outros residentes na área do euro expressas em euros</b>	8		
Outras responsabilidades	8.1	1 026 000 000	1 020 000 000
<b>Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros</b>	9	2 330 804 192	900 216 447
<b>Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em moeda estrangeira</b>	10		
Depósitos, saldos e outras responsabilidades	10.1	0	458 168 063
<b>Responsabilidades intra-Eurosistema</b>	11		
Responsabilidades equivalentes à transferência de ativos de reserva	11.1	40 792 608 418	40 553 154 708
Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema (líquidas)	11.2	83 083 520 309	23 579 372 965
		123 876 128 727	64 132 527 673
<b>Outras responsabilidades</b>	12		
Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais	12.1	392 788 148	178 633 615
Acréscimos e diferimentos	12.2	95 543 989	96 191 651
Contas diversas e de regularização	12.3	891 555 907	869 549 503
		1 379 888 044	1 144 374 769
<b>Provisões</b>	13	7 703 394 185	7 688 997 634
<b>Contas de reavaliação</b>	14	24 832 823 174	19 937 644 696
<b>Capital e reservas</b>	15		
Capital	15.1	7 740 076 935	7 697 025 340
<b>Resultado do exercício</b>		1 081 790 763	988 832 500
<b>Total do passivo</b>		<b>256 645 378 525</b>	<b>185 290 635 672</b>

## Conta de resultados do exercício findo em 31 de dezembro de 2015

	Nota	2015 €	2014 €
Juros e outros proveitos equiparados de ativos de reserva	22.1	283 205 941	217 003 159
Juros da repartição das notas de euro no Eurosistema	22.2	41 991 105	125 806 228
Outros juros e proveitos equiparados	22.4	2 168 804 955	2 512 243 088
<i>Juros e outros proveitos equiparados</i>		<i>2 494 002 001</i>	<i>2 855 052 475</i>
Remuneração dos créditos dos BCN relacionados com os ativos de reserva transferidos	22.3	(17 576 514)	(57 015 146)
Outros juros e custos equiparados	22.4	(1 001 272 846)	(1 262 336 836)
<i>Juros e outros custos equiparados</i>		<i>(1 018 849 360)</i>	<i>(1 319 351 982)</i>
<b>Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados</b>	<b>22</b>	<b>1 475 152 641</b>	<b>1 535 700 493</b>
Resultados realizados em operações financeiras	23	214 433 730	57 260 415
Prejuízos não realizados em operações financeiras	24	(64 053 217)	(7 863 293)
Transferência para/de provisões para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro		0	(15 009 843)
<b>Resultado líquido de operações financeiras, menos-valias e provisões para riscos</b>		<b>150 380 513</b>	<b>34 387 279</b>
<b>Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários</b>	<b>25, 26</b>	<b>268 332 261</b>	<b>28 158 654</b>
<b>Rendimento de ações e participações</b>	<b>27</b>	<b>908 109</b>	<b>780 935</b>
<b>Outros proveitos e ganhos</b>	<b>28</b>	<b>51 023 378</b>	<b>67 253 502</b>
<b>Total de proveitos e ganhos líquido</b>		<b>1 945 796 902</b>	<b>1 666 280 863</b>
Custos com pessoal	29	(440 844 142)	(301 142 390)
Custos administrativos	30	(351 014 617)	(353 579 537)
Depreciação e amortização de ativos fixos tangíveis e intangíveis		(64 017 361)	(15 312 728)
Custos de produção de notas	31	(8 130 019)	(7 413 708)
<b>Resultado do exercício</b>		<b>1 081 790 763</b>	<b>988 832 500</b>

Frankfurt am Main, 9 de fevereiro de 2016

Banco Central Europeu

Mario Draghi  
Presidente

## Políticas contabilísticas<sup>17</sup>

### Forma e apresentação das demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras do BCE foram preparadas para reproduzirem de forma apropriada a situação financeira do BCE e os resultados das suas operações. Foram elaboradas de acordo com as políticas contabilísticas<sup>18</sup>, a seguir referidas, consideradas pelo Conselho do BCE como adequadas à função de banco central.

### Princípios contabilísticos

Foram aplicados os seguintes princípios contabilísticos: realidade económica e transparência, prudência, reconhecimento de acontecimentos posteriores à data do balanço, materialidade, continuidade, especialização do exercício, consistência e comparabilidade.

### Reconhecimento de ativos e passivos

Um ativo ou passivo apenas é reconhecido no balanço quando seja provável que fluam benefícios económicos futuros associados de ou para o BCE, os riscos e benefícios associados tenham sido substancialmente transferidos para o BCE e o custo ou o valor do ativo ou o montante da responsabilidade possam ser mensurados com fiabilidade.

### Bases de apresentação

As contas foram elaboradas seguindo o princípio do custo histórico, com modificações de modo a incluir a valorização a preços de mercado dos títulos transacionáveis (exceto os títulos detidos para fins de política monetária), do ouro e de todos os outros ativos e passivos patrimoniais e extrapatrimoniais denominados em moeda estrangeira.

As operações em ativos e passivos financeiros são contabilizadas na data da respetiva liquidação.

Excetuando as operações à vista em títulos, as operações em instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira são registadas em contas extrapatrimoniais na data do contrato. Na data de liquidação, os lançamentos

---

<sup>17</sup> As políticas contabilísticas do BCE são definidas em pormenor na Decisão BCE/2010/21, de 11 de novembro de 2010 (JO L 35 de 9.2.2011, p. 1). Esta decisão foi ultimamente alterada pela Decisão BCE/2015/26, de 2 de julho de 2015 (JO L 193 de 21.7.2015, p. 134).

<sup>18</sup> Estas políticas são compatíveis com o disposto no artigo 26.º-4 dos Estatutos do SEBC, que exige a uniformização dos processos contabilísticos e de prestação de informação financeira sobre as operações do Eurosistema.

extrapatrimoniais são revertidos e efetuam-se os correspondentes lançamentos patrimoniais. As compras e vendas de moeda estrangeira afetam as posições líquidas na moeda estrangeira à data do contrato e os resultados realizados decorrentes de vendas são também calculados nessa data. Os juros, prémios e descontos especializados relacionados com instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira são calculados e registados numa base diária, sendo a posição na moeda estrangeira também afetada diariamente por esta especialização.

## Ouro e ativos e passivos em moeda estrangeira

Os ativos e passivos denominados em moeda estrangeira são convertidos em euros à taxa de câmbio em vigor na data do balanço. Os proveitos e custos são convertidos à taxa de câmbio vigente na data do respetivo registo. A reavaliação dos ativos e passivos em moeda estrangeira, incluindo instrumentos patrimoniais e extrapatrimoniais, é efetuada moeda-a-moeda.

A reavaliação a preços de mercado dos ativos e passivos denominados em moeda estrangeira é tratada separadamente da reavaliação cambial.

O ouro é valorizado ao preço de mercado em vigor no final do exercício, não sendo feita qualquer distinção entre a reavaliação a preços de mercado e a reavaliação cambial. Ao invés, é contabilizada uma única valorização do ouro com base no preço em euros por onça de ouro fino, que, para o exercício findo em 31 de dezembro de 2015, foi calculado a partir da taxa de câmbio do euro face ao dólar dos Estados Unidos em 31 de dezembro de 2015.

O direito de saque especial (DSE) é definido em termos de um cabaz de moedas. Na revalorização da posição do BCE em DSE, o valor do DSE foi calculado com base na soma ponderada das taxas de câmbio de quatro das principais moedas (dólar dos Estados Unidos, euro, iene japonês e libra esterlina) convertida em euros, em 31 de dezembro de 2015.

## Títulos

### Títulos detidos para fins de política monetária

Os títulos atualmente detidos para fins de política monetária são contabilizados ao custo amortizado e estão sujeitos a imparidade.

### Outros títulos

Os títulos transacionáveis (exceto os títulos detidos para fins de política monetária) e outros ativos equiparados são valorizados aos preços médios de mercado ou em função da curva de rendimentos relevante vigente à data do balanço, numa base título-a-título. As opções integradas nos títulos não são separadas para efeitos de

valorização. Para o exercício findo em 31 de dezembro de 2015, foram utilizados os preços médios de mercado em 30 de dezembro de 2015. As ações sem liquidez são valorizadas ao preço de custo, sujeito a imparidade.

## Reconhecimento de resultados

Os proveitos e custos são reconhecidos no período em que são obtidos ou incorridos<sup>19</sup>. Os ganhos e perdas realizados em vendas de moeda estrangeira, ouro e títulos são levados à conta de resultados. Esses ganhos e perdas realizados são calculados tendo por base o custo médio do ativo correspondente.

Os ganhos não realizados não são reconhecidos como proveitos, sendo transferidos diretamente para uma conta de reavaliação.

As perdas não realizadas são levadas à conta de resultados caso, no final do exercício, excedam os ganhos de reavaliação anteriores registados na conta de reavaliação correspondente. Tais perdas não realizadas em qualquer título ou moeda ou no ouro não são compensadas com ganhos não realizados em outros títulos ou moedas ou no ouro. Na eventualidade de se verificar tal perda não realizada em qualquer ativo registado na conta de resultados, o seu custo médio é igualado à taxa de câmbio ou ao preço de mercado em vigor no final do exercício. As perdas não realizadas em *swaps* de taxa de juro levadas à conta de resultados no final do exercício são amortizadas em exercícios subsequentes.

As perdas por imparidade são levadas à conta de resultados e não são revertidas em anos subsequentes, a menos que a imparidade diminua e que essa diminuição possa ser associada a um evento observável ocorrido após o primeiro registo da imparidade.

Os prémios ou os descontos decorrentes de títulos são calculados e apresentados como uma parte dos juros, sendo amortizados ao longo da vida contratual útil desses títulos.

## Operações reversíveis

As operações reversíveis são transações através das quais o BCE compra ou vende ativos ao abrigo de um acordo de recompra ou realiza operações de crédito contra garantias.

Num acordo de recompra, os títulos são vendidos contra numerário, com o acordo simultâneo de serem de novo comprados à contraparte numa data futura predeterminada a um preço previamente acordado. Os acordos de recompra são registados como depósitos com garantia no passivo do balanço. Os títulos vendidos ao abrigo deste tipo de acordos permanecem no balanço do BCE.

---

<sup>19</sup> É aplicável um limite mínimo de €100 000 para as provisões e acréscimos administrativos.

Num acordo de revenda, os títulos são comprados contra numerário com o acordo simultâneo de serem de novo vendidos à contraparte numa data futura predeterminada a um preço previamente acordado. As compras com acordo de revenda são registadas no ativo do balanço como empréstimos com garantia e não como títulos de carteira.

As operações reversíveis (incluindo as operações de cedência de títulos) realizadas ao abrigo de um programa automático de cedência de títulos são registadas no balanço apenas quando a garantia é prestada sob a forma de numerário depositado numa conta do BCE. Em 2015, o BCE não recebeu qualquer garantia sob a forma de numerário em operações desta natureza.

## Instrumentos extrapatrimoniais

Os instrumentos cambiais, nomeadamente as operações a prazo em moeda estrangeira, as componentes a prazo de *swaps* cambiais e outros instrumentos que impliquem a troca de uma moeda por outra em data futura, são incluídos na posição líquida em moeda estrangeira para efeitos de cálculo dos ganhos e perdas cambiais.

Os instrumentos de taxa de juro são reavaliados operação-a-operação. As oscilações diárias da conta-margem dos contratos de futuros de taxa de juro em aberto, assim como dos *swaps* de taxa de juro compensados através de uma contraparte central são registadas na conta de resultados. A valorização das operações a prazo em títulos e dos *swaps* de taxa de juro que não são compensados através de uma contraparte central é realizada pelo BCE com base em métodos de valorização geralmente aceites que recorrem aos preços e às taxas de mercado observados, bem como a fatores de desconto desde as datas de liquidação até à data de valorização.

## Acontecimentos posteriores à data do balanço

Os valores dos ativos e passivos são ajustados em função das ocorrências verificadas entre a data do balanço anual e a data em que a Comissão Executiva autoriza a apresentação das contas anuais ao Conselho do BCE para que este dê a sua aprovação, caso tais ocorrências afetem materialmente a situação do ativo e do passivo à data do balanço.

Os acontecimentos importantes posteriores à data do balanço que não afetam a situação passiva e ativa à data do balanço são referidos nas notas.

## Posições intra-SEBC/Posições intra-Eurosistema

As posições intra-SEBC resultam principalmente de pagamentos transfronteiras na UE, que são liquidados em moeda do banco central em euros. Estas operações são,

na sua maioria, iniciadas por entidades privadas (ou seja, instituições de crédito, empresas e pessoas singulares). São liquidadas através do TARGET2 – o Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real – e dão origem a saldos bilaterais nas contas dos bancos centrais da UE no TARGET2. Estes saldos bilaterais são compensados com o BCE numa base diária, ficando cada BCN com uma única posição líquida bilateral face apenas ao BCE. Nas demonstrações financeiras do BCE, este saldo representa a posição ativa ou passiva líquida de cada BCN em relação ao resto do SEBC. Os saldos intra-Eurosistema dos BCN da área do euro face ao BCE relacionados com o TARGET2, assim como outros saldos intra-Eurosistema expressos em euros (por exemplo, distribuições intercalares de proveitos aos BCN), são apresentados no balanço do BCE como uma única posição credora ou devedora líquida e registados na rubrica “Outros créditos no âmbito do Eurosistema (líquidos)” ou “Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema (líquidas)”. Os saldos intra-SEBC dos BCN não pertencentes à área do euro face ao BCE, resultantes da sua participação no TARGET2<sup>20</sup>, são apresentados na rubrica “Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros”.

Os saldos intra-Eurosistema decorrentes da repartição das notas de euro no Eurosistema são incluídos como uma única posição credora na rubrica “Créditos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema” (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Os saldos intra-Eurosistema resultantes da transferência de ativos de reserva para o BCE por parte dos BCN que passaram a integrar o Eurosistema são expressos em euros e apresentados na rubrica “Responsabilidades equivalentes à transferência de ativos de reserva”.

## Tratamento dos ativos fixos tangíveis e intangíveis

Os ativos fixos tangíveis e intangíveis, à exceção de terrenos e obras de arte, são valorizados ao custo de aquisição, deduzido das respetivas depreciações e amortizações acumuladas. Os terrenos e obras de arte são valorizados ao preço de custo. Na depreciação do edifício principal do BCE, os custos são atribuídos às componentes de ativos apropriadas, sendo a depreciação efetuada em conformidade com as estimativas da vida útil dos ativos. As depreciações e amortizações são calculadas linearmente ao longo da vida útil esperada dos ativos, com início no trimestre seguinte à disponibilização do ativo para utilização. As vidas úteis aplicadas às principais classes de ativos são as indicadas a seguir.

---

<sup>20</sup> Em 31 de dezembro de 2015, os BCN não pertencentes à área do euro que participavam no TARGET2 eram os seguintes: Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária), Danmarks Nationalbank, Narodowy Bank Polski e Banca Națională a României.

Edifícios	20, 25 ou 50 anos
Instalações	10 ou 15 anos
Equipamento técnico	4, 10 ou 15 anos
Computadores, outro equipamento e programas informáticos e veículos motorizados	4 anos
Mobiliário	10 anos

O período de depreciação dos custos com obras relacionadas com as atuais instalações arrendadas do BCE é ajustado para ter em conta as ocorrências que têm impacto na vida útil esperada do ativo afetado.

Os ativos fixos de custo inferior a €10 000 são amortizados no ano de aquisição.

Os ativos fixos que cumprem os critérios de capitalização, mas ainda se encontram em fase de construção ou de desenvolvimento, são registados na rubrica “Imobilizações em curso”. Os custos correspondentes são transferidos para as rubricas de imobilizações relevantes, assim que os ativos estejam disponíveis para ser utilizados.

## Planos de pensões do BCE, outros benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo

O BCE dispõe de planos de benefícios definidos para os membros do pessoal e da Comissão Executiva, bem como para os membros do Conselho de Supervisão com contratos com o BCE.

O plano de pensões dos membros do pessoal é financiado por ativos detidos num fundo de benefícios a longo prazo para esse fim. As contribuições obrigatórias do BCE e do pessoal correspondem a, respetivamente, 19.5% e 6.7% da remuneração de base e refletem-se no pilar de benefícios definidos. Os membros do pessoal podem efetuar contribuições voluntárias adicionais, segundo um pilar de contribuições definidas, podendo esses fundos ser utilizados para obter benefícios adicionais<sup>21</sup>. Esses benefícios adicionais são determinados pelo montante de contribuições voluntárias e pelo rendimento do investimento das contribuições.

Existem acordos, não abrangidos por um fundo, que garantem os benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo dos membros da Comissão Executiva e dos membros do Conselho de Supervisão com contratos com o BCE. Para os membros do pessoal, existem acordos, não fundeados, que garantem benefícios pós-emprego, excluindo pensões, e outros benefícios de longo prazo.

<sup>21</sup> Os fundos acumulados por um membro do pessoal em resultado das suas contribuições voluntárias podem ser utilizados, aquando da reforma, para adquirir uma pensão adicional, a qual será incluída na responsabilidade relativa aos benefícios definidos a partir dessa data.

## Responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos

A responsabilidade reconhecida na rubrica do balanço “Outras responsabilidades” referente aos benefícios definidos corresponde ao valor atual da responsabilidade relativa aos benefícios definidos à data do balanço menos o justo valor dos ativos do fundo utilizados para financiar a responsabilidade.

A responsabilidade relativa aos benefícios definidos é calculada anualmente por atuários independentes, recorrendo ao método da unidade de crédito projetada. O seu valor atual é calculado, mediante o desconto dos fluxos financeiros futuros estimados, utilizando uma taxa determinada com base nas taxas de rendibilidade do mercado, à data do balanço, de obrigações de notação elevada denominadas em euros, emitidas por empresas e com maturidades que coincidem com o prazo da responsabilidade.

Os ganhos e as perdas atuariais podem resultar de ajustamentos (decorrentes da diferença entre os resultados efetivos e os pressupostos atuariais utilizados) e de alterações nos pressupostos atuariais.

## Custo líquido dos benefícios definidos

O custo líquido dos benefícios definidos divide-se em componentes reportadas na conta de resultados e em reavaliações relativas aos benefícios pós-emprego apresentadas na rubrica do balanço “Contas de reavaliação”.

O montante líquido registado na conta de resultados compreende:

- a) o custo de serviço corrente dos benefícios definidos acumulados relativos ao exercício;
- b) os juros líquidos à taxa de desconto aplicada à responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos; e
- c) reavaliações relativas a outros benefícios de longo prazo, na sua totalidade.

O montante líquido apresentado na rubrica do balanço “Contas de reavaliação” inclui os seguintes elementos:

- a) ganhos e perdas atuariais referentes à responsabilidade relativa aos benefícios definidos;
- b) o rendimento efetivo dos ativos do fundo, excluindo os montantes incluídos nos juros líquidos sobre a responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos; e
- c) qualquer variação no efeito do limite do ativo, excluindo montantes incluídos nos juros líquidos decorrentes da responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos.

Os montantes são avaliados anualmente por atuários independentes para determinar a responsabilidade adequada a registar nas demonstrações financeiras.

## Notas em circulação

O BCE e os BCN da área do euro, que em conjunto compõem o Eurosistema, emitem notas de euro<sup>22</sup>. A repartição pelos bancos centrais do Eurosistema do valor total de notas de euro em circulação realiza-se no último dia útil de cada mês, de acordo com a tabela de repartição de notas de banco<sup>23</sup>.

Ao BCE foi atribuída uma participação de 8% no valor total de notas de euro em circulação, registada na rubrica do passivo “Notas em circulação”, por contrapartida de créditos sobre os BCN. Estes créditos, que vencem juros<sup>24</sup>, são apresentados na sub-rubrica “Créditos intra-Eurosistema: créditos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema” (ver “Posições intra-SEBC/Posições intra-Eurosistema”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). Os juros sobre estas posições são incluídos na rubrica da conta de resultados “Juros da repartição das notas de euro no Eurosistema”.

## Distribuição intercalar de proveitos

Um montante que equivale à soma dos proveitos do BCE referentes às notas de euro em circulação e aos títulos detidos para fins de política monetária adquiridos ao abrigo i) do programa dos mercados de títulos de dívida, ii) do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes, iii) do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados e iv) do programa de compra de ativos do setor público é devido aos BCN da área do euro no exercício em que é reconhecido. Salvo decisão em contrário do Conselho do BCE, esse montante é repartido no mês de janeiro do exercício seguinte, por meio de uma distribuição intercalar de proveitos<sup>25</sup>. É distribuído na totalidade, exceto se for superior ao resultado líquido do BCE no exercício, e sob reserva de eventuais decisões do Conselho do BCE de proceder a transferências para a provisão destinada a cobrir riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro. O Conselho do BCE pode igualmente decidir abater, aos proveitos resultantes das notas de euro em circulação, custos incorridos pelo BCE relacionados com a emissão e o tratamento das mesmas.

---

<sup>22</sup> Decisão BCE/2010/29, de 13 de dezembro de 2010, relativa à emissão de notas de euro (reformulação), JO L 35 de 9.2.2011, p. 26, com as alterações que lhe foram introduzidas.

<sup>23</sup> A designada “tabela de repartição de notas de banco” remete para as percentagens que resultam de se levar em conta a participação do BCE no total da emissão de notas de euro e de se aplicar a tabela de repartição do capital subscrito à participação dos BCN nesse total.

<sup>24</sup> Decisão BCE/2010/23, de 25 de novembro de 2010, relativa à repartição dos proveitos monetários dos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros cuja moeda é o euro (reformulação), JO L 35 de 9.2.2011, p. 17, com as alterações que lhe foram introduzidas.

<sup>25</sup> Decisão (UE) 2015/298, de 15 de dezembro de 2014, relativa à distribuição intercalar dos proveitos do Banco Central Europeu (BCE/2014/57) (reformulação), JO L 53 de 25.2.2015, p. 24, com as alterações que lhe foram introduzidas.

## Outras questões

Tendo em consideração o papel do BCE como banco central, a Comissão Executiva é de opinião que a publicação de uma demonstração dos fluxos de caixa não forneceria aos leitores das demonstrações financeiras qualquer informação adicional relevante.

De acordo com o disposto no artigo 27.º dos Estatutos do SEBC e com base numa recomendação do Conselho do BCE, o Conselho da UE aprovou a nomeação da Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft na qualidade de auditores externos do BCE por um período de cinco anos, que terminará no final do exercício de 2017.

## Notas ao balanço

### 1 Ouro e ouro a receber

Em 31 de dezembro de 2015, o BCE detinha 16 229 522 onças<sup>26</sup> de ouro fino (16 178 193 onças, em 2014). O aumento deveu-se à transferência para o BCE de 51 329 onças de ouro fino<sup>27</sup>, efetuada pelo Lietuvos bankas no contexto da adoção da moeda única pela Lituânia. Não obstante o aumento das detenções de ouro fino pelo BCE, o valor equivalente em euros das mesmas diminuiu, devido à queda da cotação do ouro em 2015 (ver “Ouro e ativos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas, e a nota 14, “Contas de reavaliação”).

### 2 Créditos sobre residentes e não residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira

#### 2.1 Fundo Monetário Internacional

Este ativo representa os direitos de saque especiais (DSE) detidos pelo BCE em 31 de dezembro de 2015. Resulta de um acordo bidirecional com o Fundo Monetário Internacional (FMI) para a compra e venda de DSE, ao abrigo do qual o FMI está autorizado a efetuar, em nome do BCE, compras e vendas de DSE contra euros, dentro de um limite mínimo e máximo determinado. Para efeitos contabilísticos, os DSE são considerados moeda estrangeira (ver “Ouro e ativos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). O aumento do valor equivalente em euros dos DSE detidos pelo BCE deveu-se principalmente à apreciação dos DSE face ao euro em 2015.

---

<sup>26</sup> O que corresponde a 504.8 toneladas.

<sup>27</sup> A transferência, com um valor equivalente a €50.7 milhões, foi realizada com efeitos a partir de 1 de janeiro de 2015.

## 2.2

## Depósitos, investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros ativos externos/Créditos sobre residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira

Estas duas rubricas consistem em depósitos em bancos, empréstimos em moeda estrangeira e investimentos em títulos denominados em dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses.

Créditos sobre não residentes na área do euro	2015 €	2014 €	Variação €
Depósitos à ordem	4 398 616 340	2 618 332 591	1 780 283 749
Aplicações no mercado monetário	1 666 345 182	1 035 952 558	630 392 624
Compras com acordo de revenda	831 266 648	986 131 163	(154 864 515)
Investimentos em títulos	42 133 979 087	39 090 487 693	3 043 491 394
<b>Total</b>	<b>49 030 207 257</b>	<b>43 730 904 005</b>	<b>5 299 303 252</b>

Créditos sobre residentes na área do euro	2015 €	2014 €	Variação €
Depósitos à ordem	953 098	4 035 172	(3 082 074)
Aplicações no mercado monetário	1 861 761 734	1 599 827 033	261 934 701
Compras com acordo de revenda	0	179 865 744	(179 865 744)
<b>Total</b>	<b>1 862 714 832</b>	<b>1 783 727 949</b>	<b>78 986 883</b>

O aumento observado nestas rubricas em 2015 deveu-se sobretudo à apreciação do dólar dos Estados Unidos e do iene japonês face ao euro.

Além disso, com a adoção da moeda única pela Lituânia em 1 de janeiro de 2015, o Lietuvos bankas procedeu à transferência para o BCE de ativos de reserva denominados em dólares dos Estados Unidos num valor de €287.9 milhões.

Em 31 de dezembro de 2015, as posições líquidas em moeda estrangeira do BCE em dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses<sup>28</sup> eram as seguintes:

	2015 Milhões da unidade monetária	2014 Milhões da unidade monetária
Dólares dos Estados Unidos	46 382	45 649
Ienes japoneses	1 085 596	1 080 094

### 3 Outros créditos sobre instituições de crédito da área do euro expressos em euros

Em 31 de dezembro de 2015, esta rubrica consistia em depósitos à ordem junto de residentes na área do euro.

### 4 Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros

#### 4.1 Títulos detidos para fins de política monetária

Em 31 de dezembro de 2015, esta rubrica era composta por títulos adquiridos pelo BCE no âmbito dos três programas de compra de obrigações com ativos subjacentes, do programa dos mercados de títulos de dívida, do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados e do programa de compra de ativos do setor público.

As aquisições no âmbito do primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes terminaram em 30 de junho de 2010, tendo o segundo programa cessado em 31 de outubro de 2012. O programa dos mercados de títulos de dívida findou em 6 de setembro de 2012.

Em 2015, as compras de ativos ao abrigo do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes e do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados foram alargadas, passando a abarcar o programa de compra de ativos do setor público<sup>29</sup>. Em conjunto, o terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes, o programa de compra de instrumentos de

<sup>28</sup> Estas posições consistem nos ativos menos os passivos denominados na moeda estrangeira correspondente, os quais estão sujeitos a reavaliação cambial. São incluídos nas rubricas do ativo, "Créditos sobre não residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira", "Créditos sobre residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira" e "Acréscimos e diferimentos", e nas rubricas do passivo, "Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em moeda estrangeira", "Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais" e "Acréscimos e diferimentos", tendo igualmente em conta os swaps e operações a prazo em moeda estrangeira registados nas rubricas extrapatrimoniais. Não incluem ganhos resultantes de reavaliações do preço de instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira.

<sup>29</sup> Ao abrigo deste programa, o BCE e os BCN podem comprar, no mercado secundário, títulos denominados em euros emitidos por administrações centrais, regionais e locais da área, bem como por bancos multilaterais de desenvolvimento, agências reconhecidas e organizações internacionais localizados na área do euro.

dívida titularizados e o programa de compra de ativos do setor público constituem o programa alargado de compra de ativos<sup>30</sup>. O valor combinado das compras mensais realizadas pelos BCN e pelo BCE ao abrigo do programa alargado é de, em média, €60 mil milhões. Pretende-se que as compras decorram até ao final de março de 2017 e, em qualquer caso, até o Conselho do BCE considerar que se verifica um ajustamento sustentado da trajetória da inflação compatível com o seu objetivo de alcançar taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

Os títulos adquiridos ao abrigo dos seis programas são valorizados ao custo amortizado e estão sujeitos a imparidade (ver “Títulos”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). Os testes de imparidade anuais são efetuados com base em estimativas dos montantes recuperáveis no fim do exercício e são aprovados pelo Conselho do BCE. De acordo com os resultados dos testes de imparidade deste exercício, foi desencadeado apenas um indicador de imparidade, relacionado com a carteira do programa dos mercados de títulos de dívida. Contudo, este indicador não afetou os fluxos financeiros futuros que é esperado o BCE receber e, portanto, não foram registadas perdas em 2015.

O custo amortizado dos títulos detidos pelo BCE e o seu valor de mercado<sup>31</sup> (não registado no balanço nem na conta de resultados e disponibilizado apenas para fins comparativos) são os seguintes:

	2015 €		2014 €		Variação €	
	Custo amortizado	Valor de mercado	Custo amortizado	Valor de mercado	Custo amortizado	Valor de mercado
Primeiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	1 786 194 503	1 898 990 705	2 395 178 568	2 576 479 183	(608 984 065)	(677 488 478)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	933 230 549	1 013 540 352	1 249 397 951	1 367 880 767	(316 167 402)	(354 340 415)
Terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	11 457 444 451	11 396 084 370	2 298 798 185	2 314 787 199	9 158 646 266	9 081 297 171
Programa dos mercados de títulos de dívida	8 872 443 668	10 045 312 608	10 100 343 269	11 247 795 991	(1 227 899 601)	(1 202 483 383)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	15 321 905 622	15 220 939 054	1 744 230 394	1 742 441 349	13 577 675 228	13 478 497 705
Programa de compra de ativos do setor público	39 437 433 065	39 372 318 024	–	–	39 437 433 065	39 372 318 024
<b>Total</b>	<b>77 808 651 858</b>	<b>78 947 185 113</b>	<b>17 787 948 367</b>	<b>19 249 384 489</b>	<b>60 020 703 491</b>	<b>59 697 800 624</b>

A redução do custo amortizado das carteiras detidas ao abrigo i) do primeiro e segundo programas de compra de obrigações com ativos subjacentes e ii) do programa dos mercados de títulos de dívida deveu-se a reembolsos.

O Conselho do BCE avalia numa base regular os riscos financeiros associados aos títulos detidos no âmbito de todos estes programas.

<sup>30</sup> Para mais pormenores sobre o programa alargado de compra de ativos, consultar o [sítio do BCE](#).

<sup>31</sup> Os valores de mercado são indicativos e calculados com base nas cotações de mercado. Nos casos em que estas não estão disponíveis, procede-se a uma estimação dos preços de mercado utilizando modelos internos do Eurosistema.

## 5 Créditos intra-Eurosistema

### 5.1 Créditos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema

Esta rubrica consiste nos créditos do BCE sobre os BCN da área do euro relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). A remuneração destes créditos é calculada diariamente à taxa de juro, em vigor, aplicada pelo Eurosistema nas operações principais de refinanciamento (ver a nota 22.2, “Juros da repartição das notas de euro no Eurosistema”).

## 6 Outros ativos

### 6.1 Ativos fixos tangíveis e intangíveis

Em 31 de dezembro de 2015, estes ativos eram constituídos pelas seguintes rubricas:

	2015 €	2014 €	Variação €
<b>Custo</b>			
Terrenos e edifícios	1 027 242 937	997 154 850	30 088 087
Instalações	219 897 386	212 838 181	7 059 205
Equipamento e programas informáticos	77 350 193	71 812 322	5 537 871
Equipamento, mobiliário e veículos motorizados	92 000 437	82 854 876	9 145 561
Imobilizações em curso	244 590	16 163 065	(15 918 475)
Outras imobilizações	9 453 181	8 241 408	1 211 773
<b>Custo total</b>	<b>1 426 188 724</b>	<b>1 389 064 702</b>	<b>37 124 022</b>
<b>Depreciações acumuladas</b>			
Terrenos e edifícios	(79 468 891)	(88 477 513)	9 008 622
Instalações	(15 827 521)	(72 342)	(15 755 179)
Equipamento e programas informáticos	(45 530 493)	(38 380 961)	(7 149 532)
Equipamento, mobiliário e veículos motorizados	(20 831 615)	(11 908 686)	(8 922 929)
Outras imobilizações	(883 374)	(628 541)	(254 833)
<b>Total de depreciações acumuladas</b>	<b>(162 541 894)</b>	<b>(139 468 043)</b>	<b>(23 073 851)</b>
<b>Valor de balanço líquido</b>	<b>1 263 646 830</b>	<b>1 249 596 659</b>	<b>14 050 171</b>

O novo edifício principal do BCE ficou disponível para utilização em novembro de 2014. Por conseguinte, em consonância com a política contabilística do BCE (ver “Tratamento dos ativos fixos tangíveis e intangíveis”, nas notas sobre as políticas contabilísticas), a depreciação do novo edifício começou em janeiro de 2015.

A redução das “Imobilizações em curso” deveu-se principalmente à conclusão de ativos relacionados com o novo edifício principal do BCE, os quais estavam ainda em desenvolvimento em 31 de dezembro de 2014 e às consequentes transferências, em 2015, dos custos relacionados para as rubricas de ativos fixos

relevantes. Essas transferências, assim como outras atividades relacionadas com o novo edifício, resultaram num aumento do custo da categoria “Terrenos e edifícios” em 2015.

A diminuição da depreciação acumulada dos terrenos e edifícios em 2015 decorreu do abatimento dos custos com obras relacionados com itens já não em utilização.

## 6.2 Outros ativos financeiros

Esta rubrica consiste no investimento dos fundos próprios do BCE<sup>32</sup> detidos como contrapartida direta do capital e das reservas da instituição, bem como em outros ativos financeiros, que incluem 3 211 ações do Banco de Pagamentos Internacionais (*Bank for International Settlements – BIS*), detidas pelo BCE ao custo de aquisição de €41.8 milhões.

As componentes desta rubrica são as seguintes:

	2015 €	2014 €	Variação €
Depósitos à ordem em euros	30 000	4 684 410	(4 654 410)
Títulos denominados em euros	19 192 975 459	19 091 635 302	101 340 157
Compras com acordo de revenda em euros	1 188 997 789	1 488 138 078	(299 140 289)
Outros ativos financeiros	41 914 335	41 902 068	12 267
<b>Total</b>	<b>20 423 917 583</b>	<b>20 626 359 858</b>	<b>(202 442 275)</b>

A liquidação, em 2015, das operações de reporte por liquidar em 31 de dezembro de 2014 (ver a nota 12.3, “Contas diversas e de regularização”) contribuiu para a diminuição global desta rubrica.

## 6.3 Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais

Esta rubrica é composta principalmente pelas variações resultantes da valorização dos *swaps* e das operações a prazo em moeda estrangeira por liquidar em 31 de dezembro de 2015 (ver a nota 19, “*Swaps* e operações a prazo em moeda estrangeira”). Essas variações resultam da conversão das referidas operações para euros, às taxas de câmbio prevalecentes à data do balanço, face aos valores em euros derivados da conversão das operações ao custo médio da respetiva moeda estrangeira nessa data (ver “Instrumentos extrapatrimoniais” e “Ouro e ativos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Os ganhos de valorização nos *swaps* de taxa de juro por liquidar são igualmente incluídos nesta rubrica (ver a nota 18, “*Swaps* de taxa de juro”).

<sup>32</sup> Os acordos de recompra realizados no contexto da gestão da carteira de fundos próprios são apresentados na rubrica do passivo “Contas diversas e de regularização” (ver a nota 12.3, “Contas diversas e de regularização”).

## 6.4 Acréscimos e diferimentos

Em 2015, esta rubrica do ativo compreendia juros especializados de títulos, incluindo juros corridos e não vencidos pagos aquando da aquisição, no montante de €1 186.6 milhões (€603.9 milhões, em 2014) (ver a nota 2.2, “Depósitos, investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros ativos externos/Créditos sobre residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira”, a nota 4, “Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros”, e a nota 6.2, “Outros ativos financeiros”).

Incluía também juros especializados dos saldos no TARGET2 em dezembro de 2015, no montante de €33.2 milhões (€25.5 milhões, em 2014), e juros especializados dos créditos do BCE relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema no último trimestre do ano (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas), no montante de €10.8 milhões (€10.0 milhões, em 2014).

Além disso, esta rubrica compreendia igualmente i) juros especializados decorrentes de projetos comuns do Eurosistema (ver a nota 28, “Outros proveitos e ganhos”); ii) juros especializados de outros ativos financeiros; e iii) pagamentos antecipados diversos.

## 6.5 Contas diversas e de regularização

Esta rubrica consistia sobretudo nos montantes decorrentes da distribuição intercalar dos proveitos do BCE (ver “Distribuição intercalar de proveitos”, nas notas sobre as políticas contabilísticas, e a nota 11.2, “Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema (líquidas)”).

Compreendia também saldos relacionados com *swaps* e operações a prazo em moeda estrangeira por liquidar em 31 de dezembro de 2015, decorrentes da conversão para euros de tais operações, ao custo médio da moeda em questão prevalecente à data do balanço, em comparação com os valores em euros, nos quais as operações foram inicialmente registadas (ver “Instrumentos extrapatrimoniais”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

## 7 Notas em circulação

Esta rubrica consiste na participação do BCE (8%) no total de notas de euro em circulação (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

## 8 Responsabilidades para com outros residentes na área do euro expressas em euros

### 8.1 Outras responsabilidades

Esta rubrica inclui depósitos de membros da Associação Bancária do Euro, que servem como colateral prestado ao BCE para permitir liquidações através do TARGET2.

## 9 Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros

Em 31 de dezembro de 2015, esta rubrica incluía um montante de €1.5 mil milhões (€0.9 mil milhões em 2014), referente a saldos de contas detidas junto do BCE por bancos centrais de países não pertencentes à área do euro, resultantes de operações processadas através do TARGET2 ou constituídas como contrapartida dessas operações. O aumento desses saldos em 2015 deveu-se a pagamentos de residentes na área do euro a não residentes na área do euro (ver a nota 11.2, “Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema (líquidas)”).

O remanescente da rubrica compreendia um montante de €0.8 mil milhões (€0, em 2014), decorrente do acordo cambial recíproco permanente com o Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos. Em conformidade com esse acordo, o Sistema de Reserva Federal fornece dólares dos Estados Unidos ao BCE através de operações de *swap*, com vista à disponibilização de financiamento de curto prazo nessa moeda a contrapartes do Eurosistema. O BCE, por seu lado, realiza operações de *swap back-to-back* com os BCN da área do euro, os quais utilizam os fundos resultantes em operações de cedência de liquidez em dólares dos Estados Unidos com contrapartes do Eurosistema sob a forma de operações reversíveis. As operações de *swap back-to-back* dão origem a saldos intra-Eurosistema entre o BCE e os BCN (ver a nota 11.2, “Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema (líquidas)”).

As operações de *swap* conduzidas com o Sistema de Reserva Federal e os BCN da área do euro resultam igualmente em ativos e responsabilidades a prazo, os quais são registados em contas extrapatrimoniais (ver a nota 19, “Swaps e operações a prazo em moeda estrangeira”).

## 10 Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em moeda estrangeira

### 10.1 Depósitos, saldos e outras responsabilidades

Em 31 de dezembro de 2014, esta rubrica consistia em responsabilidades decorrentes de acordos de recompra celebrados com não residentes na área do euro no âmbito da gestão das reservas em moeda estrangeira do BCE.

Em 31 de dezembro de 2015, não restavam por liquidar quaisquer responsabilidades relacionadas.

## 11 Responsabilidades intra-Eurosistema

### 11.1 Responsabilidades equivalentes à transferência de ativos de reserva

Representam as responsabilidades para com os BCN da área do euro resultantes da transferência de ativos de reserva para o BCE, quando esses BCN passaram a integrar o Eurosistema.

	Desde 1 de janeiro de 2015 €	Em 31 de dezembro de 2014 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1 435 910 943	1 435 910 943
Deutsche Bundesbank	10 429 623 058	10 429 623 058
Eesti Pank	111 729 611	111 729 611
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	672 637 756	672 637 756
Bank of Greece	1 178 260 606	1 178 260 606
Banco de España	5 123 393 758	5 123 393 758
Banque de France	8 216 994 286	8 216 994 286
Banca d'Italia	7 134 236 999	7 134 236 999
Central Bank of Cyprus	87 679 928	87 679 928
Latvijas Banka	163 479 892	163 479 892
Lietuvos bankas	239 453 710	–
Banque centrale du Luxembourg	117 640 617	117 640 617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37 552 276	37 552 276
De Nederlandsche Bank	2 320 070 006	2 320 070 006
Oesterreichische Nationalbank	1 137 636 925	1 137 636 925
Banco de Portugal	1 010 318 483	1 010 318 483
Banka Slovenije	200 220 853	200 220 853
Národná banka Slovenska	447 671 807	447 671 807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728 096 904	728 096 904
<b>Total</b>	<b>40 792 608 418</b>	<b>40 553 154 708</b>

O crédito do Lietuvos bankas foi fixado em €239 453 710, de forma a assegurar que o rácio entre este crédito e os créditos agregados dos outros BCN dos Estados-Membros cuja moeda é o euro corresponda ao rácio entre a ponderação do Lietuvos bankas na tabela de repartição para subscrição do capital do BCE e a ponderação agregada dos outros BCN da área do euro na mesma tabela. A diferença entre este crédito e o valor dos ativos transferidos (ver a nota 1, “Ouro e ouro a receber”, e a nota 2.2, “Depósitos, investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros ativos externos/Créditos sobre residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira”) foi considerada como parte da contribuição do Lietuvos bankas, devida nos termos do artigo 48.º-2 dos Estatutos do SEBC, para as reservas e provisões equivalentes às reservas do BCE em 31 de dezembro de 2014 (ver a nota 13, “Provisões”, e a nota 14, “Contas de reavaliação”).

A remuneração destas responsabilidades é calculada diariamente à taxa de juro, em vigor, aplicada pelo Eurosistema nas operações principais de refinanciamento, ajustada de forma a refletir uma remuneração zero da componente ouro (ver a nota 22.3, “Remuneração dos créditos dos BCN relacionados com os ativos de reserva transferidos”).

## 11.2 Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema (líquidas)

Em 2015, esta rubrica consistia principalmente nos saldos no TARGET2 dos BCN da área do euro face ao BCE (ver “Posições intra-SEBC/Posições intra-Eurosistema”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). O aumento líquido desta posição resultou sobretudo de aquisições de títulos no âmbito do programa alargado de compra de ativos (ver a nota 4, “Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros”), as quais foram liquidadas através de contas no TARGET2. O impacto das aquisições foi parcialmente compensado i) por reembolsos de títulos adquiridos ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e dos dois primeiros programas de compra de obrigações com ativos subjacentes, os quais foram igualmente liquidados através de contas no TARGET2; ii) pelo aumento dos montantes relacionados com operações de *swap back-to-back*, conduzidas com os BCN no âmbito de operações de cedência de liquidez em dólares dos Estados Unidos; e iii) pela liquidação, através do TARGET2, de pagamentos de residentes na área do euro a não residentes na área do euro (ver a nota 9, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros”).

A remuneração das posições no TARGET2, à exceção dos saldos decorrentes das operações de *swap back-to-back* no contexto de operações de cedência de liquidez em dólares dos Estados Unidos, é calculada diariamente à taxa de juro, em vigor, aplicada pelo Eurosistema nas operações principais de refinanciamento.

Esta rubrica incluía também o montante devido aos BCN da área do euro referente à distribuição intercalar dos proveitos do BCE (ver “Distribuição intercalar de proveitos”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

	2015 €	2014 €
Responsabilidades para com BCN da área do euro relacionadas com o TARGET2	812 734 808 529	612 892 597 646
Créditos sobre BCN da área do euro relacionados com o TARGET2	(730 463 422 714)	(590 153 944 468)
Responsabilidades para com BCN da área do euro relacionadas com a distribuição intercalar dos proveitos do BCE	812 134 494	840 719 787
<b>Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema (líquidas)</b>	<b>83 083 520 309</b>	<b>23 579 372 965</b>

## 12 Outras responsabilidades

### 12.1 Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais

Esta rubrica é composta principalmente pelas variações resultantes da valorização dos *swaps* e das operações a prazo em moeda estrangeira por liquidar em 31 de dezembro de 2015 (ver a nota 19, “*Swaps* e operações a prazo em moeda estrangeira”). Essas variações resultam da conversão das referidas operações para euros, às taxas de câmbio prevaletentes à data do balanço, face aos valores em euros derivados da conversão das operações ao custo médio da respetiva moeda estrangeira nessa data (ver “Instrumentos extrapatrimoniais” e “Ouro e ativos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Esta rubrica inclui também perdas de valorização em *swaps* de taxa de juro por liquidar (ver a nota 18, “*Swaps* de taxa de juro”).

### 12.2 Acréscimos e diferimentos

Em 31 de dezembro de 2015, esta rubrica incluía juros especializados, devidos aos BCN e relativos ao conjunto de 2015, decorrentes da remuneração dos ativos de reserva transferidos para o BCE (ver a nota 11.1, “Responsabilidades equivalentes à transferência de ativos de reserva”) e juros especializados resultantes dos saldos dos BCN no TARGET2 no último mês de 2015. Estes montantes foram liquidados em janeiro de 2016.

Esta rubrica compreendia igualmente i) diferimentos relacionados com o Mecanismo Único de Supervisão (ver a nota 26, “Receitas e despesas relacionadas com as funções de supervisão”); ii) acréscimos administrativos; e iii) acréscimos de custos relativos a instrumentos financeiros.

	2015 €	2014 €	Variação €
Ativos de reserva transferidos para o BCE	17 576 514	57 015 146	(39 438 632)
TARGET2	36 393 921	26 309 091	10 084 830
Outros acréscimos e diferimentos	41 573 554	12 867 414	28 706 140
<b>Total</b>	<b>95 543 989</b>	<b>96 191 651</b>	<b>(647 662)</b>

### 12.3 Contas diversas e de regularização

Em 2015, esta rubrica incluía saldos relacionados com *swaps* e operações a prazo em moeda estrangeira por liquidar em 31 de dezembro de 2015 (ver a nota 19, “*Swaps* e operações a prazo em moeda estrangeira”). Esses saldos resultaram da conversão para euros de tais operações, ao custo médio da moeda em questão prevalecente à data do balanço, em comparação com os valores em euros nos quais as operações foram inicialmente registadas (ver “Instrumentos extrapatrimoniais”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Em 31 de dezembro de 2014, esta rubrica incluía operações de reporte por liquidar, no montante de €150.1 milhões, conduzidas no âmbito da gestão dos fundos próprios do BCE. Em 31 de dezembro de 2015, não restavam por liquidar quaisquer operações relacionadas.

#### *Planos de pensões do BCE, outros benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo*<sup>33</sup>

Esta rubrica incluía ainda a responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos referentes aos benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo dos membros do pessoal e da Comissão Executiva, bem como dos membros do Conselho de Supervisão com contratos com o BCE, no montante de €385.5 milhões (€459.7 milhões, em 2014).

<sup>33</sup> Em todos os quadros relativos a esta nota, a coluna “Comissão Executiva e Conselho de Supervisão” diz respeito, como o nome indica, aos montantes referentes à Comissão Executiva e ao Conselho de Supervisão.

## Balanço

Os montantes reconhecidos no balanço relativos aos benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo foram os seguintes:

	2015 Membros do pessoal (em milhões de euros)	2015 Comissão Executiva e Conselho de Supervisão (em milhões de euros)	2015 Total (em milhões de euros)	2014 Membros do pessoal (em milhões de euros)	2014 Comissão Executiva e Conselho de Supervisão (em milhões de euros)	2014 Total (em milhões de euros)
Valor atual da responsabilidade	1 116.7	24.1	1 140.8	1 087.1	24.5	1 111.6
Justo valor dos ativos do fundo	(755.3)	–	(755.3)	(651.9)	–	(651.9)
<b>Responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos reconhecida no balanço</b>	<b>361.4</b>	<b>24.1</b>	<b>385.5</b>	<b>435.2</b>	<b>24.5</b>	<b>459.7</b>

Em 2015, o valor atual da responsabilidade relativa aos benefícios definidos referentes aos membros do pessoal, no montante de €1 116.7 milhões (€1 087.1 milhões, em 2014), incluía benefícios não fundeados no montante de €155.9 milhões (€170.3 milhões, em 2014), relacionados com os benefícios pós-emprego, excluindo pensões, e com outros benefícios de longo prazo. Existem obrigações, não fundeadas, relativas a benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo dos membros da Comissão Executiva e do Conselho de Supervisão.

## Conta de resultados

Os montantes reconhecidos na conta de resultados em 2015 foram os seguintes:

	2015 Membros do pessoal (em milhões de euros)	2015 Comissão Executiva e Conselho de Supervisão (em milhões de euros)	2015 Total (em milhões de euros)	2014 Membros do pessoal (em milhões de euros)	2014 Comissão Executiva e Conselho de Supervisão (em milhões de euros)	2014 Total (em milhões de euros)
Custo do serviço corrente	120.0	1.9	121.9	41.7	1.2	42.9
Juros líquidos sobre a responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos	9.5	0.5	10.0	4.5	0.7	5.2
<i>Dos quais:</i>						
<i>Custo dos juros</i>	22.9	0.5	23.4	25.1	0.7	25.8
<i>Rendimento esperado dos ativos do fundo</i>	(13.4)	–	(13.4)	(20.6)	–	(20.6)
(Ganhos)/Perdas atuariais relativas a outros benefícios de longo prazo	2.6	(0.1)	2.5	7.8	0.3	8.1
<b>Total incluído em “Custos com pessoal”</b>	<b>132.1</b>	<b>2.3</b>	<b>134.4</b>	<b>54.0</b>	<b>2.2</b>	<b>56.2</b>

Em 2015, o custo do serviço corrente aumentou para €121.9 milhões (€42.9 milhões, em 2014), devido i) à redução da taxa de desconto de 3.75% em 2013 para 2% em 2014<sup>34</sup>; e ii) ao número médio mais elevado de participantes no plano de pensões dos membros do pessoal em 2015.

<sup>34</sup> O custo do serviço corrente é estimado utilizando a taxa de desconto do exercício precedente.

## Variações da responsabilidade relativa aos benefícios definidos, dos ativos do fundo e dos desvios atuariais

As variações no valor atual da responsabilidade relativa aos benefícios definidos foram as seguintes:

	2015 Membros do pessoal  (em milhões de euros)	2015 Comissão Executiva e Conselho de Supervisão  (em milhões de euros)	2015 Total  (em milhões de euros)	2014 Membros do pessoal  (em milhões de euros)	2014 Comissão Executiva e Conselho de Supervisão  (em milhões de euros)	2014 Total  (em milhões de euros)
Responsabilidade inicial relativa aos benefícios definidos	1 087.1	24.5	1 111.6	650.6	17.8	668.4
Custo do serviço corrente	120.0	1.9	121.9	41.7	1.2	42.9
Custo dos juros da responsabilidade	22.9	0.5	23.4	25.1	0.7	25.8
Contribuições pagas pelos participantes nos planos	21.7	0.2	21.9	14.0	0.1	14.1
Benefícios pagos	(7.5)	(0.8)	(8.3)	(7.1)	(0.8)	(7.9)
(Ganhos)/Perdas atuariais	(127.5)	(2.2)	(129.7)	362.8	5.5	368.3
<b>Responsabilidade final relativa aos benefícios definidos</b>	<b>1 116.7</b>	<b>24.1</b>	<b>1 140.8</b>	<b>1 087.1</b>	<b>24.5</b>	<b>1 111.6</b>

O total de ganhos atuariais em 2015, no montante de €129.7 milhões, na responsabilidade relativa aos benefícios definidos deve-se principalmente à subida da taxa de desconto de 2.0% em 2014 para 2.5% em 2015. Tal compara com perdas atuariais no montante de €368.3 milhões em 2014, decorrentes sobretudo da descida da taxa de desconto de 3.75% em 2013 para 2.0% em 2014.

Em 2015, as variações no justo valor dos ativos do fundo no pilar de benefícios definidos referentes aos membros do pessoal foram as seguintes:

	2015 (em milhões de euros)	2014 (em milhões de euros)
Justo valor inicial dos ativos do fundo	651.9	536.5
Rendimento esperado dos ativos do fundo	13.4	20.6
Desvios no rendimento esperado dos ativos do fundo	26.8	49.7
Contribuições pagas pelo empregador	46.9	36.4
Contribuições pagas pelos participantes no plano	21.7	14.0
Benefícios pagos	(5.4)	(5.3)
<b>Justo valor final dos ativos do fundo</b>	<b>755.3</b>	<b>651.9</b>

Os ganhos face aos rendimentos esperados dos ativos do fundo em 2015 e 2014 refletiram o facto de os rendimentos efetivamente verificados das unidades do fundo terem sido mais elevados do que os rendimentos estimados inicialmente.

O aumento das contribuições tanto do BCE como dos participantes no plano de pensões dos membros do pessoal em 2015 deveu-se principalmente ao aumento do número de participantes nesse ano (ver a nota 29, “Custos com pessoal”).

Em 2015, as variações nos ganhos e perdas atuariais (ver a nota 14, “Contas de reavaliação”) foram as seguintes:

	2015 (em milhões de euros)	2014 (em milhões de euros)
Ganhos/(Perdas) atuariais iniciais	(305.6)	4.8
Contribuições dos BCN que passaram a integrar o Eurosistema <sup>35</sup>	(1.8)	0.0
Ganhos em ativos do fundo	26.8	49.7
Ganhos/(Perdas) na responsabilidade	129.7	(368.3)
Perdas/(Ganhos) reconhecidos na conta de resultados	2.5	8.1
<b>Perdas atuariais finais incluídas na rubrica “Contas de reavaliação”<sup>36</sup></b>	<b>(148.4)</b>	<b>(305.6)</b>

## Principais pressupostos

Na preparação das valorizações referidas na presente nota, os atuários utilizaram pressupostos aceites pela Comissão Executiva para fins contabilísticos e de divulgação de informação. Os principais pressupostos utilizados para efeitos de cálculo da responsabilidade relativa aos benefícios definidos são apresentados a seguir.

	2015 %	2014 %
Taxa de desconto	2.50	2.00
Rendimento esperado dos ativos do fundo <sup>37</sup>	3.50	3.00
Aumentos futuros dos salários <sup>38</sup>	2.00	2.00
Aumentos futuros das pensões de reforma <sup>39</sup>	1.40	1.40

Além disso, em 2015, as contribuições voluntárias dos membros do pessoal no pilar de contribuições definidas, cifraram-se em €123.3 milhões (€110.6 milhões, em 2014). Estas contribuições são investidas nos ativos do fundo, mas originam também uma responsabilidade correspondente de valor igual.

<sup>35</sup> Com a adoção da moeda única pela Lituânia, o Lietuvos bankas contribuiu para os saldos de todas as contas de reavaliação do BCE. Os saldos de perdas de reavaliação incluídos nas contas de reavaliação em 31 de dezembro de 2014 resultaram numa redução das contribuições do Lietuvos bankas.

<sup>36</sup> Os totais podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

<sup>37</sup> Estes pressupostos foram utilizados para o cálculo da parte da responsabilidade do BCE relativa aos benefícios definidos que é financiada por ativos com uma garantia de capital subjacente.

<sup>38</sup> Além disso, são tomados em consideração aumentos prospetivos dos salários individuais até 1.8% por ano, dependendo da idade dos participantes no plano.

<sup>39</sup> Em conformidade com as regras dos planos de pensões do BCE, as pensões serão aumentadas anualmente. Se a correção salarial geral relativa ao pessoal do BCE for inferior à inflação dos preços, os aumentos de pensões serão em conformidade com a correção salarial geral. Se for superior à inflação dos preços, a correção salarial geral será aplicada para determinar o aumento das pensões, desde que a situação financeira dos planos de pensões do BCE permita tal aumento.

## 13 Provisões

Esta rubrica consiste sobretudo numa provisão para fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro.

A provisão para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro será utilizada, na medida considerada necessária pelo Conselho do BCE, para cobertura de perdas realizadas e não realizadas futuras, em particular perdas de valorização não cobertas pelas contas de reavaliação. A dotação e a necessidade de manutenção desta provisão são analisadas anualmente, com base na avaliação do BCE quanto à sua exposição a estes riscos e tendo em conta uma série de fatores. A dotação da provisão, em conjunto com quaisquer montantes detidos no fundo de reserva geral, não pode exceder o valor das participações no capital do BCE realizadas pelos BCN da área do euro.

Com a adoção da moeda única pela Lituânia, o Lietuvos bankas contribuiu com um montante de €44 728 929 para a provisão para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro, com efeitos a partir de 1 de janeiro de 2015<sup>40</sup>, aumentando a sua dotação para €7 619 884 851. Após o aumento do capital realizado do BCE em 2015 (ver a nota 15, “Capital e reservas”), este montante equivale ao total das participações dos BCN da área do euro no capital subscrito do BCE, em 31 de dezembro de 2015.

## 14 Contas de reavaliação

Esta rubrica consiste sobretudo nas diferenças de reavaliação decorrentes de ganhos não realizados em ativos, passivos e instrumentos extrapatrimoniais (ver “Reconhecimento de resultados”, “Ouro e ativos e passivos em moeda estrangeira”, “Títulos” e “Instrumentos extrapatrimoniais”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). Inclui igualmente as reavaliações da responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos referentes aos benefícios pós-emprego (ver “Planos de pensões do BCE, outros benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo”, nas notas sobre as políticas contabilísticas, e a nota 12.3, “Contas diversas e de regularização”).

---

<sup>40</sup> Esta contribuição foi paga em conformidade com o disposto no artigo 48.º-2 dos Estatutos do SEBC.

Com a adoção da moeda única pela Lituânia, o Lietuvos bankas contribuiu com um montante de €117.7 milhões para estes saldos, com efeitos a partir de 1 de janeiro de 2015.

	2015 €	2014 €	Variação €
Ouro	11 900 595 095	12 065 394 836	(164 799 741)
Moeda estrangeira	12 272 562 352	7 046 435 041	5 226 127 311
Títulos e outros instrumentos	808 078 836	1 131 424 399	(323 345 563)
Responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos referentes aos benefícios pós-emprego	(148 413 109)	(305 609 580)	157 196 471
<b>Total</b>	<b>24 832 823 174</b>	<b>19 937 644 696</b>	<b>4 895 178 478</b>

O aumento da dimensão das contas de reavaliação deve-se principalmente à depreciação do euro face ao dólar dos Estados Unidos e ao iene japonês em 2015.

As taxas de câmbio utilizadas na reavaliação de fim de exercício foram as seguintes:

Taxas de câmbio	2015	2014
Dólares dos Estados Unidos por euros	1.0887	1.2141
Ienes japoneses por euros	131.07	145.23
Euros por DSE	1.2728	1.1924
Euros por onça de ouro fino	973.225	987.769

## 15 Capital e reservas

### 15.1 Capital

A Lituânia adotou a moeda única em 1 de janeiro de 2015. Em consonância com o artigo 48.º-1 dos Estatutos do SEBC, o Lietuvos bankas realizou, em 1 de janeiro de 2015<sup>41</sup>, um montante de €43 051 594, que representa o remanescente da respetiva subscrição de capital do BCE. Como consequência, o capital realizado do BCE aumentou de €7 697 025 340, em 31 de dezembro de 2014, para €7 740 076 935, em 1 de janeiro de 2015, como apresentado no quadro a seguir<sup>42</sup>.

<sup>41</sup> Decisão (UE) 2015/287 do BCE, de 31 de dezembro de 2014, relativa à realização do capital, à transferência de ativos de reserva e à contribuição para as reservas e provisões do Banco Central Europeu pelo Lietuvos bankas (BCE/2014/61) JO L 50 de 21.2.2015, p. 44.

<sup>42</sup> Os montantes individuais foram arredondados para o euro mais próximo. Consequentemente, os totais e subtotais apresentados no quadro podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

	Tabela de repartição para subscrição do capital desde 1 de janeiro de 2015 %	Capital realizado desde 1 de janeiro de 2015 €	Tabela de repartição para subscrição do capital em 31 de dezembro de 2014 %	Capital realizado em 31 de dezembro de 2014 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2.4778	268 222 025	2.4778	268 222 025
Deutsche Bundesbank	17.9973	1 948 208 997	17.9973	1 948 208 997
Eesti Pank	0.1928	20 870 614	0.1928	20 870 614
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	1.1607	125 645 857	1.1607	125 645 857
Bank of Greece	2.0332	220 094 044	2.0332	220 094 044
Banco de España	8.8409	957 028 050	8.8409	957 028 050
Banque de France	14.1792	1 534 899 402	14.1792	1 534 899 402
Banca d'Italia	12.3108	1 332 644 970	12.3108	1 332 644 970
Central Bank of Cyprus	0.1513	16 378 236	0.1513	16 378 236
Latvijas Banka	0.2821	30 537 345	0.2821	30 537 345
Lietuvos bankas	0.4132	44 728 929	–	–
Banque centrale du Luxembourg	0.2030	21 974 764	0.2030	21 974 764
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0.0648	7 014 605	0.0648	7 014 605
De Nederlandsche Bank	4.0035	433 379 158	4.0035	433 379 158
Oesterreichische Nationalbank	1.9631	212 505 714	1.9631	212 505 714
Banco de Portugal	1.7434	188 723 173	1.7434	188 723 173
Banka Slovenije	0.3455	37 400 399	0.3455	37 400 399
Národná banka Slovenska	0.7725	83 623 180	0.7725	83 623 180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1.2564	136 005 389	1.2564	136 005 389
<b>Subtotal para os BCN pertencentes à área do euro</b>	<b>70.3915</b>	<b>7 619 884 851</b>	<b>69.9783</b>	<b>7 575 155 922</b>
Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária)	0.8590	3 487 005	0.8590	3 487 005
Česká národní banka	1.6075	6 525 450	1.6075	6 525 450
Danmarks Nationalbank	1.4873	6 037 512	1.4873	6 037 512
Hrvatska narodna banka	0.6023	2 444 963	0.6023	2 444 963
Lietuvos bankas	–	–	0.4132	1 677 335
Magyar Nemzeti Bank	1.3798	5 601 129	1.3798	5 601 129
Narodowy Bank Polski	5.1230	20 796 192	5.1230	20 796 192
Banca Națională a României	2.6024	10 564 124	2.6024	10 564 124
Sveriges riksbank	2.2729	9 226 559	2.2729	9 226 559
Bank of England	13.6743	55 509 148	13.6743	55 509 148
<b>Subtotal para os BCN não pertencentes à área do euro</b>	<b>29.6085</b>	<b>120 192 083</b>	<b>30.0217</b>	<b>121 869 418</b>
<b>Total</b>	<b>100.0000</b>	<b>7 740 076 935</b>	<b>100.0000</b>	<b>7 697 025 340</b>

Aos BCN não pertencentes à área do euro é exigida a realização de 3.75% das respetivas participações no capital do BCE como contribuição para os custos operacionais do BCE. No final de 2015, esta contribuição ascendia a um total de €120 192 083. Os BCN de países não pertencentes à área do euro não têm direito a qualquer participação nos lucros distribuíveis do BCE, incluindo os proveitos monetários decorrentes da repartição das notas de euro no Eurosistema, nem são obrigados a financiar quaisquer perdas incorridas pelo BCE.

## Instrumentos extrapatrimoniais

### 16 Programa automático de cedência de títulos

No contexto da gestão dos seus fundos próprios, o BCE dispõe de um programa automático de cedência de títulos, através do qual um agente nomeado para o efeito efetua operações de cedência de títulos em nome do BCE com diversas contrapartes elegíveis.

Além disso, em conformidade com as decisões tomadas pelo Conselho do BCE, o BCE disponibilizou para empréstimo títulos adquiridos ao abrigo do primeiro, segundo e terceiro programas de compra de obrigações com ativos subjacentes e do programa de compra de ativos do setor público, bem como títulos adquiridos no âmbito do programa dos mercados de títulos de dívida que são também elegíveis para aquisição no contexto do programa de compra de ativos do setor público.

Em resultado das modalidades de empréstimo de títulos detidos pelo BCE, encontravam-se por liquidar, em 31 de dezembro de 2015, operações reversíveis no montante de €4.5 mil milhões (€4.8 mil milhões, em 2014). Deste montante, €0.3 mil milhões (€0, em 2014) diziam respeito a empréstimos de títulos detidos para fins de política monetária.

### 17 Futuros de taxas de juro

Em 31 de dezembro de 2015, estavam em curso as seguintes operações em moeda estrangeira, apresentadas às taxas de mercado de final de ano:

Futuros de taxa de juro em moeda estrangeira	2015 Valor contratual €	2014 Valor contratual €	Variação €
Aquisições	694 406 172	911 374 681	(216 968 509)
Vendas	690 554 100	1 001 647 311	(311 093 211)

Estas operações foram conduzidas no contexto da gestão dos ativos de reserva do BCE.

### 18 Swaps de taxa de juro

Em 31 de dezembro de 2015, estavam em curso operações de *swap* de taxa de juro com um valor contratual de €274.5 milhões (€270.8 milhões, em 2014), às taxas de mercado de final de ano. Estas operações foram conduzidas no âmbito da gestão dos ativos de reserva do BCE.

## 19 Swaps e operações a prazo em moeda estrangeira

### Gestão dos ativos de reserva

Em 2015, como parte da gestão dos ativos de reserva do BCE, foram conduzidos *swaps* e operações a prazo em moeda estrangeira. Os saldos dos créditos e responsabilidades destas operações em 31 de dezembro de 2015 e com data de liquidação em 2016 são a seguir apresentados às taxas de mercado no final do exercício.

Swaps e operações a prazo em moeda estrangeira	2015 €	2014 €	Variação €
Créditos	2 467 131 004	1 899 819 430	567 311 574
Responsabilidades	2 484 517 472	1 777 894 537	706 622 935

### Operações de cedência de liquidez

Em 31 de dezembro de 2015, encontravam-se por liquidar ativos e passivos denominados em dólares dos Estados Unidos com data de liquidação em 2016, decorrentes de operações de cedência de liquidez em dólares dos Estados Unidos a contrapartes do Eurosistema (ver a nota 9, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros”).

## 20 Gestão de operações de empréstimo ativas e passivas

Em 2015, o BCE continuou a ser responsável pela administração das operações ativas e passivas da UE ao abrigo do mecanismo de assistência financeira a médio prazo, do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira, do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira e do Mecanismo Europeu de Estabilidade, bem como pelo contrato de empréstimo à Grécia. Em 2015, o BCE processou pagamentos relacionados com estas operações, assim como pagamentos sob a forma de contribuições de membros para o capital autorizado do Mecanismo Europeu de Estabilidade.

## 21 Responsabilidades contingentes de processos judiciais pendentes

Vários depositantes, acionistas e obrigacionistas de instituições de crédito cipriotas instauraram três processos judiciais contra o BCE e outras instituições da UE, alegando terem sofrido perdas financeiras, em resultado de atos que consideraram estar na origem da reestruturação das instituições de crédito em causa, no contexto do programa de assistência financeira a Chipre. Em 2014, o Tribunal Geral da UE considerou improcedentes na totalidade doze casos idênticos, tendo sido interpostos recursos face a oito desses veredictos. O envolvimento do BCE no processo conducente à conclusão do programa de assistência financeira

restringiu-se à prestação de consultoria técnica, em conformidade com o Tratado que cria o Mecanismo Europeu de Estabilidade, em colaboração com a Comissão Europeia, e à emissão de um parecer não vinculativo sobre a proposta de lei cipriota relativa à resolução bancária. Considera-se, portanto, que o BCE não incorrerá em perdas em resultado desses processos.

## Notas à conta de resultados

### 22 Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados

#### 22.1 Juros e outros proveitos equiparados de ativos de reserva

Esta rubrica inclui proveitos de juros, líquidos de custos de juros, relacionados com os ativos de reserva líquidos do BCE, como apresentado a seguir.

	2015 €	2014 €	Variação €
Juros e proveitos equiparados de depósitos à ordem	552 459	548 634	3 825
Juros e proveitos equiparados de aplicações no mercado monetário	6 306 443	4 234 448	2 071 995
Juros e proveitos equiparados de acordos de recompra	38 311	208 426	(170 115)
Juros e proveitos equiparados de compras com acordo de revenda	2 920 201	867 860	2 052 341
Juros e proveitos equiparados de títulos	261 121 900	206 165 493	54 956 407
Juros e proveitos/(custos) equiparados de swaps de taxa de juro	(861 355)	407 588	(1 268 943)
Juros e proveitos equiparados de swaps e operações a prazo em moeda estrangeira	13 127 982	4 570 710	8 557 272
<b>Juros e outros proveitos equiparados de ativos de reserva (líquidos)</b>	<b>283 205 941</b>	<b>217 003 159</b>	<b>66 202 782</b>

O aumento global do resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados em 2015 deveu-se principalmente tanto ao aumento dos juros e outros proveitos equiparados gerados pela carteira de ativos denominados em dólares dos Estados Unidos como à apreciação do dólar dos Estados Unidos face ao euro.

#### 22.2 Juros da repartição das notas de euro no Eurosistema

Esta rubrica consiste nos proveitos do BCE decorrentes da sua participação de 8% no total de notas de euro emitidas (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas, e a nota 5.1, “Créditos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema”). Não obstante o aumento de 8.1% do valor médio das notas em circulação, verificou-se uma diminuição dos proveitos em 2015, em virtude de a taxa média das operações principais de refinanciamento ter sido mais baixa do que em 2014 (situando-se em 0.05% em 2015, face a 0.16% em 2014).

#### 22.3 Remuneração dos créditos dos BCN relacionados com os ativos de reserva transferidos

A remuneração paga aos BCN da área do euro pelos seus créditos sobre o BCE relacionados com ativos de reserva transferidos nos termos do artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC (ver a nota 11.1, “Responsabilidades equivalentes à transferência de ativos de reserva”) é apresentada nesta rubrica. A diminuição desta

remuneração em 2015 refletiu o facto de a taxa média das operações principais de refinanciamento do Eurosistema ter sido mais baixa do que em 2014.

## 22.4 Outros juros e proveitos equiparados/Outros juros e custos equiparados

Em 2015, estas rubricas incluíram proveitos de juros líquidos, no montante de €608.7 milhões (€727.7 milhões, em 2014), resultantes de títulos adquiridos pelo BCE ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida, tendo os proveitos de juros líquidos dos restantes títulos adquiridos para fins de política monetária ascendido a €280.9 milhões (€174.9 milhões, em 2014).

Incluíram igualmente juros e outros proveitos equiparados no montante de €0.4 mil milhões (€1.1 mil milhões, em 2014) e juros e outros custos equiparados no montante de €0.4 mil milhões (€1.1 mil milhões, em 2014), decorrentes de saldos relacionados com o TARGET2 (ver a nota 11.2, “Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema (líquidas)”, e a nota 9, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros”). Os resultados referentes a outros ativos e passivos denominados em euros são igualmente apresentados nestas rubricas.

## 23 Resultados realizados em operações financeiras

Os ganhos realizados líquidos resultantes de operações financeiras em 2015 foram os seguintes:

	2015 €	2014 €	Variação €
Ganhos realizados líquidos de preço	175 959 137	47 223 558	128 735 579
Ganhos realizados líquidos cambiais e do preço do ouro	38 474 593	10 036 857	28 437 736
<b>Ganhos realizados líquidos em operações financeiras</b>	<b>214 433 730</b>	<b>57 260 415</b>	<b>157 173 315</b>

Os ganhos realizados líquidos incluíram ganhos e perdas realizados decorrentes de títulos, futuros de taxa de juro e *swaps* de taxa de juro. O aumento global dos ganhos realizados líquidos em 2015 deveu-se sobretudo a ganhos realizados mais elevados na carteira de títulos denominados em dólares dos Estados Unidos.

## 24 Prejuízos não realizados em operações financeiras

Os prejuízos não realizados em operações financeiras em 2015 foram os seguintes:

	2015 €	2014 €	Variação €
Perdas não realizadas decorrentes do preço de títulos	(63 827 424)	(7 664 489)	(56 162 935)
Perdas não realizadas decorrentes do valor de swaps de taxa de juro	(223 892)	(198 804)	(25 088)
Perdas cambiais não realizadas	(1 901)	–	(1 901)
<b>Total de prejuízos não realizados</b>	<b>(64 053 217)</b>	<b>(7 863 293)</b>	<b>(56 189 924)</b>

O aumento dos prejuízos não realizados em comparação com 2014 resultou principalmente da diminuição global dos valores de mercado dos títulos detidos na carteira de ativos denominados em dólares dos Estados Unidos.

## 25 Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários

	2015 €	2014 €	Variação €
Comissões recebidas e outros proveitos bancários	277 324 169	30 024 834	247 299 335
Comissões pagas e outros custos bancários	(8 991 908)	(1 866 180)	(7 125 728)
<b>Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários</b>	<b>268 332 261</b>	<b>28 158 654</b>	<b>240 173 607</b>

Em 2015, os proveitos registados nesta rubrica consistiram sobretudo em proveitos especializados decorrentes das taxas de supervisão (ver a nota 26, “Receitas e despesas relacionadas com as funções de supervisão”) e incluíram também as sanções impostas às instituições de crédito pelo não cumprimento dos requisitos de reservas mínimas. Os custos consistiram maioritariamente em comissões a pagar aos gestores de ativos externos que realizam operações de compra de instrumentos de dívida titularizados elegíveis sob as instruções explícitas, e por conta, do Eurosistema. Incluíram ainda comissões a pagar sobre depósitos à ordem e operações de futuros de taxa de juro (ver a nota 17, “Futuros de taxa de juro”).

## 26 Receitas e despesas relacionadas com as funções de supervisão

As despesas do BCE relativas às suas funções de supervisão são recuperadas por meio de taxas de supervisão anuais cobradas às entidades supervisionadas. Estas despesas compreendem sobretudo os custos diretamente relacionados com as funções de supervisão do BCE, tais como a supervisão direta das entidades significativas, o controlo geral da supervisão das entidades menos significativas e a prestação de serviços horizontais e especializados. Incluem também custos relacionados, de forma indireta, com as funções de supervisão do BCE, designadamente os serviços prestados pelas áreas de apoio do BCE, incluindo instalações, gestão de recursos humanos e tecnologias de informação.

As receitas do BCE relacionadas com as funções de supervisão em 2015 foram as seguintes:

	2015 €	2014 <sup>43</sup> €
Taxas de supervisão	277 086 997	29 973 012
<i>Das quais:</i>		
<i>Taxas cobradas a entidades significativas ou grupos significativos</i>	245 620 964	25 622 812
<i>Taxas cobradas a entidades menos significativas ou grupos menos significativos</i>	31 466 033	4 350 200
<b>Total de receitas relacionadas com as funções de supervisão bancária</b>	<b>277 086 997</b>	<b>29 973 012</b>

As receitas decorrentes das taxas de supervisão são incluídas na rubrica “Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários” (ver a nota 25, “Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários”).

Com base na estimativa das despesas anuais, o BCE anunciou, em abril de 2015, que as taxas de supervisão anuais relativas a 2015 ascenderiam a €296.0 milhões<sup>44</sup>. O excedente de €18.9 milhões, face à despesa real de €277.1 milhões, é registado na rubrica “Acréscimos e diferimentos” (ver a nota 12.2, “Acréscimos e diferimentos”) e reduzirá as taxas de supervisão a cobrar em 2016.

No final de 2015, havia ainda a receber pequenos montantes relacionados com as taxas de supervisão, bem como juros cobrados às entidades supervisionadas por pagamentos atrasados. O BCE tomará todas as medidas necessárias para proceder à cobrança dos valores em dívida às entidades supervisionadas.

Além disso, o BCE tem o direito de aplicar multas ou sanções pecuniárias temporárias por incumprimento das obrigações estabelecidas nos regulamentos e decisões do mesmo. Em 2015, não foram aplicadas multas ou sanções desta natureza.

<sup>43</sup> Relativamente a 2014, o BCE recuperou, através das taxas de supervisão, os custos relacionados com a supervisão bancária referentes ao período iniciado em novembro de 2014, a data em que o BCE assumiu as suas funções de supervisão.

<sup>44</sup> Este valor foi faturado em 2015, juntamente com os custos, no montante de €30.0 milhões, incorridos nos dois últimos meses de 2014, com um prazo de pagamento de 20 de novembro de 2015.

As despesas relacionadas com as funções de supervisão incorridas pelo BCE em 2015 foram as seguintes:

	2015 €	2014 <sup>45</sup> €
Remuneração e benefícios	141 262 893	18 456 945
Rendas e manutenção de edifícios	25 513 220	2 199 243
Outras despesas operacionais	110 310 884	9 316 824
<b>Total de despesas relacionadas com as funções de supervisão bancária</b>	<b>277 086 997</b>	<b>29 973 012</b>

## 27 Rendimento de ações e participações

Os dividendos recebidos relativos às ações do Banco de Pagamentos Internacionais detidas pelo BCE (ver a nota 6.2, “Outros ativos financeiros”) são apresentados nesta rubrica.

## 28 Outros proveitos e ganhos

Os outros proveitos diversos em 2015 decorreram principalmente das contribuições especializadas dos BCN da área do euro para os custos incorridos pelo BCE, relacionados com projetos conjuntos do Eurosistema.

## 29 Custos com pessoal

Os custos com pessoal aumentaram em 2015, sobretudo devido ao maior número médio de pessoas ao serviço do BCE e à despesa líquida mais elevada associada aos benefícios pós-emprego e a outros benefícios de longo prazo.

Esta rubrica inclui remunerações, subsídios, custos com seguros e outros custos diversos no montante de €306.4 milhões (€244.9 milhões, em 2014). Inclui igualmente um montante de €134.4 milhões (€56.2 milhões, em 2014), reconhecido em relação aos planos de pensões do BCE, outros benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo (ver a nota 12.3, “Contas diversas e de regularização”). Os custos com pessoal, no montante de €0.8 milhões (€1.2 milhões, em 2014), relacionados com a construção do novo edifício principal do BCE, foram capitalizados e excluídos desta rubrica.

As remunerações e subsídios, incluindo os emolumentos dos quadros de gestão superiores, são, na essência, baseados e comparáveis com os esquemas de remuneração praticados nas instituições da UE.

<sup>45</sup> Os valores referentes a 2014 dizem respeito às despesas incorridas nos dois últimos meses desse ano, dado que o BCE assumiu a responsabilidade operacional pela supervisão bancária em novembro de 2014.

Os membros da Comissão Executiva e os membros do Conselho de Supervisão com contrato com o BCE recebem uma remuneração de base, ao passo que os membros do Conselho de Supervisão com contrato a tempo parcial com o BCE recebem também uma remuneração, em função do número de reuniões em que participam. Além disso, os membros da Comissão Executiva e os membros do Conselho de Supervisão com contrato a tempo inteiro com o BCE recebem subsídios adicionais de residência e representação. Ao Presidente do BCE é disponibilizada uma residência oficial, propriedade do BCE, em vez de um subsídio de residência. Em conformidade com as *Condições de Emprego do Pessoal do Banco Central Europeu*, os membros da Comissão Executiva e do Conselho de Supervisão têm direito a abono de lar, abono por filho a cargo e abono escolar, dependendo das respetivas circunstâncias pessoais. As remunerações estão sujeitas a imposto, que reverte em benefício da UE, bem como a deduções relativas a contribuições para o regime de pensões e para os seguros de saúde e de acidentes. Os subsídios ou abonos não são tributáveis nem pensionáveis.

Em 2015, as remunerações de base auferidas pelos membros da Comissão Executiva e pelos membros do Conselho de Supervisão com contrato com o BCE (isto é, excluindo os representantes das autoridades de supervisão nacionais) foram as seguintes<sup>46</sup>:

	2015 €	2014 €
Mario Draghi (Presidente do BCE)	385 860	379 608
Vitor Constâncio (Vice-Presidente do BCE)	330 744	325 392
Peter Praet (Membro da Comissão Executiva)	275 604	271 140
Jörg Asmussen (Membro da Comissão Executiva até janeiro de 2014)	–	4 912
Benoît Cœuré (Membro da Comissão Executiva)	275 604	271 140
Yves Mersch (Membro da Comissão Executiva)	275 604	271 140
Sabine Lautenschläger (Membro da Comissão Executiva)	275 604	253 457
<b>Total relativo aos membros da Comissão Executiva</b>	<b>1 819 020</b>	<b>1 776 789</b>
<b>Total relativo aos membros do Conselho de Supervisão (com contrato com o BCE)<sup>47</sup></b>	<b>635 385</b>	<b>508 589</b>
<i>Dos quais:</i>		
Danièle Nouy (Presidente do Conselho de Supervisão)	275 604	271 140
<b>Total</b>	<b>2 454 405</b>	<b>2 285 378</b>

Além disso, a remuneração auferida por membros do Conselho de Supervisão com contrato a tempo parcial ascendeu a €352 256 (€74 776, em 2014).

Os subsídios ou abonos pagos aos membros da Comissão Executiva e aos membros do Conselho de Supervisão e as contribuições do BCE, em nome dos mesmos, para os seguros de saúde e de acidentes ascenderam a €625 021 (€674 470, em 2014).

<sup>46</sup> Os montantes são apresentados em termos brutos, ou seja, antes da dedução dos impostos que revertem em benefício da UE.

<sup>47</sup> Exclui a remuneração de Sabine Lautenschläger, que é reportada em conjunto com a dos restantes membros da Comissão Executiva.

Em 2015, não foram pagos benefícios a membros da Comissão Executiva nem a membros do Conselho de Supervisão por início ou cessação de funções no BCE (€68 616, em 2014).

Podem ser efetuados pagamentos, a título transitório, a ex-membros da Comissão Executiva e do Conselho de Supervisão durante um período limitado após o termo do respetivo mandato. Em 2015, estes pagamentos, os subsídios ou abonos de família associados e as contribuições do BCE para os seguros de saúde e de acidentes de ex-membros totalizaram €9 730 (€243 178, em 2014). Os pagamentos de pensões, incluindo subsídios relacionados, efetuados a ex-membros ou aos seus descendentes e as contribuições para os seguros de saúde e de acidentes ascenderam a €783 113 (€599 589, em 2014).

No final de 2015, o número efetivo, em equivalência a tempo inteiro, de pessoas com contratos com o BCE correspondia a 2 871<sup>48</sup>, incluindo 293 em cargos de gestão. No que se refere a alterações no número de membros do pessoal em 2015, há a registar:

	2015	2014
Total de pessoal em 1 de janeiro	2 577	1 790
Novos membros/alteração de contrato	648	1 458
Demissões/fim de contrato	(299)	(681)
Aumento líquido/(redução líquida) devido a variações no trabalho a tempo parcial	(55)	10
<b>Total de pessoal em 31 de dezembro</b>	<b>2 871</b>	<b>2 577</b>
<b>Média de pessoal empregado</b>	<b>2 722</b>	<b>2 155</b>

## 30 Custos administrativos

Esta rubrica inclui todos os outros custos correntes, nomeadamente rendas e manutenção das instalações, bens e equipamento não capitalizáveis, honorários e outros serviços e fornecimentos, assim como despesas relacionadas com o recrutamento, mudança, instalação, formação profissional e reafetação.

## 31 Custos de produção de notas

Estes custos advêm sobretudo do transporte transfronteiras de notas de euro entre os centros de produção de notas e os BCN, no âmbito da entrega de notas novas, assim como entre os BCN, a fim de compensar a insuficiência de notas de alguns com as reservas excedentárias de outros. Estes custos são suportados a nível central pelo BCE.

<sup>48</sup> Os membros do pessoal em licença sem vencimento não são considerados. Este número inclui pessoas com contratos permanentes, a termo ou de curto prazo e os participantes no Programa do BCE para Graduados, bem como pessoal em licença de parto ou com baixa por doença prolongada.

President and Governing Council  
of the European Central Bank  
Frankfurt am Main

10 February 2016

#### Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2015, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

#### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

#### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

#### *Opinion*

In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2015 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Victor Veger  
Certified Public Accountant



Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

Independent Member of Ernst & Young Global Limited

Chairman Supervisory Board: StB Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otto H. Jacobs - Board of Management: WP/StB Georg Graf Waldersee, Chairman  
WP/StB Hubert Barth - WP/StB Ute Benzel - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer - WP/StB Gunther Ruppel  
dipl. WP Markus T. Schweizer - StB/CPA Mark Smith - CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert  
Registered Office: Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609

***A presente informação, que o BCE disponibiliza por cortesia, é uma tradução do relatório dos auditores externos do BCE. Em caso de divergência de conteúdo, faz fé a versão inglesa assinada pela EY.***

Ao Presidente e ao Conselho  
do Banco Central Europeu  
Frankfurt am Main

10 de fevereiro de 2016

Relatório dos auditores independentes

Auditámos as contas anuais do Banco Central Europeu, que incluem o balanço em 31 de dezembro de 2015, a conta de resultados do exercício findo na mesma data e um resumo das políticas contabilísticas pertinentes e outras notas explicativas (as "Contas Anuais").

*Responsabilidade da Comissão Executiva do Banco Central Europeu pelas Contas Anuais*

A Comissão Executiva é responsável pela preparação e apresentação apropriada das Contas Anuais, em conformidade com os princípios definidos pelo Conselho do Banco Central Europeu e enunciados na Decisão BCE/2010/21 relativa às contas anuais do Banco Central Europeu, com as alterações que lhe foram introduzidas, e pelo controlo interno que a Comissão Executiva determine ser necessário a fim de permitir a preparação das Contas Anuais, sem distorções materialmente relevantes, quer devido a fraude quer a erro.

*Responsabilidade dos auditores*

A nossa responsabilidade consiste na emissão de uma opinião sobre as Contas Anuais baseada na auditoria por nós efetuada. A nossa auditoria foi conduzida de acordo com as normas internacionais de auditoria. Essas normas exigem que satisfaçamos os requisitos éticos e planeemos e executemos a auditoria de modo a obtermos um grau de segurança razoável sobre se as Contas Anuais contêm, ou não, distorções materialmente relevantes.

Uma auditoria implica a execução de procedimentos com vista a obter as evidências que suportam os valores e informações constantes nas Contas Anuais. Os procedimentos selecionados dependem do juízo profissional dos auditores, incluindo a avaliação dos riscos de distorção material das Contas Anuais, quer devido a fraude quer a erro. Na avaliação desses riscos, os auditores têm em conta o controlo interno relevante para a preparação e a apresentação apropriada das Contas Anuais pela entidade, por forma a selecionar procedimentos de auditoria adequados às circunstâncias, mas não com o objetivo de expressar uma opinião quanto à eficácia do controlo interno da entidade. Uma auditoria inclui igualmente a apreciação da adequação das políticas contabilísticas utilizadas e da razoabilidade das estimativas contabilísticas efetuadas pela Comissão Executiva, bem como a apreciação da apresentação geral das Contas Anuais.

No nosso entender, as evidências de auditoria que obtivemos constituem uma base suficiente e adequada para a emissão da nossa opinião de auditoria.

*Opinião*

Na nossa opinião, as Contas Anuais apresentam uma imagem verdadeira e apropriada da situação financeira do Banco Central Europeu, em 31 de dezembro de 2015, e dos resultados das suas operações referentes ao exercício findo nessa mesma data, em conformidade com os princípios definidos pelo Conselho do Banco Central Europeu e enunciados na Decisão BCE/2010/21 relativa às contas anuais do Banco Central Europeu, com as alterações que lhe foram introduzidas.

Com os melhores cumprimentos,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Victor Veger  
Certified Public Accountant

Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

# Nota sobre a distribuição dos proveitos/ repartição dos prejuízos

*Esta nota não é parte integrante das demonstrações financeiras do BCE para o exercício de 2015.*

Nos termos do artigo 33.º dos Estatutos do SEBC, o resultado líquido do BCE deverá ser aplicado da seguinte forma:

- a) um montante a determinar pelo Conselho do BCE, que não pode ser superior a 20% do lucro líquido, será transferido para o fundo de reserva geral, até ao limite de 100% do capital; e
- b) o remanescente do lucro líquido será distribuído aos acionistas do BCE proporcionalmente às participações que tiverem realizado.

Na eventualidade de o BCE registar perdas, estas podem ser cobertas pelo fundo de reserva geral do BCE e, se necessário, por decisão do Conselho do BCE, pelos proveitos monetários do exercício correspondente, proporcionalmente e até aos montantes repartidos entre os BCN, de acordo com o disposto no artigo 32.º-5 dos Estatutos do SEBC<sup>49</sup>.

O resultado líquido do BCE em 2015 cifrou-se em €1 081.8 milhões. Em 29 de janeiro de 2016, no seguimento de uma decisão do Conselho do BCE, foi efetuada uma distribuição intercalar de proveitos, no montante de €812.1 milhões, aos BCN da área do euro. Além disso, o Conselho do BCE decidiu distribuir os lucros remanescentes, no montante de €269.7 milhões, pelos BCN da área do euro.

Os lucros são distribuídos pelos BCN proporcionalmente às participações que realizaram no capital do BCE. Os BCN não pertencentes à área do euro não têm direito a receber qualquer percentagem dos lucros distribuíveis do BCE, nem são obrigados a financiar quaisquer perdas incorridas pelo mesmo.

	2015 €	2014 €
Resultado do exercício	1 081 790 763	988 832 500
Distribuição intercalar de proveitos	(812 134 494)	(840 719 787)
Resultado do exercício após a distribuição intercalar de proveitos	269 656 269	148 112 713
Distribuição dos lucros remanescentes	(269 656 269)	(148 112 713)
<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<sup>49</sup> Nos termos do artigo 32.º-5 dos Estatutos do SEBC, o total dos proveitos monetários dos BCN será repartido entre os mesmos proporcionalmente às participações que tiverem realizado no capital do BCE.

# Balanço consolidado do Eurosistema em 31 de dezembro de 2015<sup>1</sup>

(em milhões de euros)<sup>2</sup>

ATIVO	31 de dezembro de 2015	31 de dezembro de 2014
<b>1 Ouro e ouro a receber</b>	<b>338 713</b>	<b>343 630</b>
<b>2 Créditos sobre não residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira</b>	<b>307 115</b>	<b>270 250</b>
2.1 Fundo Monetário Internacional (FMI)	80 384	81 298
2.2 Depósitos, investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros ativos externos	226 732	188 951
<b>3 Créditos sobre residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira</b>	<b>31 109</b>	<b>27 940</b>
<b>4 Créditos sobre não residentes na área do euro expressos em euros</b>	<b>20 242</b>	<b>18 905</b>
4.1 Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos	20 242	18 905
4.2 Facilidade de crédito no âmbito do MTC II	0	0
<b>5 Empréstimos a instituições de crédito da área do euro relacionados com operações de política monetária denominados em euros</b>	<b>558 989</b>	<b>630 341</b>
5.1 Operações principais de refinanciamento	88 978	156 129
5.2 Operações de refinanciamento de prazo alargado	469 543	473 285
5.3 Operações ocasionais de regularização reversíveis	0	0
5.4 Operações estruturais reversíveis	0	0
5.5 Facilidade permanente de cedência de liquidez	468	924
5.6 Créditos relacionados com o valor de cobertura adicional	0	2
<b>6 Outros créditos sobre instituições de crédito da área do euro expressos em euros</b>	<b>107 863</b>	<b>59 942</b>
<b>7 Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros</b>	<b>1 161 159</b>	<b>590 265</b>
7.1 Títulos detidos para fins de política monetária	803 135	217 242
7.2 Outros títulos	358 023	373 022
<b>8 Crédito às Administrações Públicas expresso em euros</b>	<b>25 145</b>	<b>26 715</b>
<b>9 Outros ativos</b>	<b>230 810</b>	<b>240 252</b>
<b>Total do ativo</b>	<b>2 781 145</b>	<b>2 208 238</b>

<sup>1</sup> Com base em dados provisórios não auditados. As contas anuais de todos os BCN serão finalizadas até ao final de maio de 2016 e o balanço anual consolidado final do Eurosistema será publicado subsequentemente.

<sup>2</sup> Os totais e subtotais poderão não corresponder devido a arredondamentos.

PASSIVO	31 de dezembro de 2015	31 de dezembro de 2014
<b>1 Notas em circulação</b>	<b>1 083 539</b>	<b>1 016 616</b>
<b>2 Responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro relacionadas com operações de política monetária expressas em euros</b>	<b>768 419</b>	<b>366 511</b>
2.1 Depósitos à ordem (incluindo reservas obrigatórias)	555 864	318 245
2.2 Facilidade permanente de depósito	212 415	48 266
2.3 Depósitos a prazo	0	0
2.4 Operações ocasionais de regularização reversíveis	0	0
2.5 Depósitos relacionados com o valor de cobertura adicional	140	0
<b>3 Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro expressas em euros</b>	<b>5 202</b>	<b>4 635</b>
<b>4 Certificados de dívida emitidos</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Responsabilidades para com outros residentes na área do euro expressas em euros</b>	<b>141 805</b>	<b>64 519</b>
5.1 Administrações Públicas	59 295	36 738
5.2 Outras responsabilidades	82 510	27 781
<b>6 Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros</b>	<b>54 529</b>	<b>47 927</b>
<b>7 Responsabilidades para com residentes na área do euro expressas em moeda estrangeira</b>	<b>2 803</b>	<b>1 271</b>
<b>8 Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em moeda estrangeira</b>	<b>3 677</b>	<b>4 753</b>
8.1 Depósitos, saldos e outras responsabilidades	3 677	4 753
8.2 Responsabilidades decorrentes da facilidade de crédito no âmbito do MTC II	0	0
<b>9 Atribuição de contrapartidas de direitos de saque especiais pelo FMI</b>	<b>59 179</b>	<b>56 211</b>
<b>10 Outras responsabilidades</b>	<b>218 618</b>	<b>219 328</b>
<b>11 Contas de reavaliação</b>	<b>346 172</b>	<b>331 398</b>
<b>12 Capital e reservas</b>	<b>97 201</b>	<b>95 070</b>
<b>Total do passivo</b>	<b>2 781 145</b>	<b>2 208 238</b>

## Secção estatística

1. Evolução financeira e monetária	E2
2. Atividade económica	E14
3. Preços e custos	E28
4. Taxas de câmbio e balança de pagamentos	E35
5. Evolução orçamental	E40

## Mais informações

Estatísticas do BCE:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Definições metodológicas podem ser consultadas nas Notas Gerais do <i>Statistics Bulletin</i> :	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Pormenores sobre os cálculos podem ser consultados nas Notas Técnicas do <i>Statistics Bulletin</i> :	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Explicações de termos, siglas e acrónimos podem ser consultadas no glossário de estatística do BCE:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Nota metodológica específica

As médias plurianuais das taxas de crescimento são calculadas utilizando a média geométrica. Para os restantes indicadores incluídos nesta secção, as médias plurianuais são calculadas utilizando a média aritmética.

## Convenções utilizadas no quadro

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

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.1 Taxas de juro diretoras do BCE

(níveis em percentagens por ano; variações em pontos percentuais)

	Com efeito a partir de <sup>1)</sup> :	Facilidade permanente de depósito		Operações principais de refinanciamento			Facilidade permanente de cedência de liquidez	
				Leilões de taxa fixa		Leilões de taxa variável		
				Taxa fixa	Taxa mínima de proposta			
		Nível 1	Variação 2	Nível 3	Nível 4	Variação 5	Nível 6	Variação 7
1999	1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
	4 Jan. <sup>2)</sup>	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25
	22 Jan.	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25
	9 Abr.	1.50	-0.50	2.50	-	-0.50	3.50	-1.00
	5 Nov.	2.00	0.50	3.00	-	0.50	4.00	0.50
2000	4 Fev.	2.25	0.25	3.25	-	0.25	4.25	0.25
	17 Mar.	2.50	0.25	3.50	-	0.25	4.50	0.25
	28 Abr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
	9 Jun.	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
	28 Jun. <sup>3)</sup>	3.25	...	-	4.25	...	5.25	...
	1 Set.	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25
	6 Out.	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25
2001	11 Maio	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25
	31 Ago.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25
	18 Set.	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50	4.75	-0.50
	9 Nov.	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50	4.25	-0.50
2002	6 Dez.	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50	3.75	-0.50
2003	7 Mar.	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25	3.50	-0.25
	6 Jun.	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
2005	6 Dez.	1.25	0.25	-	2.25	0.25	3.25	0.25
2006	8 Mar.	1.50	0.25	-	2.50	0.25	3.50	0.25
	15 Jun.	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
	9 Ago.	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25
	11 Out.	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25
	13 Dez.	2.50	0.25	-	3.50	0.25	4.50	0.25
2007	14 Mar.	2.75	0.25	-	3.75	0.25	4.75	0.25
	13 Jun.	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25
2008	9 Jul.	3.25	0.25	-	4.25	0.25	5.25	0.25
	8 Out.	2.75	-0.50	-	-	-	4.75	-0.50
	9 Out. <sup>4)</sup>	3.25	0.50	-	-	-	4.25	-0.50
	15 Out. <sup>5)</sup>	3.25	...	3.75	-	-0.50	4.25	...
	12 Nov.	2.75	-0.50	3.25	-	-0.50	3.75	-0.50
	10 Dez.	2.00	-0.75	2.50	-	-0.75	3.00	-0.75
2009	21 Jan.	1.00	-1.00	2.00	-	-0.50	3.00	...
	11 Mar.	0.50	-0.50	1.50	-	-0.50	2.50	-0.50
	8 Abr.	0.25	-0.25	1.25	-	-0.25	2.25	-0.25
	13 Maio	0.25	...	1.00	-	-0.25	1.75	-0.50
2011	13 Abr.	0.50	0.25	1.25	-	0.25	2.00	0.25
	13 Jul.	0.75	0.25	1.50	-	0.25	2.25	0.25
	9 Nov.	0.50	-0.25	1.25	-	-0.25	2.00	-0.25
	14 Dez.	0.25	-0.25	1.00	-	-0.25	1.75	-0.25
2012	11 Jul.	0.00	-0.25	0.75	-	-0.25	1.50	-0.25
2013	8 Maio	0.00	...	0.50	-	-0.25	1.00	-0.50
	13 Nov.	0.00	...	0.25	-	-0.25	0.75	-0.25
2014	11 Jun.	-0.10	-0.10	0.15	-	-0.10	0.40	-0.35
	10 Set.	-0.20	-0.10	0.05	-	-0.10	0.30	-0.10
2015	9 Dez.	-0.30	-0.10	0.05	-	...	0.30	...

Fonte: BCE.

1) De 1 de janeiro de 1999 a 9 de março de 2004, a data refere-se às facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez. Nas operações principais de refinanciamento, as alterações na taxa têm efeito a partir da primeira operação após a data indicada. A alteração de 18 de setembro de 2001 teve efeito no próprio dia. A partir de 10 de março de 2004, a data refere-se às facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez e às operações principais de refinanciamento (alterações com efeito a partir da primeira operação principal de refinanciamento subsequente à decisão do Conselho do BCE), salvo indicação em contrário.

2) Em 22 de dezembro de 1998, o BCE anunciou que, como medida excecional entre 4 e 21 de janeiro de 1999, seria aplicado um corredor estreito de 50 pontos base entre a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e a taxa de juro da facilidade permanente de depósito, com o objetivo de facilitar a transição dos participantes no mercado para o novo sistema monetário.

3) Em 8 de junho de 2000, o BCE anunciou que, a partir da operação a ser liquidada em 28 de junho de 2000, as operações principais de refinanciamento do Eurosistema seriam realizadas sob a forma de leilões de taxa variável. A taxa mínima de proposta refere-se à taxa de juro mínima à qual as contrapartes poderão apresentar as suas propostas.

4) A partir de 9 de outubro de 2008, o BCE reduziu o corredor para as facilidades permanentes de 200 para 100 pontos base em torno da taxa de juro das operações principais de refinanciamento. A partir de 21 de janeiro de 2009, o corredor para as facilidades permanentes regressou ao valor de 200 pontos base.

5) Em 8 de outubro de 2008, o BCE anunciou que, com início na operação a liquidar em 15 de outubro, as operações principais de refinanciamento semanais seriam realizadas através de um procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total à taxa de juro das operações principais de refinanciamento. Esta alteração sobrepôs-se à anterior decisão (tomada no mesmo dia) de reduzir em 50 pontos base a taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento realizadas sob a forma de leilões de taxa variável.

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.2 Operações de política monetária do Eurosistema colocadas através de procedimentos de leilão<sup>1)</sup>

(EUR milhões; taxas de juro em percentagens por ano)

### 1.2.1 Operações principais de refinanciamento e de prazo alargado<sup>2), 3)</sup>

	Data de liquidação	Propostas (montante)	Número de participantes	Colocação (montante)	Procedimentos de leilão de taxa variável				Pelo prazo de (...) dias
					Procedimentos de leilão de taxa fixa	Taxa mínima de proposta	Taxa marginal <sup>4)</sup>	Taxa média ponderada	
		1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Operações principais de refinanciamento</b>									
2015	21 out.	65 908	123	65 908	0.05	-	-	-	7
	28 out.	68 451	129	68 451	0.05	-	-	-	7
	4 nov.	61 468	114	61 468	0.05	-	-	-	7
	11 nov.	62 532	120	62 532	0.05	-	-	-	7
	18 nov.	60 527	113	60 527	0.05	-	-	-	7
	25 nov.	73 774	123	73 774	0.05	-	-	-	7
	9 dez.	69 094	111	69 094	0.05	-	-	-	7
	16 dez.	68 571	113	68 571	0.05	-	-	-	7
	23 dez.	72 908	115	72 908	0.05	-	-	-	7
	30 dez.	88 978	149	88 978	0.05	-	-	-	7
<b>Operações de refinanciamento de prazo alargado<sup>5)</sup></b>									
2015	24 jun. <sup>6)</sup>	73 789	128	73 789	0.05	-	-	-	1 190
	25 jun.	17 269	102	17 269	0.05	-	-	-	98
	30 jul.	21 752	126	21 752	0.05	-	-	-	91
	27 ago.	33 127	123	33 127	0.05	-	-	-	91
	30 set. <sup>6)</sup>	15 548	88	15 548	0.05	-	-	-	1 092
	1 out.	11 842	92	11 842	0.05	-	-	-	77
	29 out.	18 125	109	18 125	0.05	-	-	-	91
	26 nov.	21 777	112	21 777	0.05	-	-	-	91
	16 dez. <sup>6)</sup>	18 304	55	18 304	0.05	-	-	-	1 015
	17 dez. <sup>7)</sup>	11 710	84	11 710	-	-	-	-	105

Fonte: BCE.

1) Em cada categoria, são apresentadas apenas as 10 últimas operações até ao final de 2015.

2) Com efeitos a partir de abril de 2002, as operações designadas por *split tender* (ou seja, operações com prazo de 1 semana, realizadas sob a forma de procedimentos de leilão normais em paralelo com uma operação principal de refinanciamento) são classificadas como operações principais de refinanciamento.

3) Em 8 de junho de 2000, o BCE anunciou que, a partir da operação a ser liquidada em 28 de junho de 2000, as operações principais de refinanciamento do Eurosistema seriam realizadas sob a forma de procedimentos de leilão de taxa variável. A taxa mínima de proposta refere-se à taxa de juro mínima à qual as contrapartes poderão apresentar as suas propostas. Em 8 de outubro de 2008, o BCE anunciou que, com início na operação a liquidar em 15 de outubro de 2008, as operações principais de refinanciamento semanais seriam realizadas através de um procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total à taxa de juro das operações principais de refinanciamento. Em 4 de março de 2010, o BCE decidiu retomar os procedimentos de leilão de taxa variável nas operações de refinanciamento regulares de prazo alargado com prazo de 3 meses, com início na operação a ser colocada em 28 de abril de 2010 e liquidada em 29 de abril de 2010.

4) Nas operações de cedência (absorção) de liquidez, a taxa marginal refere-se à taxa mais baixa (mais alta) à qual as propostas foram aceites.

5) Em relação às operações liquidadas em 22 de dezembro de 2011 e em 1 de março de 2012, ao fim de um ano, as contrapartes têm a opção de reembolsar qualquer parte da liquidez que lhes tenha sido atribuída nestas operações, em qualquer dia que coincida com a data de liquidação de uma operação principal de refinanciamento.

6) Operação de refinanciamento de prazo alargado direcionada. Para mais informações, consultar *Open market operations*, na subsecção *Instruments* da secção *Monetary policy* do sítio do BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

7) Nesta operação de refinanciamento de prazo alargado, a taxa à qual são satisfeitas todas as propostas é indexada à taxa média de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento durante o período de vida da operação. As taxas de juro apresentadas para estas operações de refinanciamento de prazo alargado indexadas foram arredondadas para duas casas decimais. Para pormenores relativamente ao método de cálculo, ver as Notas Técnicas.

### 1.2.2 Outras operações de leilão

	Data de liquidação	Tipo de operação	Propostas (montante)	Número de participantes	Colocação (montante)	Procedimentos de leilão de taxa variável					Pelo prazo de (...) dias	
						Procedimentos de leilão de taxa fixa	Taxa mínima de proposta	Taxa máxima de proposta	Taxa marginal <sup>2)</sup>	Taxa média ponderada		
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014	9 abr.	Constituição de depósitos a prazo	192 515	156	172 500	-	-	0.25	0.24	0.22	7	
	16 abr.	Constituição de depósitos a prazo	153 364	139	153 364	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
	23 abr.	Constituição de depósitos a prazo	166 780	139	166 780	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
	30 abr.	Constituição de depósitos a prazo	103 946	121	103 946	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
	7 maio	Constituição de depósitos a prazo	165 533	158	165 533	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
	14 maio	Constituição de depósitos a prazo	144 281	141	144 281	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
	21 maio	Constituição de depósitos a prazo	137 465	148	137 465	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
	28 maio	Constituição de depósitos a prazo	102 878	119	102 878	-	-	0.25	0.25	0.25	7	
	4 jun.	Constituição de depósitos a prazo	119 200	140	119 200	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
	11 jun.	Constituição de depósitos a prazo	108 650	122	108 650	-	-	0.15	0.15	0.13	7	

Fonte: BCE.

1) Em cada categoria, são apresentadas apenas as 10 últimas operações até ao final de 2015.

2) Nas operações de cedência (absorção) de liquidez, a taxa marginal refere-se à taxa mais baixa (mais alta) à qual as propostas foram aceites.

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.3 Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo

(percentagens por ano; médias do período)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3.8	4.5	2.8	3.0	2.4	1.7	0.8
Alemanha	3.3	4.3	1.9	1.5	1.6	1.2	0.5
Estónia <sup>2)</sup>	.	.	.	.	.	.	.
Irlanda	4.6	4.4	4.9	6.2	3.8	2.4	1.2
Grécia	7.5	4.8	11.3	22.5	10.1	6.9	9.7
Espanha	4.3	4.4	4.1	5.8	4.6	2.7	1.7
França	3.6	4.4	2.5	2.5	2.2	1.7	0.8
Itália	4.4	4.6	4.0	5.5	4.3	2.9	1.7
Chipre	5.4	5.3	5.6	7.0	6.5	6.0	4.5
Letónia	5.5	5.3	5.7	4.6	3.3	2.5	1.0
Lituânia	5.3	5.2	5.4	4.8	3.8	2.8	1.4
Luxemburgo	3.3	4.1	2.2	1.8	1.9	1.3	0.4
Malta	4.3	5.0	3.5	4.1	3.4	2.6	1.5
Países Baixos	3.5	4.4	2.2	1.9	2.0	1.5	0.7
Áustria	3.6	4.4	2.4	2.4	2.0	1.5	0.7
Portugal	5.2	4.5	6.1	10.5	6.3	3.8	2.4
Eslovénia	4.7	5.1	4.3	5.8	5.8	3.3	1.7
Eslováquia	4.4	5.3	3.4	4.6	3.2	2.1	0.9
Finlândia	3.5	4.4	2.2	1.9	1.9	1.4	0.7
Área do euro	3.9	4.4	3.1	3.9	3.0	2.0	1.2
Bulgária	4.8	5.0	4.6	4.5	3.5	3.3	2.5
República Checa	3.7	4.6	2.8	2.8	2.1	1.6	0.6
Dinamarca	3.5	4.5	2.1	1.4	1.7	1.3	0.7
Croácia	5.4	5.1	5.6	6.1	4.7	4.1	3.6
Hungria	7.0	7.3	6.6	7.9	5.9	4.8	3.4
Polónia	5.7	6.6	4.7	5.0	4.0	3.5	2.7
Roménia	6.7	7.3	6.3	6.7	5.4	4.5	3.5
Suécia	3.5	4.5	2.1	1.6	2.1	1.7	0.7
Reino Unido	3.9	4.8	2.5	1.7	2.0	2.1	1.8
União Europeia	4.0	4.6	3.2	3.7	3.0	2.2	1.4
Estados Unidos	3.8	4.7	2.6	1.8	2.3	2.5	2.1
Japão	1.2	1.5	0.9	0.9	0.7	0.6	0.4

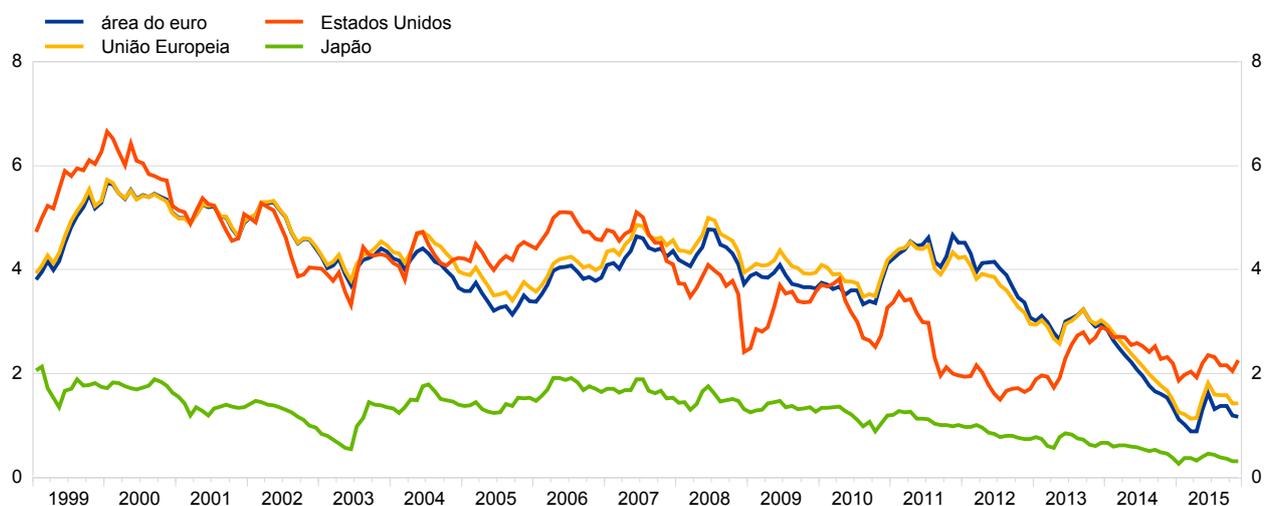
Fonte: Cálculos do BCE com base em dados diários dos bancos centrais nacionais. Dados da Thomson Reuters para os Estados Unidos e Japão.

1) Dados de Chipre, Letónia, Lituânia, Malta, Eslovénia, Eslováquia, República Checa, Hungria e Polónia disponíveis a partir de janeiro de 2001. Dados da Bulgária disponíveis a partir de janeiro de 2003, da Croácia a partir de dezembro de 2005 e da Roménia a partir de abril de 2005.

2) Não existem títulos de dívida soberana da Estónia em conformidade com a definição de taxas de juro de longo prazo para efeitos de convergência. Não foi identificado um indicador de substituição adequado.

### Gráfico 1.3 Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo<sup>1)</sup>

(percentagens por ano; médias mensais)



Fonte: Cálculos do BCE com base em dados diários dos bancos centrais nacionais. Dados da Thomson Reuters para os Estados Unidos e Japão.

1) Dados de Chipre, Letónia, Lituânia, Malta, Eslovénia, Eslováquia, República Checa, Hungria e Polónia disponíveis a partir de janeiro de 2001. Dados da Bulgária disponíveis a partir de janeiro de 2003, da Croácia a partir de dezembro de 2005 e da Roménia a partir de abril de 2005.

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.4 Índices bolsistas selecionados (variações em percentagem)

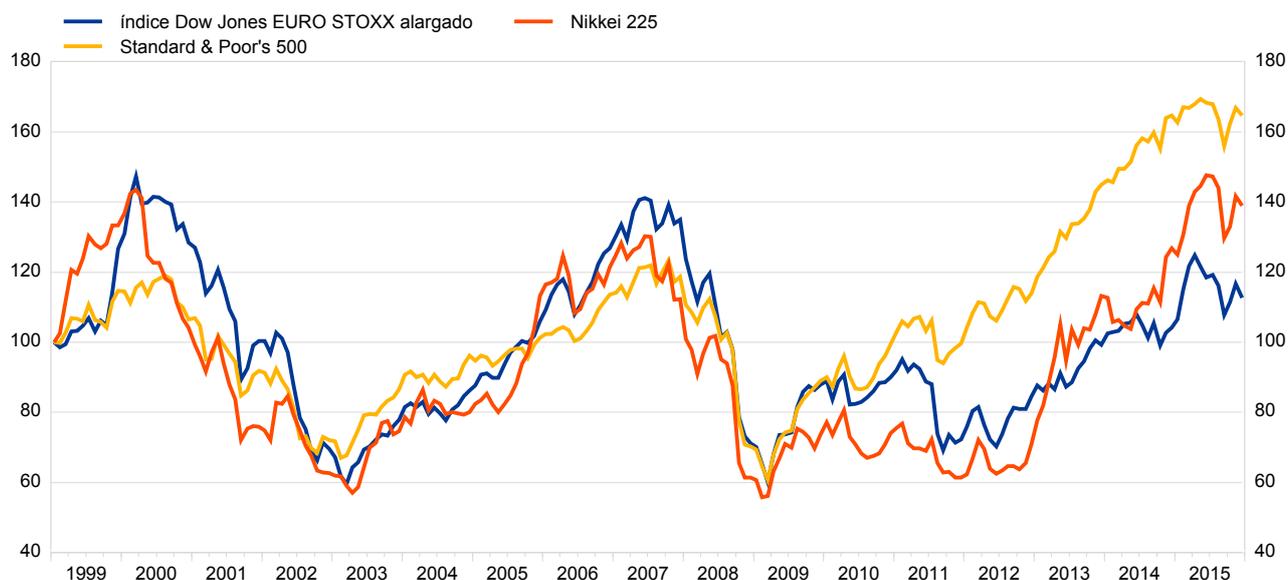
	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica – BEL 20	10.8	-42.9	47.3	18.8	18.1	12.4	12.6
Alemanha – DAX 30	54.4	-30.9	80.3	29.1	25.5	2.7	9.6
Estónia – OMXT	616.3	119.0	122.2	38.2	11.4	-7.7	19.1
Irlanda – ISEQ	35.4	-53.3	128.3	17.1	33.6	15.1	30.0
Grécia – ASE	-88.9	-68.7	-71.3	33.4	28.1	-28.9	-23.6
Espanha – IBEX 35	-18.0	-21.0	-20.1	-4.7	21.4	3.7	-7.2
França – CAC 40	-22.2	-46.0	17.8	15.2	18.0	-0.5	8.5
Itália – FTSEMIB	-49.7	-54.3	-7.9	7.8	16.6	0.2	12.7
Chipre – CSE	-93.3	9.4	-95.8	-61.2	-10.1	-17.0	-20.9
Letónia – OMXR	281.5	74.1	113.1	6.7	16.2	-11.3	45.7
Lituânia – OMXV	386.0	79.3	85.7	18.8	18.7	7.3	7.4
Luxemburgo – LuxX	-0.5	-29.8	1.4	9.9	16.1	4.9	-8.5
Malta – MSE	35.2	-2.1	28.0	3.8	14.8	-9.6	33.0
Países Baixos – AEX	-34.2	-63.4	31.8	9.7	17.2	5.6	4.1
Áustria – ATX	100.1	46.2	-4.0	26.9	6.1	-15.2	11.0
Portugal – PSI 20	-55.6	-47.0	-37.2	2.9	16.0	-26.8	10.7
Eslovénia – SBITOP	-52.7	-42.0	-29.2	7.8	3.2	19.6	-11.2
Eslováquia – SAX	279.3	366.0	9.5	-10.8	2.9	12.4	31.5
Finlândia – OMXH	-41.0	-62.9	33.1	8.3	26.5	5.7	10.8
Área do euro – DJ EURO STOXX alargado	-17.1	-46.5	25.6	15.5	20.5	1.7	8.0
Bulgária – SOFIX	331.8	236.0	7.9	7.2	42.3	6.2	-11.7
República Checa – PX 50	95.3	75.3	-14.4	14.0	-4.8	-4.3	1.0
Dinamarca – OMXC 20	296.6	-3.1	201.2	27.2	24.1	20.9	36.2
Croácia – CROBEX	44.1	46.9	-15.7	0.0	3.1	-2.7	-3.2
Hungria – BUX	171.2	38.8	12.7	7.1	2.2	-10.4	43.8
Polónia – WIG	157.0	50.6	16.2	26.2	8.1	0.3	-9.6
Roménia – BET	1 461.6	546.8	49.3	18.7	26.1	9.1	-1.1
Suécia – OMXS 30	20.7	-44.8	52.0	11.8	20.7	9.9	-1.2
Reino Unido – FTSE 100	-9.9	-36.0	15.3	5.8	14.4	-2.7	-4.9
Estados Unidos – S&P 500	39.1	-38.5	83.3	13.4	29.6	11.4	-0.7
Japão – Nikkei 225	0.5	-53.2	80.5	22.9	56.7	7.1	9.1

Fonte: Cálculos do BCE com base em dados diários da Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.

1) Dados da Bulgária e da Letónia disponíveis a partir de 2000, de Chipre a partir de 2004, da Croácia a partir de 2002 e da Eslovénia a partir de 2007.

## Gráfico 1.4 Índice Dow Jones EURO STOXX alargado, Standard & Poor's 500 e Nikkei 225

(índice: janeiro 1999 = 100; médias mensais)



Fonte: Cálculos do BCE com base em dados diários da Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.5 Mercados monetários: taxas interbancárias de oferta a 3 meses<sup>1)</sup>

(percentagens por ano; médias do período)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Área do euro – EURIBOR	2.23	3.35	0.63	0.57	0.22	0.21	-0.02
Bulgária – SOFIBOR	3.44	4.57	2.61	2.26	1.14	0.78	0.54
República Checa – PRIBOR	2.58	3.70	0.97	1.00	0.46	0.36	0.31
Dinamarca – CIBOR	2.52	3.64	0.90	0.62	0.27	0.31	-0.12
Croácia – ZIBOR	5.71	7.54	3.09	3.42	1.52	0.97	1.23
Hungria – BUBOR	7.80	9.70	5.10	7.00	4.32	2.41	1.61
Polónia – WIBOR	6.83	9.11	3.58	4.91	3.03	2.52	1.75
Roménia – ROBOR	16.36	24.65	5.40	5.34	4.23	2.54	1.33
Suécia – STIBOR	2.52	3.44	1.14	2.00	1.19	0.66	-0.20
Reino Unido – LIBOR	2.22	3.36	0.59	0.49	0.15	0.18	-0.02
Estados Unidos – LIBOR	2.35	3.73	0.37	0.43	0.27	0.23	0.31
Japão – LIBOR	0.26	0.29	0.21	0.19	0.15	0.13	0.09

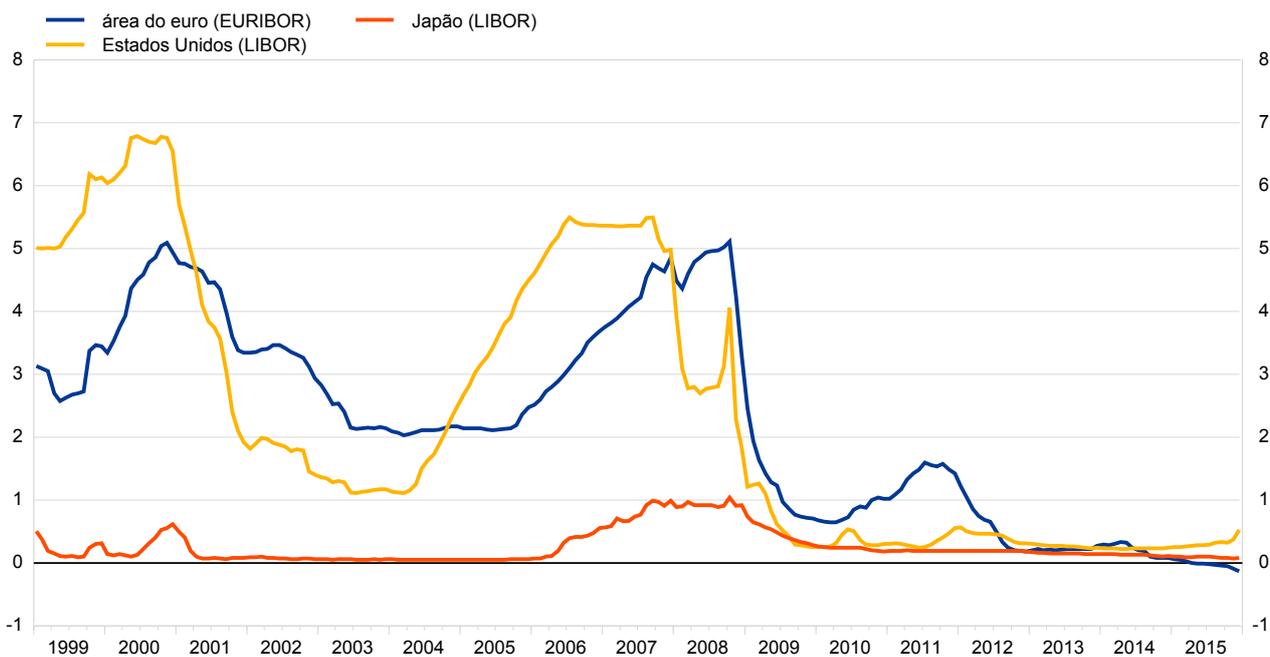
Fonte: Cálculos do BCE com base em dados diários da Thomson Reuters e da Thomson Reuters Datastream.

1) Taxas interbancárias de oferta para a moeda de cada área de referência.

2) Dados da Bulgária disponíveis a partir de 2003.

## Gráfico 1.5 Mercados monetários: taxas interbancárias de oferta a 3 meses

(percentagens por ano; médias mensais)



Fonte: Cálculos do BCE com base em dados diários da Thomson Reuters.

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.6 Custo compósito do crédito

(percentagens por ano; novas operações; médias do período)

### 1.6.1 Sociedades não financeiras<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3.24	4.24	2.38	2.40	2.28	2.26	2.00
Alemanha	3.76	4.75	2.91	2.94	2.57	2.48	2.09
Estónia	-	-	3.77	3.71	3.16	2.97	2.51
Irlanda	4.27	5.10	3.55	3.68	3.60	3.69	3.06
Grécia	5.77	5.78	5.77	6.57	6.25	5.83	5.13
Espanha	3.69	4.21	3.24	3.59	3.58	3.36	2.63
França	3.21	4.11	2.43	2.59	2.17	2.10	1.74
Itália	4.14	4.90	3.50	4.13	4.00	3.56	2.59
Chipre	-	-	6.17	6.95	6.30	5.82	4.78
Letónia	-	-	-	-	-	3.51	3.33
Lituânia	-	-	-	-	-	-	2.49
Luxemburgo	2.99	4.03	2.09	1.99	1.77	1.65	1.38
Malta	-	-	4.52	4.50	4.48	4.26	3.94
Países Baixos	3.34	4.30	2.52	2.52	2.36	2.32	1.84
Áustria	3.19	4.26	2.27	2.27	2.01	1.97	1.82
Portugal	5.25	5.34	5.17	6.25	5.64	5.00	3.96
Eslovénia	4.56	4.36	4.74	4.97	4.85	4.39	3.12
Eslováquia	-	-	2.96	2.82	2.62	2.66	2.41
Finlândia	3.06	4.05	2.21	2.22	2.08	2.13	1.85
Área do euro <sup>2)</sup>	3.69	4.51	2.98	3.21	2.97	2.78	2.23

Fonte: Estatísticas do BCE sobre taxas de juro das IFM.

1) O indicador do custo compósito do crédito para as sociedades não financeiras conjuga as taxas de juro de todos os empréstimos a sociedades, incluindo descobertos. Este indicador é calculado a partir das estatísticas de taxas de juro das IFM.

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

### 1.6.2 Famílias para aquisição de habitação<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3.24	4.24	2.38	3.63	3.45	3.17	2.51
Alemanha	3.76	4.75	2.91	3.07	2.76	2.50	1.96
Estónia	-	-	3.77	2.96	2.72	2.52	2.30
Irlanda	4.27	5.10	3.55	3.36	3.42	3.44	3.42
Grécia	5.77	5.78	5.77	3.21	2.81	2.93	2.63
Espanha	3.69	4.21	3.24	3.27	2.99	2.93	2.23
França	3.21	4.11	2.43	3.76	3.18	2.95	2.31
Itália	4.14	4.90	3.50	3.96	3.69	3.20	2.51
Chipre	-	-	6.17	5.18	4.88	4.42	3.63
Letónia	-	-	-	-	-	3.33	3.08
Lituânia	-	-	-	-	-	-	1.87
Luxemburgo	2.99	4.03	2.09	2.23	2.13	2.02	1.86
Malta	-	-	4.52	3.38	3.22	2.93	2.78
Países Baixos	3.34	4.30	2.52	4.29	3.78	3.35	2.90
Áustria	3.19	4.26	2.27	2.72	2.39	2.29	2.01
Portugal	5.25	5.34	5.17	3.89	3.25	3.19	2.38
Eslovénia	4.56	4.36	4.74	3.37	3.20	3.21	2.53
Eslováquia	-	-	2.96	4.74	4.10	3.42	2.74
Finlândia	3.06	4.05	2.21	1.97	2.01	1.81	1.36
Área do euro <sup>2)</sup>	3.69	4.51	2.98	3.47	3.07	2.80	2.26

Fonte: Estatísticas do BCE sobre taxas de juro das IFM.

1) O indicador do custo do crédito para novos empréstimos a famílias conjuga as taxas de juro dos empréstimos a famílias para aquisição de habitação. Este indicador é calculado a partir das estatísticas de taxas de juro das IFM.

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

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.7 Taxa de depósito agregada

(percentagens por ano; médias do período)

### 1.7.1 Sociedades não financeiras<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1.53	2.79	0.46	0.42	0.34	0.35	0.15
Alemanha	1.61	2.86	0.53	0.49	0.24	0.24	0.16
Estónia	-	-	0.72	0.57	0.30	0.31	0.23
Irlanda	1.80	2.75	0.99	1.38	0.57	0.41	0.15
Grécia	-	-	-	-	-	-	-
Espanha	2.13	2.90	1.48	1.90	1.55	0.80	0.36
França	1.88	2.89	1.02	1.35	0.81	0.74	0.31
Itália	2.07	2.88	1.37	1.81	1.80	1.22	0.88
Chipre	-	-	2.93	3.93	2.68	2.44	1.72
Letónia	-	-	-	-	-	-	-
Lituânia	-	-	0.68	0.65	0.36	0.22	0.17
Luxemburgo	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Países Baixos	-	-	-	0.46	0.19	0.17	0.06
Áustria	1.78	2.92	0.80	0.85	0.45	0.44	0.32
Portugal	2.25	2.97	1.63	1.79	1.57	0.96	0.46
Eslovénia	-	-	1.46	2.21	1.66	0.72	0.27
Eslováquia	-	-	0.61	0.64	0.44	0.39	0.24
Finlândia	1.57	2.80	0.51	0.45	0.29	0.42	0.30
Área do euro <sup>2)</sup>	1.84	2.86	0.97	1.21	0.94	0.61	0.32

Fonte: Estatísticas do BCE sobre taxas de juro das IFM.

1) Novos depósitos a prazo excluindo depósitos *overnight* e depósitos reembolsáveis com pré-aviso.

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

### 1.7.2 Famílias<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1.94	2.75	1.24	1.25	1.30	1.17	1.00
Alemanha	1.90	2.80	1.13	1.33	0.86	0.69	0.47
Estónia	1.79	2.75	0.97	0.92	0.53	0.55	0.58
Irlanda	1.93	2.64	1.32	1.90	0.94	0.64	0.33
Grécia	-	-	-	-	-	-	-
Espanha	2.38	2.89	1.94	2.60	1.83	0.99	0.46
França	2.48	2.89	2.12	2.44	2.18	2.19	1.68
Itália	1.94	2.07	1.83	2.98	2.14	1.59	1.20
Chipre	-	-	3.45	4.39	2.95	2.56	1.77
Letónia	-	-	1.33	0.90	0.49	0.50	0.56
Lituânia	-	-	1.12	0.96	0.54	0.43	0.28
Luxemburgo	-	-	-	0.68	-	-	-
Malta	-	-	2.13	2.42	2.26	1.83	1.33
Países Baixos	-	-	-	3.01	2.33	2.09	1.92
Áustria	1.99	2.89	1.22	1.45	0.89	0.74	0.45
Portugal	2.40	2.67	2.16	3.13	2.16	1.59	0.75
Eslovénia	-	-	2.01	2.70	2.25	1.25	0.58
Eslováquia	-	-	1.94	2.40	1.71	1.67	1.68
Finlândia	2.14	2.97	1.43	1.56	1.10	1.09	0.96
Área do euro <sup>2)</sup>	2.37	2.81	1.98	2.76	1.99	1.35	0.82

Fonte: Estatísticas do BCE sobre taxas de juro das IFM.

1) Novos depósitos a prazo excluindo depósitos *overnight* e depósitos reembolsáveis com pré-aviso.

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

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.8 Títulos de dívida emitidos por residentes na área do euro em todas as moedas

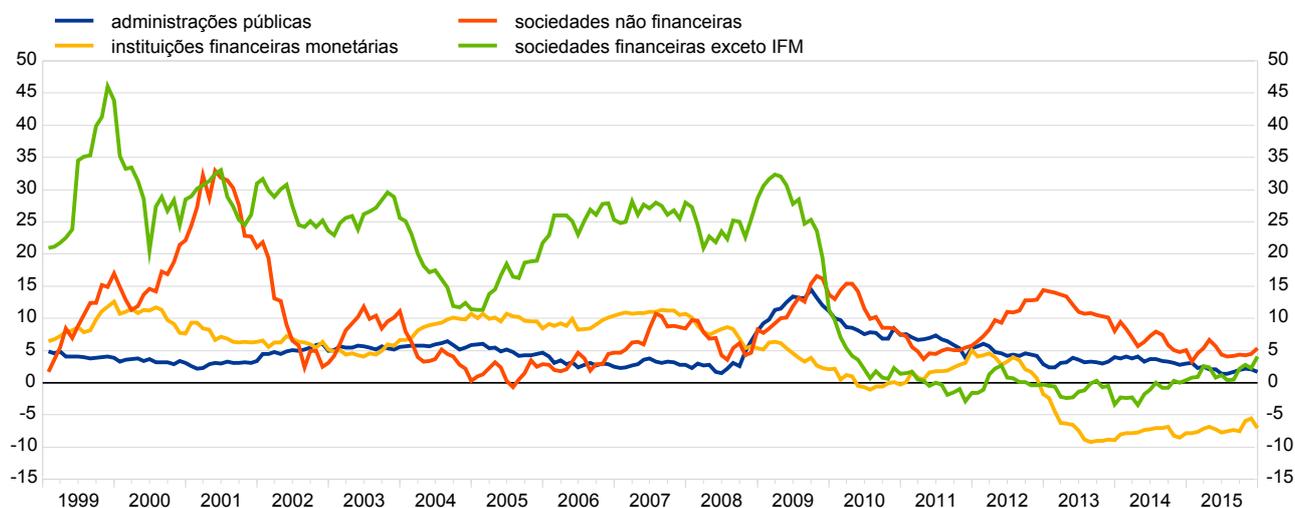
(taxas de variação homólogas (%); médias do período)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3.3	2.6	2.5	5.6	1.4	1.4	1.3
Alemanha	2.2	4.8	-1.5	-1.1	-4.1	-2.6	-0.6
Estónia	-	-	7.8	30.8	9.9	10.4	-0.6
Irlanda	5.8	9.9	-1.6	-2.1	-3.0	-3.5	-0.5
Grécia	4.9	12.6	-7.2	-9.0	-25.6	-11.4	-4.6
Espanha	9.0	15.6	-0.7	5.1	-4.1	-6.9	-4.5
França	6.4	8.4	3.4	6.7	0.1	2.7	0.7
Itália	4.4	6.4	0.7	6.5	1.5	-1.3	-3.8
Chipre	-	-	-2.9	-0.3	2.5	-5.6	-2.9
Letónia	-	-	22.1	48.0	34.4	34.9	9.1
Lituânia	-	-	1.9	-	-	3.7	-2.1
Luxemburgo	6.4	0.2	14.7	33.6	20.8	13.3	16.1
Malta	-	-	10.2	7.4	6.8	14.3	13.1
Países Baixos	7.6	12.6	0.8	0.2	-0.8	-0.4	1.6
Áustria	5.0	9.6	-1.3	-0.3	-2.1	-1.8	-3.1
Portugal	7.2	10.4	0.1	-1.8	-2.0	-7.4	-6.5
Eslovénia	-	-	10.5	-1.6	11.9	29.6	3.6
Eslováquia	12.3	13.7	10.4	17.5	13.7	7.7	1.6
Finlândia	5.2	3.6	6.6	11.4	8.5	7.2	-1.3
Área do euro	5.2	7.7	1.1	3.6	-0.6	-0.7	-0.5

Fonte: BCE.

## Gráfico 1.8 Títulos de dívida emitidos por residentes na área do euro, por setor

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.9 Ações cotadas emitidas por residentes na área do euro

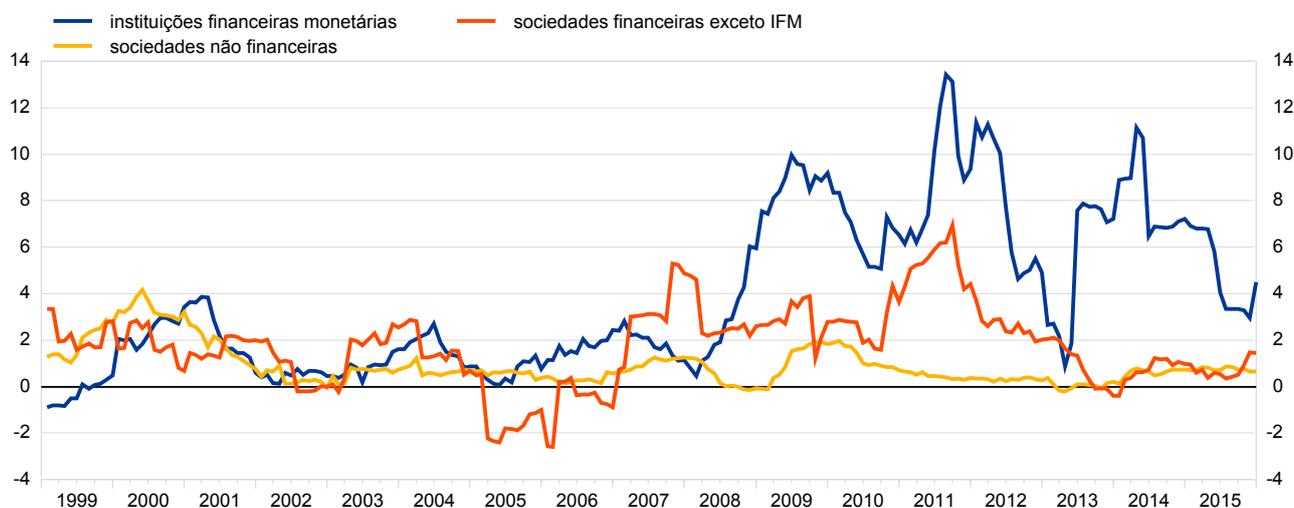
(taxas de variação homólogas (%); médias do período)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	-0.3	-0.9	0.4	-0.7	1.0	1.3	1.0
Alemanha	1.3	1.4	1.0	0.9	0.3	0.7	0.9
Estónia	-	-	-8.0	-5.8	-4.5	-3.8	-4.8
Irlanda	2.8	1.0	0.8	5.2	-6.1	-0.7	0.3
Grécia	8.1	1.5	19.5	1.8	39.6	35.1	6.8
Espanha	1.2	1.1	1.3	1.1	0.8	0.3	2.5
França	0.9	0.7	0.7	0.8	0.9	0.7	0.8
Itália	1.6	1.1	1.9	3.7	0.7	1.4	1.8
Chipre	-	-	16.0	13.8	9.3	13.8	23.1
Letónia	-	-	0.3	0.0	0.0	0.1	0.6
Lituânia	-	-	-0.5	-	-	-0.7	-3.9
Luxemburgo	5.3	5.7	5.5	4.7	1.2	5.8	4.2
Malta	-	-	4.1	0.4	2.2	5.1	8.0
Países Baixos	0.3	0.3	0.3	-0.7	-0.6	0.7	0.0
Áustria	5.9	8.7	2.4	1.4	1.2	5.2	2.3
Portugal	2.4	2.3	2.5	4.0	2.3	3.2	3.4
Eslovénia	-	-	1.0	0.6	2.8	1.1	0.5
Eslováquia	-	-	0.6	4.0	-0.1	0.0	-0.1
Finlândia	0.1	-0.5	1.1	0.9	1.4	2.3	0.9
Área do euro	1.2	1.0	1.2	1.2	0.6	1.3	1.2

Fonte: BCE.

### Gráfico 1.9 Ações cotadas emitidas por residentes na área do euro, por setor

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.10 Agregados monetários, componentes e contrapartidas<sup>1)</sup>

(taxas de variação homólogas (%) no final de cada ano; médias do período; dados corrigidos de sazonalidade)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
<b>Componentes do M3</b>							
M3	5.3	7.5	2.2	3.5	1.0	3.8	4.7
M2	5.6	7.3	3.1	4.5	2.5	3.8	5.2
M1	7.5	7.8	7.1	6.5	5.8	8.1	10.7
Circulação monetária	7.5	9.0	5.5	2.4	5.3	6.4	6.7
Depósitos <i>overnight</i>	7.5	7.6	7.4	7.4	5.9	8.4	11.5
M2-M1 (outros depósitos de curto prazo)	3.3	7.1	-1.9	2.0	-1.8	-2.3	-3.5
Depósitos com prazo acordado até 2 anos	2.5	10.3	-7.7	-2.1	-6.4	-5.4	-9.1
Depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses	3.8	3.3	4.5	5.9	2.2	0.1	0.5
M3-M2 (instrumentos negociáveis)	2.3	8.8	-6.2	-6.5	-16.1	4.0	-2.8
Acordos de reporte	0.1	6.2	-8.2	-11.4	-9.2	0.8	-35.1
Ações de fundos do mercado monetário	3.9	9.4	-3.5	-3.9	-10.4	2.6	11.9
Títulos de dívida emitidos com prazo até 2 anos	-1.2	11.9	-17.2	-9.7	-38.0	18.7	-25.5
<b>Contrapartidas do M3<sup>2)</sup></b>							
Responsabilidades das IFM:							
Detenções da administração central	3.4	7.2	-1.8	-1.2	-14.7	-2.2	3.0
Responsabilidades financeiras a mais longo prazo para com outros residentes na área do euro							
Depósitos com prazo acordado superior a 2 anos	4.1	6.6	0.7	-1.5	-1.2	-2.2	-3.0
Depósitos reembolsáveis com pré-aviso superior a 3 meses	3.3	5.8	-0.2	-6.1	-0.8	-5.2	-4.6
Títulos de dívida emitidos com prazo superior a 2 anos	-2.7	-0.9	-5.3	-8.8	-13.5	2.2	-14.5
Títulos de dívida emitidos com prazo superior a 2 anos	3.1	7.3	-2.6	-3.8	-5.1	-5.9	-8.4
Capital e reservas	6.7	7.4	5.7	7.1	3.4	4.6	4.3
Disponibilidades das IFM:							
Crédito a residentes na área do euro	4.5	6.9	1.0	0.5	-2.0	-0.2	2.3
Crédito às administrações públicas	2.8	0.6	5.9	5.8	-0.7	2.1	7.8
do qual: empréstimos	0.5	-0.1	1.3	-0.3	-6.3	1.5	-1.9
Crédito ao setor privado <sup>3)</sup>	5.0	8.7	-0.1	-0.7	-2.3	-0.8	0.8
do qual: empréstimos <sup>4)</sup>	4.8	8.4	0.0	-0.5	-2.4	-0.3	0.4

Fonte: BCE.

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

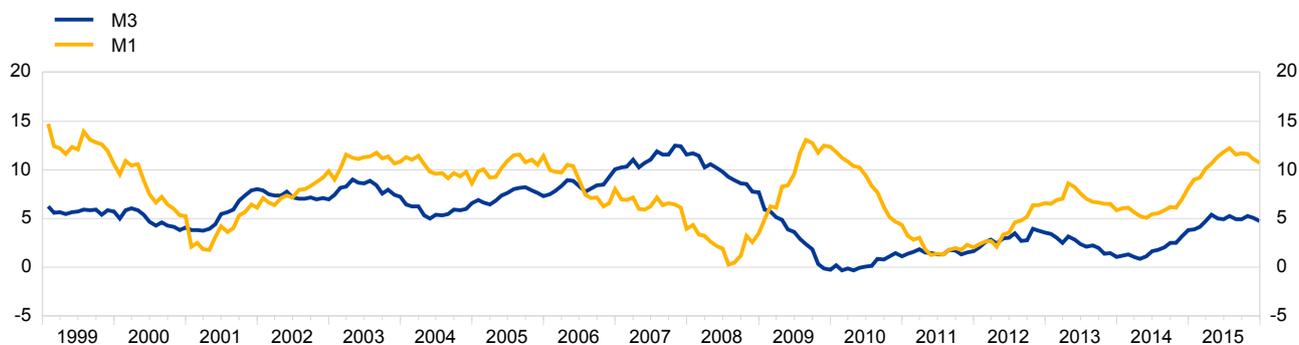
2) O quadro apresenta apenas contrapartidas selecionadas do M3, ou seja, não se incluem disponibilidades líquidas sobre o exterior e "outras contrapartidas" (residual).

3) O setor privado refere-se ao setor não monetário da área do euro excluindo as administrações públicas.

4) Corrigidos de vendas e titularização de empréstimos.

## Gráfico 1.10 Agregados monetários<sup>1)</sup>

(taxas de variação homólogas (%) no final de cada mês; dados corrigidos de sazonalidade)



Fonte: BCE.

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

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.11 Empréstimos de IFM a sociedades não financeiras<sup>1)</sup>

(taxas de variação homólogas (%) no final de cada ano; médias do período; dados não corrigidos de sazonalidade)

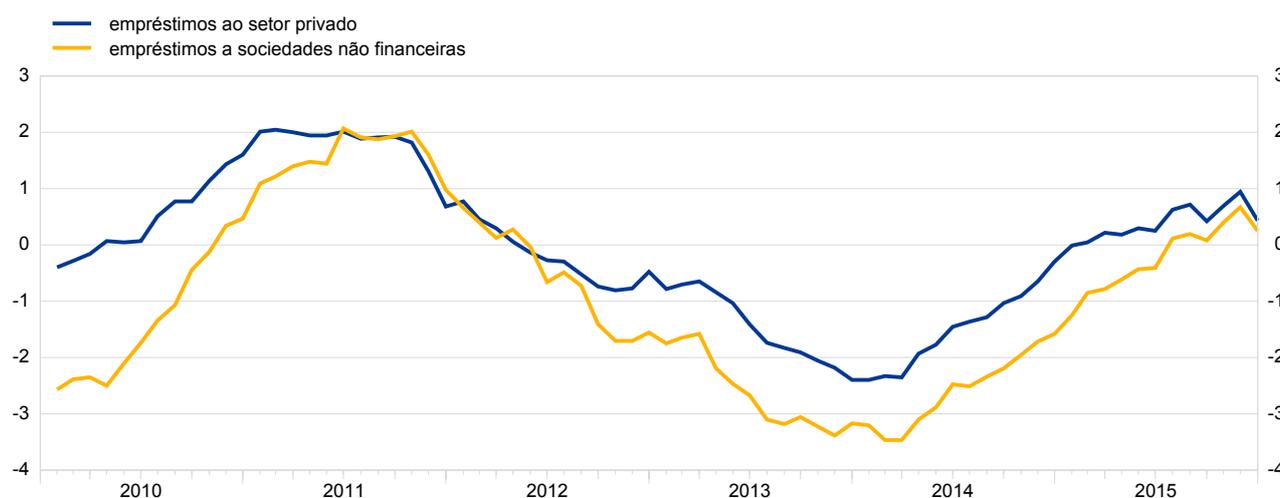
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bélgica	2.2	4.9	2.1	1.3	1.1	0.6	3.0
Alemanha	-0.2	-0.8	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8
Estónia	1.0	-5.1	-4.9	3.1	3.6	3.6	6.4
Irlanda	-5.2	-6.4	-2.4	-4.0	-5.7	-6.6	-6.0
Grécia	-2.7	0.0	-2.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3
Espanha	-5.0	-0.9	-4.0	-7.6	-10.1	-6.3	-1.0
França	2.2	1.5	4.7	1.3	-0.2	2.9	3.2
Itália	-1.0	2.1	2.5	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5
Chipre	1.5	2.6	8.2	4.6	-5.7	-0.8	0.7
Letónia	-1.7	-	-5.3	3.3	-0.6	-6.7	1.1
Lituânia	-1.4	-9.5	0.3	2.5	-3.2	-1.2	3.3
Luxemburgo	-2.0	-6.8	-5.4	-7.5	-3.0	2.9	9.1
Malta	-3.5	-2.0	2.8	-1.7	-9.1	4.9	-14.7
Países Baixos	-0.1	1.7	3.7	2.8	1.7	-5.0	-5.1
Áustria	1.3	1.9	3.8	0.5	-0.2	1.0	0.8
Portugal	-2.9	1.7	-2.7	-5.2	-3.0	-6.8	-1.3
Eslovénia	-6.4	-0.1	-3.4	-4.8	-7.8	-13.9	-7.5
Eslováquia	2.9	1.6	7.6	-2.3	1.7	1.9	7.3
Finlândia	5.8	4.2	9.9	4.7	5.7	5.0	5.2
Área do euro	-0.8	0.5	1.0	-1.6	-3.2	-1.6	0.2
Bulgária	2.9	2.7	6.0	5.4	1.4	2.4	-0.5
República Checa	3.4	1.7	6.3	2.4	2.4	1.7	6.3
Dinamarca	-1.2	-1.9	-4.5	-2.0	1.1	0.5	-0.2
Croácia	-4.7	-	-	-12.3	0.5	-3.4	-3.1
Hungria	-3.2	-3.0	-5.9	-3.6	-1.3	1.8	-7.1
Polónia	5.4	-1.2	14.0	5.8	1.5	5.1	7.9
Roménia	1.3	9.4	9.9	1.2	-5.7	-3.5	-2.6
Suécia	3.1	3.4	6.6	2.3	1.0	2.6	2.8
Reino Unido	-4.6	-7.1	-5.7	-5.1	-5.6	-3.4	-0.4

Fonte: BCE.

1) Os dados dos países da área do euro referem-se a empréstimos concedidos por outras IFM a sociedades não financeiras da área do euro, enquanto os dados dos países da UE não pertencentes à área do euro se referem a empréstimos concedidos a sociedades não financeiras nacionais. Os dados dos países da área do euro são corrigidos de vendas e titularização de empréstimos.

## Gráfico 1.11 Empréstimos de IFM ao setor privado e a sociedades não financeiras<sup>1)</sup>

(taxas de variação homólogas (%) no final de cada mês; dados corrigidos de sazonalidade e de vendas e titularização de empréstimos)



Fonte: BCE.

1) O setor privado refere-se ao setor não monetário da área do euro excluindo as administrações públicas.

# 1. Evolução financeira e monetária

## 1.12 Empréstimos de IFM às famílias<sup>1)</sup>

(taxas de variação homólogas (%) no final de cada ano; médias do período; dados não corrigidos de sazonalidade)

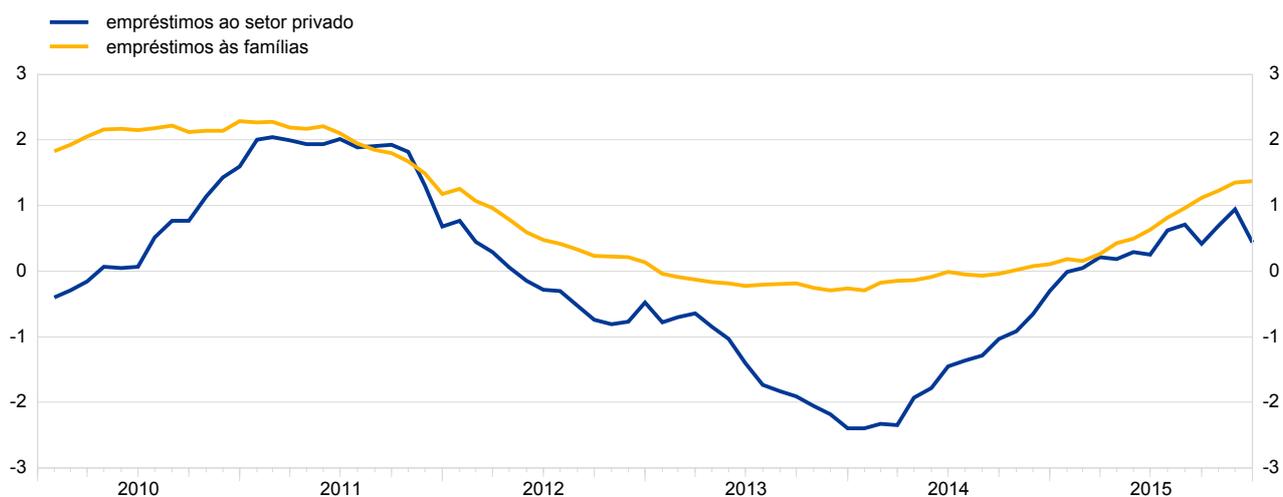
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bélgica	4.3	6.3	5.3	4.1	2.2	3.8	4.3
Alemanha	1.3	0.7	0.7	1.3	1.2	1.5	2.8
Estónia	-0.1	-3.0	-2.2	-2.3	0.4	2.5	3.9
Irlanda	-4.0	-5.4	-3.8	-3.8	-3.9	-3.6	-3.6
Grécia	-3.0	-0.6	-4.3	-4.2	-3.0	-3.0	-2.8
Espanha	-2.9	-0.1	-2.7	-3.8	-4.7	-3.8	-2.2
França	3.5	6.1	4.5	2.5	2.6	1.9	3.5
Itália	1.1	5.0	3.4	-0.5	-1.3	-0.5	0.8
Chipre	1.1	9.1	4.7	1.7	-4.6	-2.7	-1.0
Letónia	-4.5	-	-6.2	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5
Lituânia	-0.4	-5.2	-1.7	-1.5	0.0	1.5	4.9
Luxemburgo	4.3	2.2	5.2	5.6	3.9	4.1	4.9
Malta	5.8	6.5	6.2	4.4	4.3	6.8	6.5
Países Baixos	-0.3	1.6	0.8	-0.4	-1.7	-1.4	-0.7
Áustria	1.1	0.7	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9
Portugal	-2.5	2.1	-2.2	-4.4	-4.1	-3.5	-2.6
Eslovénia	0.7	8.0	1.7	-1.7	-2.8	-1.5	0.6
Eslováquia	11.7	12.5	11.1	10.3	10.3	13.2	13.1
Finlândia	3.9	6.1	5.6	4.9	2.1	1.9	2.7
Área do euro	0.8	2.3	1.2	0.1	-0.3	0.1	1.4
Bulgária	-0.1	0.2	0.3	-0.3	0.4	-1.0	-0.3
República Checa	5.7	7.2	6.4	4.5	5.0	4.5	6.8
Dinamarca	0.4	1.4	0.8	0.6	-1.6	0.2	0.8
Croácia	-1.4	-	-	-1.5	-1.3	-1.0	-1.7
Hungria	-8.7	-4.4	-16.7	-6.0	-5.8	-7.1	-12.0
Polónia	5.4	10.3	2.7	7.0	3.9	4.1	4.6
Roménia	1.5	3.6	4.6	-2.0	-1.4	0.3	4.1
Suécia	6.0	8.0	5.3	4.4	4.9	5.8	7.5
Reino Unido	0.2	-5.6	-0.2	0.6	0.6	2.8	3.3

Fonte: BCE.

1) Os dados dos países da área do euro referem-se a empréstimos concedidos por outras IFM a famílias da área do euro, enquanto os dados dos países da UE não pertencentes à área do euro se referem a empréstimos concedidos a famílias nacionais. Os dados dos países da área do euro são corrigidos de vendas e titularização de empréstimos.

## Gráfico 1.12 Empréstimos de IFM ao setor privado e às famílias<sup>1)</sup>

(taxas de variação homólogas (%) no final de cada mês; dados corrigidos de sazonalidade e de vendas e titularização de empréstimos)



Fonte: BCE.

1) O setor privado refere-se ao setor não monetário da área do euro excluindo as administrações públicas.

## 2. Atividade económica

### 2.1 PIB

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1.7	2.3	0.6	0.2	0.0	1.3	.
Alemanha	1.3	1.6	0.8	0.4	0.3	1.6	1.7
Estónia	3.7	5.7	0.5	5.2	1.6	2.9	.
Irlanda	3.7	5.6	0.6	0.2	1.4	5.2	.
Grécia	0.3	3.5	-4.8	-7.3	-3.2	0.7	.
Espanha	1.7	3.6	-1.3	-2.6	-1.7	1.4	.
França	1.4	2.0	0.5	0.2	0.7	0.2	1.1
Itália	0.2	1.2	-1.4	-2.8	-1.7	-0.4	.
Chipre	1.9	4.2	-1.9	-2.4	-5.9	-2.5	.
Letónia	3.8	6.6	-0.7	4.0	3.0	2.4	.
Lituânia	3.8	6.1	0.5	3.8	3.5	3.0	1.6
Luxemburgo	2.7	3.4	1.7	-0.8	4.3	4.1	.
Malta	2.4	2.4	2.3	2.9	4.0	4.1	.
Países Baixos	1.5	2.5	0.1	-1.1	-0.5	1.0	1.9
Áustria	1.6	2.4	0.4	0.8	0.3	0.4	0.9
Portugal	0.5	1.6	-1.2	-4.0	-1.1	0.9	.
Eslovénia	2.2	4.3	-1.2	-2.7	-1.1	3.0	.
Eslováquia	3.6	5.0	1.3	1.5	1.4	2.5	.
Finlândia	1.7	3.3	-1.0	-1.4	-0.8	-0.7	.
Área do euro	1.2	2.1	-0.2	-0.9	-0.3	0.9	.
Bulgária	3.0	4.8	0.1	0.2	1.3	1.5	.
República Checa	2.5	4.0	0.0	-0.9	-0.5	2.0	.
Dinamarca	1.0	1.7	-0.3	-0.1	-0.2	1.3	.
Croácia	1.5	3.7	-2.2	-2.2	-1.1	-0.4	.
Hungria	2.1	3.4	-0.1	-1.7	1.9	3.7	.
Polónia	3.7	4.2	2.9	1.6	1.3	3.3	.
Roménia	3.3	5.4	0.0	0.6	3.5	3.0	.
Suécia	2.3	3.0	1.1	-0.3	1.2	2.3	.
Reino Unido	2.0	2.6	1.1	1.2	2.2	2.9	2.2
União Europeia	1.5	2.3	0.1	-0.5	0.2	1.4	.
Estados Unidos	2.1	2.6	1.4	2.2	1.5	2.4	2.4
Japão	0.8	1.1	0.3	1.7	1.4	0.0	.

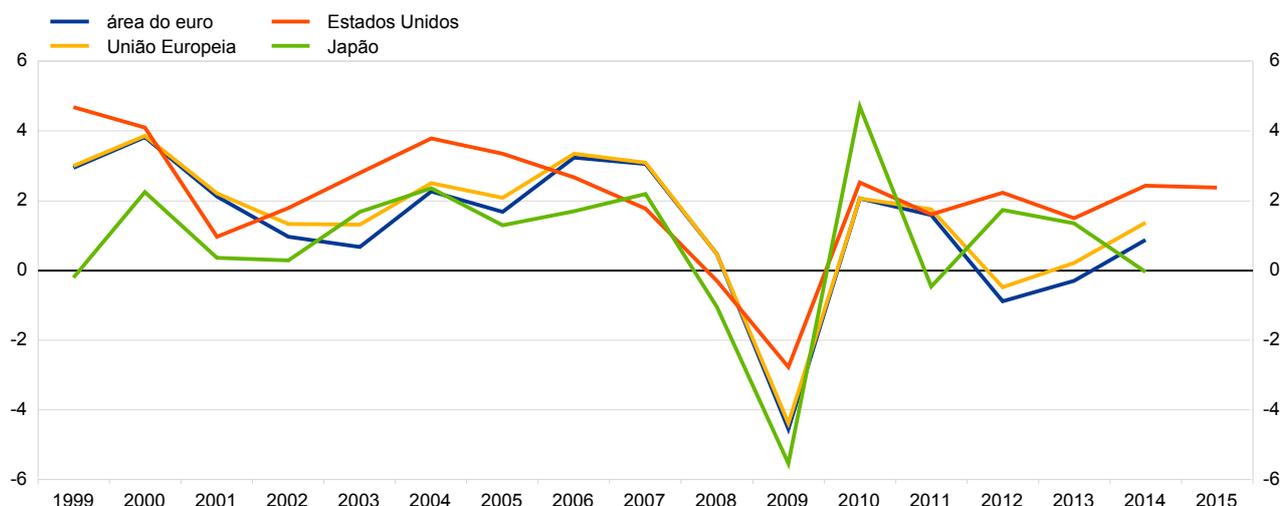
Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados do Luxemburgo e Malta disponíveis a partir de 2001.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

### Gráfico 2.1 PIB

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

## 2. Atividade económica

### 2.2 Consumo privado

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>1)2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1.2	1.4	0.9	0.6	0.9	0.4	.
Alemanha	0.9	0.9	0.9	1.0	0.6	0.9	1.9
Estónia	3.9	6.6	-0.5	4.4	3.8	3.5	.
Irlanda	3.1	5.5	-0.8	-1.0	0.1	2.1	.
Grécia	0.4	3.7	-4.7	-8.0	-2.3	0.5	.
Espanha	1.3	3.3	-1.9	-3.5	-3.1	1.2	.
França	1.6	2.3	0.7	-0.2	0.4	0.6	1.4
Itália	0.2	1.0	-1.1	-3.9	-2.7	0.4	.
Chipre	2.7	5.4	-1.6	-0.8	-5.9	0.6	.
Letónia	3.9	6.5	-0.3	3.2	5.1	2.3	.
Lituânia	4.6	8.1	-1.0	3.6	4.3	4.1	.
Luxemburgo	2.2	2.3	2.0	2.7	0.9	3.7	.
Malta	1.6	1.7	1.5	-0.2	2.0	2.8	.
Países Baixos	0.8	1.6	-0.4	-1.2	-1.4	0.0	1.6
Áustria	1.3	1.8	0.6	0.6	0.1	0.0	0.4
Portugal	0.7	2.0	-1.4	-5.5	-1.2	2.2	.
Eslovénia	1.7	3.1	-0.7	-2.5	-4.1	0.7	.
Eslováquia	2.9	4.6	0.1	-0.4	-0.8	2.3	.
Finlândia	2.2	3.2	0.6	0.3	-0.5	0.6	.
Área do euro	1.0	1.8	-0.3	-1.2	-0.7	0.8	.
Bulgária	4.6	7.3	0.2	3.3	-1.4	2.7	.
República Checa	2.1	3.3	0.2	-1.5	0.7	1.5	.
Dinamarca	0.9	1.7	-0.3	0.4	-0.1	0.5	.
Croácia	1.2	3.5	-2.4	-3.0	-1.8	-0.7	.
Hungria	1.7	3.7	-1.5	-2.2	0.3	1.8	.
Polónia	3.3	4.0	2.1	0.7	0.2	2.5	.
Roménia	4.7	7.9	-0.5	1.2	0.7	3.8	.
Suécia	2.4	2.7	1.8	0.8	1.9	2.2	.
Reino Unido	2.2	3.2	0.5	1.8	1.9	2.5	.
União Europeia	1.4	2.2	0.0	-0.6	-0.1	1.3	.
Estados Unidos	2.5	3.1	1.6	1.5	1.7	2.7	3.1
Japão	0.9	0.9	0.9	2.3	1.7	-0.9	.

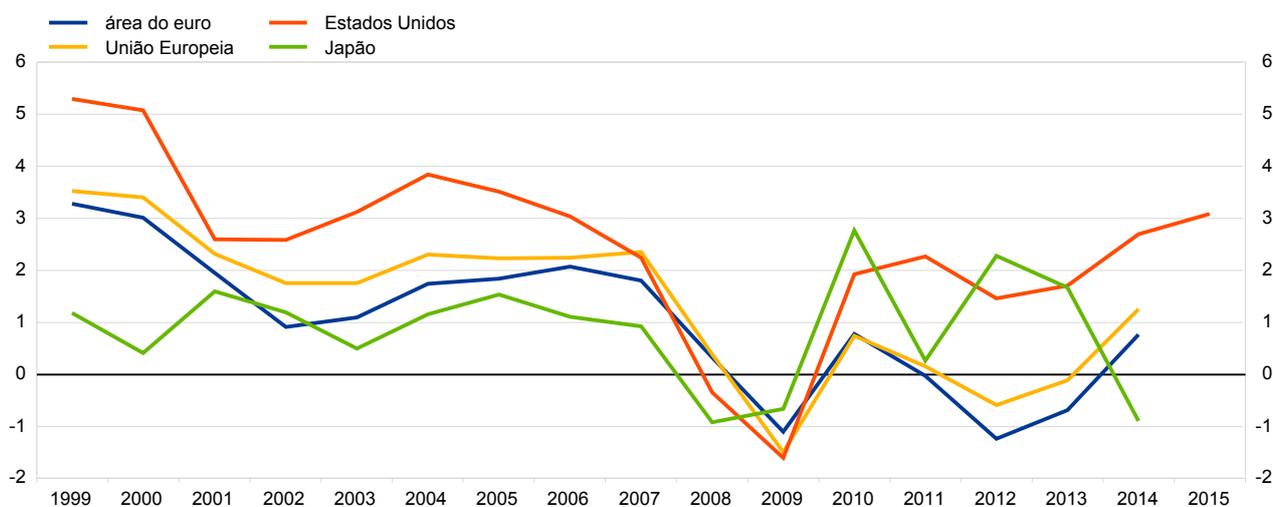
Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados do Luxemburgo e Malta disponíveis a partir de 2001.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

### Gráfico 2.2 Consumo privado

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

## 2. Atividade económica

### 2.3 Consumo público

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1.5	1.9	0.9	1.5	-0.1	0.6	.
Alemanha	1.3	1.0	1.7	1.3	0.8	1.7	2.8
Estónia	2.2	3.0	1.0	3.6	1.5	3.0	.
Irlanda	2.8	5.3	-1.1	-1.2	0.0	4.0	.
Grécia	0.6	3.5	-4.1	-6.0	-6.5	-2.6	.
Espanha	2.9	5.0	-0.4	-4.5	-2.8	0.0	.
França	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.5	1.5
Itália	0.7	1.4	-0.5	-1.4	-0.3	-0.7	.
Chipre	1.6	3.8	-2.0	-3.7	-4.1	-9.0	.
Letónia	1.1	2.8	-1.7	0.3	1.6	4.9	.
Lituânia	0.8	1.4	-0.2	1.3	1.0	1.3	.
Luxemburgo	3.4	3.3	3.4	3.6	3.9	4.5	.
Malta	2.7	2.8	2.7	6.3	0.2	7.8	.
Países Baixos	2.3	3.4	0.6	-1.3	0.1	0.3	0.0
Áustria	1.3	1.7	0.7	0.2	0.6	0.8	1.0
Portugal	0.8	2.2	-1.4	-3.3	-2.0	-0.5	.
Eslovénia	1.8	3.2	-0.5	-2.3	-1.5	-0.1	.
Eslováquia	2.6	3.0	1.9	-2.6	2.2	5.9	.
Finlândia	1.2	1.6	0.4	0.5	1.1	-0.3	.
Área do euro	1.5	2.0	0.6	-0.2	0.2	0.9	.
Bulgária	2.2	4.5	-1.5	-0.5	2.3	0.1	.
República Checa	1.4	2.1	0.5	-1.8	2.4	1.8	.
Dinamarca	1.4	2.0	0.4	0.0	-0.7	0.2	.
Croácia	1.1	2.0	-0.4	-1.0	0.3	-1.9	.
Hungria	1.5	1.9	0.8	-1.5	2.4	2.9	.
Polónia	3.3	4.1	1.9	-0.4	2.2	4.9	.
Roménia	0.4	1.2	-0.8	0.4	-4.6	0.3	.
Suécia	1.0	0.7	1.4	1.1	1.3	1.3	.
Reino Unido	2.2	2.9	1.0	1.8	0.5	2.5	.
União Europeia	1.6	2.1	0.7	0.1	0.3	1.1	.
Estados Unidos	1.1	2.1	-0.3	-0.9	-2.5	-0.5	0.4
Japão	1.8	2.0	1.5	1.7	1.9	0.1	.

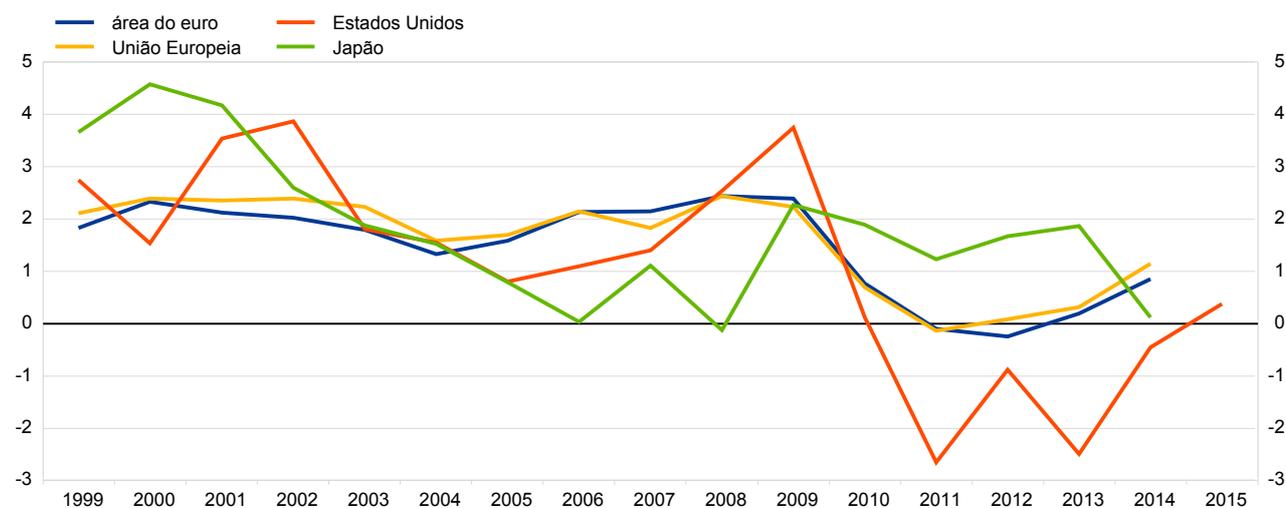
Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados do Luxemburgo e Malta disponíveis a partir de 2001.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

### Gráfico 2.3 Consumo público

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

## 2. Atividade económica

### 2.4 Formação bruta de capital

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1.9	3.6	-0.7	-3.5	-4.7	6.2	.
Alemanha	0.2	0.8	-0.5	-8.2	1.5	2.0	-0.5
Estónia	4.7	7.7	-0.1	18.5	-0.8	5.9	.
Irlanda	2.4	5.1	-2.0	6.8	-5.1	16.5	.
Grécia	-3.3	4.4	-14.9	-24.0	-10.8	9.9	.
Espanha	0.9	5.3	-6.1	-8.1	-3.6	4.8	.
França	1.6	3.4	-0.8	-2.5	0.4	-0.3	1.1
Itália	-0.9	2.4	-6.2	-14.9	-5.3	-4.1	.
Chipre	-0.1	8.3	-12.7	-16.2	-23.5	1.5	.
Letónia	3.8	11.1	-7.3	-1.1	-4.3	-5.5	.
Lituânia	2.7	8.9	-6.7	-12.2	1.8	0.4	.
Luxemburgo	2.9	4.3	1.2	-2.1	-3.0	10.0	.
Malta	0.0	0.9	-1.1	-4.4	1.1	4.9	.
Países Baixos	0.6	2.3	-1.7	-6.2	-5.2	2.7	6.8
Áustria	0.6	1.7	-1.0	-0.3	-2.2	-1.6	-0.8
Portugal	-2.5	0.4	-7.2	-18.1	-5.1	5.5	.
Eslovénia	0.5	6.9	-9.2	-17.5	2.7	5.7	.
Eslováquia	0.9	3.6	-3.4	-14.0	1.5	2.6	.
Finlândia	0.9	3.2	-2.8	-6.4	-4.9	-0.4	.
Área do euro	0.5	2.6	-3.0	-7.5	-1.8	1.3	.
Bulgária	5.8	14.7	-7.6	2.5	-3.3	4.4	.
República Checa	2.2	5.4	-3.1	-4.1	-5.0	4.4	.
Dinamarca	0.8	2.5	-2.0	1.6	0.4	4.6	.
Croácia	1.3	7.9	-8.9	-6.5	-0.4	-4.7	.
Hungria	0.2	2.2	-3.1	-7.2	3.8	11.3	.
Polónia	3.5	4.7	1.6	-3.9	-5.8	12.6	.
Roménia	5.5	12.2	-4.7	-4.8	0.5	3.2	.
Suécia	3.0	4.3	0.8	-5.0	1.6	8.0	.
Reino Unido	1.7	1.1	2.8	2.1	8.4	6.7	.
União Europeia	0.8	2.6	-2.1	-6.0	-0.4	2.7	.
Estados Unidos	1.6	1.9	1.6	6.9	2.7	4.3	4.4
Japão	-0.8	-0.7	-1.1	4.5	1.4	2.4	.

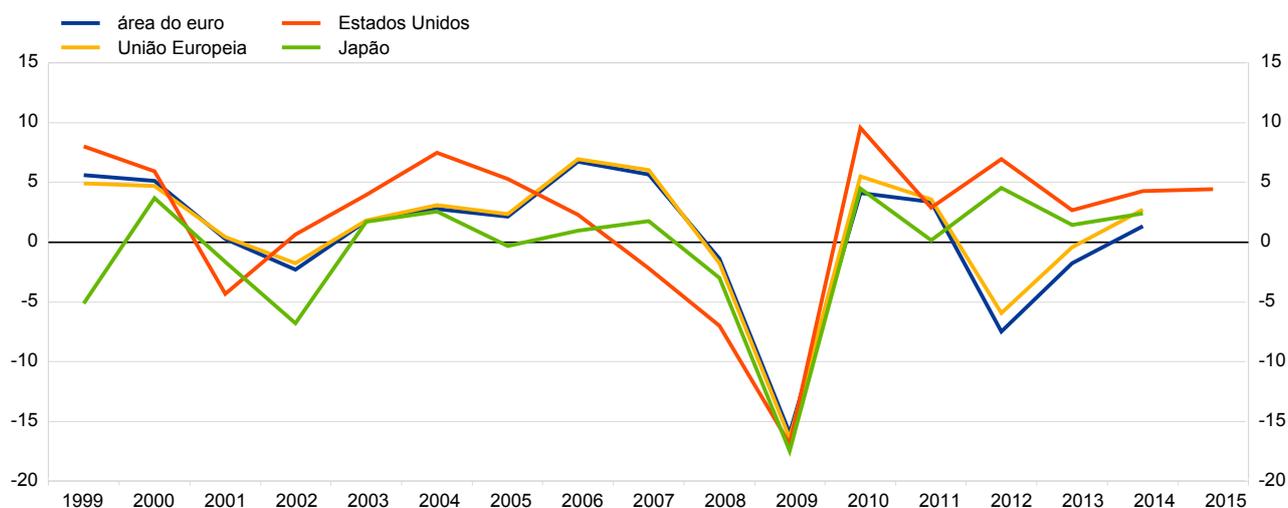
Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados do Luxemburgo e Malta disponíveis a partir de 2001.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

### Gráfico 2.4 Formação bruta de capital

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

## 2. Atividade económica

### 2.5 Exportações de bens e serviços

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>(1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3.8	4.6	2.5	1.8	1.6	5.4	.
Alemanha	5.4	7.2	2.8	2.8	1.6	4.0	5.4
Estónia	6.5	7.0	5.6	6.2	4.7	1.8	.
Irlanda	6.5	8.0	3.9	2.1	2.5	12.1	.
Grécia	4.3	7.5	-0.9	1.2	2.2	7.5	.
Espanha	3.7	4.5	2.5	1.1	4.3	5.1	.
França	3.2	3.8	2.3	2.5	1.7	2.4	5.9
Itália	2.0	2.9	0.4	2.3	0.8	3.1	.
Chipre	1.4	1.8	0.7	-1.1	1.8	-0.5	.
Letónia	6.7	8.4	4.0	9.8	1.1	3.1	.
Lituânia	8.7	9.6	7.1	12.2	9.6	3.0	.
Luxemburgo	4.8	6.8	2.3	0.2	6.9	6.8	.
Malta	4.7	6.2	2.7	6.7	0.8	0.0	.
Países Baixos	4.3	5.3	2.7	3.8	2.1	4.0	4.2
Áustria	4.1	6.2	1.3	1.7	0.8	2.1	1.8
Portugal	4.0	4.4	3.2	3.4	7.0	3.9	.
Eslovénia	5.9	8.8	1.2	0.6	3.1	5.8	.
Eslováquia	9.5	12.6	4.4	9.3	6.2	3.6	.
Finlândia	3.6	7.1	-2.1	1.2	1.1	-0.9	.
Área do euro	4.2	5.5	2.1	2.6	2.1	4.1	.
Bulgária	3.8	3.7	4.0	0.8	9.2	-0.1	.
República Checa	8.7	11.4	4.3	4.3	0.0	8.9	.
Dinamarca	3.7	5.7	0.6	0.6	0.9	3.1	.
Croácia	4.2	6.5	0.5	-0.1	3.1	7.3	.
Hungria	9.0	13.0	2.8	-1.8	6.4	7.6	.
Polónia	7.4	8.8	5.1	4.6	6.1	6.4	.
Roménia	9.8	10.9	8.2	1.0	19.7	8.6	.
Suécia	3.9	5.7	0.9	1.0	-0.8	3.5	.
Reino Unido	3.1	4.4	0.9	0.7	1.2	1.2	.
União Europeia	4.3	5.7	2.1	2.3	2.2	4.1	.
Estados Unidos	3.7	4.4	2.8	3.4	2.8	3.4	1.1
Japão	4.1	6.3	0.5	-0.2	1.2	8.3	.

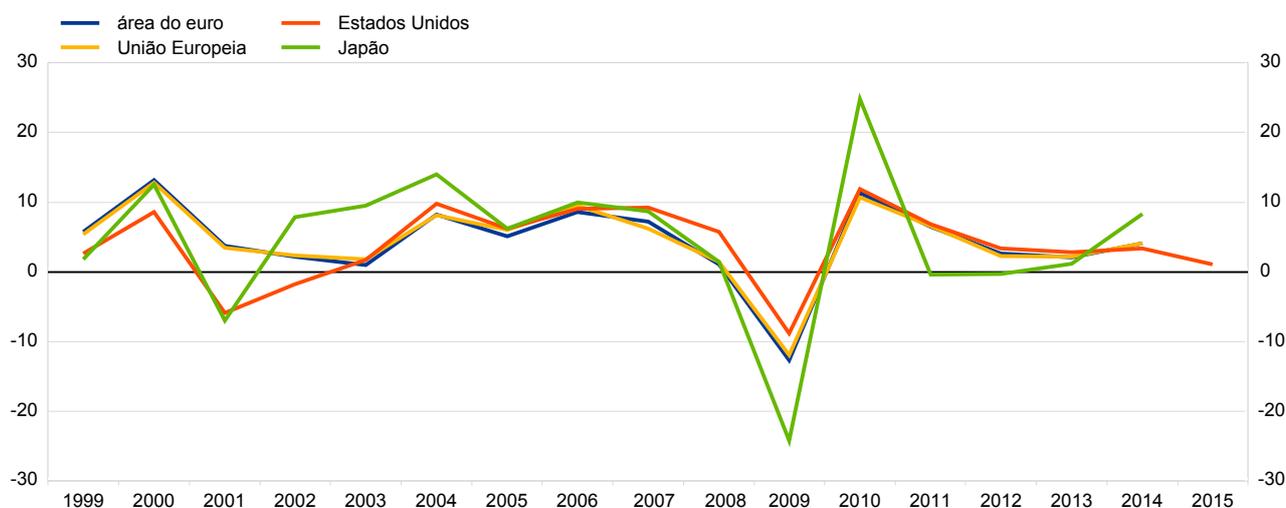
Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados do Luxemburgo e Malta disponíveis a partir de 2001.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

### Gráfico 2.5 Exportações de bens e serviços

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

## 2. Atividade económica

### 2.6 Importações de bens e serviços

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>(1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3.7	4.4	2.5	1.4	0.8	5.9	.
Alemanha	4.5	5.6	3.0	-0.3	3.1	3.7	5.7
Estónia	6.8	8.4	4.0	11.7	4.5	1.4	.
Irlanda	5.7	7.5	2.6	2.9	0.0	14.7	.
Grécia	1.9	7.2	-6.5	-9.1	-1.9	7.7	.
Espanha	3.0	6.3	-2.4	-6.2	-0.3	6.4	.
França	4.1	5.2	2.5	0.7	1.7	3.8	6.4
Itália	1.6	3.5	-1.6	-8.1	-2.5	2.9	.
Chipre	1.7	4.6	-3.1	-4.4	-3.0	2.0	.
Letónia	5.4	8.8	-0.1	5.4	-0.2	0.8	.
Lituânia	7.8	11.0	2.6	6.6	9.3	2.9	.
Luxemburgo	5.3	7.2	2.7	1.5	5.7	8.0	.
Malta	4.0	5.6	1.9	5.2	-0.8	-0.1	.
Países Baixos	4.1	5.3	2.4	2.7	0.9	4.0	4.9
Áustria	3.4	4.9	1.2	1.1	0.0	1.3	1.6
Portugal	2.2	4.0	-0.7	-6.3	4.7	7.2	.
Eslovénia	4.7	8.4	-1.3	-3.7	1.7	4.0	.
Eslováquia	7.2	10.2	2.3	2.5	5.1	4.3	.
Finlândia	4.0	7.0	-0.7	1.6	0.5	0.0	.
Área do euro	3.8	5.4	1.1	-1.0	1.3	4.5	.
Bulgária	7.3	12.0	-0.2	4.5	4.9	1.5	.
República Checa	8.0	10.9	3.5	2.7	0.1	9.8	.
Dinamarca	4.1	6.5	0.1	1.8	1.1	3.3	.
Croácia	3.3	7.3	-3.1	-3.0	3.1	4.3	.
Hungria	7.9	12.0	1.5	-3.5	6.3	8.5	.
Polónia	6.0	7.9	2.8	-0.3	1.7	10.0	.
Roménia	10.6	16.0	2.3	-1.8	8.8	8.9	.
Suécia	3.8	5.0	1.7	0.5	-0.1	6.3	.
Reino Unido	3.5	5.0	1.2	2.9	2.8	2.4	.
União Europeia	4.0	5.7	1.2	-0.3	1.6	4.7	.
Estados Unidos	3.9	5.1	2.1	2.2	1.1	3.8	5.0
Japão	3.3	3.8	2.4	5.3	3.1	7.2	.

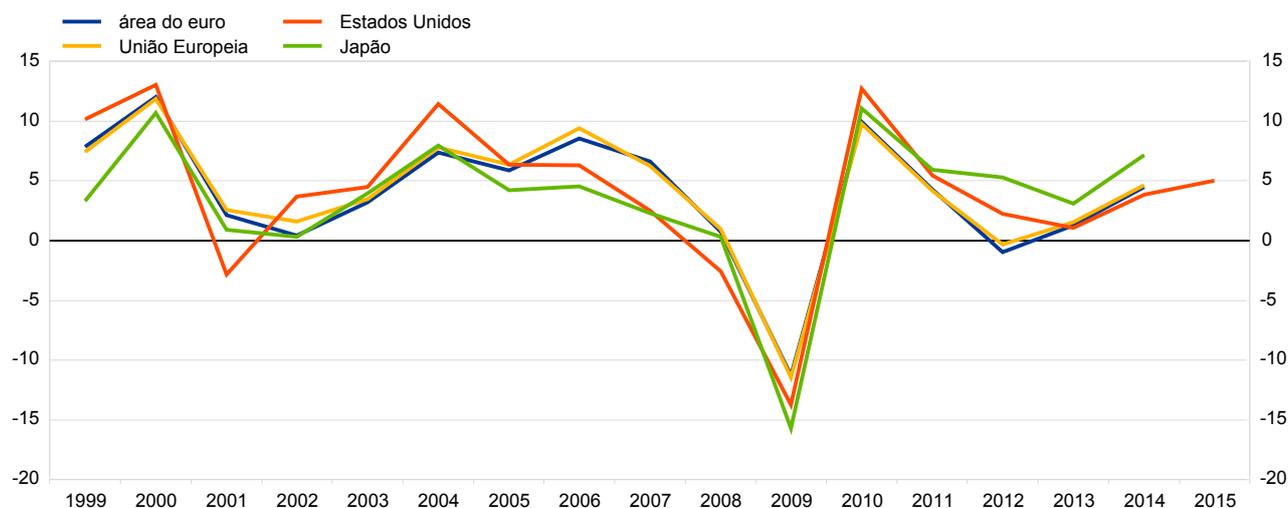
Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados do Luxemburgo e Malta disponíveis a partir de 2001.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

### Gráfico 2.6 Importações de bens e serviços

(volumes encadeados; taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

## 2. Atividade económica

### 2.7 PIB nominal

(preços correntes; EUR mil milhões)

	1999-2015 <sup>(1,2)</sup>	1999-2008 <sup>(1)</sup>	2009-2015 <sup>(2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	327.2	296.2	379.0	387.4	392.7	400.6	.
Alemanha	2 476.0	2 283.0	2 751.6	2 754.9	2 820.8	2 915.7	3 026.6
Estónia	12.8	10.2	17.1	18.0	19.0	20.0	.
Irlanda	159.6	150.0	175.5	174.8	179.4	189.0	.
Grécia	192.7	186.3	203.3	191.2	180.4	177.6	.
Espanha	927.2	849.0	1 057.6	1 042.9	1 031.3	1 041.2	.
França	1 850.8	1 694.7	2 073.7	2 086.9	2 116.6	2 132.4	2 183.3
Itália	1 489.7	1 418.1	1 608.9	1 614.7	1 606.9	1 613.9	.
Chipre	15.6	13.8	18.7	19.5	18.1	17.4	.
Letónia	16.3	13.5	20.8	22.0	22.8	23.6	.
Lituânia	24.8	19.3	32.6	33.3	35.0	36.4	37.2
Luxemburgo	34.6	29.2	42.8	43.6	46.5	48.9	.
Malta	5.9	5.1	7.1	7.2	7.7	8.1	.
Países Baixos	574.7	524.2	646.9	645.2	650.9	662.8	677.8
Áustria	272.1	242.9	313.7	317.1	322.9	329.3	337.1
Portugal	159.2	150.4	173.9	168.4	170.3	173.4	.
Eslovénia	31.1	27.9	36.4	36.0	35.9	37.3	.
Eslováquia	49.2	36.4	70.6	72.4	73.8	75.6	.
Finlândia	172.2	158.3	195.5	199.8	202.7	205.2	.
Área do euro	8 724.2	8 107.7	9 751.8	9 835.2	9 933.5	10 108.1	.
Bulgária	29.0	22.1	40.4	41.7	41.9	42.8	.
República Checa	121.7	100.6	156.8	160.7	156.9	154.7	.
Dinamarca	219.6	202.8	247.8	252.9	255.2	260.6	.
Croácia	38.4	34.6	44.2	43.9	43.5	43.0	.
Hungria	86.0	77.9	99.6	99.1	101.3	104.2	.
Polónia	312.1	257.9	375.3	389.6	394.7	410.8	.
Roménia	96.0	72.8	134.6	133.5	144.2	150.2	.
Suécia	338.6	304.3	395.7	423.4	435.8	430.7	.
Reino Unido	1 876.1	1 831.7	1 950.1	2 054.3	2 043.2	2 254.7	.
União Europeia	11 816.0	10 988.4	13 195.4	13 433.2	13 549.9	13 958.4	.
Estados Unidos	11 049.8	10 584.4	11 825.5	12 574.2	12 546.4	13 058.4	16 167.3
Japão	3 947.7	3 934.3	3 970.1	4 637.8	3 694.8	3 470.5	.

Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados da Croácia, Luxemburgo e Malta disponíveis a partir de 2000 e da Polónia a partir de 2002.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

## 2. Atividade económica

### 2.8 PIB per capita

(preços correntes; PPC<sup>1)</sup> em EUR milhares)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	28.5	26.7	31.7	32.2	32.4	32.4	33.0
Alemanha	28.7	26.3	32.9	33.5	34.0	34.3	35.3
Estónia	14.4	12.1	18.6	18.7	19.6	20.4	20.7
Irlanda	32.3	30.6	35.4	35.6	35.6	36.5	37.6
Grécia	20.7	20.4	21.8	20.8	19.8	19.9	20.0
Espanha	23.3	22.1	25.8	25.4	25.2	25.4	25.6
França	26.2	24.7	28.8	29.1	29.1	29.3	30.0
Itália	25.6	24.8	27.3	27.7	27.3	27.1	27.0
Chipre	23.0	21.6	25.9	25.8	25.4	24.2	23.7
Letónia	12.8	11.3	15.6	15.1	16.3	17.2	17.6
Lituânia	13.2	10.6	17.7	17.6	18.8	20.0	20.6
Luxemburgo	62.4	57.3	69.8	70.9	71.1	72.7	75.0
Malta	19.9	18.3	22.8	22.6	23.0	23.9	24.1
Países Baixos	32.3	30.3	36.2	36.2	36.2	36.4	36.7
Áustria	30.3	28.2	34.1	34.4	35.0	35.2	35.6
Portugal	18.8	17.5	21.2	21.0	20.6	21.6	21.9
Eslovénia	20.7	19.8	22.5	22.2	22.2	22.4	23.1
Eslováquia	13.6	10.2	19.7	19.6	20.1	20.7	21.4
Finlândia	27.6	25.8	31.0	31.4	31.3	31.3	30.8
Área do euro	25.9	24.3	28.9	29.1	29.1	29.3	29.8
Bulgária	9.3	7.7	12.1	12.2	12.4	12.5	12.8
República Checa	19.0	17.3	22.1	22.3	22.3	22.6	23.4
Dinamarca	30.0	27.9	33.5	33.8	34.3	34.5	35.0
Croácia	14.3	13.1	16.2	16.0	16.4	16.6	16.4
Hungria	14.8	13.2	17.6	17.6	17.6	18.3	19.0
Polónia	13.2	11.0	16.9	17.4	18.0	18.4	18.8
Roménia	9.7	7.5	13.8	13.7	14.3	14.9	15.0
Suécia	30.1	28.1	33.7	34.1	34.2	34.8	34.8
Reino Unido	27.8	26.9	29.5	28.5	29.3	30.2	30.6
União Europeia	23.9	22.2	26.9	26.9	27.1	27.5	28.0
Estados Unidos	36.4	34.7	39.4	38.8	40.0	41.0	41.9
Japão	25.4	24.4	27.1	26.8	27.8	28.2	28.0

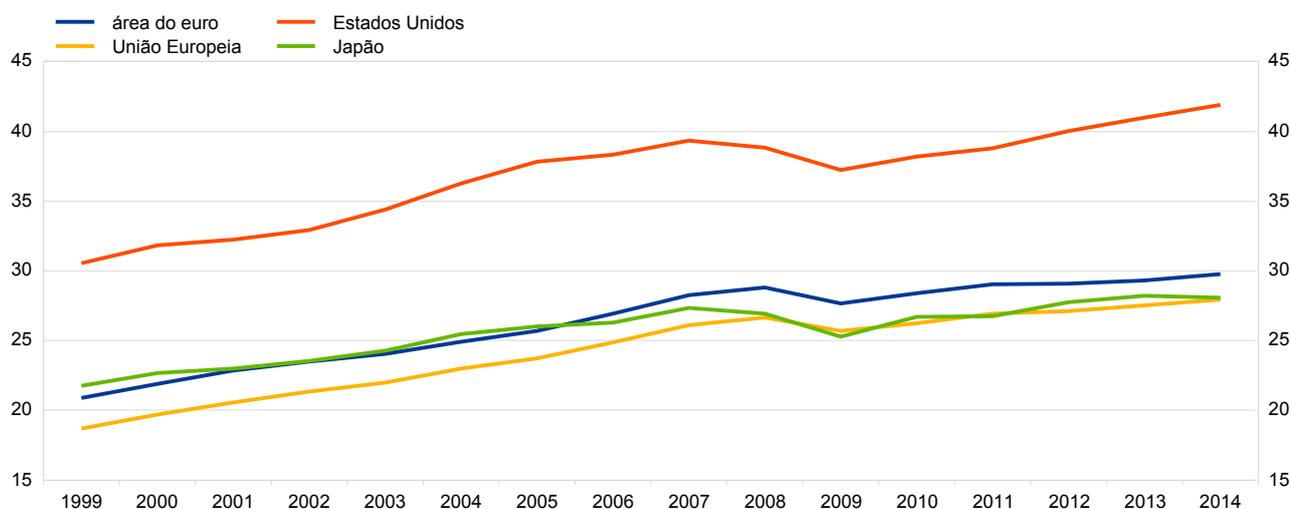
Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) PIB em Padrões de Poder de Compra em euros, calculado com base em taxas de PPC relativamente à área do euro (Euro 19 = 1).

2) Dados do Luxemburgo e Croácia disponíveis a partir de 2000.

### Gráfico 2.8 PIB per capita

(preços correntes; PPC<sup>1)</sup> em EUR milhares)



Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) PIB em Padrões de Poder de Compra em euros, calculado com base em taxas de PPC relativamente à área do euro (Euro 19 = 1).

## 2. Atividade económica

### 2.9 Emprego

(pessoas empregadas; taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	0.9	1.1	0.4	0.4	-0.4	0.3	.
Alemanha	0.7	0.6	0.7	1.2	0.6	0.9	0.8
Estónia	0.0	0.6	-1.0	1.6	1.2	0.8	.
Irlanda	1.4	3.4	-1.8	-0.6	2.4	1.7	.
Grécia	-0.5	1.2	-3.3	-6.3	-3.6	0.1	.
Espanha	1.0	3.4	-2.8	-4.1	-2.9	0.9	.
França	0.7	1.1	0.1	0.3	0.0	0.3	.
Itália	0.5	1.3	-0.7	-0.3	-1.8	0.1	.
Chipre	1.1	2.7	-1.5	-3.2	-6.0	-1.1	.
Letónia	-0.4	1.7	-3.0	1.4	2.3	-1.3	.
Lituânia	-0.8	-0.5	-1.3	1.8	1.3	2.0	.
Luxemburgo	2.9	3.6	2.1	2.4	1.8	2.5	.
Malta	1.6	0.9	2.7	2.5	3.7	5.0	.
Países Baixos	0.7	1.3	-0.2	-0.2	-0.9	-0.2	0.8
Áustria	1.0	1.1	0.7	1.1	0.5	0.9	.
Portugal	-0.5	0.4	-2.0	-4.1	-2.9	1.4	.
Eslovénia	0.3	1.2	-1.2	-0.9	-1.4	0.6	.
Eslováquia	0.3	0.6	-0.2	0.1	-0.8	1.4	.
Finlândia	0.8	1.6	-0.4	0.9	-0.7	-0.9	.
Área do euro	0.4	1.1	-0.5	-0.4	-0.7	0.6	.
Bulgária	-0.1	1.0	-1.7	-2.5	-0.4	0.4	.
República Checa	0.1	0.4	-0.3	0.4	0.3	0.6	.
Dinamarca	0.2	0.8	-0.8	-0.6	0.1	0.8	.
Croácia	0.8	3.0	-2.0	-3.7	-2.6	2.7	.
Hungria	0.2	0.1	0.5	0.1	0.9	4.6	.
Polónia	0.6	1.0	0.0	0.1	-0.1	1.7	.
Roménia	-1.5	-1.6	-1.3	-4.8	-0.9	0.8	.
Suécia	0.9	1.1	0.6	0.7	1.0	1.4	.
Reino Unido	0.9	1.0	0.6	1.1	1.2	2.3	.
União Europeia	0.4	0.9	-0.3	-0.4	-0.3	1.0	.
Estados Unidos	0.7	1.0	0.1	1.8	1.0	1.6	.
Japão	-0.3	-0.2	-0.3	0.0	0.6	0.6	.

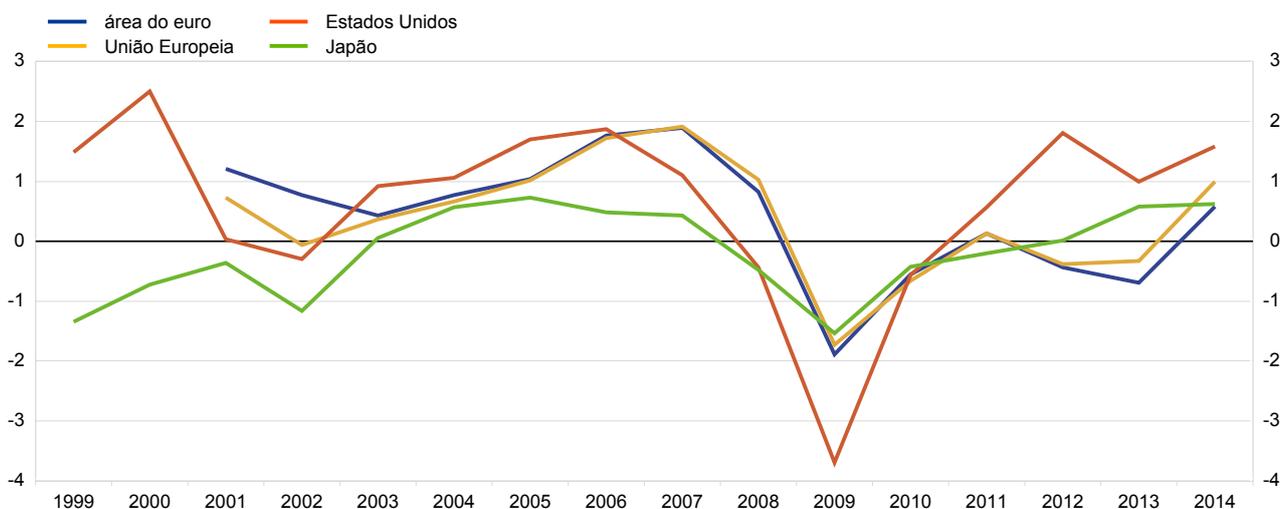
Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados da área do euro, União Europeia, Hungria, Letónia, Luxemburgo e Polónia disponíveis a partir de 2001.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

### Gráfico 2.9 Emprego

(pessoas empregadas; taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

## 2. Atividade económica

### 2.10 Produtividade do trabalho

(por pessoas empregadas; taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>(1,2)</sup>	1999-2008 <sup>(1)</sup>	2009-2015 <sup>(2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	0.8	1.1	0.2	-0.2	0.4	1.0	.
Alemanha	0.6	1.0	0.1	-0.7	-0.3	0.7	0.9
Estónia	3.7	5.1	1.5	3.4	0.3	2.1	.
Irlanda	2.3	2.2	2.4	0.7	-0.9	3.4	.
Grécia	0.8	2.2	-1.6	-1.1	0.4	0.5	.
Espanha	0.7	0.1	1.6	1.5	1.3	0.4	.
França	0.7	1.0	0.3	-0.1	0.7	-0.2	.
Itália	-0.3	0.0	-0.7	-2.5	0.0	-0.5	.
Chipre	0.7	1.4	-0.4	0.8	0.1	-1.4	.
Letónia	4.2	5.5	2.4	2.5	0.7	3.8	.
Lituânia	4.7	6.6	1.6	2.0	2.2	1.0	.
Luxemburgo	-0.3	-0.2	-0.4	-3.2	2.5	1.5	.
Malta	0.6	1.2	-0.3	0.4	0.2	-0.9	.
Países Baixos	0.8	1.2	0.2	-0.9	0.4	1.2	1.1
Áustria	0.7	1.3	-0.3	-0.3	-0.1	-0.5	.
Portugal	1.0	1.2	0.8	0.1	1.8	-0.5	.
Eslovénia	1.9	3.1	0.1	-1.8	0.3	2.5	.
Eslováquia	3.3	4.4	1.4	1.5	2.2	1.1	.
Finlândia	0.8	1.7	-0.6	-2.3	-0.4	0.4	.
Área do euro	0.5	0.7	0.3	-0.4	0.4	0.3	.
Bulgária	3.0	3.8	1.8	2.8	1.7	1.2	.
República Checa	2.4	3.6	0.3	-1.3	-0.8	1.4	.
Dinamarca	0.8	0.9	0.6	0.6	-0.4	0.4	.
Croácia	0.6	1.2	-0.2	1.5	1.6	-3.0	.
Hungria	1.8	3.3	-0.6	-1.8	0.9	-1.1	.
Polónia	2.8	2.6	2.9	1.4	1.3	1.6	.
Roménia	4.9	7.1	1.3	5.7	4.4	2.2	.
Suécia	1.4	1.9	0.4	-1.0	0.3	0.9	.
Reino Unido	1.1	1.5	0.3	0.1	1.0	0.6	.
União Europeia	0.8	1.1	0.4	-0.1	0.6	0.4	.
Estados Unidos	1.4	1.5	1.1	0.4	0.5	0.8	.
Japão	0.9	1.3	0.4	1.7	0.8	-0.6	.

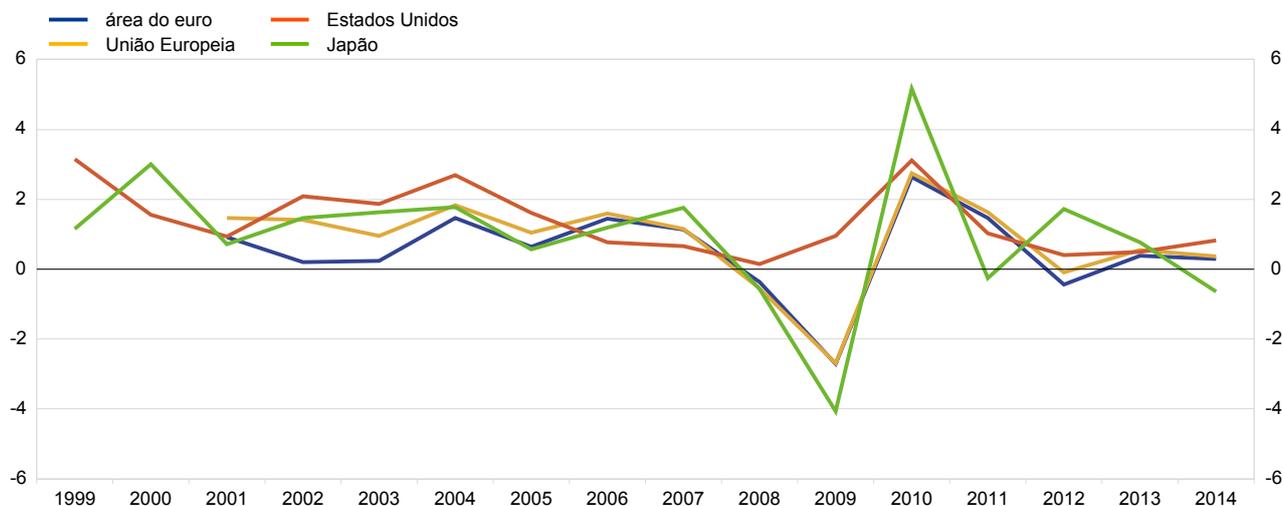
Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados da Croácia, área do euro, União Europeia, Luxemburgo e Malta disponíveis a partir de 2001 e da Polónia a partir de 2003.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

### Gráfico 2.10 Produtividade do trabalho

(por pessoas empregadas; taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

## 2. Atividade económica

### 2.11 Desemprego

(percentagem da população ativa)

	1999-2015 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	7.8	7.7	8.0	7.6	8.4	8.5	8.3
Alemanha	7.7	9.1	5.8	5.4	5.2	5.0	4.6
Estónia	10.1	9.3	11.4	10.0	8.6	7.4	.
Irlanda	8.0	4.7	12.7	14.7	13.1	11.3	9.4
Grécia	13.7	10.0	19.8	24.5	27.5	26.5	.
Espanha	15.5	10.7	22.4	24.8	26.1	24.5	22.1
França	9.2	8.9	9.8	9.8	10.3	10.3	10.4
Itália	9.0	8.2	10.3	10.7	12.1	12.7	11.9
Chipre	7.4	4.3	11.3	11.8	15.9	16.1	15.6
Letónia	12.3	10.9	14.4	15.1	11.9	10.8	9.9
Lituânia	11.9	11.0	13.2	13.4	11.8	10.7	9.1
Luxemburgo	4.3	3.6	5.4	5.1	5.9	6.0	6.1
Malta	6.7	7.0	6.3	6.3	6.4	5.8	5.3
Países Baixos	5.0	4.4	6.0	5.8	7.3	7.4	6.9
Áustria	4.9	4.7	5.2	4.9	5.4	5.6	5.7
Portugal	9.8	7.3	13.5	15.8	16.4	14.1	12.6
Eslovénia	7.1	6.1	8.5	8.9	10.1	9.7	9.1
Eslováquia	14.9	16.0	13.3	14.0	14.2	13.2	11.5
Finlândia	8.4	8.5	8.3	7.7	8.2	8.7	9.4
Área do euro	9.5	8.6	10.8	11.4	12.0	11.6	10.9
Bulgária	11.6	12.4	10.6	12.3	13.0	11.4	9.4
República Checa	7.0	7.3	6.5	7.0	7.0	6.1	5.1
Dinamarca	5.5	4.5	6.9	7.5	7.0	6.5	6.1
Croácia	13.7	13.1	14.6	16.0	17.3	17.3	16.6
Hungria	7.9	6.6	10.2	11.0	10.1	7.7	.
Polónia	12.9	15.5	9.2	10.1	10.4	9.0	7.5
Roménia	7.1	7.2	6.9	6.8	7.1	6.8	6.8
Suécia	7.1	6.5	8.0	8.0	8.0	7.9	7.4
Reino Unido	6.1	5.2	7.5	7.9	7.6	6.1	.
União Europeia	9.1	8.5	9.9	10.5	10.9	10.2	9.4
Estados Unidos	6.2	5.0	7.8	8.1	7.4	6.2	5.3
Japão	4.5	4.6	4.3	4.3	4.0	3.6	3.4

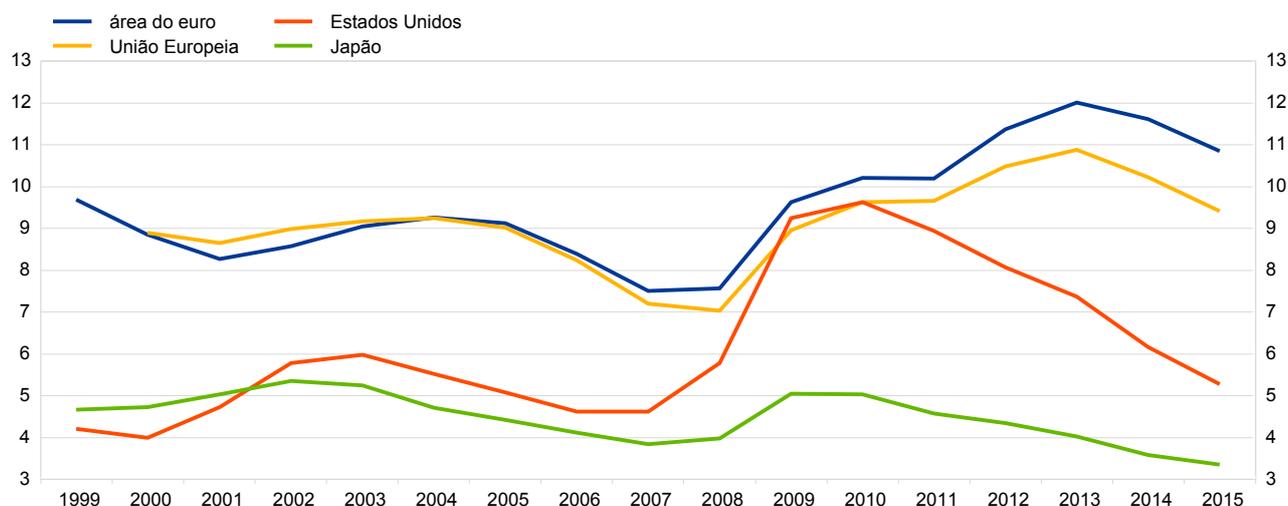
Fonte: Eurostat.

1) Dados da Bulgária, Croácia, Chipre, Estónia, Malta e União Europeia disponíveis a partir de 2000.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014

### Gráfico 2.11 Desemprego

(percentagem da população ativa)



Fonte: Eurostat.

## 2. Atividade económica

### 2.12 Dívida das famílias<sup>1)</sup> (percentagens do PIB)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	46.3	41.4	54.5	54.1	55.2	56.2	58.4
Alemanha	63.5	67.3	57.3	56.9	56.4	55.5	54.4
Estónia	33.2	25.4	46.1	45.6	42.1	39.8	38.9
Irlanda	87.2	76.6	101.3	102.7	99.3	93.8	83.8
Grécia	40.8	28.3	61.6	63.7	64.6	65.2	63.5
Espanha	68.3	61.4	79.8	81.8	80.4	76.7	72.4
França	45.1	39.4	54.7	54.8	55.2	55.6	56.1
Itália	34.8	29.7	43.4	43.8	43.9	43.5	42.9
Chipre	97.8	83.0	122.4	122.4	124.8	125.8	128.6
Letónia	36.7	34.6	38.4	40.5	33.3	29.8	26.6
Lituânia	23.1	19.6	25.9	25.8	23.7	22.4	21.5
Luxemburgo	49.5	44.3	55.7	54.3	56.1	55.3	56.7
Malta	54.4	48.3	59.4	59.5	59.8	59.0	59.3
Países Baixos	106.3	100.0	116.8	118.3	118.3	114.8	112.5
Áustria	50.2	48.6	52.8	53.5	52.1	51.2	51.4
Portugal	78.8	72.9	88.6	90.5	90.7	86.0	81.5
Eslovénia	25.9	21.3	29.7	30.0	30.9	30.0	28.5
Eslováquia	16.5	10.0	27.4	26.5	27.8	29.7	31.6
Finlândia	49.2	41.2	62.5	61.3	63.6	64.2	65.5
Área do euro	58.3	55.1	63.8	64.2	63.9	62.7	61.9
Bulgária	16.8	11.8	24.4	24.0	23.3	23.2	22.6
República Checa	20.4	14.4	30.3	30.1	31.1	31.5	31.3
Dinamarca	117.6	105.9	137.2	138.8	136.6	134.6	132.3
Croácia	34.1	29.0	40.9	41.5	41.2	40.4	40.4
Hungria	24.0	18.3	33.5	37.6	31.8	28.2	25.9
Polónia	26.6	18.8	34.3	35.1	34.1	35.1	35.6
Roménia	12.7	7.9	20.7	21.5	20.6	19.2	18.1
Suécia	65.2	56.6	79.7	78.0	80.5	82.3	83.6
Reino Unido	86.4	83.2	91.7	91.7	90.6	87.8	86.0
União Europeia	-	-	-	-	-	-	-
Estados Unidos	84.8	84.2	85.8	85.7	82.7	81.0	80.0
Japão	68.3	69.5	66.3	66.4	65.7	66.2	66.0

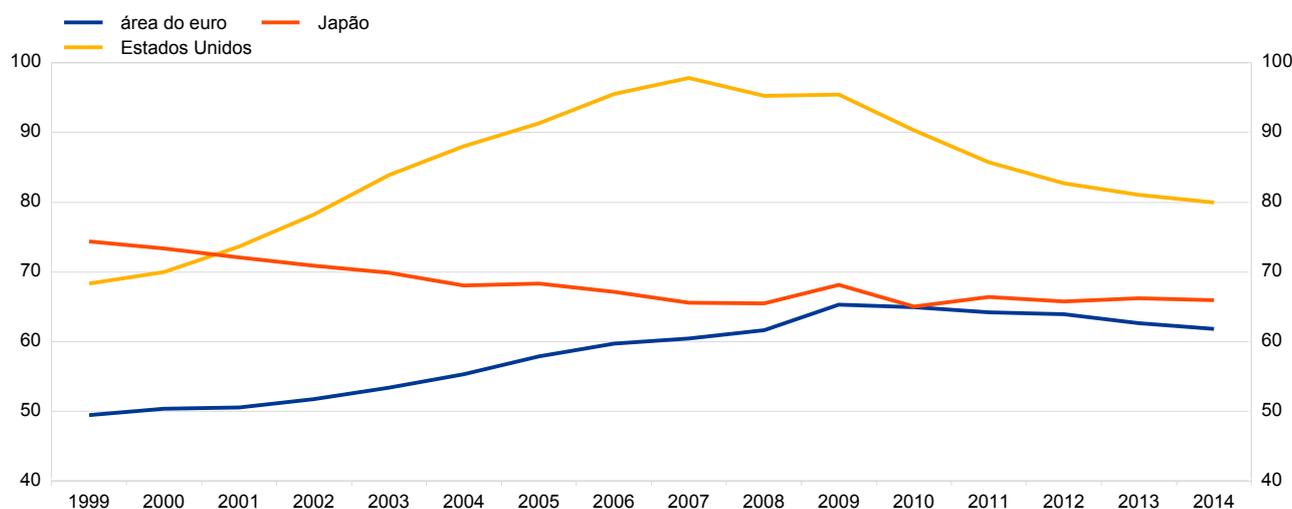
Fontes: BCE, Eurostat, departamento de análise económica dos Estados Unidos (US Bureau of Economic Analysis), Federal Reserve Board e Banco do Japão.

1) Definida como saldos de empréstimos recebidos pelas famílias.

2) Os dados da União Europeia não estão disponíveis. Dados da Bulgária disponíveis a partir de 2000, da Grécia a partir de 1999, da Croácia a partir de 2001, da Irlanda a partir de 2001, da Lituânia a partir de 2004, do Luxemburgo a partir de 2002, de Malta a partir de 2004, da Letónia a partir de 2004, da Polónia a partir de 2003 e da Eslovénia a partir de 2004.

### Gráfico 2.12 Dívida das famílias

(percentagens do PIB)



Fontes: BCE, Eurostat, departamento de análise económica dos Estados Unidos (US Bureau of Economic Analysis), Federal Reserve Board e Banco do Japão.

## 2. Atividade económica

### 2.13 Rácio de poupança das famílias

(percentagens do rendimento disponível corrigido<sup>1)</sup>)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	15.3	16.0	14.1	13.6	13.5	12.3	12.6
Alemanha	16.3	16.1	16.6	16.5	16.4	16.4	16.8
Estónia	4.3	1.1	9.5	10.2	7.1	8.9	8.2
Irlanda	7.5	6.8	8.8	8.4	8.3	6.1	5.0
Grécia	-	-	-	-	-	-	-
Espanha	9.8	9.5	10.4	10.8	8.8	10.0	9.6
França	15.0	14.9	15.1	15.2	14.7	14.3	14.8
Itália	13.0	14.2	11.1	10.7	9.4	11.3	10.8
Chipre	5.4	7.9	1.3	5.4	0.6	-4.1	-10.8
Letónia	2.0	2.3	1.6	-3.2	-3.8	-3.0	-0.8
Lituânia	3.3	2.8	3.6	4.8	1.6	1.8	0.1
Luxemburgo	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Países Baixos	13.0	12.4	13.8	13.1	13.8	14.2	14.8
Áustria	15.0	15.6	14.1	13.3	14.5	12.9	13.3
Portugal	8.9	9.5	8.1	7.5	7.7	7.8	5.9
Eslovénia	14.3	16.0	13.1	12.7	10.9	13.4	14.1
Eslováquia	8.1	7.9	8.3	8.1	7.1	8.3	9.3
Finlândia	8.5	8.5	8.6	8.1	7.8	8.4	7.0
Área do euro	13.5	13.8	13.0	12.8	12.4	12.7	12.7
Bulgária	-8.4	-10.8	-3.7	-3.0	-8.2	-0.2	-
República Checa	11.4	11.3	11.6	11.1	11.3	10.8	10.9
Dinamarca	6.1	5.3	7.4	7.8	7.5	7.9	4.4
Croácia	9.6	7.9	11.6	11.7	12.1	10.5	11.8
Hungria	9.5	9.6	9.4	9.7	8.2	9.3	10.2
Polónia	5.0	6.8	3.0	1.5	1.5	2.5	1.9
Roménia	-	-	-	-	-	-	-
Suécia	12.1	9.6	16.2	15.4	17.9	17.6	17.7
Reino Unido	8.3	8.2	8.5	9.1	8.7	6.3	5.4
União Europeia	11.6	11.7	11.4	11.1	11.0	11.0	10.3
Estados Unidos	7.9	7.2	9.0	9.2	10.7	7.9	8.1
Japão	9.2	10.1	7.9	9.2	7.7	6.5	5.8

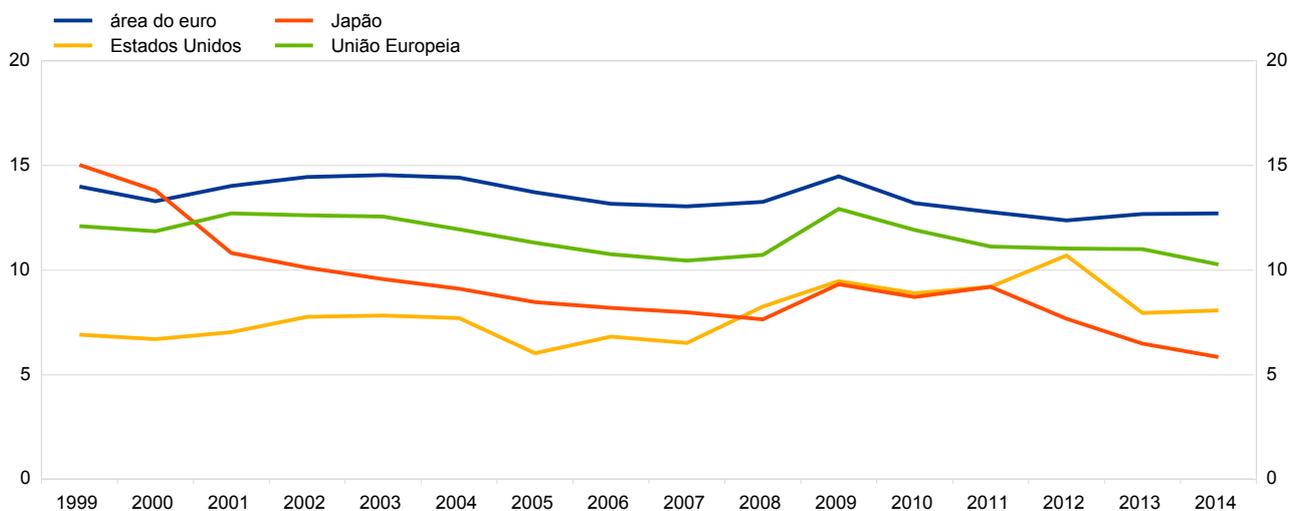
Fontes: BCE, Eurostat, departamento de análise económica dos Estados Unidos (US Bureau of Economic Analysis), Federal Reserve Board e Banco do Japão.

1) Rendimento disponível corrigido da variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões.

2) Os dados da Grécia, Malta, Luxemburgo e Roménia não estão disponíveis. Dados da Croácia disponíveis a partir de 1999, da Irlanda a partir de 1999, da Lituânia a partir de 1999, da Polónia a partir de 2002 e da Eslovénia a partir de 2005.

### Gráfico 2.13 Poupança das famílias

(percentagens do rendimento disponível corrigido)



Fontes: BCE, Eurostat, departamento de análise económica dos Estados Unidos (US Bureau of Economic Analysis), Federal Reserve Board e Banco do Japão.

## 2. Atividade económica

### 2.14 Dívida das sociedades não financeiras<sup>1)</sup> (percentagens do PIB)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	125.8	114.2	145.2	143.1	148.0	148.8	147.8
Alemanha	64.9	65.8	63.3	61.3	61.5	63.7	62.1
Estónia	90.3	85.0	99.1	95.7	99.1	94.1	96.3
Irlanda	137.2	97.7	189.8	194.6	208.4	197.6	200.4
Grécia	55.1	47.9	67.0	67.4	68.0	66.0	67.0
Espanha	106.1	94.4	125.6	132.4	125.8	119.9	112.3
França	107.4	101.1	117.9	116.8	120.8	120.5	124.8
Itália	76.4	70.5	86.3	85.4	87.7	85.5	84.4
Chipre	200.2	195.1	208.7	207.9	203.5	215.1	221.2
Letónia	78.2	66.7	87.8	91.3	84.9	79.6	73.9
Lituânia	43.8	44.2	43.4	42.7	41.6	38.3	35.2
Luxemburgo	310.8	266.0	363.1	354.9	368.4	364.6	346.9
Malta	140.4	121.5	156.2	160.9	159.3	153.8	157.4
Países Baixos	121.6	119.2	125.6	127.0	125.3	123.8	128.2
Áustria	93.2	90.9	97.2	95.8	96.8	99.1	98.7
Portugal	112.5	101.3	131.3	131.9	139.6	135.2	127.0
Eslovénia	82.7	71.8	91.8	95.3	93.7	89.4	81.6
Eslováquia	44.7	43.4	47.0	47.5	46.6	48.2	46.5
Finlândia	96.8	89.4	109.1	107.5	109.0	113.4	110.3
Área do euro	100.1	95.4	107.1	106.4	108.1	106.2	107.1
Bulgária	85.9	66.3	115.5	110.7	112.3	119.7	114.8
República Checa	45.6	44.7	47.3	44.6	46.2	52.7	53.8
Dinamarca	86.1	80.5	95.3	94.8	98.1	93.4	92.1
Croácia	79.6	63.9	100.6	101.3	102.0	103.5	101.8
Hungria	74.4	62.2	94.8	97.0	94.0	91.9	90.7
Polónia	37.4	33.1	41.7	41.5	42.5	43.7	45.9
Roménia	49.6	44.5	58.2	52.4	52.1	48.5	45.1
Suécia	133.5	122.5	151.8	150.2	149.9	150.5	152.3
Reino Unido	117.8	114.9	122.6	129.1	130.1	109.8	123.6
União Europeia	-	-	-	-	-	-	-
Estados Unidos <sup>3)</sup>	66.0	64.9	67.8	66.1	66.7	67.8	69.2
Japão <sup>4)</sup>	109.3	111.7	105.3	105.2	103.7	103.9	104.9

Fontes: BCE, Eurostat, departamento de análise económica dos Estados Unidos (US Bureau of Economic Analysis), Federal Reserve Board e Banco do Japão.

1) Definida como os saldos dos empréstimos contraídos, títulos de dívida emitidos e responsabilidades de regimes de pensões.

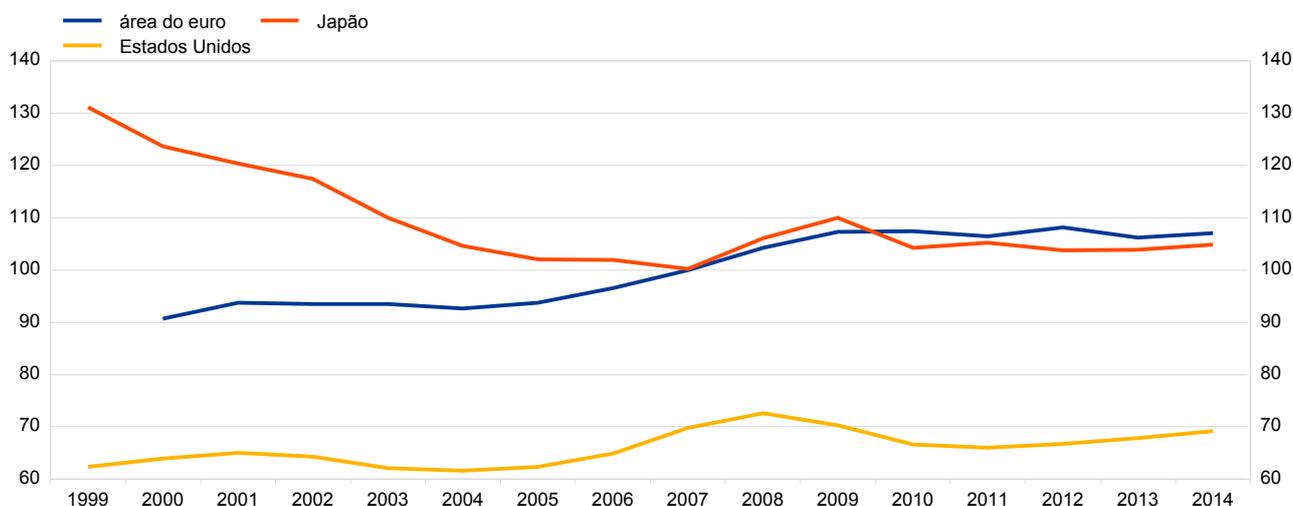
2) Os dados da União Europeia não estão disponíveis. Dados da Áustria disponíveis a partir de 1999, da Bulgária a partir de 2000, da Dinamarca a partir de 1999, da Croácia a partir de 2001, da Irlanda a partir de 2001, da Lituânia a partir de 2004, do Luxemburgo a partir de 2002, da Letónia a partir de 2004, de Malta a partir de 2004, da Polónia a partir de 2003 e da Eslovénia a partir de 2004.

3) Os valores dos Estados Unidos não incluem empréstimos entre empresas e responsabilidades de regimes de pensões.

4) Os valores do Japão não incluem responsabilidades de regimes de pensões.

### Gráfico 2.14 Dívida das sociedades não financeiras

(percentagens do PIB)



Fontes: BCE, Eurostat, departamento de análise económica dos Estados Unidos (US Bureau of Economic Analysis), Federal Reserve Board e Banco do Japão.

## 3. Preços e custos

### 3.1 IHPC

(taxas de variação homólogas (%))

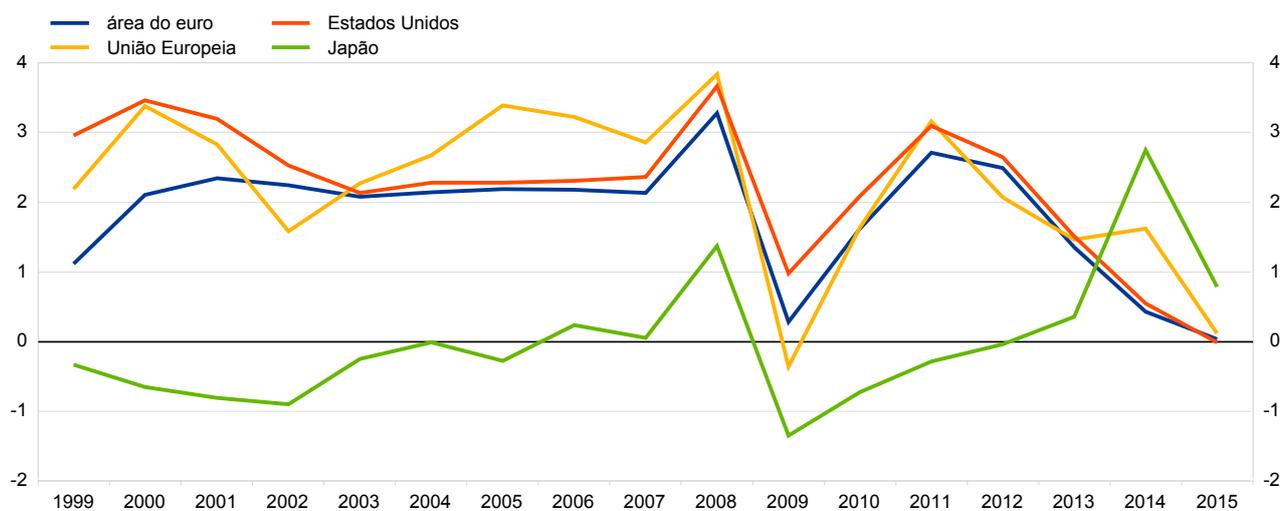
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1.9	2.2	1.5	2.6	1.2	0.5	0.6
Alemanha	1.5	1.7	1.2	2.1	1.6	0.8	0.1
Estónia	3.7	4.6	2.3	4.2	3.2	0.5	0.1
Irlanda	2.0	3.4	0.1	1.9	0.5	0.3	0.0
Grécia	2.3	3.3	1.0	1.0	-0.9	-1.4	-1.1
Espanha	2.4	3.2	1.1	2.4	1.5	-0.2	-0.6
França	1.6	1.9	1.1	2.2	1.0	0.6	0.1
Itália	2.0	2.4	1.5	3.3	1.3	0.2	0.1
Chipre	2.1	2.7	1.1	3.1	0.4	-0.3	-1.6
Letónia	3.8	5.6	1.3	2.3	0.0	0.7	0.2
Lituânia	2.4	2.7	1.9	3.2	1.2	0.2	-0.7
Luxemburgo	2.4	2.8	1.7	2.9	1.7	0.7	0.1
Malta	2.2	2.6	1.8	3.2	1.0	0.8	1.2
Países Baixos	2.0	2.4	1.5	2.8	2.6	0.3	0.2
Áustria	1.9	1.9	1.8	2.6	2.1	1.5	0.8
Portugal	2.1	2.9	1.1	2.8	0.4	-0.2	0.5
Eslovénia	3.7	5.4	1.3	2.8	1.9	0.4	-0.8
Eslováquia	4.2	6.2	1.5	3.7	1.5	-0.1	-0.3
Finlândia	1.8	1.8	1.9	3.2	2.2	1.2	-0.2
Área do euro	1.8	2.2	1.3	2.5	1.4	0.4	0.0
Bulgária	4.4	6.7	1.3	2.4	0.4	-1.6	-1.1
República Checa	2.1	2.7	1.4	3.5	1.4	0.4	0.3
Dinamarca	1.8	2.1	1.3	2.4	0.5	0.3	0.2
Croácia	2.7	3.4	1.6	3.4	2.3	0.2	-0.3
Hungria	5.1	6.7	2.9	5.7	1.7	0.0	0.1
Polónia	3.1	3.9	2.0	3.7	0.8	0.1	-0.7
Roménia	12.7	19.5	3.6	3.4	3.2	1.4	-0.4
Suécia	1.4	1.7	1.1	0.9	0.4	0.2	0.7
Reino Unido	2.0	1.8	2.4	2.8	2.6	1.5	0.0
União Europeia	2.2	2.7	1.5	2.6	1.5	0.5	0.0
Estados Unidos <sup>1)</sup>	2.2	2.8	1.4	2.1	1.5	1.6	0.1
Japão <sup>1)</sup>	0.0	-0.2	0.2	0.0	0.4	2.7	0.8

Fontes: Eurostat, BIS (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Os dados referem-se ao índice de preços no consumidor.

### Gráfico 3.1 IHPC<sup>1)</sup>

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, BIS (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Os dados do Japão e dos Estados Unidos referem-se ao índice de preços no consumidor.

### 3. Preços e custos

#### 3.2 IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos

(taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1.6	1.5	1.6	1.9	1.5	1.5	1.6
Alemanha	1.0	1.0	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1
Estónia	2.9	3.8	1.5	2.8	1.9	1.3	1.2
Irlanda	1.7	3.0	-0.1	0.7	0.1	0.7	1.6
Grécia	1.8	2.9	0.2	-0.3	-2.4	-1.5	-0.4
Espanha	1.9	2.7	0.8	1.3	1.3	-0.1	0.3
França	1.3	1.4	1.0	1.5	0.7	1.0	0.6
Itália	1.8	2.1	1.4	2.0	1.3	0.7	0.7
Chipre	1.0	1.3	0.6	1.7	-0.3	0.1	-0.4
Letónia	2.6	4.3	0.2	0.3	-0.1	1.7	1.5
Lituânia	1.4	1.7	1.0	2.0	1.4	0.7	1.9
Luxemburgo	1.9	1.9	1.8	2.1	2.0	1.3	1.7
Malta	1.7	2.1	1.2	2.5	0.1	1.5	1.5
Países Baixos	1.7	1.9	1.5	2.2	2.5	0.6	0.9
Áustria	1.7	1.5	1.9	2.2	2.2	1.7	1.8
Portugal	1.9	2.7	0.7	1.2	0.1	0.2	0.6
Eslovénia	2.5	4.3	0.5	0.7	0.9	0.6	0.3
Eslováquia	3.5	5.1	1.4	3.0	1.4	0.5	0.5
Finlândia	1.6	1.5	1.7	2.1	1.8	1.6	0.8
Área do euro	1.4	1.6	1.1	1.5	1.1	0.8	0.8
Bulgária	4.1	6.5	0.8	1.0	0.0	-1.6	-0.6
República Checa	1.3	1.9	0.5	1.6	0.3	0.5	0.7
Dinamarca	1.5	1.8	1.2	1.6	0.6	0.6	1.2
Croácia	1.6	3.2	0.9	1.1	0.9	0.5	0.8
Hungria	3.4	4.3	2.5	3.5	2.3	1.4	1.7
Polónia	2.6	3.5	1.3	2.2	0.7	0.2	0.4
Roménia	6.2	9.3	3.2	3.2	2.3	2.3	1.6
Suécia	1.1	1.1	1.0	0.7	0.3	0.4	0.9
Reino Unido	1.5	1.1	2.0	2.2	2.0	1.6	1.0
União Europeia	1.6	1.8	1.3	1.7	1.2	0.9	0.9
Estados Unidos <sup>2)</sup>	2.0	2.2	1.7	2.1	1.8	1.7	1.8
Japão <sup>2)</sup>	-0.3	-0.4	-0.1	-0.6	-0.2	1.8	1.0

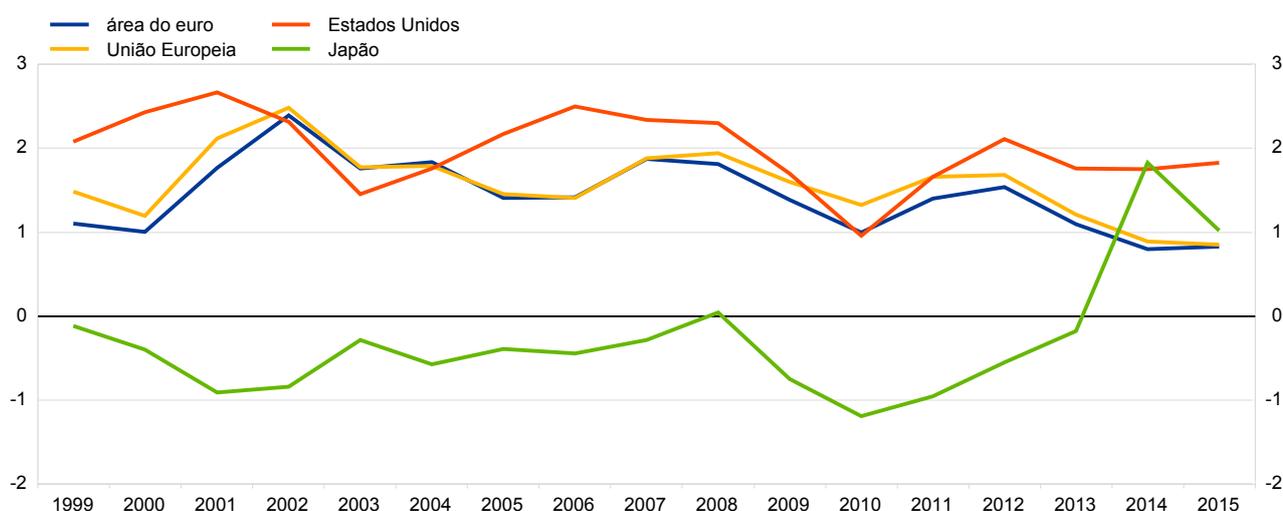
Fontes: Eurostat, BIS (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados da República Checa e da Eslovénia disponíveis a partir de 2000, da Hungria e da Roménia a partir de 2002 e da Croácia a partir de 2006.

2) Os dados referem-se ao índice de preços no consumidor.

#### Gráfico 3.2 IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos<sup>1)</sup>

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, BIS (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Os dados do Japão e dos Estados Unidos referem-se ao índice de preços no consumidor.

## 3. Preços e custos

### 3.3 Deflator do PIB

(taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1.7	1.9	1.5	2.0	1.3	0.7	.
Alemanha	1.1	0.8	1.6	1.5	2.1	1.7	2.1
Estónia	5.1	6.6	2.6	2.7	4.0	2.0	.
Irlanda	1.7	3.0	-0.5	0.4	1.2	0.1	.
Grécia	1.9	3.2	-0.2	-0.4	-2.5	-2.3	.
Espanha	2.3	3.6	0.1	0.1	0.6	-0.4	.
França	1.4	1.8	0.8	1.2	0.8	0.6	1.2
Itália	2.0	2.4	1.2	1.4	1.3	0.9	.
Chipre	2.3	3.3	0.6	2.1	-1.4	-1.3	.
Letónia	4.9	7.8	0.2	3.5	1.3	1.2	.
Lituânia	2.5	3.3	1.4	2.8	1.2	1.2	0.5
Luxemburgo	2.7	2.8	2.7	4.0	2.4	0.9	.
Malta	2.5	2.5	2.4	2.0	1.8	1.7	.
Países Baixos	1.8	2.5	0.8	1.4	1.4	0.8	0.3
Áustria	1.6	1.6	1.6	2.0	1.5	1.6	1.5
Portugal	2.2	3.2	0.7	-0.4	2.2	0.9	.
Eslovénia	3.4	5.0	0.9	0.3	0.8	0.8	.
Eslováquia	3.0	4.6	0.4	1.3	0.5	-0.2	.
Finlândia	1.7	1.5	2.0	3.0	2.6	1.6	.
Área do euro	1.7	2.0	1.0	1.2	1.3	0.9	.
Bulgária	4.5	5.9	2.2	1.2	-0.5	0.2	.
República Checa	1.9	2.4	1.0	1.4	1.4	2.5	.
Dinamarca	2.1	2.5	1.6	2.8	1.4	0.8	.
Croácia	2.9	4.1	1.3	1.6	0.8	0.0	.
Hungria	5.1	6.4	3.0	3.5	3.1	3.2	.
Polónia	2.5	2.8	2.1	2.4	0.4	0.5	.
Roménia	16.0	23.7	4.2	4.8	3.5	1.9	.
Suécia	1.6	1.8	1.4	1.1	1.1	1.6	.
Reino Unido	2.3	2.4	2.1	1.6	2.0	1.8	.
União Europeia	1.7	2.0	1.1	2.4	0.6	1.6	.
Estados Unidos	2.0	2.3	1.4	1.8	1.6	1.6	1.0
Japão	-1.1	-1.3	-0.7	-0.9	-0.6	1.7	.

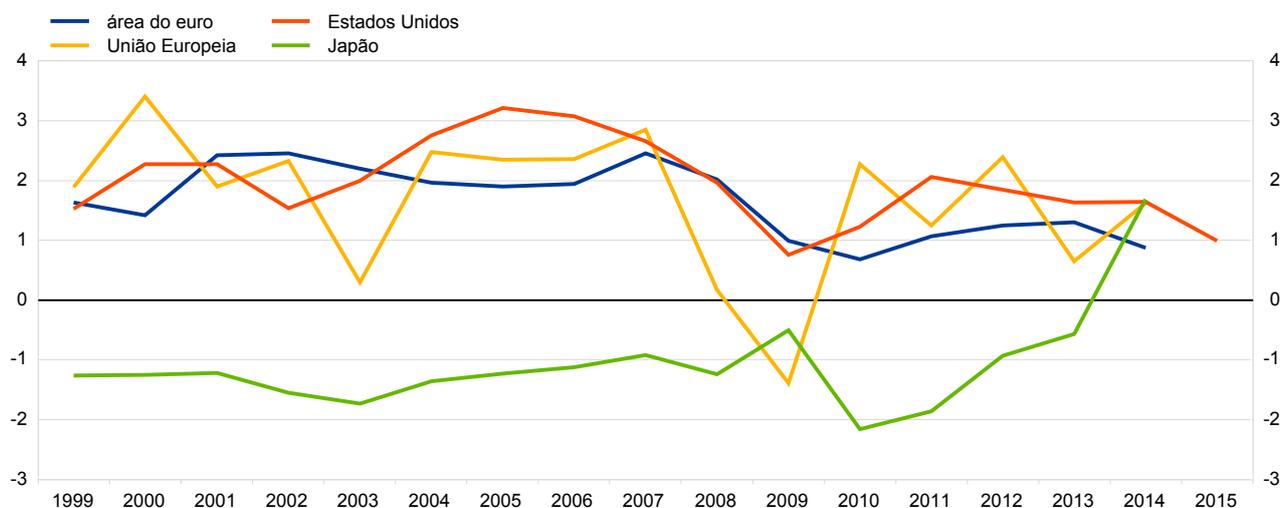
Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados do Luxemburgo, Croácia e Malta disponíveis a partir de 2001 e da Polónia a partir de 2003.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

### Gráfico 3.3 Deflator do PIB

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

## 3. Preços e custos

### 3.4 Preços da produção industrial

(taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	2.0	3.4	0.1	3.5	0.6	-4.6	-4.2
Alemanha	1.5	2.4	0.2	1.7	0.0	-0.9	-1.8
Estónia	3.2	4.7	1.9	3.4	9.9	-2.3	-2.8
Irlanda	1.6	4.0	0.6	3.1	1.5	-0.3	-4.4
Grécia	3.0	4.7	0.6	4.9	-0.7	-0.8	-5.8
Espanha	2.4	3.3	1.1	3.8	0.6	-1.3	-2.1
França	1.5	2.4	0.3	2.8	0.3	-1.3	-2.2
Itália	1.8	3.0	0.0	4.1	-1.2	-1.8	-3.4
Chipre	2.8	4.8	0.6	8.1	-2.1	-3.1	-5.7
Letónia	5.0	8.4	1.7	5.3	1.1	0.1	-1.4
Lituânia	2.6	4.8	-0.4	5.6	-0.3	-5.1	-9.2
Luxemburgo	2.9	5.5	-0.6	3.6	1.3	-4.8	-0.5
Malta	4.2	5.2	3.0	2.3	0.9	-1.2	-3.2
Países Baixos	2.4	4.7	-0.9	3.8	-1.3	-3.2	-7.4
Áustria	1.3	1.8	0.4	0.9	-1.0	-1.5	-2.1
Portugal	2.6	4.1	0.5	2.9	0.1	-1.2	-3.0
Eslovénia	3.0	4.7	0.7	1.0	0.3	-1.1	-0.5
Eslováquia	2.5	5.1	-1.1	3.8	-0.2	-3.6	-4.3
Finlândia	1.8	2.6	0.8	2.3	0.9	-0.9	-2.2
Área do euro	1.7	2.8	0.2	2.8	-0.2	-1.5	-2.7
Bulgária	4.2	6.3	1.7	5.3	-1.3	-0.9	-1.7
República Checa	1.7	2.6	0.3	2.1	0.8	-0.8	-3.2
Dinamarca	3.3	5.3	0.4	2.5	2.2	-2.3	-6.5
Croácia	2.8	3.8	1.5	7.0	0.4	-2.7	-3.9
Hungria	5.5	8.0	2.0	5.3	-0.5	-2.1	-3.0
Polónia	2.6	3.5	1.7	3.6	-1.2	-1.4	-2.4
Roménia	10.6	18.0	2.8	4.8	3.7	0.2	-1.8
Suécia	1.9	3.1	0.2	-0.3	-0.7	0.1	-1.1
Reino Unido	2.8	4.3	0.7	2.2	1.0	-2.3	-7.5
União Europeia	2.0	3.1	0.4	2.8	0.0	-1.5	-3.2
Estados Unidos <sup>3)</sup>	2.3	3.1	1.3	1.9	1.2	1.9	-3.3
Japão <sup>4)</sup>	0.2	1.0	-0.9	-1.2	0.8	0.8	-3.5

Fontes: Eurostat, BIS (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados da Bulgária, Chipre, Polónia, Malta e Roménia disponíveis a partir de 2001, da Letónia a partir de 2002, da Estónia a partir de 2003 e da Irlanda a partir de 2006.

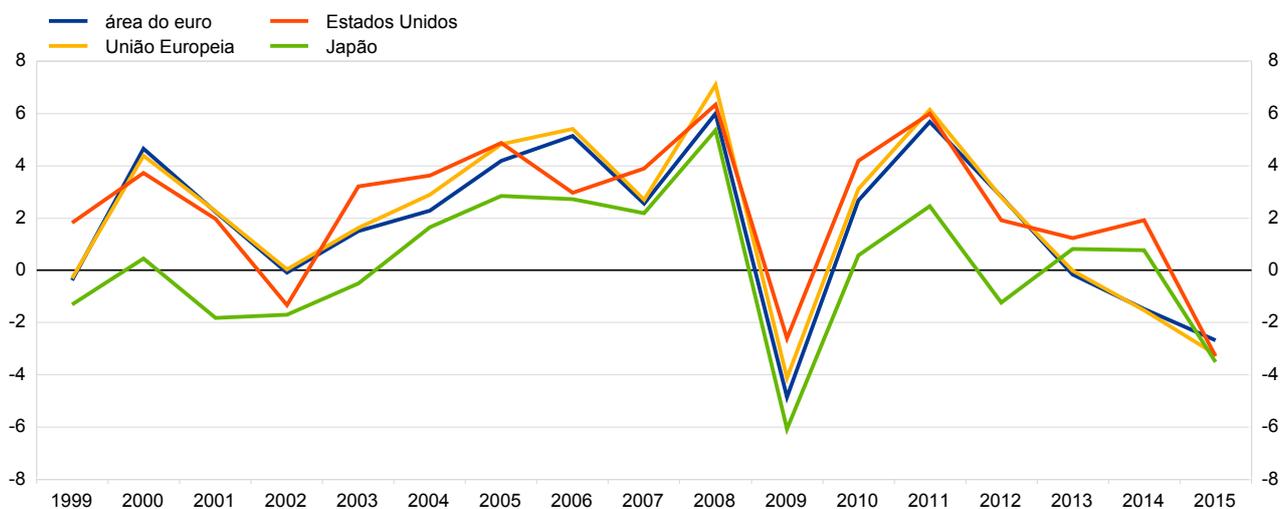
2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

3) Os dados referem-se a produtos acabados.

4) Os dados referem-se ao índice de preços da produção no setor da indústria transformadora.

### Gráfico 3.4 Preços da produção industrial<sup>1)</sup>

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, BIS (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Os dados do Japão referem-se ao índice de preços da produção no setor da indústria transformadora; os dados dos Estados Unidos referem-se a produtos acabados.

## 3. Preços e custos

### 3.5 Custos unitários do trabalho

(taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1.8	1.8	1.8	3.4	2.2	-0.1	.
Alemanha	1.0	0.2	2.1	3.3	2.2	1.9	1.8
Estónia	4.9	7.0	1.6	3.3	5.5	3.7	.
Irlanda	1.0	3.4	-3.0	-0.8	0.2	-1.6	.
Grécia	1.9	3.6	-1.0	-2.0	-7.4	-2.6	.
Espanha	1.7	3.3	-0.9	-2.9	-0.4	-0.9	.
França	1.8	1.9	1.7	2.3	0.9	1.5	.
Itália	2.2	2.7	1.5	1.4	0.9	1.3	.
Chipre	2.0	3.1	0.1	0.0	-3.4	-3.3	.
Letónia	5.0	10.3	-1.6	3.5	4.3	4.6	.
Lituânia	1.7	2.8	0.0	2.2	3.1	2.8	.
Luxemburgo	3.2	3.6	2.7	4.9	1.1	1.4	.
Malta	2.6	2.6	2.6	3.2	1.1	1.5	.
Países Baixos	1.9	2.0	1.7	3.0	1.5	0.8	.
Áustria	1.5	1.0	2.2	3.0	2.3	2.3	.
Portugal	1.4	2.6	-0.5	-3.2	1.8	-0.9	.
Eslovénia	3.4	4.6	1.3	0.8	0.2	-1.3	.
Eslováquia	2.8	3.6	1.4	1.1	0.3	0.7	.
Finlândia	2.0	1.6	2.8	5.2	1.8	0.9	.
Área do euro	1.7	1.8	1.4	1.9	1.2	1.1	.
Bulgária	5.4	5.1	5.9	4.8	7.0	4.4	.
República Checa	2.2	2.8	1.1	3.1	0.6	0.1	.
Dinamarca	2.2	2.7	1.4	1.2	1.5	1.3	.
Croácia	2.4	4.0	0.2	-1.3	-2.2	-2.4	.
Hungria	4.4	6.1	1.6	4.0	0.9	2.0	.
Polónia	1.1	0.9	1.3	2.1	0.3	0.0	.
Roménia	13.1	21.6	0.3	3.5	-1.3	0.1	.
Suécia	2.1	2.2	2.1	4.1	1.7	1.3	.
Reino Unido	2.2	2.8	1.3	1.6	0.4	-0.6	.
União Europeia	1.2	1.3	1.2	2.9	0.2	1.4	.
Estados Unidos	-0.4	-0.8	0.1	1.0	-0.5	1.4	1.3
Japão	-1.9	-2.2	-1.3	-1.7	-0.9	1.5	.

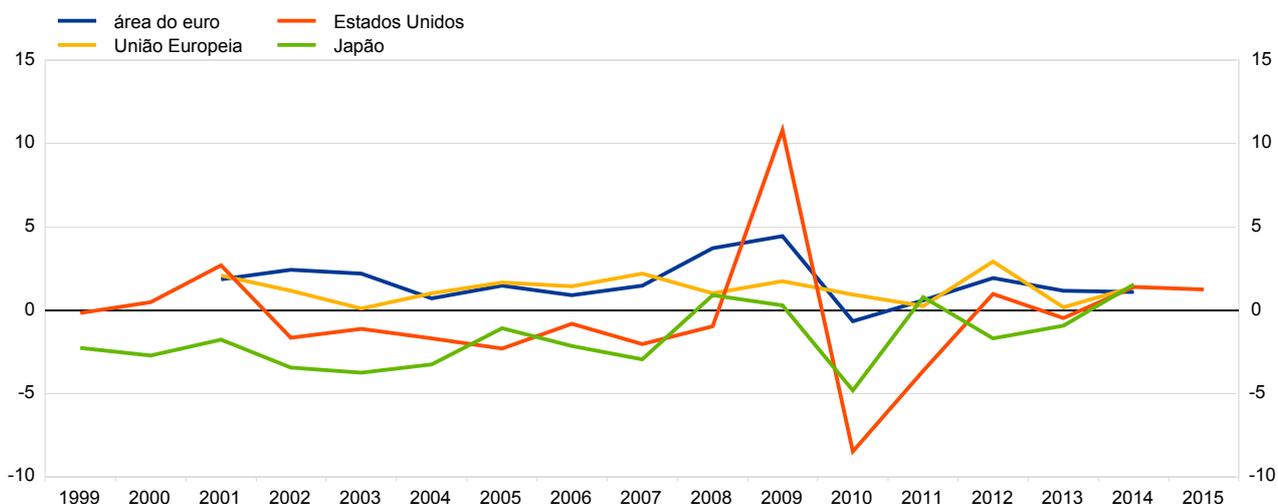
Fontes: Eurostat, BIS (para os Estados Unidos) e cálculos do BCE.

1) Dados da Croácia, área do euro, União Europeia, Luxemburgo e Malta disponíveis a partir de 2001 e da Polónia a partir de 2003.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

### Gráfico 3.5 Custos unitários do trabalho

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, BIS (para os Estados Unidos) e cálculos do BCE.

### 3. Preços e custos

#### 3.6 Remuneração por empregado

(taxas de variação homólogas (%))

	1999-2015 <sup>(1,2)</sup>	1999-2008 <sup>(1)</sup>	2009-2015 <sup>(2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Bélgica	2.6	2.9	2.1	3.2	2.6	0.9	.
Alemanha	1.6	1.2	2.2	2.5	1.8	2.6	2.7
Estónia	8.9	12.4	3.1	6.8	5.9	5.9	.
Irlanda	3.3	5.7	-0.6	0.0	-0.7	1.8	.
Grécia	2.7	6.0	-2.5	-3.0	-7.0	-2.1	.
Espanha	2.4	3.5	0.7	-1.5	0.9	-0.4	.
França	2.5	2.8	2.0	2.2	1.6	1.3	.
Itália	1.9	2.6	0.7	-1.1	0.9	0.8	.
Chipre	2.7	4.6	-0.3	0.8	-3.3	-4.7	.
Letónia	9.4	16.4	0.8	6.1	5.0	8.5	.
Lituânia	6.5	9.6	1.6	4.2	5.4	3.9	.
Luxemburgo	3.0	3.5	2.3	1.6	3.6	2.9	.
Malta	3.2	3.9	2.3	3.7	1.3	0.6	.
Países Baixos	2.7	3.2	1.8	2.1	2.0	2.0	.
Áustria	2.2	2.3	1.9	2.7	2.2	1.7	.
Portugal	2.4	3.8	0.3	-3.1	3.6	-1.4	.
Eslovénia	5.4	7.9	1.3	-1.0	0.6	1.1	.
Eslováquia	6.2	8.2	2.8	2.6	2.6	1.8	.
Finlândia	2.9	3.3	2.2	2.8	1.3	1.4	.
Área do euro	2.2	2.6	1.7	1.5	1.6	1.4	.
Bulgária	8.6	9.1	7.8	7.7	8.8	5.6	.
República Checa	4.6	6.5	1.4	1.7	-0.3	1.5	.
Dinamarca	3.0	3.7	2.0	1.7	1.2	1.8	.
Croácia	3.0	5.3	0.0	0.2	-0.7	-5.3	.
Hungria	6.3	9.6	1.0	2.1	1.8	0.9	.
Polónia	3.9	3.5	4.2	3.6	1.7	1.6	.
Roménia	18.6	30.2	1.6	9.4	3.0	2.3	.
Suécia	3.5	4.1	2.5	3.1	2.0	2.2	.
Reino Unido	3.3	4.4	1.6	1.7	1.4	-0.1	.
União Europeia	2.1	2.5	1.6	2.8	0.7	1.8	.
Estados Unidos	3.0	3.6	2.1	2.2	1.5	2.8	.
Japão	-0.9	-1.0	-0.5	0.0	-0.2	0.9	.

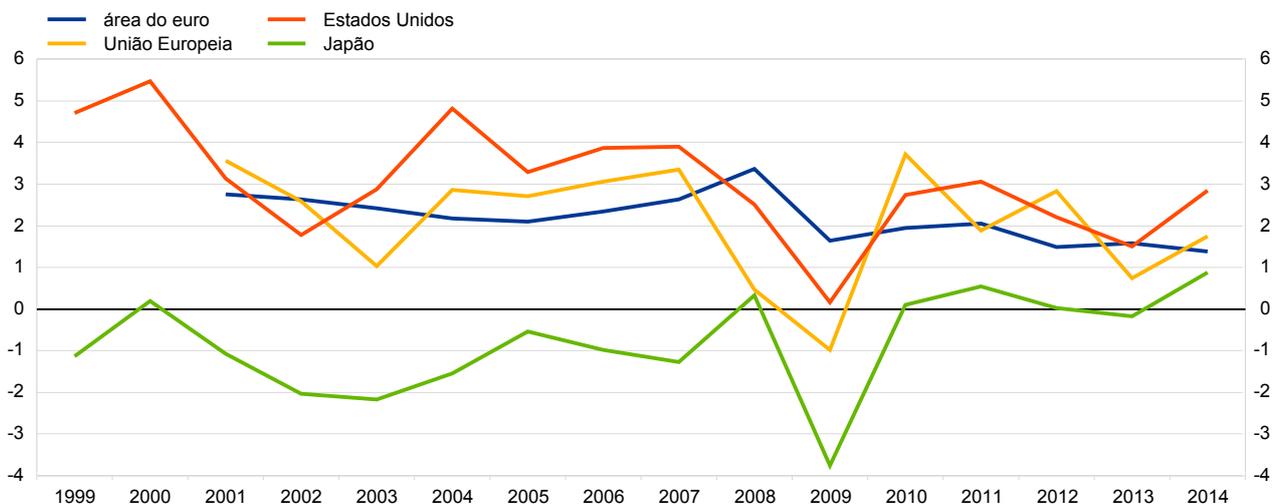
Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

1) Dados da Croácia, área do euro, União Europeia, Luxemburgo e Malta disponíveis a partir de 2001 e da Polónia a partir de 2003.

2) Nos casos em que não há dados disponíveis para 2015, a média indicada é para os períodos 1999-2014 e 2009-2014.

#### Gráfico 3.6 Remuneração por empregado

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat, OCDE (para os Estados Unidos e Japão) e cálculos do BCE.

### 3. Preços e custos

#### 3.7 Preços dos edifícios residenciais

(taxas de variação homólogas (%))

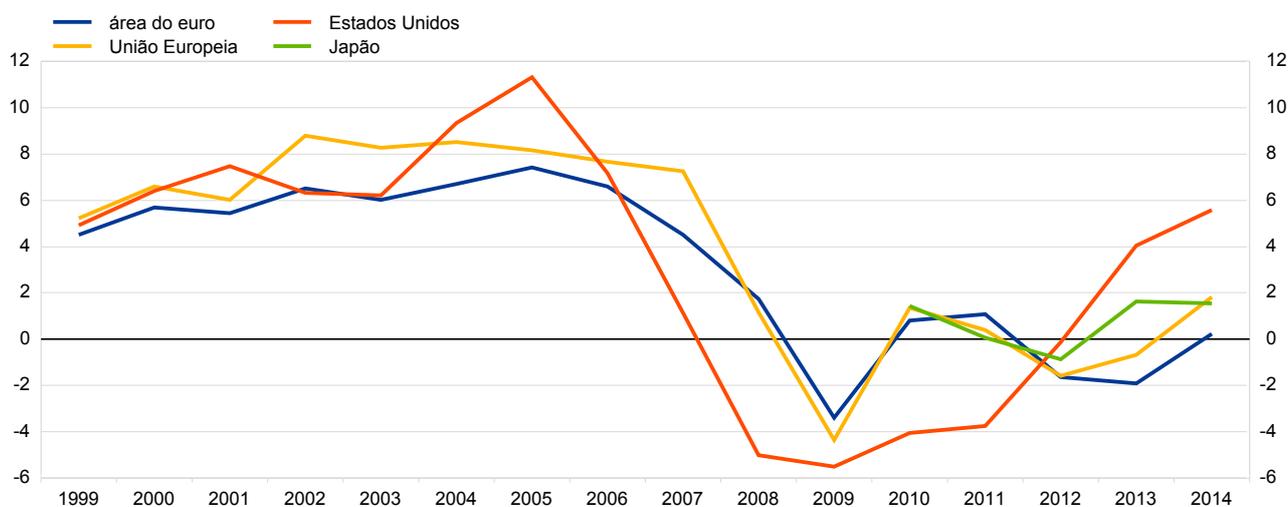
	1999-2014 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	5.6	7.8	2.1	3.1	2.5	1.7	0.6
Alemanha	1.7	1.4	2.0	2.6	3.0	3.2	3.1
Estónia	6.2	18.1	-1.1	9.9	8.0	10.7	11.0
Irlanda	3.5	10.8	-7.5	-13.9	-11.4	2.1	13.0
Grécia	2.3	8.6	-7.4	-5.5	-11.7	-10.8	-7.5
Espanha	3.7	10.5	-6.8	-7.4	-13.7	-10.6	0.3
França	5.7	9.3	-0.2	5.9	-0.5	-2.1	-1.8
Itália	2.5	5.6	-2.4	0.8	-2.8	-5.7	-4.4
Chipre	0.4	19.5	-5.2	-4.1	-5.3	-6.8	-9.0
Letónia	-0.1	17.4	-5.4	10.4	3.0	6.8	6.0
Lituânia	8.8	20.6	-6.8	1.3	-3.3	3.6	7.6
Luxemburgo	3.5	3.3	3.6	3.7	4.2	5.0	4.4
Malta	4.7	6.9	1.1	1.3	0.4	2.1	7.0
Países Baixos	3.2	7.4	-3.4	-2.4	-6.5	-6.5	0.9
Áustria	2.8	1.0	5.8	4.2	12.4	4.7	3.4
Portugal	-1.7	-	-1.7	-4.9	-7.1	-1.9	4.3
Eslovénia	1.6	14.4	-4.3	2.7	-6.9	-5.2	-6.6
Eslováquia	3.0	9.9	-3.6	-3.1	-1.1	-0.9	-0.8
Finlândia	4.3	5.5	2.2	2.7	1.6	1.6	-0.6
Área do euro	3.1	5.5	-0.8	1.1	-1.6	-1.9	0.2
Bulgária	-3.8	-	-3.8	-5.5	-1.9	-2.2	1.4
República Checa	-0.8	-	-0.8	0.0	-1.4	0.0	2.6
Dinamarca	3.8	10.0	-1.1	-1.7	-2.7	3.9	3.7
Croácia	-3.1	-	-3.1	0.2	-1.6	-4.0	-1.6
Hungria	-1.6	2.3	-2.2	-3.4	-3.8	-2.6	4.3
Polónia	-1.6	1.9	-2.2	-1.3	-4.4	-5.5	1.8
Roménia	-6.3	-	-6.3	-14.2	-6.5	-0.2	-2.3
Suécia	7.2	8.5	4.9	2.5	1.2	5.5	9.4
Reino Unido	6.9	9.8	2.1	-1.0	1.7	3.5	10.0
União Europeia	4.0	6.7	-0.5	0.4	-1.6	-0.7	1.8
Estados Unidos	3.1	5.4	-0.7	-3.8	-0.1	4.0	5.6
Japão	0.8	-	0.8	0.1	-0.9	1.6	1.6

Fontes: Fontes nacionais e BCE.

1) Dados da Lituânia disponíveis a partir de 2000, da Eslováquia a partir de 2003, da Alemanha e Dinamarca a partir de 2004, da Estónia a partir de 2005, da Eslovénia a partir de 2006, de Chipre, Letónia e Polónia a partir de 2007, da Hungria e Luxemburgo a partir de 2008, da Croácia, República Checa, Japão e Portugal a partir de 2009, e da Bulgária e Roménia a partir de 2010.

#### Gráfico 3.7 Preços dos edifícios residenciais

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Fontes nacionais e BCE.

## 4. Taxas de câmbio e balança de pagamentos

### 4.1 Taxas de câmbio efetivas

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

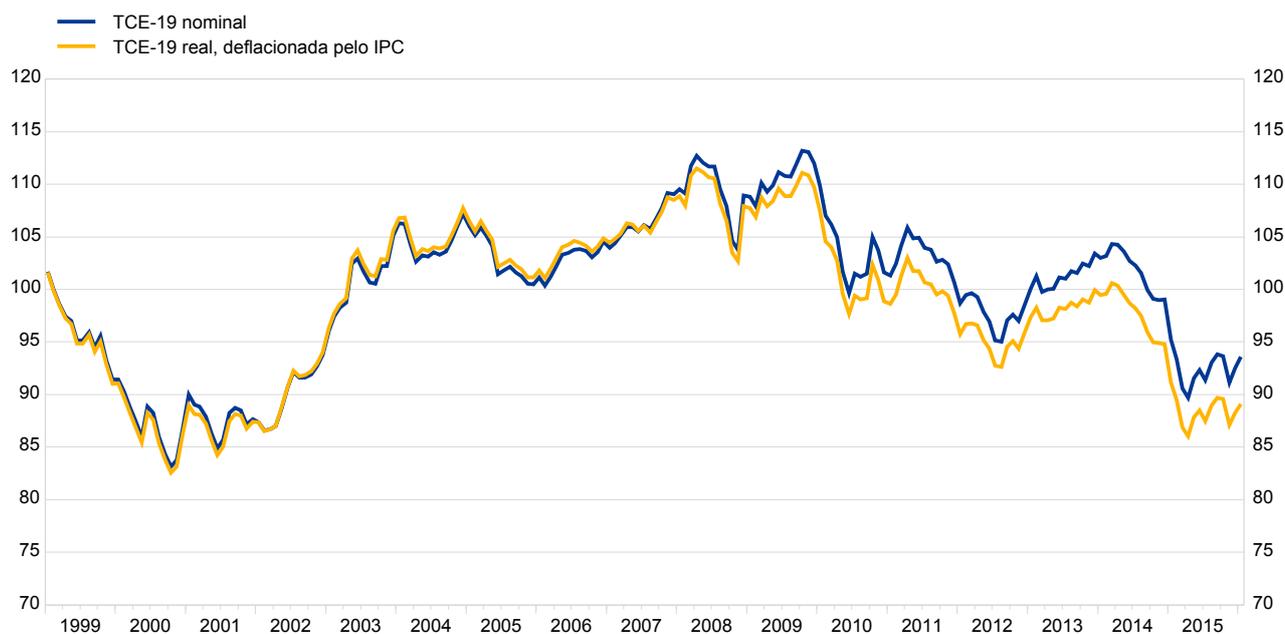
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
<b>TCE-19</b>							
Nominal	99.9	98.8	101.5	97.6	101.2	101.8	92.4
Real, IPC	98.7	98.8	98.6	95.0	98.2	97.9	88.4
Real, IPP	97.7	98.4	96.7	93.3	96.7	96.7	89.2
Deflador do PIB real	95.6	96.7	93.9	88.0	91.1	91.3	
Real, CUTIT <sup>1)</sup>	102.3	99.4	107.0	99.8	102.0	102.2	
Real, CUTCE	99.0	97.3	101.8	95.6	98.8	100.4	
<b>TCE-38</b>							
Nominal	107.1	103.7	112.0	107.0	111.9	114.7	106.5
Real, IPC	97.3	98.0	96.3	92.5	95.6	96.1	87.9

Fonte: BCE.

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

### Gráfico 4.1 Taxas de câmbio efetivas

(médias mensais; índice 1999 T1 = 100)



Fonte: BCE.

## 4. Taxas de câmbio e balança de pagamentos

### 4.2 Taxas de câmbio bilaterais

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

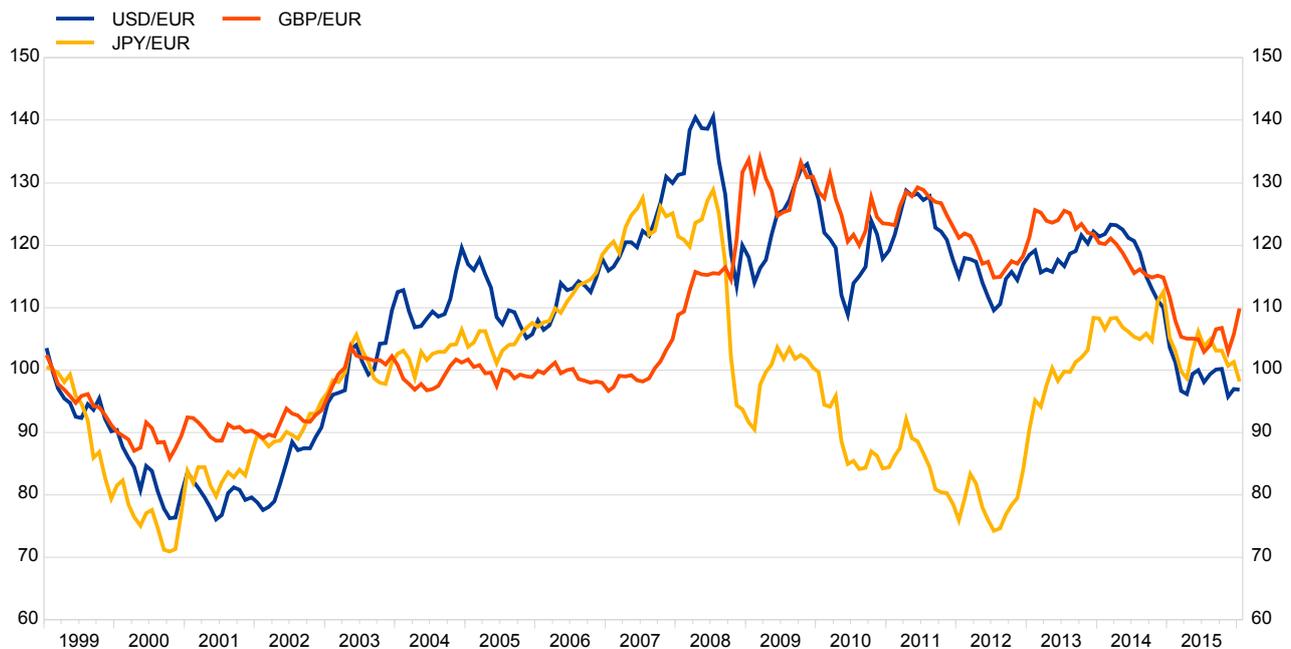
	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Renminbi da China	8.978	9.468	8.418	8.105	8.165	8.186	6.973
Kuna da Croácia	7.444	7.406	7.488	7.522	7.579	7.634	7.614
Coroa checa	29.069	31.193	26.036	25.149	25.980	27.536	27.279
Coroa dinamarquesa	7.448	7.446	7.451	7.444	7.458	7.455	7.459
Forint da Hungria	268.989	253.282	291.429	289.249	296.873	308.706	309.996
Iene do Japão	127.872	130.952	123.473	102.492	129.663	140.306	134.314
Zlóti da Polónia	4.065	3.991	4.170	4.185	4.197	4.184	4.184
Libra esterlina	0.738	0.674	0.830	0.811	0.849	0.806	0.726
Leu romeno	3.634	3.132	4.351	4.459	4.419	4.444	4.445
Coroa sueca	9.195	9.132	9.285	8.704	8.652	9.099	9.353
Franco suíço	1.435	1.555	1.263	1.205	1.231	1.215	1.068
Dólar dos Estados Unidos	1.218	1.155	1.309	1.285	1.328	1.329	1.110

Fonte: BCE.

1) Dados do renminbi da China e kuna da Croácia disponíveis a partir de 2001.

### Gráfico 4.2 Taxas de câmbio bilaterais

(médias mensais; índice: 1999 T1 = 100)



Fonte: BCE.

## 4. Taxas de câmbio e balança de pagamentos

### 4.3 Taxas de câmbio efetivas reais<sup>1)</sup>

(deflacionadas pelo índice de preços no consumidor; médias do período; índice: 1999 T1 = 100)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	99.7	99.2	100.5	98.9	100.5	100.7	96.6
Alemanha	93.5	95.3	95.3	88.3	90.3	91.0	86.3
Estónia	113.5	106.5	123.4	121.1	124.5	126.4	125.1
Irlanda	108.7	108.9	108.4	105.1	106.8	106.0	97.9
Grécia	101.4	99.7	103.9	103.7	102.5	100.8	95.7
Espanha	106.3	104.8	108.4	107.0	108.7	108.1	102.8
França	96.6	97.6	95.2	93.3	94.4	94.7	90.5
Itália	100.1	100.2	99.8	98.3	99.8	99.9	95.1
Chipre	104.8	104.0	106.0	105.8	106.3	105.6	100.0
Letónia	109.0	104.7	115.0	113.9	112.5	113.9	113.2
Lituânia	121.5	115.7	129.7	127.6	128.7	130.1	127.5
Luxemburgo	106.1	104.4	108.5	107.6	109.0	109.2	104.7
Malta	105.9	105.1	107.1	104.9	106.7	106.7	101.4
Países Baixos	101.7	102.5	100.4	97.6	100.7	100.7	95.3
Áustria	96.5	97.0	95.6	93.8	95.7	97.0	94.5
Portugal	102.9	103.1	102.5	102.2	102.2	101.6	99.2
Eslovénia	100.1	99.4	101.1	99.6	101.1	101.4	97.7
Eslováquia	161.1	139.4	192.1	190.7	193.2	193.4	187.2
Finlândia	96.3	96.9	95.3	92.6	94.8	96.6	93.3
Área do euro	97.3	98.0	96.3	92.5	95.6	96.1	87.9
Bulgária	132.4	120.8	148.8	148.5	148.7	146.8	140.7
República Checa	132.3	122.4	146.5	149.1	146.2	138.1	134.5
Dinamarca	99.1	99.4	98.5	96.5	97.1	97.7	93.8
Croácia	104.9	103.7	106.6	103.9	105.5	105.0	100.6
Hungria	129.2	125.3	134.8	135.7	134.4	129.1	123.5
Polónia	117.7	117.4	118.1	117.1	117.6	118.1	113.3
Roménia	132.8	127.4	140.5	135.9	141.4	142.8	137.7
Suécia	93.7	95.2	91.5	94.5	96.1	91.6	85.8
Reino Unido	90.9	97.9	81.0	80.6	79.4	84.9	88.8
União Europeia	-	-	-	-	-	-	-
Estados Unidos	94.3	99.3	87.0	84.0	84.2	86.1	95.5
Japão	84.4	89.4	77.3	86.4	68.9	64.9	60.7

Fonte: BCE.

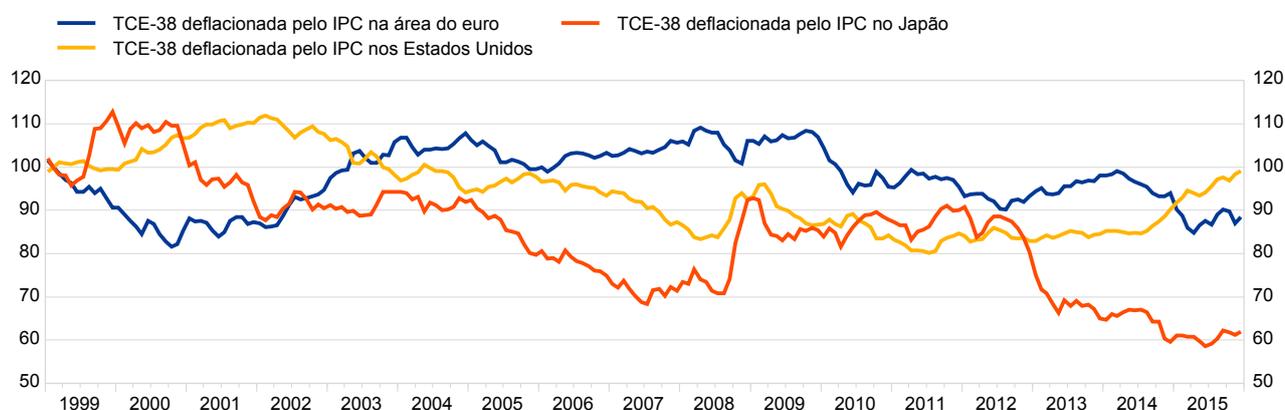
1) Para o conjunto da área do euro, é apresentada a taxa de câmbio efetiva real do euro face a 38 parceiros comerciais.

Para os países individuais da área do euro, o quadro mostra os indicadores de competitividade harmonizados face aos mesmos parceiros comerciais e aos restantes países da área do euro.

Para os países não pertencentes à área do euro, é apresentada a taxa de câmbio efetiva real do euro face a 38 parceiros comerciais. Uma variação positiva aponta para uma descida da competitividade de preços.

### Gráfico 4.3 Taxas de câmbio efetivas reais

(deflacionadas pelos índices de preços no consumidor; médias mensais; índice: 1999 T1 = 100)



Fonte: BCE.

## 4. Taxas de câmbio e balança de pagamentos

### 4.4 Balança de pagamentos: balança corrente líquida

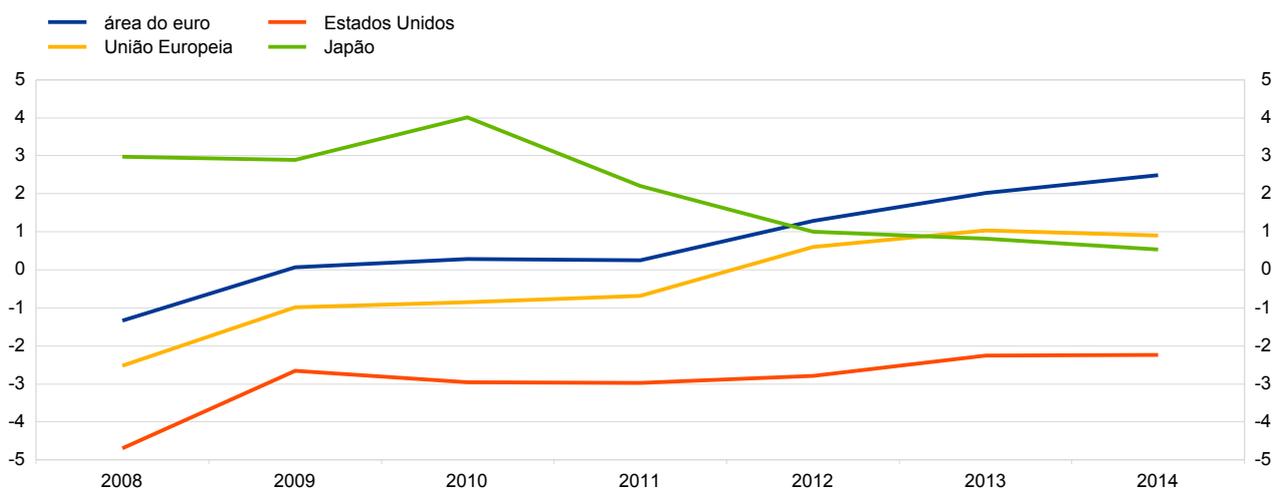
(percentagens do PIB; médias do período; dados não corrigidos de dias úteis e de sazonalidade)

	2008-2014	2008-2011	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	-0.3	-0.3	-0.2	-1.1	-0.1	-0.2	-0.2
Alemanha	6.3	5.7	7.1	6.2	7.0	6.7	7.8
Estónia	-0.6	-0.7	-0.5	1.4	-2.6	-0.1	1.2
Irlanda	-0.3	-1.8	1.8	0.9	-1.6	3.2	3.8
Grécia	-7.3	-11.2	-2.2	-10.0	-2.4	-2.0	-2.0
Espanha	-2.6	-5.1	0.8	-3.2	-0.2	1.5	1.0
França	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.2	-0.8	-1.0
Itália	-1.3	-2.8	0.8	-3.1	-0.4	0.9	2.0
Chipre	-7.5	-9.4	-5.0	-4.0	-5.9	-4.6	-4.6
Letónia	-2.1	-1.6	-2.9	-3.0	-3.7	-2.7	-2.3
Lituânia	-1.6	-4.0	1.5	-4.1	-1.3	1.7	4.0
Luxemburgo	6.7	6.9	6.3	6.4	6.6	6.3	6.2
Malta	-0.7	-3.6	3.1	-2.4	1.4	3.8	4.2
Países Baixos	8.5	6.6	11.1	9.1	11.0	11.3	11.0
Áustria	2.5	2.9	1.9	1.7	1.5	2.1	2.1
Portugal	-5.5	-9.6	0.0	-6.0	-2.0	1.4	0.6
Eslovénia	1.4	-1.4	5.2	0.2	2.6	5.8	7.2
Eslováquia	-2.4	-4.9	0.9	-5.0	1.0	1.6	0.1
Finlândia	-0.2	0.9	-1.6	-1.8	-2.0	-1.8	-1.0
Área do euro	0.7	-0.2	1.9	0.2	1.3	2.0	2.5
Bulgária	-3.7	-7.2	1.0	1.0	-0.3	2.0	1.3
República Checa	-1.6	-2.5	-0.5	-2.2	-1.6	-0.5	0.6
Dinamarca	5.5	4.3	7.2	5.8	5.9	7.5	8.2
Croácia	-2.0	-3.9	0.4	-0.8	-0.2	0.9	0.6
Hungria	0.2	-1.7	2.7	0.8	1.8	4.0	2.2
Polónia	-4.0	-5.3	-2.4	-5.2	-3.7	-1.3	-2.1
Roménia	-4.6	-6.4	-2.1	-4.8	-4.7	-1.2	-0.5
Suécia	6.9	6.7	7.1	7.4	7.4	7.6	6.3
Reino Unido	-3.6	-2.8	-4.8	-1.7	-3.6	-4.8	-5.9
União Europeia	-0.4	-1.3	0.8	-0.7	0.6	1.0	0.9
Estados Unidos	-2.9	-3.3	-2.4	-3.0	-2.8	-2.3	-2.2
Japão	2.1	3.0	0.8	2.2	1.0	0.8	0.5

Fontes: BCE, BIS e Eurostat.

### Gráfico 4.4 Balança de pagamentos: balança corrente líquida

(percentagens do PIB, dados não corrigidos de dias úteis e de sazonalidade)



Fontes: BCE, BIS e Eurostat.

## 4. Taxas de câmbio e balança de pagamentos

### 4.5 Posição de investimento internacional líquida

(percentagens do PIB; médias em fim de período)

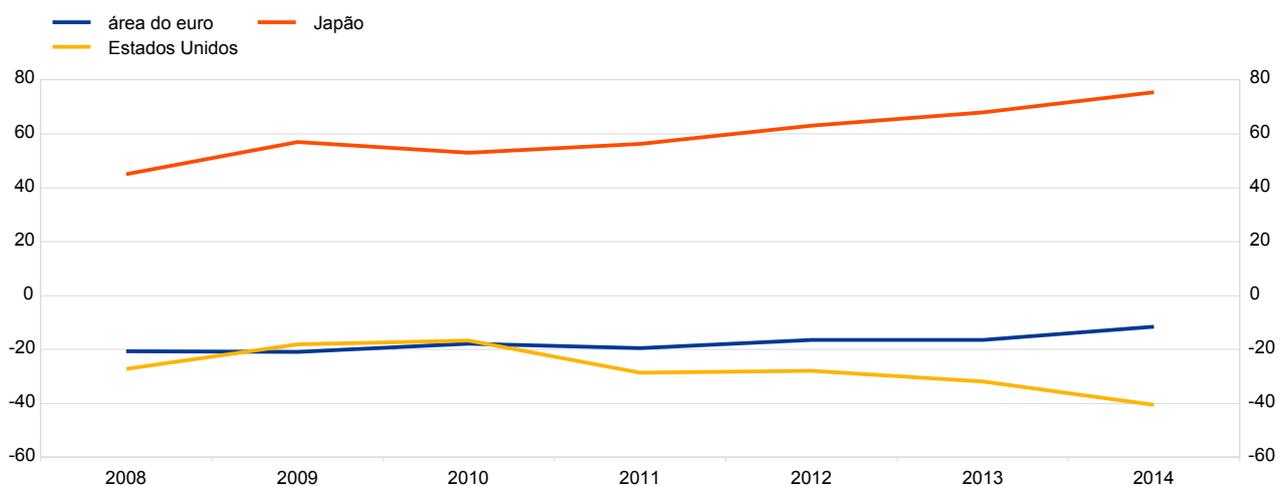
	2008-2014 <sup>1)</sup>	2008-2011 <sup>1)</sup>	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	58.0	58.5	57.2	62.1	53.9	54.7	63.0
Alemanha	29.0	23.0	36.9	23.6	29.5	36.4	44.9
Estónia	-62.6	-70.4	-52.2	-57.6	-55.1	-52.7	-48.9
Irlanda	-104.2	-89.8	-123.5	-107.0	-133.1	-128.8	-108.6
Grécia	-98.7	-84.8	-117.3	-85.9	-111.1	-120.9	-119.8
Espanha	-90.9	-88.5	-94.3	-92.0	-90.1	-96.8	-95.9
França	-13.5	-10.8	-17.1	-7.6	-13.2	-18.0	-20.3
Itália	-25.8	-23.3	-29.1	-22.2	-27.6	-30.3	-29.4
Chipre	-120.2	-106.2	-138.7	-134.6	-133.4	-140.3	-142.5
Letónia	-78.8	-82.6	-73.8	-79.7	-75.6	-74.9	-70.8
Lituânia	-54.4	-55.1	-53.4	-55.3	-57.7	-51.4	-51.2
Luxemburgo	16.5	-0.7	39.5	30.8	38.7	39.0	40.7
Malta	16.5	8.6	27.1	8.9	22.1	21.7	37.4
Países Baixos	21.4	5.7	42.2	19.8	31.4	32.8	62.4
Áustria	-3.1	-5.5	0.2	-2.0	-3.2	1.4	2.3
Portugal	-107.6	-101.4	-115.9	-100.5	-113.5	-118.2	-115.9
Eslovénia	-45.4	-43.8	-47.6	-45.7	-50.6	-47.2	-44.9
Eslováquia	-64.5	-62.7	-67.0	-65.7	-63.9	-65.8	-71.3
Finlândia	6.5	7.7	5.0	15.5	12.4	5.8	-3.3
Área do euro	-17.7	-19.8	-14.9	-19.5	-16.5	-16.6	-11.6
Bulgária	-84.9	-91.2	-80.8	-89.2	-85.1	-79.2	-78.0
República Checa	-41.3	-42.3	-40.1	-44.3	-46.9	-39.3	-34.2
Dinamarca	23.3	9.3	42.1	28.2	37.6	39.6	49.0
Croácia	-87.1	-85.8	-88.7	-90.7	-90.0	-88.7	-87.5
Hungria	-95.4	-104.5	-83.4	-95.2	-93.9	-84.4	-71.9
Polónia	-62.2	-57.2	-68.8	-57.7	-67.7	-70.4	-68.2
Roménia	-62.4	-59.4	-66.4	-66.7	-70.1	-66.9	-62.2
Suécia	-6.9	-2.2	-13.1	-11.1	-16.2	-16.8	-6.3
Reino Unido	-13.2	-6.5	-22.1	-7.9	-22.8	-15.3	-28.2
União Europeia	-	-	-	-	-	-	-
Estados Unidos	-27.3	-22.7	-33.5	-28.7	-28.0	-32.0	-40.5
Japão	59.7	52.8	68.8	56.4	63.0	68.0	75.3

Fontes: BCE e BIS.

1) Dados da Bulgária disponíveis a partir de 2010.

### Gráfico 4.5 Posição de investimento internacional líquida

(percentagens do PIB)



Fontes: BCE e BIS.

## 5. Evolução orçamental

### 5.1 Saldo das administrações públicas (percentagens do PIB)

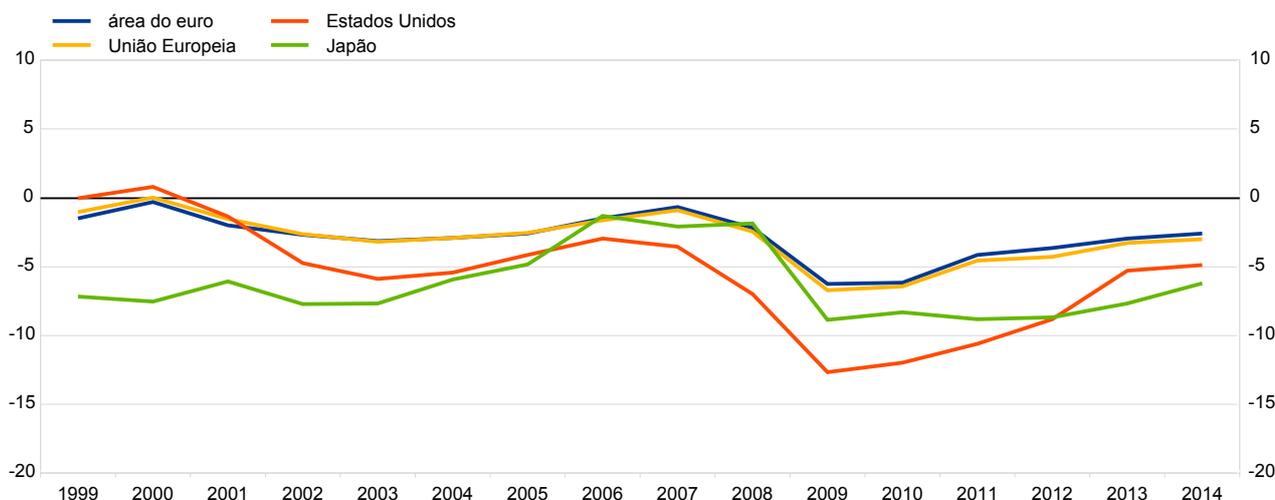
	1999-2014 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	-1.8	-0.6	-3.9	-4.1	-4.1	-2.9	-3.1
Alemanha	-1.8	-2.1	-1.4	-1.0	-0.1	-0.1	0.3
Estónia	0.3	0.6	-0.1	1.2	-0.3	-0.1	0.7
Irlanda	-7.0	-0.2	-12.7	-12.5	-8.0	-5.7	-3.9
Grécia	-9.4	-7.6	-10.2	-10.2	-8.8	-12.4	-3.6
Espanha	-3.5	-0.3	-8.8	-9.5	-10.4	-6.9	-5.9
França	-3.6	-2.6	-5.3	-5.1	-4.8	-4.1	-3.9
Itália	-3.2	-2.9	-3.7	-3.5	-3.0	-2.9	-3.0
Chipre	-3.5	-2.1	-5.9	-5.7	-5.8	-4.9	-8.9
Letónia	-2.7	-1.9	-4.0	-3.4	-0.8	-0.9	-1.6
Lituânia	-3.1	-1.9	-5.2	-8.9	-3.1	-2.6	-0.7
Luxemburgo	0.9	1.6	0.3	0.5	0.2	0.7	1.4
Malta	-3.0	-3.2	-2.9	-2.6	-3.6	-2.6	-2.1
Países Baixos	-1.7	-0.5	-3.9	-4.3	-3.9	-2.4	-2.4
Áustria	-2.5	-2.1	-3.1	-2.6	-2.2	-1.3	-2.7
Portugal	-5.5	-4.2	-7.7	-7.4	-5.7	-4.8	-7.2
Eslovénia	-4.0	-2.2	-7.0	-6.6	-4.1	-15.0	-5.0
Eslováquia	-4.9	-4.9	-4.8	-4.1	-4.2	-2.6	-2.8
Finlândia	1.5	3.8	-2.4	-1.0	-2.1	-2.5	-3.3
Área do euro	-2.8	-1.9	-4.3	-4.2	-3.7	-3.0	-2.6
Bulgária	-0.6	0.6	-2.7	-2.0	-0.6	-0.8	-5.8
República Checa	-3.5	-3.6	-3.3	-2.7	-4.0	-1.3	-1.9
Dinamarca	0.8	2.4	-1.8	-2.1	-3.6	-1.3	1.5
Croácia	-4.7	-3.6	-6.0	-7.8	-5.3	-5.4	-5.6
Hungria	-5.1	-6.0	-3.7	-5.5	-2.3	-2.5	-2.5
Polónia	-4.4	-3.9	-5.1	-4.9	-3.7	-4.0	-3.3
Roménia	-3.6	-2.9	-4.7	-5.4	-3.2	-2.2	-1.4
Suécia	0.5	1.2	-0.8	-0.1	-0.9	-1.4	-1.7
Reino Unido	-4.3	-2.1	-8.0	-7.7	-8.3	-5.7	-5.7
União Europeia	-2.9	-1.9	-4.7	-4.5	-4.3	-3.3	-3.0
Estados Unidos	-5.5	-3.4	-9.0	-10.6	-8.8	-5.3	-4.9
Japão	-6.3	-5.2	-8.1	-8.8	-8.7	-7.7	-6.2

Fontes: SEBC e OCDE.

1) Dados da Grécia disponíveis a partir de 2006, da Croácia a partir de 2002 e do Luxemburgo a partir de 2000.

### Gráfico 5.1 Saldo das administrações públicas

(percentagens do PIB)



Fontes: SEBC e OCDE.

## 5. Evolução orçamental

### 5.2 Saldo primário das administrações públicas<sup>1)</sup> (percentagens do PIB)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	2.8	4.7	-0.4	-0.5	-0.6	0.4	0.0
Alemanha	0.8	0.8	0.9	1.5	2.2	1.9	2.1
Estónia	0.5	0.8	0.1	1.3	-0.1	0.0	0.8
Irlanda	-2.2	2.1	-9.3	-9.1	-4.0	-1.4	0.1
Grécia	-4.4	-3.0	-5.0	-3.0	-3.7	-8.4	0.4
Espanha	-1.1	2.0	-6.2	-7.0	-7.5	-3.5	-2.5
França	-1.0	0.1	-2.9	-2.5	-2.2	-1.8	-1.8
Itália	1.9	2.4	1.0	1.2	2.2	1.9	1.6
Chípre	-0.7	0.9	-3.4	-3.5	-2.9	-1.8	-6.0
Letónia	-1.7	-1.3	-2.4	-1.6	0.8	0.6	-0.1
Lituânia	-1.8	-0.8	-3.5	-7.1	-1.2	-0.9	0.9
Luxemburgo	1.9	2.8	0.7	1.0	0.6	1.1	1.8
Malta	-0.7	-1.2	0.2	0.6	-0.6	0.3	0.8
Países Baixos	0.5	2.1	-2.2	-2.5	-2.2	-0.9	-0.9
Áustria	0.6	1.2	-0.3	0.2	0.5	1.3	-0.2
Portugal	-2.2	-1.4	-3.5	-3.1	-0.8	0.0	-2.3
Eslovénia	-2.1	-0.4	-4.9	-4.7	-2.1	-12.4	-1.9
Eslováquia	-2.7	-2.4	-3.2	-2.6	-2.4	-0.8	-0.9
Finlândia	3.2	5.8	-1.0	0.4	-0.7	-1.3	-2.1
Área do euro	0.3	1.3	-1.5	-1.2	-0.6	-0.2	0.1
Bulgária	1.1	2.9	-2.0	-1.3	0.2	0.0	-4.9
República Checa	-2.4	-2.6	-2.0	-1.4	-2.5	0.1	-0.6
Dinamarca	3.2	5.0	0.0	-0.1	-1.8	0.5	3.1
Croácia	-2.3	-1.7	-2.9	-4.7	-2.0	-1.9	-2.1
Hungria	-0.7	-1.5	0.7	-1.3	2.3	2.0	1.5
Polónia	-1.8	-1.2	-2.7	-2.3	-1.0	-1.5	-1.4
Roménia	-1.6	-0.8	-3.1	-3.8	-1.4	-0.4	0.3
Suécia	2.3	3.5	0.2	1.0	0.0	-0.6	-1.0
Reino Unido	-1.9	0.1	-5.2	-4.5	-5.4	-2.8	-3.0
União Europeia	0.0	1.1	-2.0	-1.6	-1.4	-0.6	-0.5
Estados Unidos	-1.9	0.1	-5.3	-6.7	-5.0	-1.7	-1.4
Japão	-4.1	-2.9	-6.0	-6.7	-6.6	-5.6	-4.1

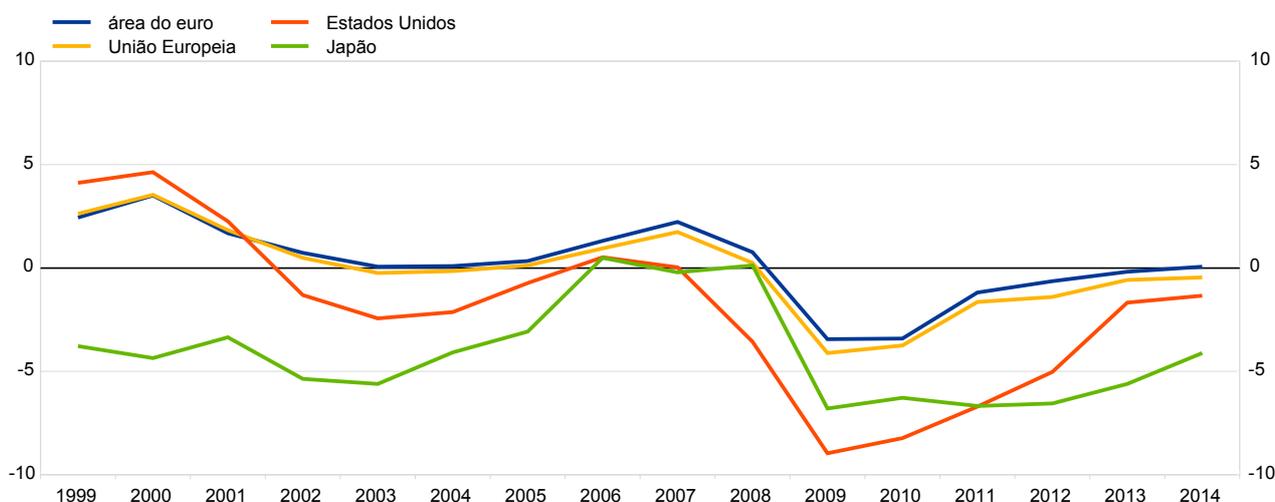
Fontes: SEBC e OCDE.

1) Saldo das administrações públicas excluindo despesa com juros.

2) Dados da Grécia disponíveis a partir de 2006, do Luxemburgo a partir de 2000 e da Croácia a partir de 2002.

### Gráfico 5.2 Saldo primário das administrações públicas

(percentagens do PIB)



Fontes: SEBC e OCDE.

## 5. Evolução orçamental

### 5.3 Despesa das administrações públicas (percentagens do PIB)

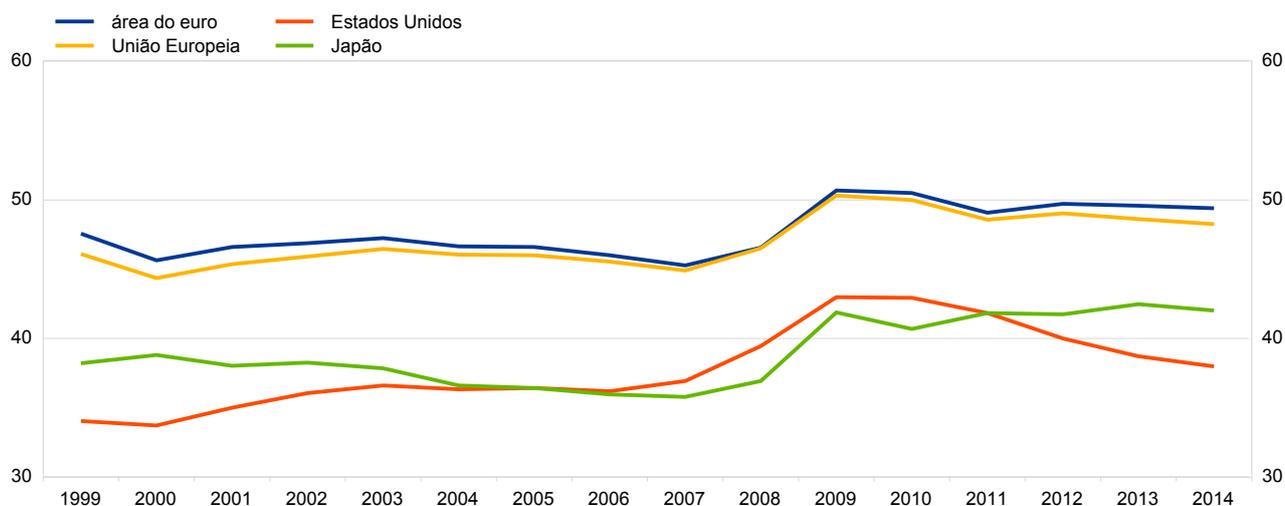
	1999-2014 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	51.5	49.6	54.7	54.4	55.8	55.6	55.1
Alemanha	45.7	45.8	45.5	44.7	44.4	44.5	44.3
Estónia	37.4	35.9	39.9	37.4	39.1	38.3	38.0
Irlanda	38.7	34.1	46.3	45.5	41.8	39.7	38.2
Grécia	52.2	47.7	54.4	54.2	55.2	60.8	49.9
Espanha	41.5	39.0	45.8	45.6	48.0	45.1	44.5
França	53.9	52.3	56.8	55.9	56.8	57.0	57.5
Itália	48.3	47.0	50.5	49.1	50.8	51.0	51.2
Chipre	39.7	37.5	43.3	42.5	41.9	41.4	49.3
Letónia	37.3	35.8	39.7	39.0	37.0	36.9	37.3
Lituânia	37.4	36.2	39.4	42.5	36.1	35.6	34.8
Luxemburgo	41.3	39.7	43.7	43.3	44.6	43.3	42.4
Malta	42.1	42.1	42.2	40.9	42.5	42.6	44.0
Países Baixos	44.7	43.2	47.2	47.0	47.1	46.4	46.2
Áustria	51.3	50.8	52.1	50.8	51.1	50.9	52.7
Portugal	46.8	44.6	50.4	50.0	48.5	49.9	51.7
Eslovénia	47.3	45.1	51.0	50.0	48.6	60.3	49.8
Eslováquia	41.7	41.8	41.5	40.5	40.1	41.0	41.6
Finlândia	51.4	48.6	56.0	54.4	56.1	57.6	58.3
Área do euro	47.7	46.5	49.8	49.1	49.7	49.6	49.4
Bulgária	37.9	38.2	37.4	34.1	34.7	37.6	42.1
República Checa	42.5	42.2	43.2	42.9	44.5	42.6	42.6
Dinamarca	54.0	52.1	57.2	56.8	58.8	57.1	56.9
Croácia	46.7	45.9	47.7	48.8	47.1	47.8	48.2
Hungria	49.4	49.2	49.7	49.7	48.6	49.5	49.9
Polónia	43.9	44.2	43.6	43.6	42.6	42.4	42.1
Roménia	36.7	36.1	37.6	39.1	36.5	35.2	34.9
Suécia	52.5	52.9	51.8	50.5	51.7	52.4	51.8
Reino Unido	43.4	41.3	46.8	46.9	46.8	44.9	43.9
União Europeia	47.0	45.7	49.1	48.6	49.0	48.6	48.2
Estados Unidos	37.8	36.1	40.7	41.8	40.0	38.7	38.0
Japão	39.0	37.3	41.8	41.8	41.8	42.5	42.0

Fontes: SEBC e OCDE.

1) Dados da Grécia disponíveis a partir de 2006, do Luxemburgo a partir de 2000 e da Croácia a partir de 2002.

### Gráfico 5.3 Despesa das administrações públicas

(percentagens do PIB)



Fontes: SEBC e OCDE.

## 5. Evolução orçamental

### 5.4 Dívida das administrações públicas<sup>1)</sup> (percentagens do PIB)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	100.9	99.8	102.8	102.2	104.1	105.1	106.7
Alemanha	68.1	62.5	77.3	78.4	79.7	77.4	74.9
Estónia	6.2	5.0	8.2	5.9	9.5	9.9	10.4
Irlanda	58.0	32.2	100.9	109.3	120.2	120.0	107.5
Grécia	146.5	106.2	160.0	172.0	159.4	177.0	178.6
Espanha	58.4	47.3	76.8	69.5	85.4	93.7	99.3
França	72.2	63.1	87.2	85.2	89.6	92.3	95.6
Itália	109.8	102.8	121.4	116.4	123.2	128.8	132.3
Chipre	65.2	57.8	77.7	65.8	79.3	102.5	108.2
Letónia	23.5	12.8	41.4	42.8	41.4	39.1	40.8
Lituânia	26.1	19.6	36.9	37.2	39.8	38.8	40.7
Luxemburgo	12.6	7.4	20.4	19.2	22.1	23.4	23.0
Malta	66.5	65.3	68.5	69.8	67.6	69.6	68.3
Países Baixos	54.7	49.6	63.3	61.7	66.4	67.9	68.2
Áustria	72.2	66.4	81.8	82.2	81.6	80.8	84.2
Portugal	80.3	60.8	112.8	111.4	126.2	129.0	130.2
Eslovénia	36.1	25.3	54.1	46.4	53.7	70.8	80.8
Eslováquia	42.1	39.3	46.7	43.3	51.9	54.6	53.5
Finlândia	44.0	39.8	50.9	48.5	52.9	55.6	59.3
Área do euro	74.9	67.8	86.8	86.0	89.3	91.1	92.1
Bulgária	30.0	38.1	17.9	15.3	17.6	18.0	27.0
República Checa	30.9	25.0	40.8	39.9	44.7	45.2	42.7
Dinamarca	43.3	42.7	44.2	46.4	45.6	45.0	45.1
Croácia	51.7	38.4	67.3	63.7	69.2	80.8	85.1
Hungria	66.9	60.0	78.4	80.8	78.3	76.8	76.2
Polónia	46.8	43.1	53.0	54.4	54.0	55.9	50.4
Roménia	24.4	18.8	33.8	34.2	37.4	38.0	39.9
Suécia	44.6	47.7	39.5	36.9	37.2	39.8	44.9
Reino Unido	55.8	40.9	80.6	81.8	85.3	86.2	88.2
União Europeia	68.4	60.6	81.4	81.0	83.8	85.5	86.8
Estados Unidos	68.5	55.3	90.5	90.9	94.3	96.4	96.5
Japão	179.8	156.2	219.0	219.1	225.8	232.5	236.4

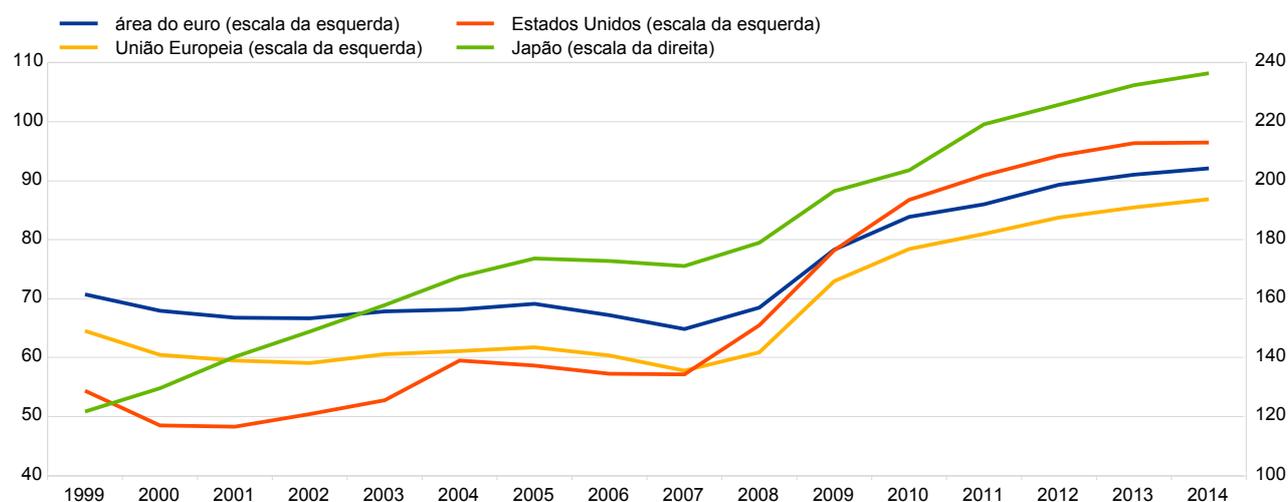
Fontes: SEBC e OCDE.

1) Dívida bruta (inclui moeda, depósitos, títulos de dívida e empréstimos). Os dados são consolidados entre os subsectores das administrações públicas, exceto os do Japão.

2) Dados da Grécia disponíveis a partir de 2007, do Luxemburgo e da Bulgária a partir de 2000 e da Croácia a partir de 2002.

### Gráfico 5.4 Dívida das administrações públicas

(percentagens do PIB)



Fontes: SEBC e OCDE.

## Códigos dos países

### Estados-Membros da UE

BE	Bélgica
BG	Bulgária
CZ	República Checa
DK	Dinamarca
DE	Alemanha
EE	Estónia
IE	Irlanda
GR	Grécia
ES	Espanha
FR	França
HR	Croácia
IT	Itália
CY	Chipre
LV	Letónia
LT	Lituânia
LU	Luxemburgo
HU	Hungria
MT	Malta
NL	Países Baixos
AT	Áustria
PL	Polónia
PT	Portugal
RO	Roménia
SI	Eslovénia
SK	Eslováquia
FI	Finlândia
SE	Suécia
UK	Reino Unido

### Outros países

BR	Brasil
CN	China
IN	Índia
ID	Indonésia
JP	Japão
MY	Malásia
MX	México
RU	Rússia
ZA	África do Sul
KR	Coreia do Sul
TH	Tailândia
TR	Turquia
US	Estados Unidos

De acordo com a prática corrente na UE, a listagem dos Estados-Membros da UE constantes no presente relatório é feita segundo a ordem alfabética dos nomes dos países nas línguas nacionais.

#### © Banco Central Europeu, 2016

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

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

Salvo indicação em contrário, a data de fecho dos dados incluídos nesta secção foi 12 de fevereiro de 2016.

Fotografias	Andreas Böttcher Thorsten Jansen
ISSN	1725-292X (epub)
ISSN	1725-292X (html)
ISSN	1725-292X (online)
ISBN	978-92-899-2003-2 (epub)
ISBN	978-92-899-2114-5 (html)
ISBN	978-92-899-2042-1 (online)
Identificador de Objeto Digital:	10.2866/815705 (epub)
Identificador de Objeto Digital:	10.2866/8654 (html)
Identificador de Objeto Digital:	10.2866/428574 (online)
N.º de catálogo da UE:	QB-AA-16-001-PT-E (epub)
N.º de catálogo da UE:	QB-AA-16-001-PT-Q (html)
N.º de catálogo da UE:	QB-AA-16-001-PT-N (online)