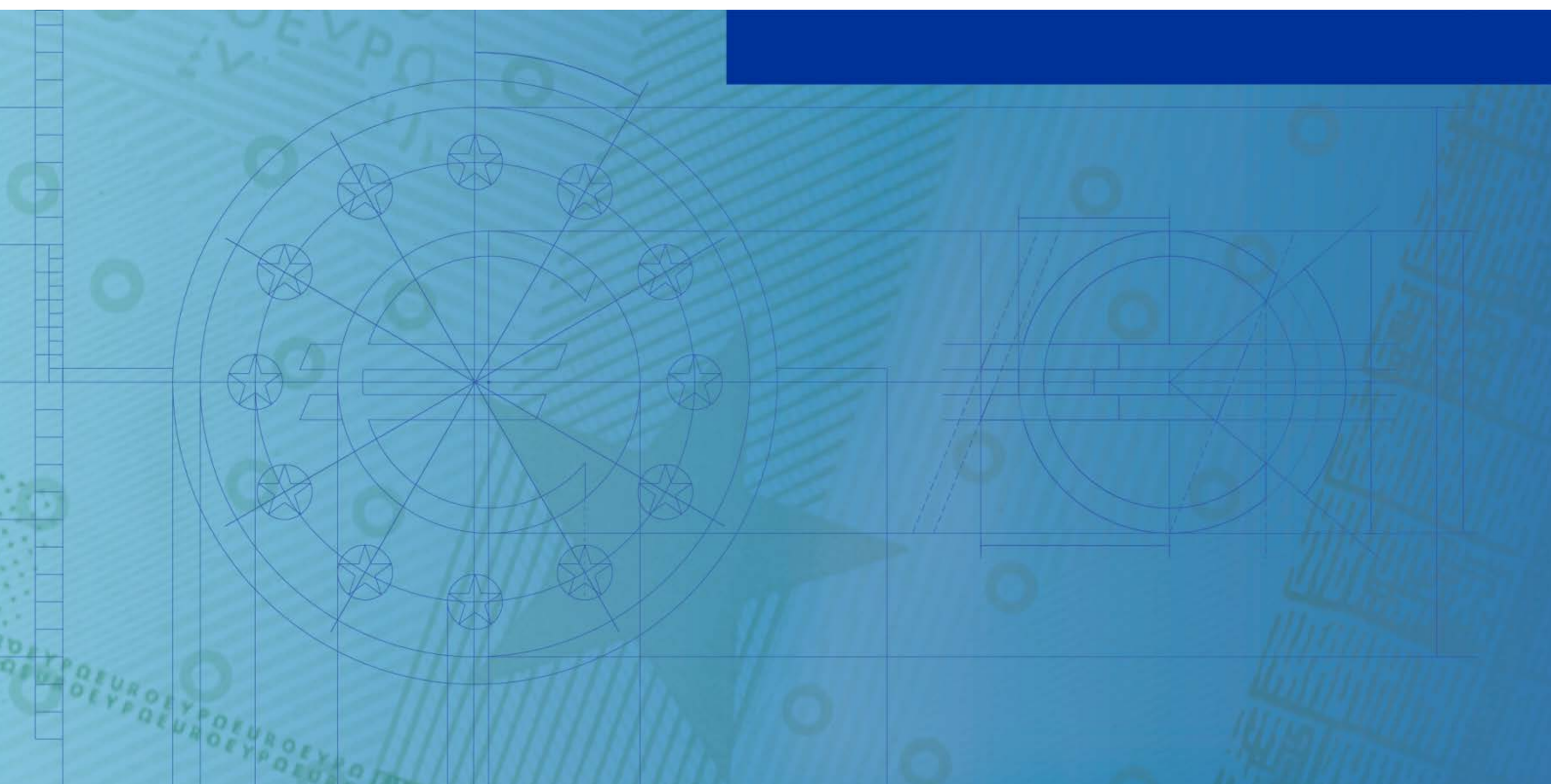




BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Relatório Anual

2016



Índice

Prefácio	4
A economia da área do euro, a política monetária do BCE e o setor financeiro europeu em 2016	6
1 A economia da área do euro	6
1.1 Enquadramento macroeconómico mundial	6
1.2 Evolução financeira	11
Caixa 1 O impacto de taxas de juro baixas sobre os bancos e a estabilidade financeira	17
1.3 Uma recuperação generalizada	19
Caixa 2 Fatores que sustentam a atual recuperação	22
1.4 Evolução dos preços e dos custos	26
Caixa 3 Tendências da inflação subjacente: o papel da dinâmica salarial	30
1.5 Evolução da moeda e do crédito	33
1.6 Política orçamental e reformas estruturais	36
Caixa 4 Prioridades de reforma na área do euro no âmbito da conjuntura empresarial e dos mercados do produto	44
2 Política monetária de apoio à recuperação da área do euro e à subida da inflação	46
2.1 Necessidade de novas medidas de política monetária em 2016	46
Caixa 5 Os efeitos distributivos da política monetária	51
2.2 Repercussão da política monetária nas condições financeiras e económicas	56
Caixa 6 Dimensão e composição do balanço do Eurosistema	61
3 Setor financeiro europeu: aumentar a resiliência num contexto de fraca rentabilidade	63
3.1 Riscos e vulnerabilidades no sistema financeiro da área do euro	64

Caixa 7	Diversidade nos modelos de negócio dos bancos e ajustamento à conjuntura de taxas de juro baixas	67
3.2	A função macroprudencial do BCE	70
3.3	A função microprudencial do BCE	73
3.4	Contributos do BCE para iniciativas regulamentares	74
Caixa 8	Créditos não produtivos na área do euro	78
Outras atribuições e atividades		81
1	Infraestruturas de mercado e pagamentos	81
1.1	Consolidação do TARGET2 e do T2S	81
1.2	Serviços de liquidação para apoio a pagamentos imediatos	82
1.3	Futura infraestrutura de mercado do Eurosistema e tecnologia de registo descentralizado das transações	83
1.4	Uma infraestrutura do mercado financeiro segura	83
2	Serviços financeiros prestados a outras instituições	84
2.1	Administração de operações ativas e passivas	84
2.2	Serviços de Gestão de Reservas do Eurosistema	85
3	Notas e moedas	85
3.1	Circulação de notas e moedas	85
3.2	Uma nova nota de €50	87
3.3	Contrafação de notas de euro	88
4	Estatísticas	88
4.1	Estatísticas novas e melhoradas da área do euro	89
4.2	Outros desenvolvimentos estatísticos	90
5	Estudos económicos	91
5.1	Núcleos e prioridades de investigação do BCE	91
5.2	Redes de investigação do Eurosistema/SEBC	92
5.3	Conferências e publicações	93
6	Atividades e deveres jurídicos	94
6.1	Participação do BCE em processos judiciais na esfera da UE	94

6.2	Pareceres do BCE e casos de incumprimento	96
6.3	Evolução jurídica relacionada com o Mecanismo Único de Supervisão	99
6.4	Cumprimento das proibições de financiamento monetário e de acesso privilegiado	100
7	Relações internacionais e europeias	101
7.1	Relações europeias	101
7.2	Relações internacionais	105
	Caixa 9 <i>Brexit</i> – implicações e perspectivas	107
8	Comunicação externa	109
	Anexos	111
1	Enquadramento institucional	111
2	Comités do Eurosistema/SEBC	121
3	Evolução organizacional e de recursos humanos	123
	Contas Anuais	C1
	Balanço consolidado do Eurosistema em 31 de dezembro de 2016	B1
	Secção estatística (disponível apenas na versão em inglês)	S1

Prefácio



O ano de 2016 foi difícil em muitos aspetos, mas também foi marcado por sinais de progresso. Embora tenha iniciado envolto em incerteza económica, terminou com a economia na posição mais firme desde a crise.

Contudo, enquanto a incerteza económica diminuiu, a incerteza política aumentou. Fomos confrontados com uma série de eventos geopolíticos que irão influenciar o panorama das nossas políticas nos próximos anos. O presente Relatório Anual descreve como o Banco Central Europeu (BCE) navegou nestas águas agitadas.

O ano de 2016 começou toldado por receios de um novo abrandamento a nível mundial, refletido na pronunciada volatilidade dos mercados financeiros. Existia o perigo de que o regresso da inflação a valores compatíveis com o nosso objetivo fosse atrasado ainda mais e – com a inflação já muito baixa – os riscos de deflação eram significativos. Tal como em 2015, o Conselho do BCE manteve-se determinado em recorrer a todos os instrumentos disponíveis no âmbito do seu mandato, com vista a cumprir o seu objetivo.

Por conseguinte, em março de 2016, o Conselho do BCE introduziu um conjunto de novas medidas destinadas a ampliar o estímulo monetário, nomeadamente através de uma nova redução das taxas de juro diretores, de um aumento do programa de compra de ativos de €60 para €80 mil milhões por mês, da aquisição pela primeira vez de obrigações de empresas e do lançamento de novas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas.

Como exposto neste relatório, essas medidas provaram ser muito eficazes na redução da restritividade das condições financeiras, reforçando a retoma e – em última instância – apoiando o ajustamento gradual das taxas de inflação no sentido de níveis mais próximo do nosso objetivo.

Com a nossa política a surtir efeitos, em dezembro de 2016, o programa de compra de ativos foi prolongado por nove meses, a fim de assegurar um apoio mais longo às condições financeiras e um retorno sustentado da inflação a uma trajetória no sentido, mas abaixo, de 2%. O volume de compras de ativos foi, todavia, reposto para o seu nível inicial de €60 mil milhões por mês, o que refletiu o sucesso das medidas adotadas em princípios do ano, verificando-se uma confiança cada vez maior na economia da área do euro e um desvanecimento dos riscos de deflação.

No entanto, a par destes benefícios, a política monetária tem efeitos secundários – sempre teve. Em 2016, esses efeitos estiveram frequentemente no centro das atenções. No *Relatório Anual do BCE* de 2016, abordamos alguns dos aspetos e preocupações relacionados com as consequências involuntárias das nossas medidas.

Um desses aspetos e preocupações prende-se com os seus efeitos distributivos, em especial no que diz respeito à desigualdade. Demonstramos que, no médio

prazo, a política monetária acarreta efeitos distributivos positivos ao reduzir o desemprego, o que beneficia mais as famílias menos ricas. No fim de contas, a garantia de emprego constitui um dos mais poderosos impulsores de uma menor desigualdade.

Outra preocupação refere-se à rentabilidade dos bancos, das companhias de seguros e dos fundos de pensões. A esse respeito, debatemos de que forma as instituições financeiras foram afetadas por um enquadramento de taxas de juro baixas e como responderam à situação. Mostramos que a capacidade de adaptação dos bancos depende dos seus modelos de negócio específicos.

O presente relatório cobre ainda outros desafios do setor financeiro em 2016. Analisamos, em particular, o problema dos créditos não produtivos, o que é necessário fazer para o resolver e os obstáculos que subsistem. Como destaque especial, abordamos as novas tecnologias e a inovação no setor, de que modo estas poderão afetar a estrutura e o funcionamento do setor e o que tal significa para as autoridades responsáveis pela sua regulamentação e superintendência.

Uma resenha de 2016 não estaria completa sem uma análise das alterações políticas que abalaram o ano, focando sobretudo a decisão do Reino Unido de abandonar a União Europeia (UE). O relatório avalia a saída do Reino Unido da UE da perspetiva do BCE, sendo a tónica colocada, acima de tudo, na importância de preservar a integridade do Mercado Único e a homogeneidade das suas regras e respetiva aplicação.

É provável que a incerteza política subsista em 2017. Não obstante, permanecemos confiantes de que a recuperação económica persistirá, apoiada pelas nossas medidas de política monetária. Em termos de ação, o mandato do BCE é claro: manter a estabilidade de preços. Tal guiou-nos com êxito ao longo de 2016 – e continuará a fazê-lo no próximo ano.

Frankfurt am Main, abril de 2017

Mario Draghi
Presidente do BCE

A economia da área do euro, a política monetária do BCE e o setor financeiro europeu em 2016

1 A economia da área do euro

1.1 Enquadramento macroeconómico mundial

Em 2016, a economia da área do euro enfrentou desafios ao nível da conjuntura externa. O crescimento nas economias avançadas e economias de mercado emergentes foi modesto em termos históricos, tendo ocorrido episódios de maior incerteza e picos de curta duração de volatilidade nos mercados financeiros, em particular no seguimento do referendo no Reino Unido sobre a permanência na UE em junho e das eleições presidenciais nos Estados Unidos em novembro. A inflação a nível mundial mostrou-se reduzida devido ao impacto cada vez menor de anteriores descidas dos preços do petróleo e da capacidade produtiva disponível ainda abundante.

Crescimento económico mundial permaneceu modesto

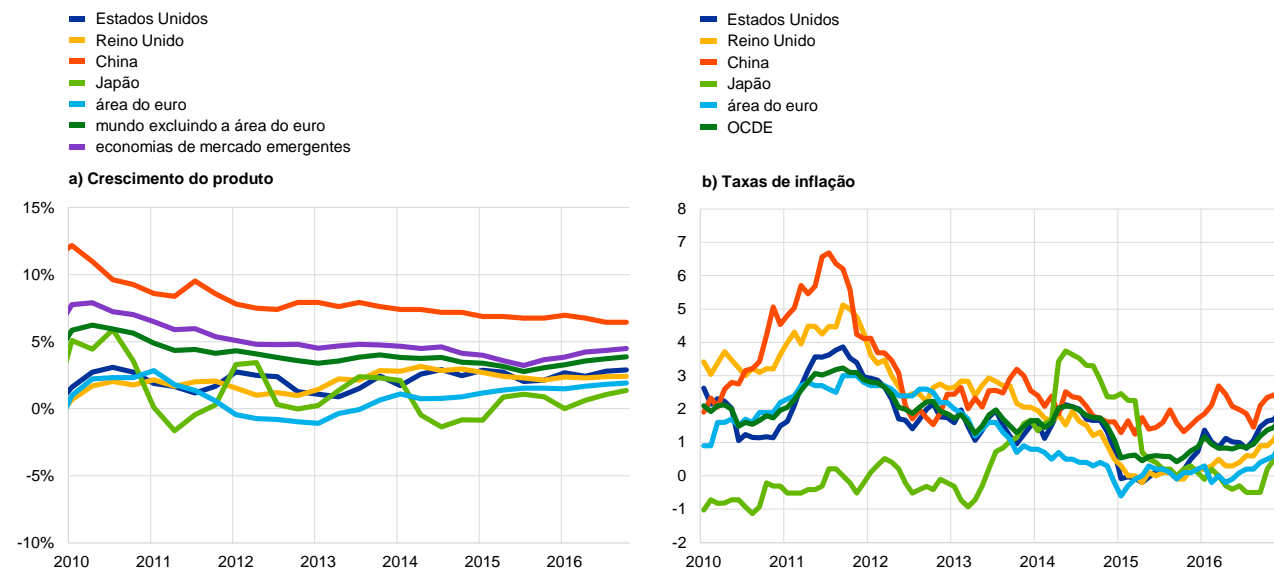
A economia mundial continuou a recuperar-se gradualmente em 2016, embora a um ritmo ligeiramente menor do que no ano anterior em resultado da desaceleração nas economias avançadas. A atividade económica apenas acelerou no segundo semestre, em particular nas economias de mercado emergentes. Em termos globais, o crescimento do PIB mundial manteve-se abaixo das respetivas taxas pré-crise (ver Gráfico 1).

O ano de 2016 foi marcado por alguns acontecimentos significativos a nível político, que obscureceram as perspetivas económicas mundiais. Em junho de 2016, os resultados do referendo no Reino Unido deram origem a incerteza quanto às perspetivas económicas do país, mas o impacto financeiro e económico imediato revelou-se modesto e de curta duração. Mais tarde em 2016, o resultado das eleições nos Estados Unidos originou uma mudança nas expectativas quanto às políticas futuras da nova administração norte-americana, que conduziu a outro episódio de maior incerteza política.

Gráfico 1

Principais desenvolvimentos em economias seleccionadas

(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 economias avançadas continuaram a crescer, embora a um menor ritmo do que no ano anterior. As condições de financiamento ainda acomodáticas e a melhoria dos mercados de trabalho sustentaram a atividade económica. O crescimento nas economias de mercado emergentes também se apresentou modesto no conjunto do ano, sendo que as perspetivas melhoraram significativamente no segundo semestre. Dois fatores foram particularmente influentes: a desaceleração gradual contínua da economia chinesa e o progressivo abrandamento das recessões profundas nas maiores economias exportadoras de matérias-primas. Por seu turno, o crescimento permaneceu contido devido a tensões geopolíticas, alavancagem excessiva, vulnerabilidade às inversões de fluxos de capital e, no caso dos exportadores de matérias-primas, ao lento ajustamento a receitas mais reduzidas.

O crescimento do comércio mundial foi fraco em 2016, com o volume das importações mundiais a crescer apenas 1.7%, em termos anuais, após um crescimento de 2.1% no ano anterior. Existem sinais de que determinados desenvolvimentos estruturais que impulsionaram o comércio no passado – por exemplo, a queda dos custos de transporte, a liberalização do comércio, a expansão das cadeias de valor mundiais e o aprofundamento financeiro – não sustentarão o comércio na mesma medida no médio prazo. Do mesmo modo, não se prevê que o comércio mundial cresça a um maior ritmo do que a atividade económica mundial no futuro próximo.

As condições de financiamento mundiais permaneceram favoráveis ao longo do ano. Os bancos centrais nas principais economias avançadas mantiveram uma orientação de política acomodática, tendo o Bank of England, o Banco do Japão e o BCE prosseguido as suas políticas monetárias expansionistas. O Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos retomou a respetiva normalização da política monetária ao aumentar em 25 pontos base o intervalo do objetivo para a taxa dos

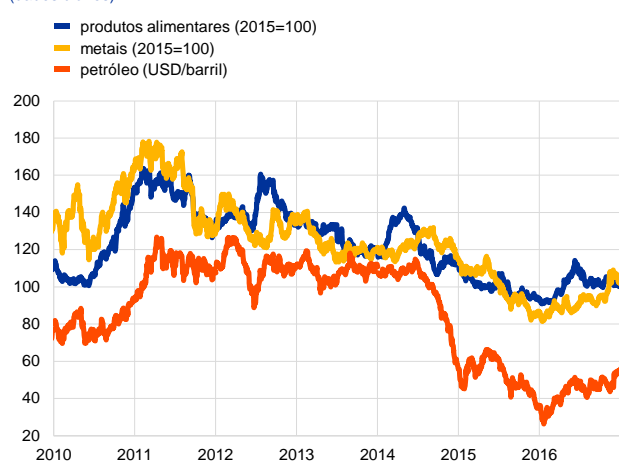
fundos federais em dezembro de 2016. Os mercados financeiros evidenciaram uma resiliência global, apesar de episódios de maior incerteza desencadeados por eventos políticos. Na parte final do ano, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo nos Estados Unidos aumentaram consideravelmente. Não é ainda claro se este aumento reflete perspectivas de aumento do crescimento e da inflação ou, antes, uma subida dos prémios de prazo das obrigações de longo prazo dos Estados Unidos. A maior parte dos mercados emergentes beneficiaram de uma melhoria das condições de financiamento externo até às eleições nos Estados Unidos em novembro. Posteriormente, porém, o anterior aumento dos fluxos de capital no sentido de economias de mercado emergentes começou a desvanecer, com uma subida dos diferenciais das obrigações de dívida pública e a intensificação das pressões sobre as moedas em vários países.

Abundante capacidade produtiva disponível continuou a pesar sobre a inflação a nível mundial

Durante 2016, a inflação mundial continuou a ser influenciada por preços do petróleo reduzidos e pela ainda abundante capacidade produtiva disponível mundial (ver Gráfico 2). A inflação global homóloga nos países da OCDE aumentou gradualmente na parte final do ano, atingindo 1.1% no conjunto do ano, o que compara com 0.6% em 2015. A inflação subjacente homóloga nos países da OCDE (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) aumentou ligeiramente para 1.8% (ver Gráfico 1).

Gráfico 2
Preços das matérias-primas

(dados diários)



Fontes: Bloomberg e Instituto de Economia Internacional de Hamburgo.

Os preços do petróleo recuperaram face a um mínimo de USD 33 por barril no final de janeiro de 2016 para USD 55 por barril no final de dezembro. A redução do investimento por parte das empresas petrolíferas norte-americanas e um aumento repentino do número de perturbações na oferta mundial de petróleo durante o primeiro semestre impulsionaram os preços para níveis mais elevados¹. Na parte final do ano, os preços do petróleo foram significativamente afetados pela estratégia de oferta da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Na sequência da decisão de 30 de novembro no sentido de aplicar, no primeiro semestre de 2017, um corte na produção dos países pertencentes à OPEP (de 1.2 milhões de barris por dia), o preço do petróleo bruto Brent aumentou. O movimento no sentido ascendente foi igualmente sustentado por um acordo entre produtores pertencentes à OPEP e alguns não pertencentes à OPEP

relativamente a um novo corte na produção (de 0.6 milhões de barris por dia) em 10 de dezembro.

¹ Para mais informações, ver o sítio da Administração de Informação de Energia ([Energy Information Administration](#) – EIA) dos Estados Unidos.

Em 2016, os preços das matérias-primas não petrolíferas recuperaram. No entanto, as cotações evidenciaram uma dinâmica oposta nos setores dos produtos alimentares e de metais. O preço das matérias-primas agrícolas aumentou devido a fatores relacionados com as condições meteorológicas no primeiro semestre e reduziu-se durante o verão devido a colheitas abundantes de trigo e cereais. Os preços dos metais mantiveram-se em níveis reduzidos no primeiro semestre, quando a China anunciou políticas ambientais que restringiam o consumo de metais. À medida que as perspectivas futuras para a procura melhoravam tendo por pano de fundo o potencial investimento em novas infraestruturas na China e nos Estados Unidos, os preços dos metais registaram uma recuperação parcial.

Em termos globais, a redução lenta dos desvios do produto nas economias avançadas, a diminuição modesta da ampla capacidade produtiva disponível em várias economias de mercado emergentes e os efeitos dissipadores de anteriores quedas dos preços do petróleo e de outras matérias-primas exerceram pressões ligeiramente ascendentes sobre a inflação a nível mundial no segundo semestre de 2016.

Crescimento prosseguiu nas principais economias

Nos Estados Unidos, a atividade económica abrandou em 2016. No seguimento de uma modesta expansão no primeiro semestre, o crescimento do PIB real recuperou no segundo semestre. O crescimento foi impulsionado sobretudo pelas despesas de consumo, ganhos de emprego e fortalecimento dos balanços das famílias. A pressão exercida por um ajustamento das existências e pela redução do investimento em energia que suprimiu o crescimento no primeiro semestre diminuiu na parte final do ano, contribuindo para uma atividade mais forte. Em termos globais, o crescimento do PIB desceu de 2.6% em 2015 para 1.6% em 2016. O dinamismo subjacente nos mercados de trabalho manteve-se robusto, com uma nova diminuição da taxa de desemprego para 4.7% e uma retoma do crescimento salarial no final do ano. A inflação manteve-se muito abaixo do objetivo do Comité de Operações de Mercado Aberto (Federal Open Market Committee – FOMC). No geral, a inflação homóloga medida pelo índice de preços no consumidor atingiu 2.1% em 2016, enquanto a inflação subjacente medida pelo índice de preços no consumidor (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) aumentou para 2.2%.

A política monetária manteve-se muito acomodatória em 2016. Em dezembro, como amplamente esperado pelos mercados financeiros, o FOMC decidiu aumentar em 25 pontos base o intervalo do objetivo para a taxa dos fundos federais para 0.5-0.75%. A orientação orçamental foi ligeiramente expansionista no exercício de 2016, com o défice orçamental a aumentar ligeiramente para 3.2% do PIB em resultado do aumento das despesas relacionadas com cuidados de saúde e pagamentos de juros líquidos mais elevados.

O Japão registou um crescimento robusto em 2016, apoiado por políticas acomodatórias de teor monetário e orçamental, por condições de financiamento menos restritivas e pelo aumento da restritividade nos mercados de trabalho. Em média, o crescimento do PIB real desacelerou ligeiramente para 1% em 2016, face

a 1.2% no ano anterior. A taxa de desemprego desceu para 3.1%, mas o crescimento salarial permaneceu moderado. A inflação global homóloga medida pelos preços no consumidor entrou em terreno negativo em 2016, atingindo -0.1%, em reflexo sobretudo da descida dos preços das matérias-primas a nível mundial e do fortalecimento do iene. A medida de inflação subjacente preferida pelo Banco do Japão – inflação dos preços no consumidor excluindo produtos alimentares frescos e produtos energéticos – registou uma pequena diminuição face ao ano anterior, situando-se em 0.6% em 2016. Em setembro, o Banco do Japão introduziu medidas de abrandamento monetário quantitativo e qualitativo com controlo da curva de rendimentos. Também se comprometeu a expandir a base monetária até que a taxa de inflação observada ultrapassasse o objetivo para a estabilidade de preços e se mantivesse acima desse nível de modo estável.

No Reino Unido, a economia manteve-se robusta apesar da incerteza relacionada com o resultado do referendo sobre a permanência na UE. Em 2016, o PIB real aumentou 2.0% de acordo com estimativas preliminares, tendo sido sustentado sobretudo pelo forte consumo privado². Nos mercados financeiros, a reação mais notável ao referendo foi uma depreciação significativa da libra esterlina. Registou-se um aumento da inflação a partir de níveis muito reduzidos. A política monetária permaneceu acomodatória ao longo de 2016. Em agosto, o Comité de Política Monetária do Bank of England reduziu a taxa diretora em 25 pontos base, para 0.25%, expandiu o seu programa de compra de ativos e lançou um regime de financiamento a prazo (*Term Funding Scheme*) para apoiar a transmissão da taxa de juro à economia. Em novembro, o governo anunciou um novo mandato orçamental e medidas de política direcionadas, em particular nas áreas da habitação e do investimento em infraestruturas, para sustentar a economia durante a fase de transição.

Na China, o crescimento estabilizou em 2016, sustentado pelo consumo robusto e pelas despesas em infraestruturas. O crescimento do PIB anual situou-se em 6.7% em 2016, após 6.9% no ano anterior. O investimento na indústria transformadora permaneceu fraco, mas o investimento em propriedade imobiliária aumentou ligeiramente. A procura de importações recuperou face a um mínimo em 2015, mas manteve-se mais fraca do que no passado. A procura externa relativamente modesta pesou sobre as exportações, o que por sua vez afetou negativamente as importações através de atividades de processamento para fins de reexportação (*processing trade*). A inflação homóloga medida pelos preços no consumidor aumentou para 2%, enquanto a inflação homóloga medida pelos preços no produtor, que se situava em terreno negativo desde março de 2012, aumentou para -1.4%.

Taxa de câmbio efetiva do euro manteve-se globalmente estável

Em 2016, a taxa de câmbio do euro permaneceu globalmente estável em termos efetivos nominais (ver Gráfico 3). Porém, em termos bilaterais, o euro evoluiu face a

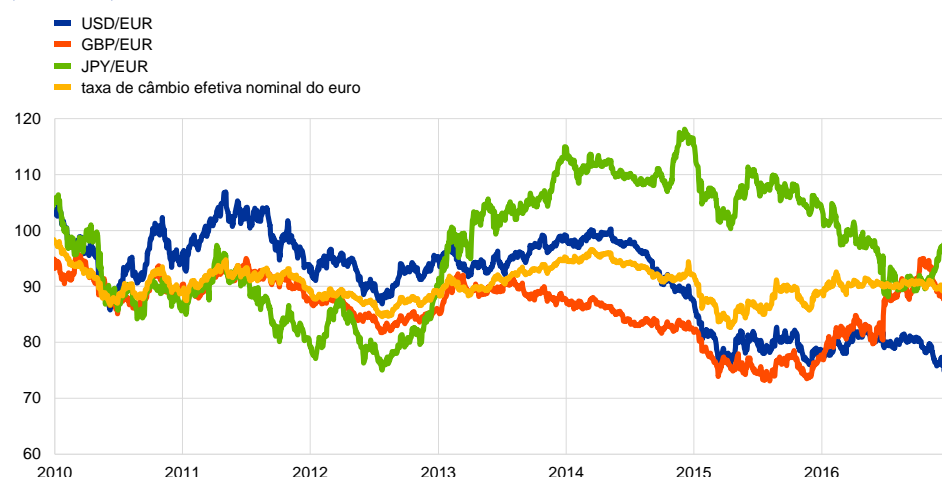
² Ver também a caixa intitulada "[Economic developments in the aftermath of the UK referendum on EU membership](#)", *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2016.

outras moedas importantes. Face ao dólar dos Estados Unidos, o euro esteve notavelmente estável durante a maior parte de 2016, visto que as taxas de rendibilidade em ambos os lados do Atlântico permaneceram amplamente inalteradas, mas reduziu-se na parte final do ano. O enfraquecimento do euro face ao iene do Japão foi parcialmente compensado pela apreciação face à libra esterlina.

Gráfico 3

Taxa de câmbio do euro

(dados diários)



Fonte: BCE.

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

A coroa dinamarquesa é atualmente a única moeda no mecanismo de taxas de câmbio II (MTC II) europeu. A coroa dinamarquesa foi transacionada em valores próximos da sua taxa central no MTC II, enquanto o Danmarks Nationalbank aumentou a sua taxa diretora em janeiro de 2016 e, em termos líquidos, comprou moeda estrangeira com coroas dinamarquesas em 2016. O Česká národní banka continuou a comprar moeda estrangeira em linha com o seu compromisso de intervir nos mercados cambiais por forma a evitar que a taxa de câmbio da coroa checa se aprecie para além de um determinado limite. Do mesmo modo, o Hrvatska narodna banka continuou a intervir nos mercados cambiais ao abrigo do seu regime de taxa de câmbio variável controlada. O lev da Bulgária permaneceu ancorado ao euro. O euro também se manteve globalmente estável face ao franco suíço, ao forint da Hungria e ao leu romeno, tendo registado uma apreciação face à coroa sueca e, em menor medida, ao zloti da Polónia.

1.2 Evolução financeira

Em 2016, os mercados financeiros da área do euro continuaram a ser impulsionados, em larga medida, por novas medidas de acomodação de política monetária implementadas pelo BCE. Estas medidas contribuíram para uma redução gradual das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública da área do euro nos três primeiros trimestres do ano. Porém, em resultado de fatores mundiais, na

parte final do ano as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública da área do euro recuperaram de parte da diminuição registada anteriormente, já em 2016. As taxas do mercado monetário e os custos do financiamento externo suportados pelas sociedades não financeiras continuaram a descer, atingindo mínimos históricos. As condições de financiamento das sociedades não financeiras e das famílias melhoraram novamente.

Diminuição das taxas do mercado monetário da área do euro

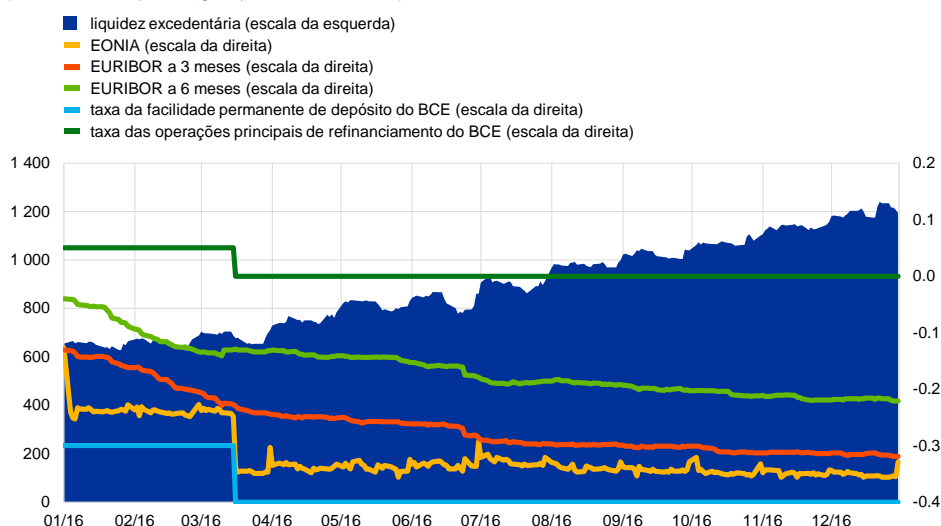
As taxas do mercado monetário continuaram a diminuir em 2016, devido sobretudo a uma nova redução da restritividade da política monetária por parte do BCE.

As medidas de redução da restritividade são apresentadas em maior pormenor na Secção 2.1. A redução da taxa da facilidade permanente de depósito foi rápida e plenamente transmitida à EONIA, a qual posteriormente estabilizou em torno de -35 pontos base (ver Gráfico 4). Em linha com este padrão histórico, a EONIA aumentou temporariamente no final de cada mês, mas estes aumentos foram menos acentuados do que os observados no início de 2015 antes de a liquidez excedentária ter começado a aumentar significativamente com a execução do programa de compra de ativos (*asset purchase programme – APP*).

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 30 de dezembro de 2016.

A EURIBOR a 3 meses e a EURIBOR a 6 meses reduziram-se, avançando para território mais negativo. A diminuição das taxas EURIBOR acompanhou a menor restritividade da política monetária, com algumas pressões adicionais em sentido descendente resultantes da tendência ascendente da liquidez excedentária. O aumento da liquidez excedentária superior a €500 mil milhões ao longo do ano ficou a dever-se sobretudo às compras ao abrigo do APP e, em menor medida, à nova

série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas II). A liquidez excedentária atingiu €1200 mil milhões no final do ano (ver Gráfico 4).

No mercado monetário com garantia, as taxas aplicáveis às operações de reporte também continuaram a diminuir, impulsionadas pelas reduções das taxas de juro diretoras do BCE, por amplas condições de liquidez e pela procura de ativos de garantia de elevada qualidade. As taxas aplicáveis às operações de reporte cotadas relativamente a ativos de garantia emitidos por alguns países da área do euro situaram-se abaixo do nível da taxa da facilidade permanente de depósito durante a maior parte do ano, refletindo a procura de ativos de garantia muito líquidos.

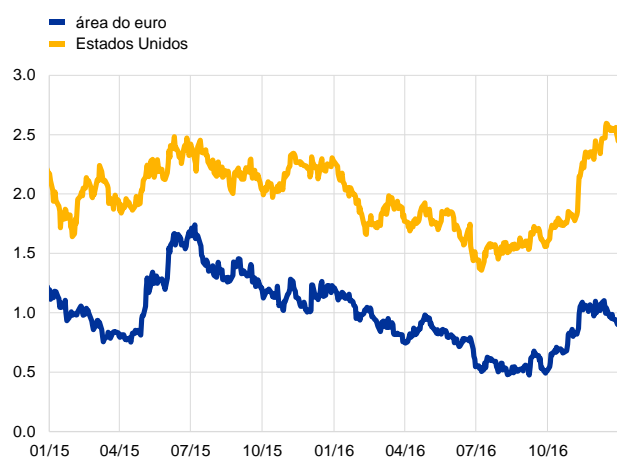
As taxas implícitas nos contratos a prazo do mercado monetário do euro atingiram um valor mínimo no seguimento do referendo no Reino Unido sobre a permanência na UE no final de junho, num contexto de maiores expectativas do mercado quanto a uma nova redução da restritividade da política monetária do BCE. Porém, na parte final do ano, as taxas implícitas nos contratos a prazo inverteram-se, à medida que as expectativas do mercado quanto a novas reduções das taxas diretoras diminuam e a inclinação da curva a prazo da EONIA se tornava mais acentuada. O aumento da inclinação da curva em paralelo com um aumento das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro refletiram a evolução das taxas de rendibilidade de mais longo prazo a nível mundial, que foram mais acentuadas nos Estados Unidos.

Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública da área do euro aumentaram na parte final do ano

Gráfico 5

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos

(percentagens por ano; dados diários)



Fontes: Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do BCE.

Notas: Os dados da área do euro referem-se à média ponderada pelo PIB a 10 anos das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas. A última observação refere-se a 30 de dezembro de 2016.

As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública da área do euro foram, no geral, mais reduzidas em 2016 do que em 2015, refletindo a continuação do apoio prestado pelas compras do BCE de obrigações de dívida pública da área do euro e por outras medidas de política monetária. As taxas de rendibilidade na área do euro e nos Estados Unidos registaram um ajustamento significativo devido aos desenvolvimentos a nível mundial (ver Gráfico 5). A maior incerteza quanto às perspetivas de crescimento mundial no início do ano conduziu a uma forte descida das taxas de juro isentas de risco. O resultado do referendo no Reino Unido comprimiu ainda mais as taxas de rendibilidade antes de perspetivas mundiais mais otimistas e o resultado das eleições nos Estados Unidos terem levado ao aumento das taxas de rendibilidade na área do euro e nos Estados Unidos. Em termos globais, a média ponderada pelo PIB da área do euro das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos diminuiu cerca de 30 pontos base

em 2016, situando-se em redor de 0.9% no final do ano. A evolução dos diferenciais das obrigações de dívida pública intra-área do euro mostrou-se relativamente modesta, evidenciando, porém, alguma heterogeneidade entre países.

Gráfico 6

Índices dos mercados bolsistas na área do euro e nos Estados Unidos

(índice: 1 de janeiro de 2016 = 100; dados diários)



Fonte: Thomson Reuters.

Notas: O índice EURO STOXX é utilizado para a área do euro e o índice S&P 500 é utilizado para os Estados Unidos. Os índices foram normalizados para 100 em 1 de janeiro de 2016. A última observação refere-se a 30 de dezembro de 2016.

Preços das ações da área do euro mantiveram-se globalmente inalterados após descidas temporárias

O ano de 2016 teve início com uma descida significativa nos mercados acionistas mundiais à medida que a China suscitava preocupações mundiais em termos de crescimento (ver Gráfico 6). Quando as preocupações diminuíram, os mercados acionistas regressaram, em redor de abril, aos níveis observados no início do ano. Verificou-se um padrão semelhante no período em torno do referendo no Reino Unido, quando uma descida acentuada nos dias após o referendo foi invertida nos meses seguintes. No segundo semestre, o mercado acionista da área do euro cresceu consideravelmente devido à melhoria das perspetivas. Não obstante os movimentos relativamente significativos durante o ano, o mercado acionista da área do euro permaneceu globalmente inalterado, em termos gerais, com o índice EURO STOXX alargado a

umentar cerca de 1%. O pequeno aumento do índice global ocultou uma diminuição das ações dos bancos, afetadas negativamente pelo *stock* de créditos não produtivos dos bancos e pela continuação da baixa rentabilidade, entre outros fatores.

As ações nos Estados Unidos evidenciaram um padrão semelhante ao longo do ano, mas tiveram um desempenho globalmente mais forte e registaram um aumento de aproximadamente 10% em 2016. Em dezembro de 2016, os principais índices acionistas nos Estados Unidos atingiram um novo recorde histórico.

Sociedades não financeiras beneficiaram da redução dos custos do financiamento externo

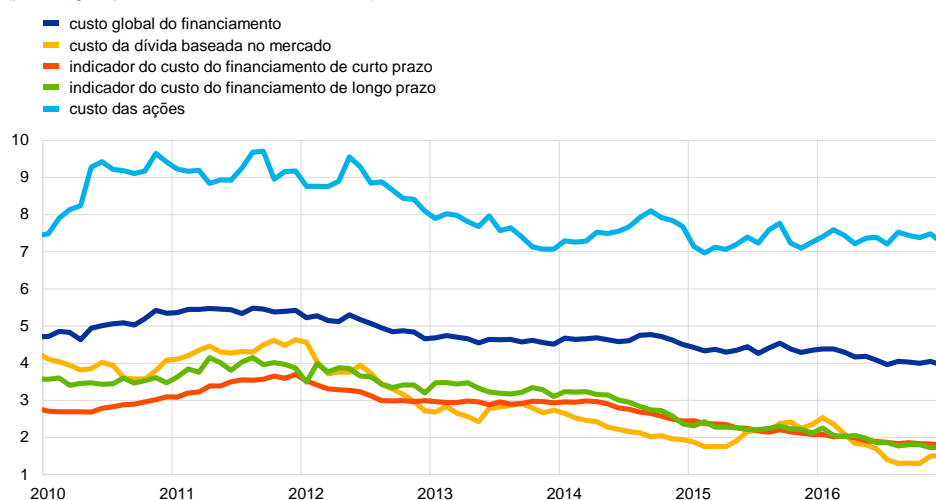
As medidas de política monetária tomadas em 2016 também foram transmitidas ao custo nominal global do financiamento externo das sociedades não financeiras (SNF), que atingiu um mínimo histórico no verão de 2016 (ver Gráfico 7). Em particular, as taxas negativas da facilidade permanente de depósito e as novas ORPA direcionadas II anunciadas em março ajudaram a reduzir ainda mais os custos dos empréstimos bancários para as SNF. A introdução de compras de obrigações com grau de investimento denominadas em euros emitidas por entidades não bancárias estabelecidas na área do euro, em conjunto com outros elementos do APP, conduziram o custo da dívida baseada no mercado para níveis

significativamente abaixo dos registados no ano anterior e também abaixo das taxas ativas bancárias. Porém, dado que o prémio de risco das ações permaneceu elevado, o custo das ações diminuiu apenas marginalmente em 2016. O nível elevado de acomodação da política monetária contribuiu para a redução dos custos do financiamento externo, bem como para a redução da heterogeneidade dos custos do financiamento externo entre países da área do euro e entre empresas de dimensão diferente.

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. A última observação refere-se a dezembro de 2016.

Fluxos de financiamento externo estabilizaram em 2016

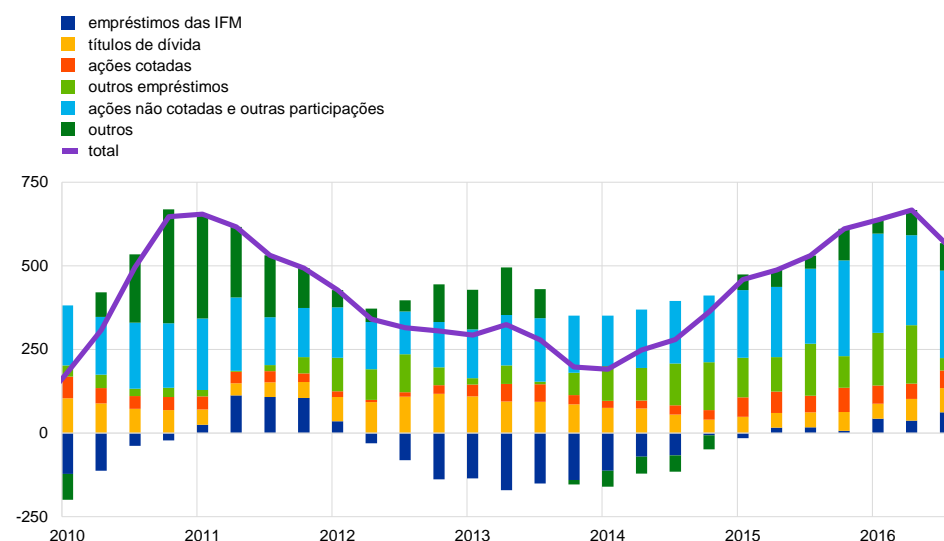
Nos três primeiros trimestres de 2016, os fluxos de financiamento externo das SNF estabilizaram próximo do nível médio registado em 2015 (ver Gráfico 8). Numa perspetiva de mais longo prazo, a recuperação dos fluxos de financiamento externo das SNF face aos mínimos atingidos no primeiro trimestre de 2014 continua a ser suportada por: i) uma nova descida dos custos de financiamento, ii) menores restrições ao crédito, iii) a expansão contínua da atividade económica, e iv) uma maior atividade de fusões e aquisições. Além do mais, a política monetária acomodatória do BCE também contribuiu para a criação de condições favoráveis ao acesso das SNF ao financiamento baseado no mercado. Em particular, o alargamento em junho de 2016 do APP para incluir obrigações de empresas suportou a emissão de títulos de dívida ao longo do ano. A melhoria das condições

de crédito³ e a redução das taxas de juro conduziram a um ligeiro aumento do recurso das SNF ao financiamento por instituições bancárias, enquanto os empréstimos concedidos pelo setor não monetário e pelo resto do mundo diminuíram substancialmente durante o ano. As ações não cotadas e outras participações continuaram a ser a maior componente dos fluxos de financiamento externo das SNF, suportadas por níveis elevados de lucros não distribuídos. A emissão de ações cotadas foi restringida pelos custos relativamente elevados das ações. Além do mais, a melhoria global do acesso ao financiamento externo por parte das SNF atenuou a dinâmica do financiamento por via de créditos comerciais e empréstimos entre empresas.

Gráfico 8

Fluxos líquidos de financiamento externo das sociedades não financeiras na área do euro

(fluxos anuais; EUR mil milhões)



Fontes: Eurostat e BCE.

Notas: A rubrica "Outros empréstimos" inclui empréstimos do setor não monetário (outros intermediários financeiros, sociedades de seguros e fundos de pensões) e do resto do mundo. Os empréstimos de IFM e do setor não monetário são corrigidos da venda e titularização de empréstimos. A rubrica "Outros" corresponde à diferença entre o total e os instrumentos listados no gráfico. Inclui empréstimos entre empresas e créditos comerciais. A última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2016.

Crescimento do património líquido das famílias acelerou

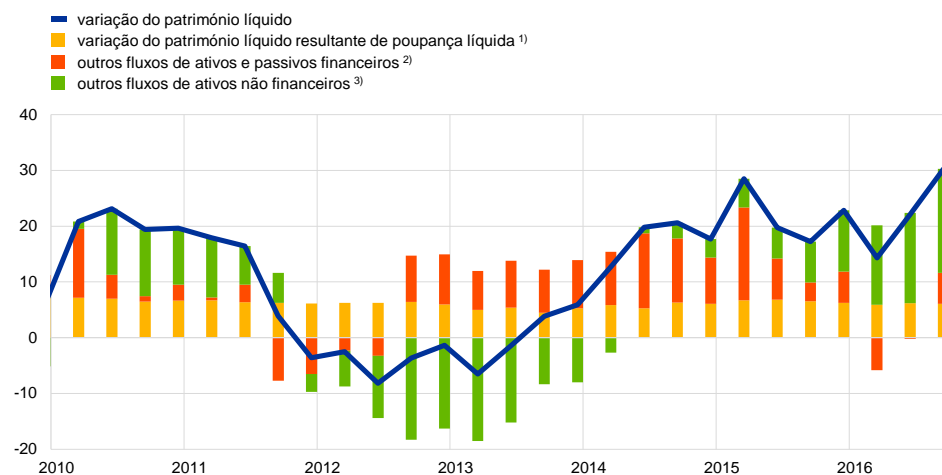
Nos três primeiros trimestres de 2016, o património líquido das famílias continuou a crescer a um ritmo cada vez mais rápido (ver Gráfico 9). Em particular, os aumentos contínuos dos preços da habitação deram origem a mais-valias significativas nas detenções de ativos imobiliários pelas famílias. O aumento dos preços das ações em 2016 conduziu a ganhos de valor nas detenções de ativos financeiros pelas famílias e deu um contributo positivo para o crescimento do património líquido.

³ 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 do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro.

Gráfico 9

Variação no património líquido das famílias

(fluxos anuais; 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 terceiro trimestre de 2016.

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).

Os custos de financiamento das famílias da área do euro atingiram um novo mínimo, mas continuaram a variar entre países e prazos de empréstimos, com o custo dos empréstimos de longo prazo a descer mais do que o custo de empréstimos de curto prazo. Os empréstimos bancários ao setor das famílias continuaram a recuperar em 2016.

Caixa 1

O impacto de taxas de juro baixas sobre os bancos e a estabilidade financeira

As taxas de juro baixas observadas ao longo de 2016 foram o resultado de fatores de âmbito mundial e específicos da área do euro. Alguns destes fatores caracterizaram-se pelo longo prazo e estiveram relacionados com mudanças estruturais, como, por exemplo, as atuais tendências demográficas e o menor crescimento da produtividade, enquanto outros estiveram associados à desalavancagem que se seguiu à crise financeira e ao excesso de poupanças planeadas em detrimento de investimento e despesas de consumo planeados. A política monetária acomodatória do BCE com o objetivo primordial de salvaguarda da estabilidade de preços contribuiu para esta conjuntura. Ao apoiar o crescimento nominal na área do euro, a política monetária do BCE procura atingir este objetivo, o que deveria acabar por resultar num aumento das taxas de juro à medida que a retoma se torna efetiva.

O inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro apresenta evidência que demonstra que o programa de compra de ativos do BCE, as ORPA direcionadas e a taxa negativa da facilidade permanente de depósito contribuíram para termos e condições de crédito mais favoráveis em 2016, o que levou a um aumento do crédito⁴. A par destes elementos positivos, a

⁴ Ver o [inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro](#), BCE, outubro de 2016.

conjuntura de taxas de juro baixas também exerceu pressões sobre as instituições financeiras⁵. O BCE, em conjunto com o Comité Europeu do Risco Sistémico, identificou riscos para os bancos, sociedades de seguros e fundos de pensões, relacionados com a sustentabilidade dos respetivos modelos de negócio e a assunção de riscos. Alguns destes riscos poderão ter de ser contidos através de medidas macroprudenciais e microprudenciais específicas⁶.

Taxas de juro baixas durante um longo período de tempo, especialmente se acompanhadas por um fraco crescimento económico, poderão exercer pressão sobre a rentabilidade e a solvência das instituições que oferecem retorno garantido no longo prazo. Para além do sistema bancário, as taxas de juro baixas poderiam inviabilizar os produtos tradicionais com retorno garantido das sociedades de seguros e fundos de pensões. A evidência indica que os setores dos seguros e pensões já estão a abandonar os modelos com retorno garantido no sentido de modelos de negócio ligados a unidades de participação por forma a reduzir responsabilidades de longo prazo com garantia. Consequentemente, o setor financeiro está a reduzir a disponibilização de garantias de retorno a mais longo prazo. Além do mais, a conjuntura de taxas de juro baixas também pode contribuir para uma queda da margem financeira dos bancos, especialmente através de uma compressão das margens de juros líquidas visto que as taxas de depósito poderão ser restringidas por um limite inferior efetivo, e reduzir a rentabilidade. Embora a margem financeira seja a principal fonte de rendimento da maior parte dos bancos, outros fatores, como, por exemplo, rendimentos de comissões e outros proveitos ou a eficiência de custos relativa entre bancos, também influenciam a rentabilidade dos bancos.

Num esforço de repor as margens de lucro, as instituições financeiras recorreram a fontes de rendimento alternativas e estão gradualmente a ajustar os respetivos modelos de negócio. Os rendimentos de comissões e outros proveitos em percentagem do total dos rendimentos são mais reduzidos para os bancos especializados em crédito e mais elevados para os bancos que oferecem serviços de custódia⁷. Em particular, evidência recente sugere que alguns bancos aumentaram as respetivas atividades geradoras de rendimentos de comissões e outros proveitos. As comissões sobre o reembolso antecipado e a renegociação de hipotecas foram uma importante fonte de rendimento para os mutuantes nos últimos anos. Os mutuários beneficiaram da redução gradual das taxas de juro de longo prazo, em particular nos países onde prevalecem as hipotecas com taxa fixa. O rendimento de comissões sobre o reembolso antecipado e a renegociação de hipotecas deverá desempenhar um papel menos importante no futuro, visto que essas comissões são suportadas apenas uma vez, aquando da renegociação. Deste modo, os bancos devem continuar a ajustar os respetivos modelos de negócio e a eficiência de custos por forma a conservar os seus lucros. De facto, os bancos também consideraram medidas de redução de custos como, por exemplo, a reestruturação, reduções no número de empregados, o encerramento de sucursais e a digitalização de processos, mas os progressos na melhoria da eficiência de custos continuam a ser díspares entre países e instituições⁸.

⁵ As medidas de política monetária não convencionais tiveram apenas um impacto limitado sobre a rentabilidade dos bancos; ver *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2016, Caixa 4.

⁶ Ver *Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system*, Comité Europeu do Risco Sistémico, novembro de 2016.

⁷ Ver Kok, C., Mirza, H., Móri, C. e Pancaro, C., "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2016, Tema em Destaque C.

⁸ Ver *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2016, Secção 3.

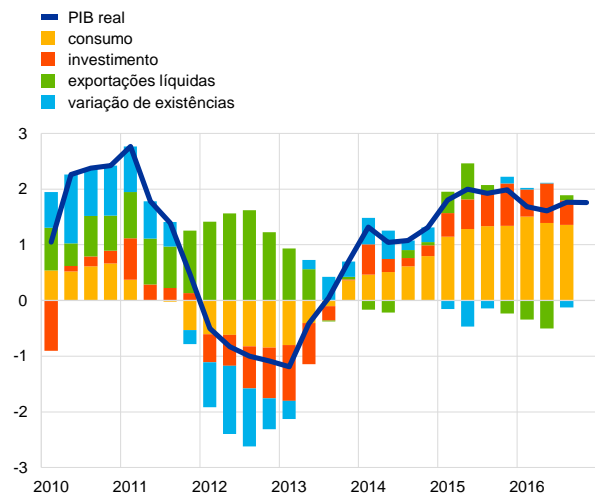
A redução dos rendimentos de juros numa conjuntura de taxas de juro baixas e de progressos limitados para a melhoria da rentabilidade exacerbam o potencial de uma assunção de riscos generalizada por parte das instituições financeiras, em particular as instituições cuja margem financeira constituiu uma parcela predominante do rendimento no passado. Os investimentos em classes de ativos de maior risco ou ativos com prazos alargados podem acarretar o risco de uma maior exposição a instrumentos financeiros ilíquidos, o que expõe as instituições financeiras a maiores riscos de reavaliação e dá origem ao risco de contágio.

O BCE acompanha de perto os ajustamentos nos modelos de negócio por parte das instituições financeiras no seu papel de supervisor bancário e autoridade macroprudencial, em virtude do mandato para assegurar a estabilidade financeira em países abrangidos pela supervisão bancária europeia. Neste contexto, o BCE pode tomar medidas de supervisão e aplicar políticas macroprudenciais para o setor bancário a fim de garantir a estabilidade financeira, a qual continua a ser um pré-requisito para que seja possível posicionar a retoma económica em terreno estável através da contenção dos riscos sistémicos.

1.3 Uma recuperação generalizada

Gráfico 10
PIB real da área do euro

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: O crescimento homólogo do PIB para o quarto trimestre de 2016 refere-se à estimativa provisória preliminar.

Prosseguiu em 2016 a recuperação económica impulsionada pela procura interna na área do euro que começou no início de 2013. Analisando os fatores que fomentaram a atividade económica, o atual dinamismo do crescimento parece estar a tornar-se mais resiliente (para mais pormenores, ver a Caixa 2). Paralelamente, a atividade económica da área do euro foi travada pelo crescimento ainda modesto da procura externa num contexto de maior incerteza a nível mundial. Consequentemente, o crescimento anual médio situou-se em 1.7% em 2016 (ver Gráfico 10), ou seja, apenas ligeiramente acima de 2.0%, em 2015, o qual, por sua vez, foi impulsionado pelo crescimento particularmente forte do PIB na Irlanda. O consumo privado aumentou a um ritmo semelhante ao de 2015, novamente impulsionado pelo crescente rendimento disponível, enquanto o investimento aumentou a um ritmo ligeiramente inferior ao do ano anterior, não obstante a recuperação do setor da construção. Ao mesmo tempo, o consumo público aumentou a uma taxa mais elevada em 2016, dando assim um contributo positivo para o crescimento económico (ver a Secção 1.6 do Capítulo 1). A retoma económica foi relativamente generalizada a todos os países da área do euro.

A economia da área do euro continuou a expandir-se

A orientação monetária muito acomodatória do BCE continuou a ser transmitida à economia real e sustentou a procura interna. As melhorias na rentabilidade das empresas e condições de financiamento muito favoráveis continuaram a promover uma recuperação do investimento. Além do mais, ganhos de emprego sustentados, que também beneficiaram de anteriores reformas estruturais, continuaram a apoiar a recuperação. O nível ainda relativamente reduzido dos preços do petróleo deu um ímpeto adicional ao crescimento em 2016. Entretanto, o endividamento dos setores público e privado, que permaneceu elevado em alguns países, e as necessidades de desalavancagem que lhe estão associadas atenuaram a procura interna. Acresce que os progressos lentos na implementação de reformas estruturais continuaram a travar o crescimento.

O consumo privado da área do euro continuou a fortalecer-se em 2016, com uma taxa de crescimento anual de aproximadamente 2.0%, ou seja, globalmente semelhante à do ano anterior. Os principais fatores que fomentaram o aumento do consumo privado foram os preços do petróleo reduzidos, em particular no início do ano, e melhorias nos mercados de trabalho da área do euro, com o consequente aumento dos rendimentos do trabalho. Neste sentido, foi sobretudo o crescimento no número de postos de trabalho, e não tanto os aumentos salariais, que contribuiu para o crescimento total dos rendimentos nominais do trabalho em 2016. As taxas de juro reduzidas continuaram a sustentar o consumo privado, à medida que a contração de crédito se tornava mais barata e a poupança gerava menos rendimento. Além disso, embora a margem financeira das famílias da área do euro tenha diminuído marginalmente em 2016, as taxas de juro mais reduzidas redistribuíram sobretudo recursos de aforradores líquidos para mutuários líquidos, os quais têm tipicamente uma maior propensão para consumir do que os aforradores líquidos⁹.

As medidas de política monetária implementadas pelo BCE nos últimos anos, incluindo o programa de compras do setor empresarial anunciado em março de 2016, fomentaram a procura e, deste modo, promoveram o investimento. Por conseguinte, o investimento continuou a contribuir substancialmente para o crescimento em 2016, refletindo também melhorias nos lucros empresariais, a menor restrição da procura e o aumento da capacidade produtiva. Adicionalmente, as medidas de política monetária impulsionaram a confiança das empresas, reduziram os pagamentos de juros líquidos das empresas e diminuíram a restritividade das condições financeiras, incluindo as aplicadas às pequenas e médias empresas, reforçando assim o investimento empresarial. O investimento em equipamento de transporte contribuiu para a recuperação do investimento empresarial em particular. No entanto, alguns fatores poderão ter pesado sobre as atividades de investimento das empresas, como, por exemplo, a descida prolongada das expectativas de crescimento de longo prazo na área do euro, a continuação dos

⁹ Ver Jappelli, T. e Pistaferri, L., "Fiscal policy and MPC heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, n.º 4, 2014, pp. 107-136.

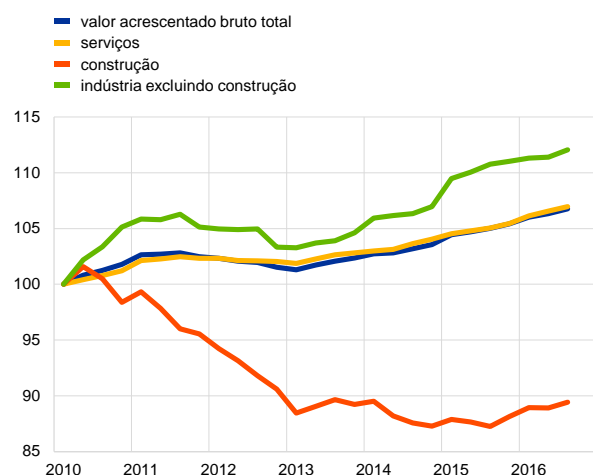
ajustamentos nos balanços das empresas relacionados com o elevado endividamento das empresas e o enfraquecimento do comércio mundial.

O investimento em construção também melhorou, embora a partir de níveis reduzidos, a par da retoma nos mercados da habitação da área do euro. Esta retoma refletiu a maior procura, a qual, por sua vez, foi suportada pelo crescimento dos rendimentos reais, e taxas hipotecárias e condições de crédito favoráveis em resultado de medidas de política monetária e de incentivos orçamentais em alguns países. Além do mais, o rendimento de tipos de investimento alternativos das famílias permaneceu reduzido, dando assim incentivos adicionais ao investimento residencial. A recuperação do mercado da habitação foi generalizada entre países da área do euro.

A dinâmica do crescimento económico continuou a ser atenuada pela conjuntura externa fraca em 2016, que mais do que contrabalançou o impacto dos efeitos desfasados da depreciação substancial do euro no período de 2014-2015 (ver a Secção 1.1 do Capítulo 1). As exportações da área do euro para os Estados Unidos, Ásia (excluindo a China) e economias de mercado emergentes mantiveram-se moderadas em 2016. Ao mesmo tempo, os parceiros comerciais na Europa e na China enfrentaram estes fatores adversos, contribuindo cada vez mais para as exportações da área do euro. O comércio na área do euro fortaleceu-se em 2016 e refletiu o dinamismo subjacente da procura interna.

Gráfico 11
Valor acrescentado bruto real da área do euro por atividade económica

(índice: T1 2010 = 100)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

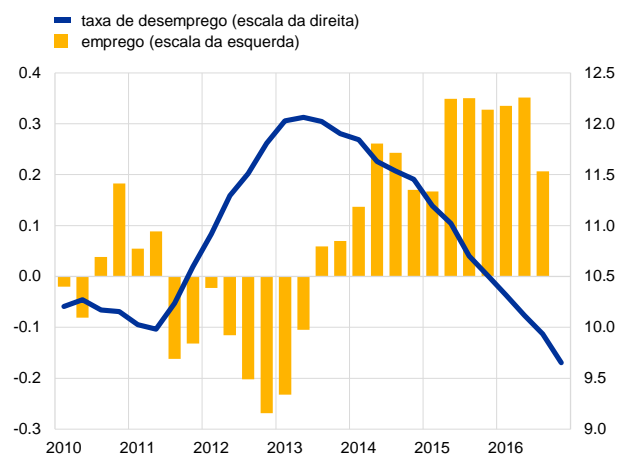
Numa perspetiva setorial, o aumento do produto em 2016 foi generalizado (ver Gráfico 11). O valor acrescentado bruto total, que no segundo trimestre de 2015 ultrapassara o seu pico pré-crise do primeiro trimestre de 2008, aumentou, em média, cerca de 1.7% em 2016. O crescimento do valor acrescentado na indústria (excluindo a construção) abrandou para aproximadamente 1.6% em 2016, enquanto o setor dos serviços se expandiu 1.8%, ligeiramente acima do nível de 2015. Paralelamente, o valor acrescentado na construção, embora ainda muito abaixo do respetivo nível pré-crise, ganhou dinamismo, aumentando cerca de 2.0% – a taxa de crescimento mais elevada desde 2006. Tal confirma que a evolução no setor da construção se está a tornar cada vez mais positiva na sequência do longo período de contração ou crescimento lento que teve início em 2008.

Emprego da área do euro continuou a aumentar

Gráfico 12

Indicadores do mercado de trabalho

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



Fonte: Eurostat.

Os mercados de trabalho continuaram a recuperar em 2016 (ver Gráfico 12). No terceiro trimestre de 2016, o número de indivíduos empregados na área do euro situava-se 1.2% acima do nível no mesmo período de 2015, ou mais do que 3% acima do último mínimo no segundo trimestre de 2013. Porém, o emprego situou-se cerca de 0.5% abaixo do seu pico pré-crise do primeiro trimestre de 2008. Analisando a desagregação por setor, o emprego aumentou sobretudo no setor dos serviços e, em menor medida, na indústria excluindo a construção, enquanto o emprego no setor da construção se manteve globalmente estável.

Nos três primeiros trimestres de 2016, o total de horas trabalhadas aumentou a um ritmo semelhante ao do número de indivíduos empregados. O crescimento anual da produtividade por indivíduo empregado

permaneceu baixo, atingindo, em média, cerca de 0.4% por trimestre ao longo dos três primeiros trimestres de 2016, o que compara com um aumento anual de 1.0% em 2015 (o qual, porém, foi impulsionado pela revisão do PIB na Irlanda).

A taxa de desemprego continuou a diminuir em 2016 e situou-se em 9.6% em dezembro, sendo a taxa mais baixa desde meados de 2009. A redução do desemprego, que teve início no segundo semestre de 2013, foi generalizada a ambos os sexos e a todos os escalões etários. No conjunto de 2016, a taxa de desemprego situou-se, em média, em 10.0%, o que compara com 10.9% em 2015 e 11.6% em 2014. No entanto, as medidas mais abrangentes de falta de dinamismo no mercado de trabalho permaneceram elevadas.

Caixa 2

Fatores que sustentam a atual recuperação

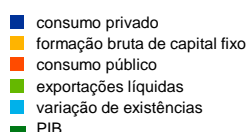
O crescimento económico na área do euro prosseguiu em 2016, apesar da elevada incerteza no contexto mundial. A recuperação do PIB desde o segundo trimestre de 2013 foi impulsionada, em larga medida, pelo crescimento do consumo privado. Os fortes ganhos de emprego facilitaram uma subida constante do rendimento disponível real que sustentou a dinâmica do consumo robusta e a continuação da desalavancagem das famílias. Estes fatores apontam para uma certa resiliência do dinamismo do crescimento. Além do mais, a expansão dos fatores impulsionadores do crescimento económico da área do euro, impulsionada pela orientação muito acomodatória da política monetária do BCE, também aponta no sentido da sustentabilidade da recuperação.

Quase metade do crescimento acumulado do PIB da área do euro desde o segundo trimestre de 2013 ficou a dever-se ao contributo do consumo (ver Gráfico A, painel da esquerda)¹⁰. Em certa medida, tal pode parecer normal, visto que o consumo é a maior componente da despesa (cerca de 55% do PIB na área do euro). No entanto, contrasta significativamente com a recuperação observada em 2009-2011, quando apenas 11% do crescimento acumulado do PIB se ficou a dever ao consumo (ver Gráfico A, painel da direita). A atual recuperação depende muito menos das exportações líquidas do que a anterior retoma, mas também se mostra mais gradual e persistente.

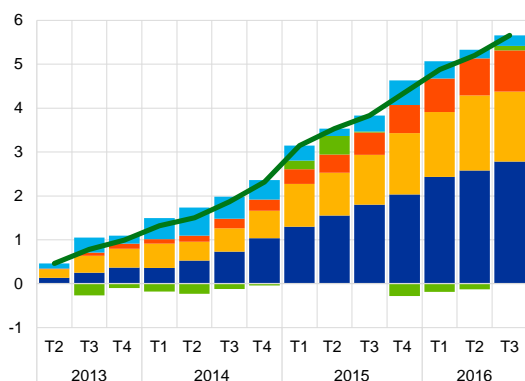
Gráfico A

Contributos para o PIB

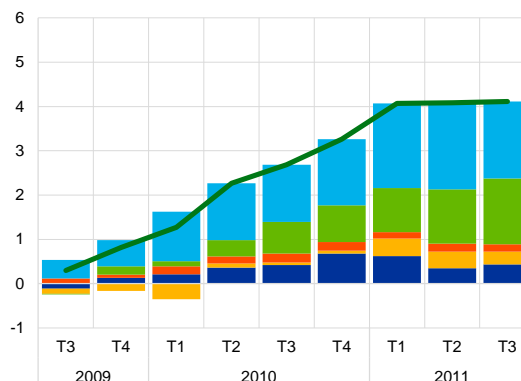
(pontos percentuais acumulados)



T2 2013-T3 2016



T3 2009-T3 2011



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Um fator importante subjacente à sustentabilidade da atual recuperação está associado à composição do crescimento do rendimento disponível bruto, a qual, na atual fase ascendente do ciclo, difere consideravelmente da observada no período entre o terceiro trimestre de 2009 e o terceiro trimestre de 2011 (ver Gráfico B). Durante a atual recuperação, o crescimento do rendimento disponível foi sustentado pela criação de emprego relativamente robusta. Em contraste, na anterior retoma, o crescimento do rendimento disponível foi impulsionado quase exclusivamente pelo crescimento salarial, embora o emprego tenha diminuído. Além disso, embora parte do crescimento do rendimento nominal tenha sido enfraquecida pela inflação, tal verificou-se em muito menor medida do que na anterior retoma, dado que as descidas dos preços do petróleo desde o segundo semestre de 2014 proporcionaram às famílias ganhos excepcionais em termos do seu poder de compra real.

¹⁰ A conclusão de que a atual recuperação foi impulsionada sobretudo pelo consumo não depende da forma como é determinado o papel do consumo na recuperação. Uma medida utilizada para determinar este papel recorre ao contributo do consumo para o crescimento total do PIB; outra medida compara a taxa de crescimento do consumo com a do PIB. A presente caixa utiliza a primeira medida para que a maior ciclicidade do investimento (ou seja, o maior crescimento durante uma retoma) não torne a análise menos clara.

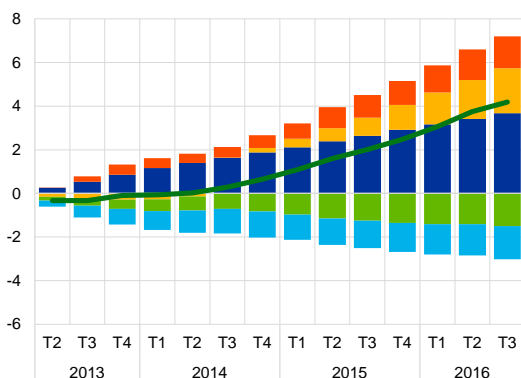
Gráfico B

Contributos para o rendimento disponível real

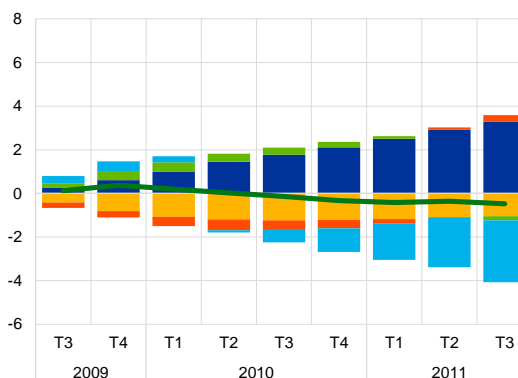
(pontos percentuais acumulados)

- remuneração por empregado
- empregados
- outros proveitos e ganhos
- impostos diretos
- deflator do consumo privado
- rendimento disponível bruto real

T2 2013-T3 2016



T3 2009-T3 2011



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

A teoria económica sugere que o consumo das famílias deveria reagir de forma mais marcada ao crescimento do emprego do que aos aumentos dos salários reais, em particular visto que o crescimento do emprego é mais duradouro do que estes últimos¹¹. Um aumento do emprego hoje pode, assim, assinalar um aumento maior do rendimento permanente do que uma subida semelhante nos salários. Tal ajuda a explicar a razão pela qual os consumidores reagem de forma mais marcada a flutuações no atual crescimento do emprego do que a flutuações no atual crescimento salarial¹². Além disso, evidência microeconómica sugere que os indivíduos desempregados ou inativos têm uma maior propensão para consumir do que os indivíduos empregados¹³. Visto que os aumentos dos rendimentos agregados do trabalho devido a flutuações no emprego se concentram, em grande medida, nos indivíduos inativos ou desempregados, tal também ajuda a explicar a razão pela qual, em termos agregados, a reação simultânea do consumo a flutuações no emprego é superior à das flutuações no crescimento salarial. O maior contributo do emprego para o rendimento disponível real durante a atual retoma está, assim, em linha com o maior crescimento do consumo.

Os preços mais baixos dos produtos energéticos também contribuíram para o forte crescimento do consumo durante a atual retoma. A queda global dos preços do petróleo desde o segundo semestre de 2014 proporcionou às famílias ganhos excecionais em termos do seu poder de compra real, que contribuíram para um crescimento constante do consumo e um aumento modesto

¹¹ Embora o crescimento trimestral do emprego apresente uma forte autocorrelação positiva (isto é, persistente), a autocorrelação do crescimento trimestral dos salários é muito fraca. Do mesmo modo, o crescimento homólogo do emprego é um pouco mais persistente do que o crescimento homólogo dos salários.

¹² Campbell, J. e Deaton, A., "Why is consumption so smooth?", *Review of Economic Studies*, Vol. 56, pp. 357-373, 1989.

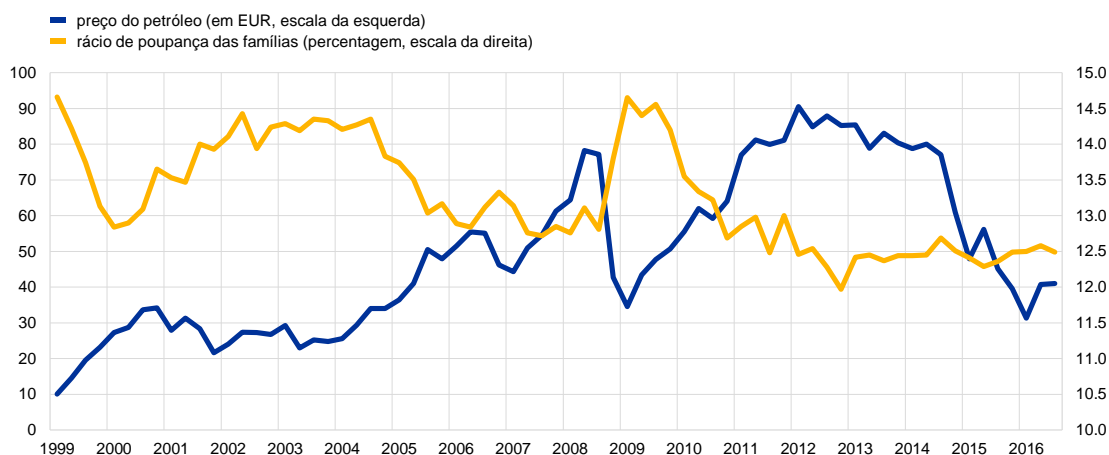
¹³ Para mais pormenores, ver, por exemplo, Japelli, T. e Pistaferri, L., "Fiscal policy and MPC heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, n.º 4, 2014, pp. 107-136; Casado, J. M. e Cuenca, J. A., "La recuperación del consumo en la UEM", *Boletín Económico*, Banco de España, novembro de 2015; e *Informe Anual 2015*, Banco de España.

do rácio de poupança das famílias. No entanto, o apoio dado pelos menores preços do petróleo ao crescimento do consumo está a começar a desvanecer, dado que a maior parte dos ganhos excepcionais está a ser gasta. Tipicamente, numa perspetiva histórica, o consumo reage com algum desfasamento às variações dos preços do petróleo. Porém, recentemente, o consumo tem reagido mais rapidamente às descidas dos preços do petróleo do que em anteriores episódios de queda dos preços do petróleo, como evidenciado pela reação relativamente moderada do rácio de poupança das famílias aos ganhos excepcionais (ver Gráfico C).

Gráfico C

Rácio de poupança e preços do petróleo

(euros e percentagens)

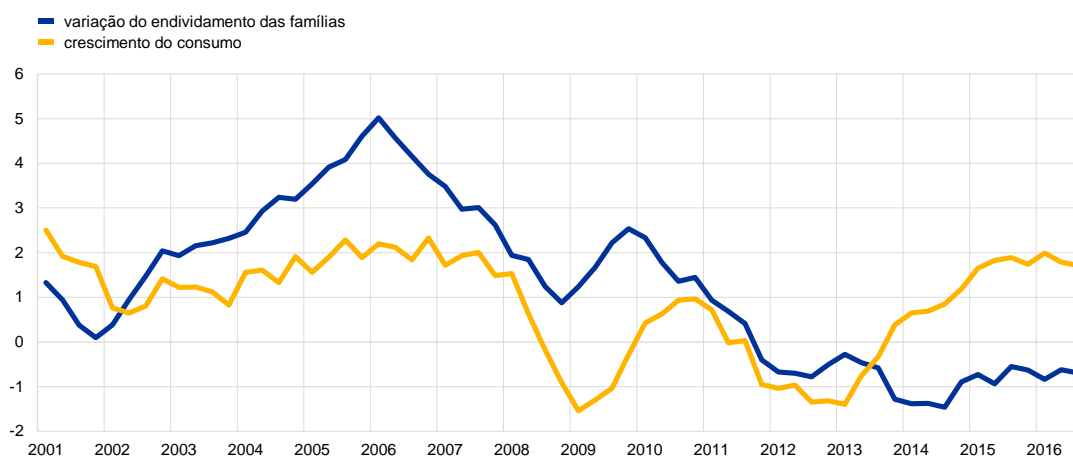


Fontes: Bloomberg Finance L.P., Eurostat e cálculos do BCE.

Gráfico D

Endividamento e consumo das famílias

(pontos percentuais e percentagens; variações homólogas com base em dados trimestrais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: O endividamento das famílias é definido como o rácio de empréstimos às famílias em relação ao rendimento disponível nominal bruto das famílias.

Um outro fator que contribui para a sustentabilidade da atual recuperação está associado ao facto de o atual crescimento impulsionado pelo consumo não ser incentivado por um aumento do endividamento das famílias (definido como o rácio de empréstimos às famílias em relação ao respetivo rendimento disponível nominal bruto). Em contraste com o período que antecedeu a

crise, o crescimento do consumo na área do euro esteve aliado a uma diminuição gradual do endividamento das famílias (ver Gráfico D). Tal sublinha a sustentabilidade e a resiliência da recuperação económica impulsionada pelo consumo.

Para além de ser amplamente impulsionada pelo consumo, a recuperação económica está a tornar-se cada vez mais generalizada à medida que o apoio do investimento interno se fortalece gradualmente, incentivado pela orientação de política monetária muito acomodatória do BCE. A dinâmica da formação bruta de capital fixo contribuiu com aproximadamente um terço do crescimento acumulado do PIB no período entre o segundo trimestre de 2013 e o terceiro trimestre de 2016.

Paralelamente, o crescimento das exportações moderou-se em 2016, visto que a procura externa permaneceu modesta num contexto de maior incerteza a nível mundial, enquanto os efeitos positivos da anterior depreciação do euro se esgotaram. O apoio global dado à atividade económica pelos preços do petróleo relativamente reduzidos e pela depreciação do euro no período de 2014-2015 desvaneceu em 2016 no contexto de uma taxa de câmbio efetiva do euro globalmente estável. No entanto, devido a indicações de uma retoma um pouco mais robusta a nível mundial, prevê-se que as exportações extra-área do euro ganhem dinamismo em linha com o fortalecimento da procura externa, contribuindo assim para a solidez da expansão económica.

Em termos globais, a sustentabilidade da atual recuperação é suportada pelo crescimento dos rendimentos das famílias ancorado no aumento do emprego, na continuação da desalavancagem do setor das famílias e na expansão dos fatores impulsionadores do crescimento económico.

1.4 Evolução dos preços e dos custos

Em 2016, o padrão da inflação global na área do euro, medida pelo Índice Harmonizado dos Preços no Consumidor (IHPC), refletiu sobretudo a influência dos preços dos produtos energéticos. Esta influência esteve na origem das taxas reduzidas ou, até mesmo, negativas nos primeiros meses de 2016, mas também da subsequente tendência ascendente à medida que os contributos negativos dos produtos energéticos desvaneciam. A inflação subjacente, medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares, não deu sinais de tendência ascendente, tendo oscilado entre 0.7% e 1.0% durante o ano.

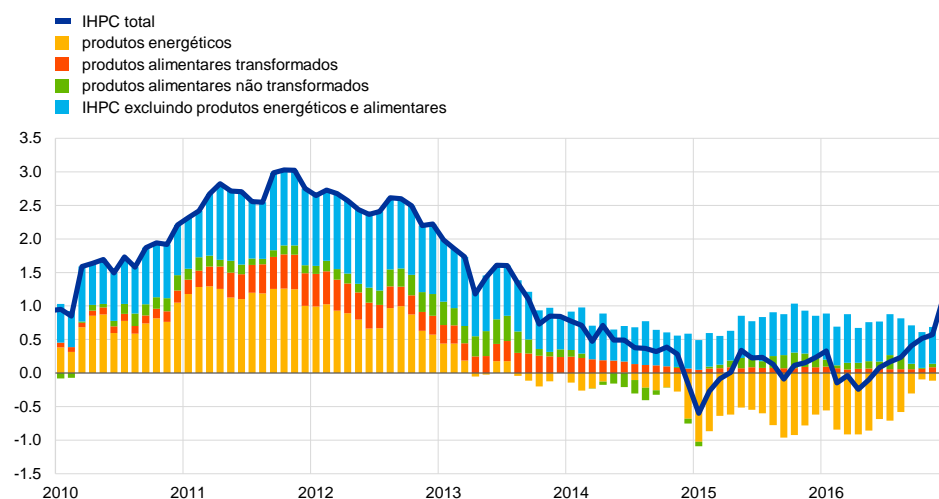
Inflação global impulsionada principalmente pelos preços dos produtos energéticos

Em 2016, a inflação global medida pelo IHPC na área do euro situou-se, em média, em 0.2%, o que compara com 0.0% em 2015. O perfil da inflação medida pelo IHPC foi determinado sobretudo pela evolução dos preços dos produtos energéticos (ver Gráfico 13). A inflação global foi negativa na primavera, tendo posteriormente aumentado de modo gradual. Em dezembro, tinha aumentado mais de 1 1/4 pontos percentuais face ao mínimo observado em abril.

Gráfico 13

Inflação medida pelo IHPC e contributos por componentes

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



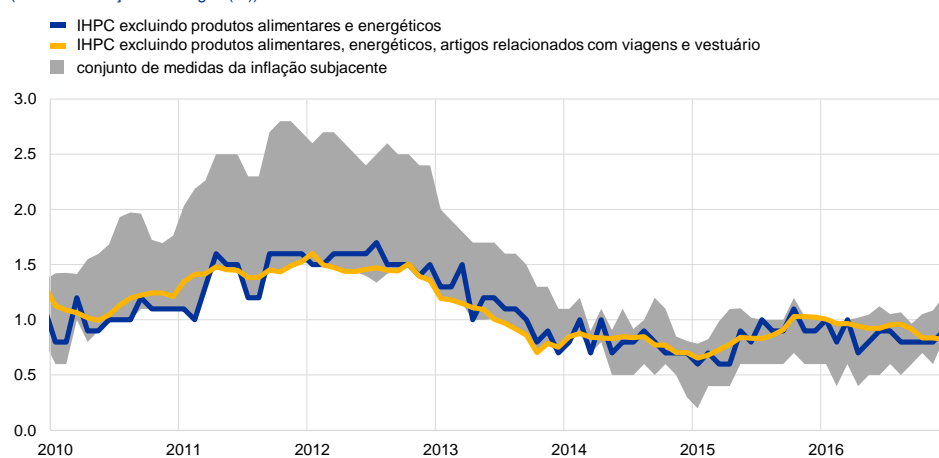
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Em contraste, várias medidas alternativas da inflação subjacente não evidenciaram sinais claros de uma tendência ascendente (ver Gráfico 14). A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares oscilou entre 0.7% e 1% ao longo de 2016. A ausência de dinamismo em sentido ascendente na inflação subjacente ficou a dever-se em parte aos efeitos descendentes indiretos de anteriores descidas acentuadas dos preços do petróleo e de outras matérias-primas, que se materializam com um desfasamento. Mais importante ainda, as pressões sobre os custos internos – em particular, as decorrentes do crescimento salarial – também se mantiveram moderadas (para mais pormenores, ver a Caixa 3).

Gráfico 14

Medidas da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O intervalo de medidas da inflação subjacente inclui as seguintes: IHPC excluindo produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos; IHPC excluindo produtos alimentares, produtos energéticos, artigos relacionados com viagens e vestuário; média aparada (10%); média aparada (30%); mediana do IHPC; e medida baseada no modelo de fatores dinâmicos. As últimas observações referem-se a novembro de 2016.

Analisando em maior pormenor as principais componentes do IHPC, a inflação dos preços dos produtos energéticos deu um contributo negativo para a inflação global de -0.5 pontos percentuais, em média, em 2016. Tal ficou a dever-se principalmente à evolução dos preços do petróleo denominados em euros, que afetam sobretudo os preços no consumidor dos combustíveis líquidos. São igualmente transmitidos aos preços no consumidor de gás, embora a transmissão seja menos direta e mais fraca e apresente um desfasamento mais longo¹⁴.

A inflação dos preços dos produtos alimentares caiu novamente para 1.0%, em média, em 2016, após uma subida, para 1.4%, no quarto trimestre de 2015. Esta descida, a par das flutuações ao longo do ano, ficaram a dever-se principalmente à evolução dos preços dos produtos alimentares não transformados, em particular dos preços da fruta e dos vegetais, refletindo sobretudo efeitos transitórios, como, por exemplo, aumentos acentuados relacionados com as condições meteorológicas em julho e agosto e a subsequente correção em sentido descendente em setembro e outubro. Em contraste, a inflação dos produtos alimentares transformados permaneceu globalmente estável ao longo do ano.

A taxa de variação homóloga dos preços dos produtos industriais não energéticos aumentou para 0.7% em janeiro e fevereiro, tendo posteriormente descido e atingido 0.3% entre agosto e dezembro. Esta descida foi impulsionada pelos preços dos bens duradouros e semiduradouros, as duas componentes dos produtos industriais não energéticos com maior conteúdo importado, as quais deverão assim ser mais afetadas pela apreciação da taxa de câmbio efetiva nominal do euro que teve início na primavera de 2015. A inflação dos bens não duradouros manteve-se globalmente estável.

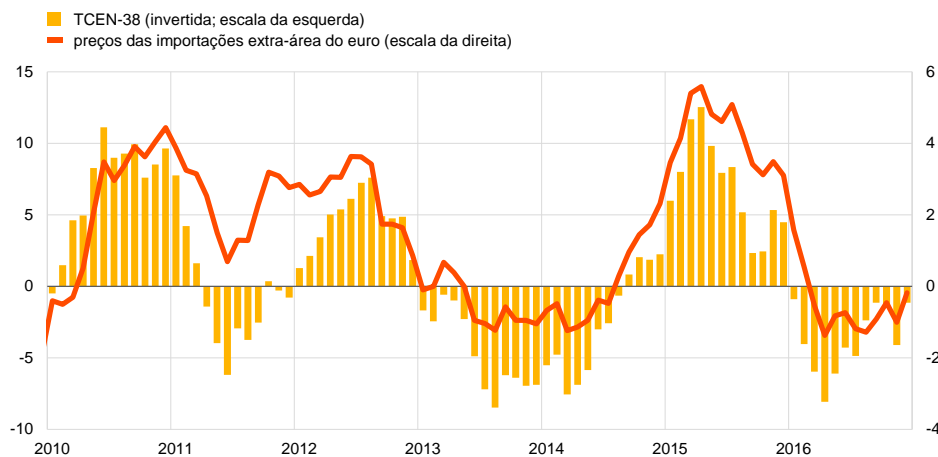
Neste contexto, a acumulação de pressões permaneceu fraca em 2016. A taxa de variação homóloga dos preços das importações diminuiu consideravelmente em 2015 e é negativa desde o início de 2016, refletindo sobretudo o impacto direto da apreciação da taxa de câmbio efetiva nominal do euro (ver Gráfico 15). A nível interno, a inflação dos preços no produtor nos setores dos bens de consumo não alimentares oscilou em torno de zero ao longo do ano. A evolução dos preços no produtor nos setores dos bens intermédios aponta para um impacto substancial dos preços do petróleo bruto e de outras matérias-primas nas fases mais iniciais da cadeia de preços e a posterior influência nas fases mais avançadas (medida em termos de preços dos bens de consumo).

¹⁴ Ver a caixa intitulada "Preços do petróleo e preços no consumidor dos produtos energéticos na área do euro", *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2016.

Gráfico 15

Preços das importações de bens de consumo excluindo produtos alimentares e evolução cambial

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As últimas observações referem-se a novembro de 2016 para a TCEN-38 e a outubro de 2016 para os preços das importações. A TCEN-38 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro.

A inflação dos preços dos serviços oscilou em torno de 1.1% ao longo de 2016, consideravelmente abaixo da sua média de mais longo prazo. As rubricas na componente de serviços do IHPC tendem a ser produzidas internamente, o que significa que os preços dos serviços deverão estar mais estreitamente ligados à evolução da procura interna e dos custos do trabalho. A evolução modesta deve, assim, refletir uma falta de dinamismo ainda substancial nos mercados do produto e de trabalho da área do euro.

Pressões sobre os custos internos permaneceram moderadas

As pressões sobre os custos internos decorrentes dos custos do trabalho mantiveram-se moderadas nos três primeiros trimestres de 2016.

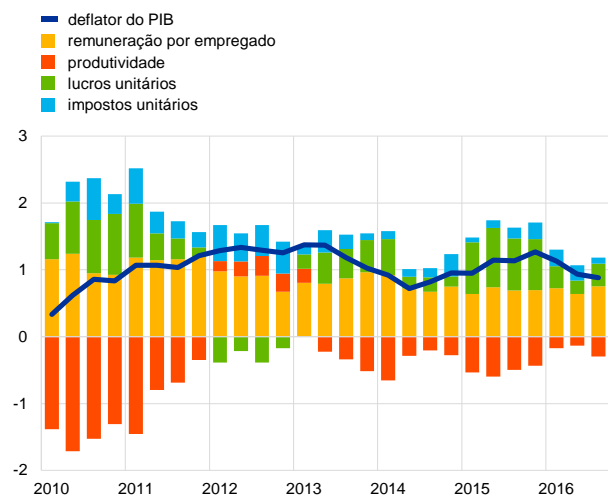
O crescimento da remuneração por empregado e dos custos unitários do trabalho na área do euro situou-se, em média, em 1.3% e 0.9%, respetivamente, nos três primeiros trimestres de 2016 (ver Gráfico 16). A ligeira recuperação dos custos unitários do trabalho em 2016 face a 2015 refletiu principalmente a redução do crescimento da produtividade do trabalho, enquanto o crescimento da remuneração por empregado permaneceu reduzido. Os fatores que explicam as pressões moderadas sobre os salários incluem a falta de dinamismo, ainda substancial, nos mercados de trabalho, reformas estruturais nos mercados de trabalho nos últimos anos que resultaram numa maior flexibilidade dos salários em sentido descendente em alguns países da área do euro e níveis reduzidos da inflação¹⁵.

¹⁵ Ver a caixa intitulada "Recent wage trends in the euro area", *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016.

Gráfico 16

Desagregação do deflator do PIB

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

As pressões sobre os custos internos decorrentes da evolução dos lucros (medidas em termos do excedente de exploração bruto) diminuíram ligeiramente em 2016 face a 2015. Tal poderia indicar que os efeitos ascendentes sobre os lucros das melhorias nos termos de troca relacionadas com os preços do petróleo reduzidos (o principal fator de incremento dos lucros em 2015) desvaneceram enquanto os preços do petróleo continuaram a recuperar face aos níveis mínimos atingidos no início de 2016¹⁶. Consequentemente, os lucros por unidade do produto foram o principal fator impulsionador da ligeira descida da taxa de variação homóloga do deflator do PIB entre o quarto trimestre de 2015 e o terceiro trimestre de 2016.

Expetativas de inflação de longo prazo estabilizaram

As expetativas de inflação de longo prazo baseadas em inquéritos estabilizaram em 2016. O Inquérito a Analistas Profissionais indicava que as expetativas de inflação com uma antecedência de 5 anos se situariam em 1.8% nas quatro rondas de 2016. O nível das expetativas de inflação a mais longo prazo indicado no inquérito de outubro de 2016 da Consensus Economics foi mais elevado, de 1.9%. Depois de atingirem mínimos históricos em julho, houve uma recuperação das expetativas de inflação implícitas nas taxas de *swap* a 5 anos indexadas à inflação com uma antecedência de 5 anos. Porém, as expetativas de inflação de longo prazo baseadas no mercado mantiveram-se abaixo das baseadas em inquéritos ao longo do ano.

Caixa 3

Tendências da inflação subjacente: o papel da dinâmica salarial

A inflação subjacente continuou a não apresentar uma tendência ascendente convincente em 2016. A presente caixa analisa alguns dos fatores que deverão ter travado a dinâmica e, em particular, o papel dos salários nas tendências conducentes a uma inflação moderada.

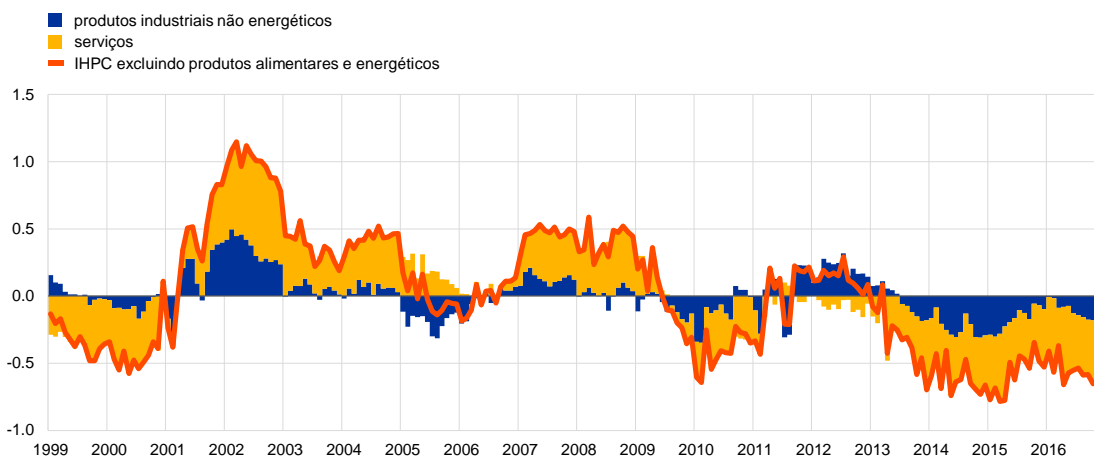
Em 2016, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos continuou a oscilar entre 0.7% e 1.0%, ou seja, muito abaixo da sua média histórica (ver Gráfico A). Esta situação refletiu em particular o prosseguimento do nível moderado da inflação dos preços dos serviços, mas também foi reforçada pelo novo movimento em sentido descendente da inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos após uma ligeira retoma entre 2015 e o início de 2016. Parte desta evolução modesta pode ser explicada pelos efeitos indiretos em sentido descendente dos preços reduzidos do petróleo e de outras matérias-primas sobre os preços dos fatores de produção de serviços específicos (por exemplo, transportes) e bens de consumo (por exemplo, produtos farmacêuticos). Além do mais, a dinâmica dos preços moderada a nível mundial restringiu os preços dos bens de consumo importados diretamente.

¹⁶ Ver a caixa intitulada “Quais os fatores subjacentes ao recente distanciamento entre o deflator do PIB da área do euro e o IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares?”, *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2016.

Gráfico A

Desvio do IHPC excluindo produtos alimentares e produtos energéticos face à sua média histórica e contributos das principais componentes

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A linha vermelha ilustra o desvio da taxa de crescimento homóloga do Índice Harmonizado dos Preços no Consumidor excluindo produtos alimentares e produtos energéticos face à sua média de longo prazo, de 1.4%, desde 1999. Os contributos são apresentados como desvios face à sua média de longo prazo.

Porém, as principais fontes do nível reduzido da inflação subjacente estiveram associadas à evolução modesta dos preços e custos internos. Os salários representam uma parte significativa dos custos dos fatores de produção, em particular no setor dos serviços, que é tipicamente mais intensivo em trabalho. No entanto, uma variação no crescimento dos salários nominais poderá não exercer pressão sobre as empresas para que alterem os preços, por exemplo, se a alteração for induzida por uma variação na produtividade do trabalho. Deste modo, ao avaliar as pressões sobre os custos, é frequentemente útil analisar as variações dos custos unitários do trabalho, que são calculados como a diferença entre o crescimento dos salários nominais e a taxa de variação da produtividade do trabalho. Além disso, as empresas podem optar por ajustar as margens de lucro em vez dos preços em reação a uma variação nos custos unitários do trabalho. Excluindo movimentos de curto prazo devido a variações na produtividade, a dinâmica dos custos unitários do trabalho parece ter evoluído em linha com a dinâmica salarial nos últimos anos¹⁷.

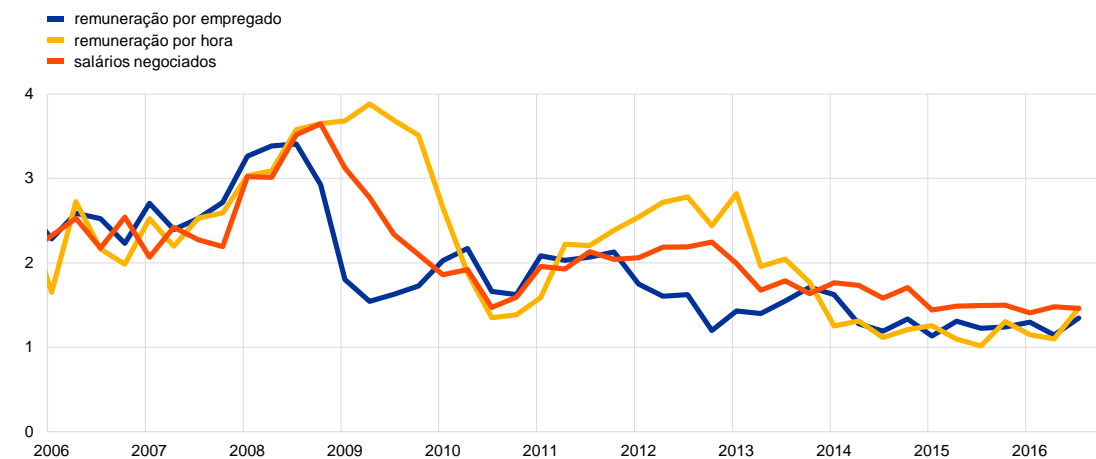
O crescimento dos salários permaneceu modesto em 2016 para todos os indicadores. Em particular, o crescimento dos salários negociados oscilou em torno de taxas historicamente baixas, enquanto o crescimento da remuneração por empregado ou hora trabalhada foi ainda mais reduzido (ver Gráfico B). A diferença entre o crescimento dos salários negociados e o dos salários efetivamente pagos implica um diferencial salarial negativo, que pode ser considerado um indicador de pressões em sentido descendente sobre os salários. A nível setorial, o crescimento salarial tem vindo a diminuir consideravelmente no setor dos serviços mercantis e da indústria excluindo a construção. Sendo assim, o que tem mantido o crescimento salarial em níveis tão baixos?

¹⁷ A taxa de variação homóloga dos custos unitários do trabalho aumentou nos três primeiros trimestres de 2016 face a 2015, o que refletiu principalmente uma desaceleração do crescimento da produtividade do trabalho. No entanto, o crescimento homólogo dos custos unitários do trabalho manteve-se muito abaixo da média histórica. Porém, na atual conjuntura de inflação reduzida, o aumento dos custos unitários do trabalho tem sido atenuado por um ajustamento nas margens de lucro.

Gráfico B

Crescimento salarial na área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Um método natural de avaliação do crescimento salarial passa por analisá-lo por via de um modelo de curva de Phillips padrão. Num modelo deste tipo, os salários são determinados por expectativas de inflação (neste caso, expectativas com base no passado¹⁸), pela produtividade e pela taxa de desemprego (ver Gráfico C). Desagregando o crescimento salarial por fatores, verifica-se que o crescimento salarial inferior à média em 2016 se deveu sobretudo ao contributo inferior à média dado pela inflação e pelo desemprego elevado no passado. A necessidade de redução do desemprego a par das reformas dos mercados de trabalho em vários países resultaram numa negociação salarial mais orientada para o emprego e menos orientada para a remuneração. Existe igualmente evidência de que a rigidez salarial em sentido descendente se reduziu globalmente na área do euro, em particular nos países onde se observou um forte choque macroeconómico negativo¹⁹. Os níveis de inflação reduzidos dos últimos anos poderão ter afetado o crescimento salarial de modos diferentes. De facto, poderá ter havido menos pressão sobre a negociação salarial dado que os preços do petróleo baixos aumentaram o poder de compra dos salários dos empregados. Recentemente, o crescimento da produtividade também contribuiu negativamente para o crescimento salarial à luz de padrões de longo prazo.

Numa análise prospetiva, prevê-se que a pressão exercida por todos os fatores acima discutidos sobre o crescimento salarial se dissipe gradualmente. Em primeiro lugar, a falta de dinamismo nos mercados de trabalho deverá continuar a reduzir-se à medida que prossegue a retoma económica e as reformas nos mercados de trabalho ajudam a criar emprego. Em segundo lugar, o impacto de anteriores descidas dos preços do petróleo parece ter desvanecido, resultando numa nova subida da inflação e num menor impacto de contenção das negociações salariais. Em termos globais, as maiores pressões esperadas sobre os salários deverão também ser transmitidas à inflação subjacente.

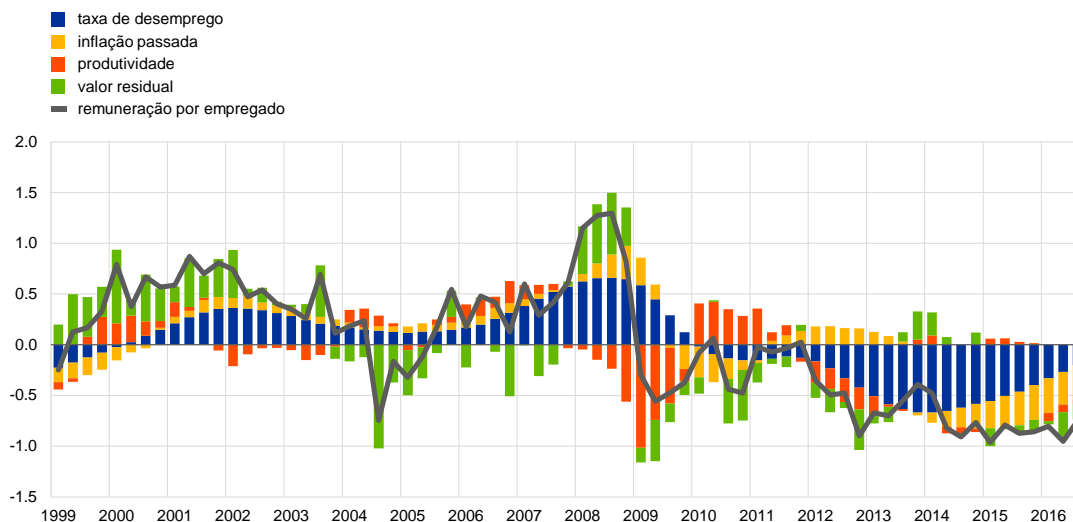
¹⁸ A inclusão de expectativas de inflação excluindo a componente retrospectiva não acrescenta muita capacidade explicativa.

¹⁹ Ver o artigo intitulado “New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-13”, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2016, e Anderton, R. e Bonthuis, B., “Downward Wage Rigidities in the Euro Area”, *Research Paper Series*, n.º 2015/09, Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy, 2015.

Gráfico C

Desagregação do crescimento salarial com base num modelo de curva de Phillips

(taxas de variação homólogas e contributos em pontos percentuais; todos os valores em termos de desvios face à sua média de longo prazo)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A linha cinzenta ilustra desvios da taxa de crescimento homóloga da remuneração por empregado face à sua média de longo prazo. Os contributos (incluindo valores residuais) são também apresentados como desvios face à sua média de longo prazo. São calculados com base numa equação na qual a remuneração por empregado (a taxa de crescimento trimestral anualizada da série corrigida de sazonalidade) é regredida em relação ao próprio desfasamento, à inflação desfasada, à produtividade por empregado, à taxa de desemprego desfasada e a uma constante.

1.5 Evolução da moeda e do crédito

As taxas de juro reduzidas e os efeitos das medidas de política monetária do BCE continuaram a suportar a dinâmica da moeda e do crédito. O crescimento monetário estabilizou em 2016 num nível sólido, enquanto a recuperação gradual do crescimento do crédito prosseguiu.

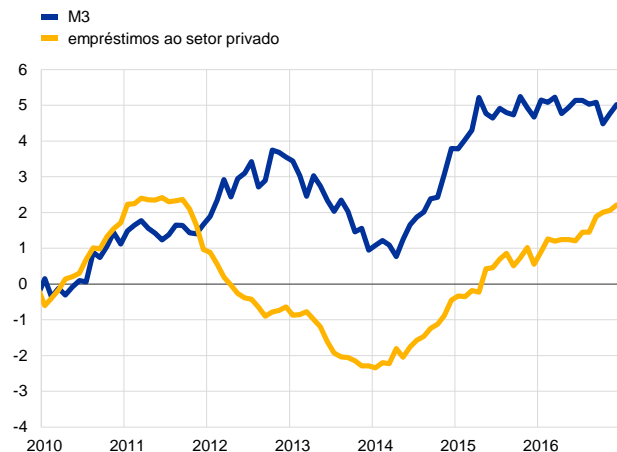
Crescimento monetário manteve-se globalmente estável

Em 2016, o crescimento do agregado monetário largo manteve-se globalmente estável, embora a dinâmica do M3 tenha enfraquecido ligeiramente no segundo semestre de 2016 (ver Gráfico 17). Em dezembro de 2016, o crescimento homólogo do M3 situava-se em 5.0%, o que compara com 4.7% no final de 2015. O crescimento do M3 continuou a ser impulsionado pelas suas componentes mais líquidas, dado o baixo custo de oportunidade de detenção de depósitos líquidos numa conjuntura caracterizada por taxas de juro muito reduzidas e uma curva de rendimentos horizontal. As medidas não convencionais do BCE, em particular o seu programa de compra de ativos (APP), foram outros fatores impulsionadores importantes da evolução monetária na área do euro. O crescimento do M1, que beneficiou do elevado crescimento dos depósitos pelo prazo *overnight* detidos por famílias e por SNF, foi robusto, mas moderado face ao pico de meados de 2015, situando-se em 8.8% em dezembro de 2016, o que compara com 10.7% em dezembro de 2015.

Gráfico 17

M3 e empréstimos ao setor privado

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

No que respeita às principais componentes do M3, 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 instrumentos negociáveis (isto é, M3 menos M2), os quais têm um peso reduzido no M3, registou uma ligeira recuperação, sustentada pelo crescimento robusto das ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário e por maiores detenções de títulos de dívida de curto prazo dos bancos.

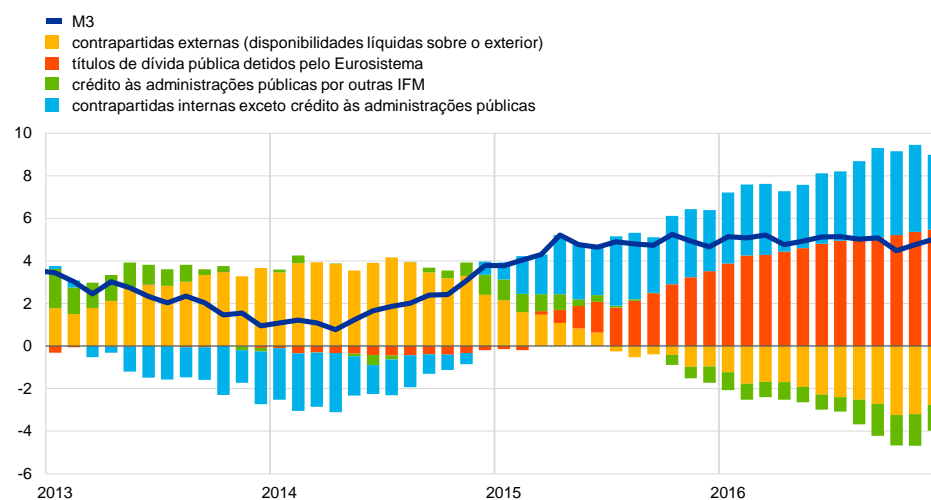
Criação de moeda foi novamente impulsionada por fontes internas

As contrapartidas internas excluindo o crédito às administrações públicas exerceram um impacto positivo sobre o crescimento do M3 durante 2016 (ver as barras a azul no Gráfico 18). Por um lado, tal refletiu uma recuperação gradual do crescimento do crédito ao setor privado. Por outro lado, a taxa de variação homóloga significativamente negativa das responsabilidades financeiras a mais longo prazo das instituições financeiras monetárias (IFM) (excluindo capital e reservas) continuou a suportar o crescimento do M3. Esta evolução foi em parte explicada pela curva de rendimentos relativamente horizontal, relacionada com as medidas de política monetária do BCE, o que tornou menos favorável para os investidores deter depósitos de longo prazo e obrigações bancárias. A atratividade das ORPA direcionadas como alternativa ao financiamento baseado no mercado a mais longo prazo também contribuiu para esta situação.

Gráfico 18

M3 e suas contrapartidas

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



Fonte: BCE.

Nota: A rubrica "contrapartidas internas exceto crédito às administrações públicas" inclui responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (incluindo capital e reservas), crédito de IFM ao setor privado e outras contrapartidas.

As compras de títulos de dívida ao abrigo do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme* – PSPP) tiveram um impacto positivo considerável sobre o crescimento do M3 (ver as barras a vermelho no Gráfico 18). Em contraste, o contributo do crédito às administrações públicas concedido por IFM excluindo o Eurosistema foi negativo (ver as barras a verde no Gráfico 18). Entretanto, 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 liquidadas através dos bancos) continuou a ser o principal entrave ao crescimento homólogo do M3 (ver as barras a amarelo no Gráfico 18). Esta evolução refletiu, em particular, as atuais saídas de capital da área do euro e o reequilíbrio de carteiras em favor de instrumentos de investimento fora da área do euro. As vendas relacionadas com o PSPP de obrigações de dívida pública da área do euro por não residentes deram um contributo importante para esta tendência, visto que as respetivas receitas foram investidas sobretudo em instrumentos fora da área do euro.

Crescimento do crédito continuou a recuperar a um ritmo moderado

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 (incluindo as administrações públicas e o setor privado) aumentou ao longo de 2016, situando-se em 4.7% em dezembro, o que compara com 2.3% em dezembro de 2015. Foi visível uma melhoria da dinâmica, em particular no que respeita aos empréstimos às SNF. O crescimento dos empréstimos às SNF recuperou substancialmente face ao mínimo registado no primeiro trimestre de 2014. Esta evolução foi facilitada por descidas significativas das taxas ativas bancárias suportadas por uma nova redução dos custos de financiamento dos bancos, a qual foi particularmente impulsionada pelas medidas de política monetária não convencionais do BCE. Porém, a consolidação dos balanços dos bancos e os níveis ainda elevados de crédito não produtivo em alguns países continuam a conter o crescimento dos empréstimos.

Além disso, como indicado pelo inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro realizado em janeiro de 2017, as alterações em todas as categorias da procura de empréstimos suportaram a recuperação do crescimento dos empréstimos, sendo que os critérios de concessão de empréstimos às empresas estão, no geral, a estabilizar. Este inquérito identificou o nível geral reduzido das taxas de juro, as atividades de fusão e aquisição, a reestruturação de empresas e as perspetivas para o mercado da habitação como 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. Indicaram ainda que a taxa de juro negativa aplicável à facilidade permanente de depósito do

BCE teve um impacto positivo sobre os volumes de crédito, ao mesmo tempo que contribuía para uma redução das margens de lucro.

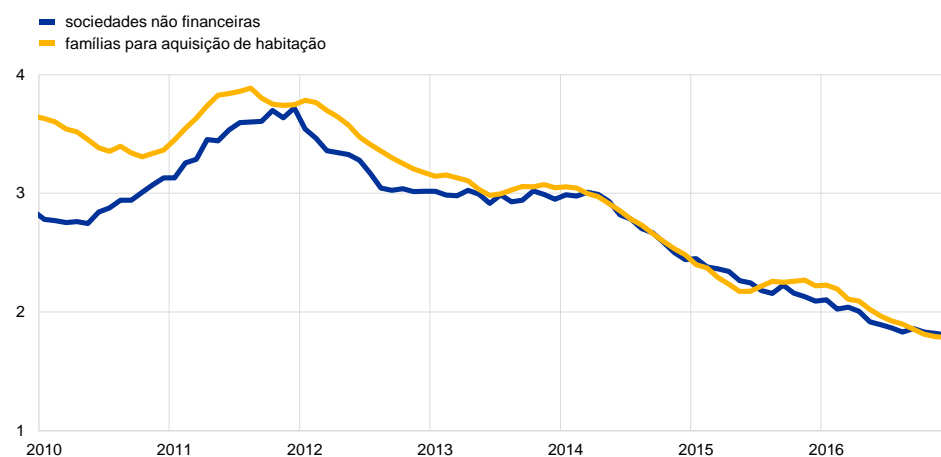
Taxas ativas bancárias cobradas às famílias e às sociedades não financeiras desceram para mínimos históricos

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, que atingiram 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 também desceram para mínimos históricos. Entre o início de junho de 2014 (quando o BCE lançou as medidas de redução da restritividade das condições de crédito) e dezembro de 2016, as taxas ativas bancárias compósitas das SNF e das famílias desceram aproximadamente 110 pontos base. Além disso, as taxas ativas bancárias aplicadas às SNF e às famílias continuaram a apresentar uma dispersão reduzida entre países.

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.

1.6 Política orçamental e reformas estruturais

O défice orçamental da área do euro continuou a diminuir em 2016, principalmente devido a custos de juros mais baixos e uma evolução cíclica favorável, enquanto a orientação orçamental da área do euro foi expansionista. O rácio da dívida pública da área do euro continuou a diminuir. Porém, em vários países, o nível da dívida permanece elevado, sublinhando a necessidade de novos esforços orçamentais e de uma política orçamental mais favorável ao crescimento a fim de posicionar os

rácios da dívida pública firmemente numa trajetória descendente. O reforço da execução de reformas no quadro empresarial e regulamentar ajudaria a aumentar o potencial de crescimento da área do euro. Além do mais, para impulsionar o emprego, são necessárias reformas abrangentes nos mercados de trabalho.

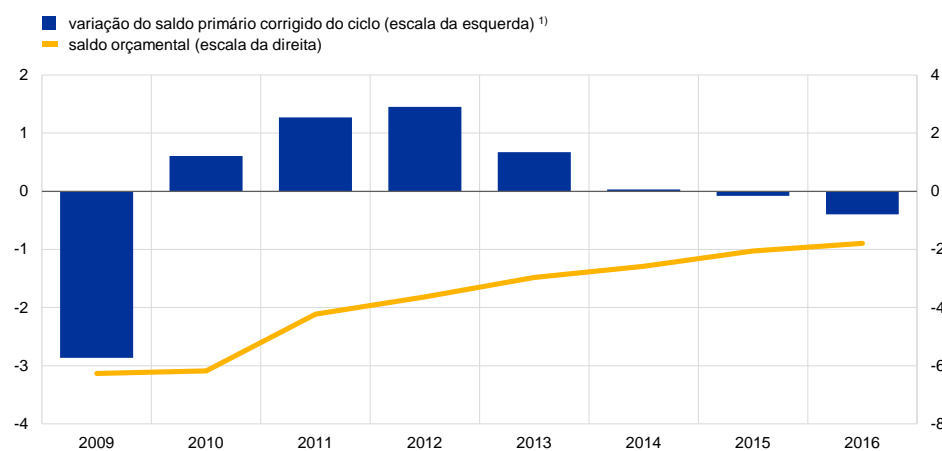
Défices orçamentais continuaram a diminuir em 2016

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro desceu de 2.1% do PIB em 2015 para 1.8% do PIB em 2016 (ver Gráfico 20), o que está, no geral, em linha com as previsões económicas do inverno de 2017 da Comissão Europeia. O défice reduzido resultou de pagamentos de juros mais baixos e uma posição cíclica favorável, que mais do que compensaram a deterioração do saldo primário corrigido do ciclo. A melhoria do défice orçamental agregado da área do euro refletiu posições orçamentais mais favoráveis na maior parte dos países da área do euro.

Gráfico 20

Saldo orçamental e orientação orçamental

(em percentagem do PIB)



Fontes: Eurostat e projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

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

A orientação orçamental da área do euro, medida pela variação do saldo primário corrigido do ciclo líquido do impacto orçamental do apoio governamental ao setor financeiro, foi expansionista em 2016 (ver Gráfico 20)²⁰. Esta situação resultou sobretudo de medidas orçamentais discricionárias no lado da receita, como, por exemplo, cortes nos impostos diretos em vários países da área do euro, e foi igualmente suportada pelo crescimento relativamente dinâmico do pagamento das prestações sociais e do consumo intermédio. Existem sinais de que vários países

²⁰ Para uma análise do conceito de orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado “[The euro area fiscal stance](#)”, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016. A avaliação da adequação da orientação orçamental da área do euro não é inequívoca. Uma avaliação deste tipo deve equilibrar vários objetivos, como, por exemplo, a sustentabilidade e necessidades de estabilização, e deve ter em conta problemas de medição, em particular no que se refere ao desvio do produto.

possam ter utilizado parte da poupança de juros para aumentar a despesa primária em vez de reduzir os níveis de dívida pública ou constituir reservas. O afluxo de refugiados teve um impacto menor sobre as finanças públicas do que no ano anterior.

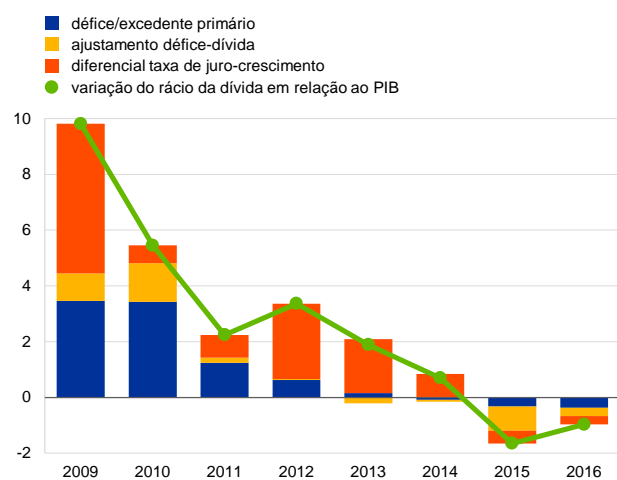
Rácio da dívida pública da área do euro continuou a reduzir-se

O rácio da dívida pública em relação ao PIB da área do euro continuou a reduzir-se gradualmente face ao seu pico em 2014. De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o rácio da dívida em relação ao PIB caiu de 90.4% em 2015 para 89.4% em 2016. A melhoria observada em 2016 foi sustentada em medida quase idêntica por três fatores: i) a evolução favorável do diferencial taxa de juro-crescimento, num contexto de taxas de juro baixas e retoma económica, ii) pequenos excedentes primários, e iii) ajustamentos défice-dívida negativos (ver Gráfico 21).

Gráfico 21

Fatores impulsionadores da dívida pública

(variação em percentagem do PIB)



Fontes: Eurostat e projeções macroeconómicas de dezembro de 2016 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

Em alguns países, porém, os níveis de dívida pública são ainda elevados e estão mesmo a aumentar. Tal constitui um maior motivo de preocupação, visto que os elevados encargos com a dívida pública tornam a economia mais vulnerável a choques macroeconómicos e instabilidade nos mercados financeiros, limitando assim a margem para que a política orçamental absorva choques²¹. Deste modo, os países com elevados rácios da dívida em relação ao PIB, em particular, devem, de uma forma decidida, posicionar os respetivos rácios da dívida pública numa trajetória descendente, no pleno respeito pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). É também crucial conter os riscos para a sustentabilidade da dívida numa perspetiva de mais longo prazo, tendo em conta os desafios significativos do envelhecimento da população que se refletem no aumento das despesas com pensões, cuidados de saúde e cuidados prolongados.

O relatório relativo a cuidados de saúde elaborado pela Comissão Europeia em 2016 identificou as principais necessidades de reforma nos países da UE para conter as pressões do lado da despesa na área da saúde e dos cuidados prolongados²².

²¹ Ver o artigo intitulado “Government debt reduction strategies in the euro area”, *Boletim Económico*, Número 3, BCE, 2016.

²² Ver “Joint report on health care and long-term care systems and fiscal sustainability”, *Institutional Paper 37*, Comissão Europeia, outubro de 2016.

Margem de manobra orçamental disponível variou entre países

Embora sejam indispensáveis mais esforços de consolidação orçamental em vários países da área do euro de modo a assegurar a sustentabilidade orçamental, outros países dispõem de margem de manobra orçamental, em plena conformidade com o PEC. O PEC permite alguma flexibilidade, a qual é potencialmente propícia à satisfação de necessidades de estabilização a nível nacional. Por exemplo, o PEC oferece alguma margem no que respeita ao investimento público e aos custos das reformas estruturais.

A dimensão da margem de manobra orçamental e a sua utilização variaram entre países da área do euro. Alguns países, como a Alemanha, utilizaram a margem de manobra orçamental disponível, por exemplo para acomodar o impacto orçamental considerável do afluxo de refugiados. Em contraste, os países sem margem de manobra orçamental estavam obrigados a implementar medidas orçamentais que assegurassem o cumprimento dos requisitos do PEC. Alguns países, como, por exemplo, Itália, Letónia e Lituânia, também beneficiaram da margem para défices mais elevados concedida pela disposição do PEC relativa à flexibilidade no que toca ao investimento público, reformas de pensões e reformas estruturais.

Para utilizar da melhor forma a margem de manobra orçamental disponível, os países devem direccionar as suas iniciativas de política no sentido de despesas de investimento público adequadas, sendo de se esperar que deem um contributo duradouro para o crescimento económico no médio prazo. Embora a magnitude dos efeitos macroeconómicos seja incerta, prevê-se que o investimento público tenha efeitos positivos sobre a procura e expanda o produto potencial ao aumentar as existências de capital público²³.

Além disso, para sustentar a estabilização económica, os países devem também esforçar-se por alcançar uma composição das políticas orçamentais mais propícia ao crescimento. Do lado da despesa, as reavaliações de despesa são uma via promissora para identificar direitos que não constituam necessariamente aumentos de assistência social e que ajudariam a assegurar uma utilização mais eficiente dos fundos públicos. Do lado da receita, incentivar o sistema fiscal a ser mais favorável ao crescimento e limitar a evasão fiscal correspondem a importantes áreas de reforma em vários países. Em particular, a redução da carga fiscal sobre o trabalho, ou seja, a carga fiscal sobre os rendimentos do trabalho resultante do imposto sobre o rendimento de pessoas singulares e contribuições para a segurança social, pode ter efeitos positivos em termos de crescimento e emprego²⁴.

²³ Ver o artigo intitulado “[Public investment in Europe](#)”, *Boletim Económico*, Número 2, BCE, 2016.

²⁴ Ver, por exemplo, Attinasi et al., “[Budget-neutral labour tax wedge reductions: a simulation-based analysis for selected euro area countries](#)”, *Discussion Paper* n.º 26, Deutsche Bundesbank, 2016.

Resultados contrastantes do cumprimento de regras orçamentais da UE

Os países devem assegurar o total cumprimento das disposições do PEC e uma correção atempada dos riscos de sustentabilidade da dívida. Em 2016, o cumprimento do PEC por parte dos países da área do euro foi muito diversificado, enquanto do lado da implementação teria sido favorável uma aplicação mais rigorosa das regras orçamentais por forma a assegurar que o PEC continue a ser plenamente credível.

A consolidação orçamental está a avançar, o que também ajudou vários países a sair dos respetivos procedimentos relativos aos défices excessivos (PDE). Em 2016, foram revogados atempadamente os PDE relativos à Irlanda e à Eslovénia, bem como a Chipre, que corrigiu o respetivo défice excessivo um ano antes do prazo. Entre os países da área do euro, apenas França, Espanha e Portugal permaneciam ao abrigo da vertente corretiva do PEC no início de 2017²⁵.

No entanto, a Comissão Europeia identificou, relativamente a alguns países da área do euro, desvios de consolidação substanciais face aos requisitos do PEC em 2016 e anos seguintes, mas tal não levou a uma intensificação significativa dos respetivos procedimentos no PEC²⁶. Por exemplo, em relação às recomendações específicas por país publicadas em maio de 2016, a Comissão analisou o incumprimento do critério da dívida na Bélgica, em Itália e na Finlândia em 2015. Porém, com base na avaliação do referencial numérico da dívida e/ou dos fatores relevantes delineados no PEC, a Comissão decidiu não iniciar um PDE. Além disso, apesar da não adoção de medidas eficazes por parte de Espanha e Portugal, o Conselho seguiu em agosto de 2016 a recomendação da Comissão no sentido de não lhes aplicar multas. Ao invés, foi concedida a Espanha uma prorrogação do prazo de correção do défice por mais dois anos, até 2018, bem como uma redução substancial do ajustamento necessário. No caso de Portugal, que foi afetado pelos custos orçamentais da assistência prestada ao setor financeiro em 2015, o prazo de correção do défice foi prorrogado por mais um ano, até 2016. Além disso, a Comissão não propôs a suspensão de algumas componentes dos fundos estruturais e de investimento europeus.

A Comissão Europeia publicou a sua avaliação dos projetos de planos orçamentais para 2017 em 16 de novembro de 2016. Concluiu que seis países ao abrigo da vertente preventiva, mais especificamente Bélgica, Itália, Chipre, Lituânia, Eslovénia e Finlândia, corriam o risco de incumprimento dos requisitos do PEC²⁷. Entre os países ao abrigo da vertente corretiva, concluiu-se que França e – após entrega de um projeto de plano orçamental atualizado – também Espanha estavam

²⁵ A Grécia está abrangida por um programa de assistência financeira, não estando assim sujeita às avaliações quanto ao cumprimento do PEC na vertente de supervisão orçamental.

²⁶ Ver a caixa intitulada “Recomendações específicas por país em matéria de política orçamental emitidas no âmbito do Semestre Europeu de 2016”, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

²⁷ Ver a [comunicação](#) da Comissão Europeia publicada em 16 de novembro de 2016. Para uma análise da avaliação da Comissão, ver a caixa intitulada “Análise dos projetos de planos orçamentais para 2017 e da situação orçamental no conjunto da área do euro”, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2016.

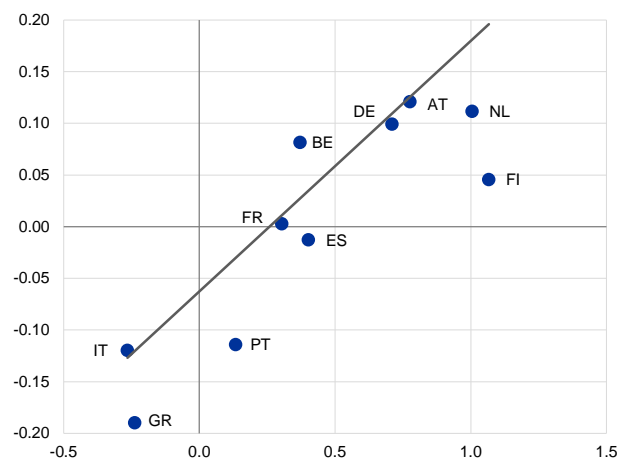
globalmente conformes com as disposições do PEC. No caso de Portugal, previa-se que seria ultrapassado o limiar de um desvio significativo, embora apenas por uma margem muito estreita. O Eurogrupo afirmou, em 5 de dezembro de 2016, que os Estados-Membros que permanecessem ao abrigo da vertente corretiva do PEC deveriam assegurar uma correção atempada do respetivo défice excessivo, a convergência adequada no sentido do objetivo de médio prazo a partir de então e o respeito pela regra da dívida²⁸.

Melhores instituições são fundamentais para um crescimento potencial mais elevado

Gráfico 22

Ligação entre instituições e crescimento na Europa

(eixo dos x: qualidade institucional em 1999; eixo dos y: crescimento observado – esperado em 1999-2016)



Fontes: Eurostat, Banco Mundial e cálculos do BCE.

Notas: A qualidade institucional é medida como uma média dos seis indicadores de governação a nível mundial publicados pelo Banco Mundial (voz e responsabilização, eficácia governamental, Estado de Direito, qualidade da regulação, controlo da corrupção, e estabilidade política e ausência de violência). No eixo dos y, o crescimento esperado corresponde ao resultado de uma regressão de convergência simples, na qual o crescimento médio *per capita* do PIB entre 1999 e 2016 depende apenas do nível *per capita* do PIB em 1999 e de uma constante.

Embora a retoma económica prossiga, persistem desafios estruturais no médio a longo prazo para o crescimento da área do euro. O fraco crescimento da produtividade a par dos níveis elevados da dívida e do desemprego estrutural travam um maior crescimento económico e exigem um novo impulso das políticas do lado da oferta. Existem provas amplas de que o fraco crescimento tendencial do PIB e do emprego está associado à menor qualidade das instituições nacionais (como, por exemplo, o controlo da corrupção e o Estado de Direito) e a estruturas rígidas nos mercados do trabalho e do produto²⁹. De facto, instituições e estruturas económicas sólidas são fundamentais à resiliência e prosperidade da área do euro no longo prazo (ver Gráfico 22)³⁰.

Vários indicadores sugerem que o dinamismo das reformas na área do euro desvaneceu significativamente após 2013 e que as taxas de implementação de reformas recuaram aos níveis pré-crise³¹. Este abrandamento das reformas é lamentável, visto que já existem exemplos de reformas

²⁸ Ver a [declaração](#) do Eurogrupo publicada em 5 de dezembro de 2016.

²⁹ Ver, por exemplo, Masuch et al., *Institutions, public debt and growth in Europe*, Série de Documentos de Trabalho, n.º 1963, BCE, setembro de 2016.

³⁰ Ver também o artigo intitulado “[Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#)”, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2016.

³¹ Ver, por exemplo, o mais recente relatório intercalar *Going for Growth*, OCDE, 2016.

credíveis e bem direcionadas implementadas durante a crise, que deram origem a benefícios substanciais para os países da área do euro em questão³².

A implementação lenta de reformas suscita preocupações quanto às perspetivas de crescimento e emprego na área do euro, e trava as melhorias adicionais necessárias na capacidade de absorção de choques da União Monetária. O Quadro 1 ilustra os progressos alcançados na execução das recomendações específicas por país (REP) da Comissão Europeia para 2016. Inequivocamente, a implementação de reformas foi muito limitada nos países da área do euro. Por exemplo, nenhuma das recomendações foi plenamente executada, sendo que foram registados progressos substanciais apenas para duas das recomendações. Porém, observaram-se alguns progressos na maior parte dos países da área do euro em 2016 no que se refere a reformas das condições gerais (por exemplo, melhoria da eficiência dos quadros de insolvência, estímulo da reestruturação da dívida do setor privado e aumento do acesso a financiamento por parte das pequenas e médias empresas). No que respeita às reformas estruturais orçamentais, as iniciativas continuaram a centrar-se na redução da carga fiscal sobre o rendimento laboral, enquanto alguns países da área do euro também tentaram aumentar a eficiência da administração pública e da cobrança de impostos. Relativamente às reformas no mercado de trabalho ou às medidas para aumentar a concorrência no setor dos serviços, os progressos têm sido muito mais limitados, ou inexistentes, na maior parte dos países da área do euro. Nos casos em que efetivamente foram implementadas reformas, estas foram tipicamente levadas a cabo de modo fragmentado. Tal significa que foram negligenciadas complementaridades potencialmente importantes entre diferentes áreas de reforma, tendo sido desperdiçadas oportunidades para interiorizar os efeitos de estímulo da procura, os quais resultam de maiores expectativas de aumento dos rendimentos no futuro³³.

³² Ver, por exemplo, a caixa intitulada “Recent employment dynamics and structural reforms” no artigo “[The employment-GDP relationship since the crisis](#)”, *Boletim Económico*, Número 6, BCE, 2016, que mostra que os países que realizaram reformas aumentaram a capacidade de resposta do emprego ao PIB durante a retoma; ou a caixa intitulada “Episodes of unemployment decline in the euro area and the role of structural reforms” no artigo “[Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#)”, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2016, que mostra que os episódios de absorção do desemprego estão frequentemente associados a um período anterior de reformas estruturais.

³³ Ver, por exemplo, Fernández-Villaverde, J., Guerrón-Quintana, P. e Rubio-Ramírez, J. F., “[Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound](#)”, *IMF Economic Review*, Vol. 62(2), 2014, pp. 248-260.

Quadro 1

Avaliação da implementação das recomendações específicas por país referentes a 2016 realizada pela Comissão Europeia

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

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

Fonte: Comissão Europeia.

Notas: A Grécia não foi incluída no Semestre Europeu em 2016 por estar envolvida num programa de ajustamento macroeconómico, não tendo, por conseguinte, recebido REP. As seguintes categorias são utilizadas para avaliar os progressos realizados na execução das REP para 2016: "Ausência de progressos": o Estado-Membro não anunciou nem adotou de forma credível quaisquer medidas em resposta à REP. "Progressos limitados": o Estado-Membro anunciou algumas medidas que dão uma resposta meramente limitada à REP; e/ou apresentou atos legislativos no quadro do órgão executivo ou legislativo mas que ainda não foram adotados, sendo ainda necessário um importante trabalho não legislativo para que a recomendação seja executada; e/ou apresentou atos não legislativos, sem que lhes tenha sido dado o seguimento necessário, em termos da execução necessária para dar resposta à REP. "Alguns progressos": o Estado-Membro adotou medidas que dão uma resposta parcial à REP e/ou adotou medidas em resposta à REP, mas é ainda necessário muito trabalho para dar uma resposta integral à REP, dado que apenas algumas das medidas adotadas foram aplicadas. "Progressos substanciais": o Estado-Membro adotou medidas que permitem seguir em larga medida a REP, a maioria das quais já foi aplicada. "Plenamente executada": o Estado-Membro aplicou todas as medidas necessárias a uma resposta adequada à REP. Este quadro apresenta apenas uma visão geral. Para mais pormenores sobre várias áreas de política abordadas pelas recomendações específicas por país, ver o [sítio](#) da Comissão Europeia relativo ao Semestre Europeu.

Em termos globais, os governos devem intensificar a implementação de reformas propícias às empresas. Conforme ilustrado acima, foram envidados alguns esforços para melhorar o quadro empresarial e regulamentar em 2016, mas os progressos alcançados nos últimos anos foram demasiado limitados para alinhar os países da área do euro com as melhores práticas a nível mundial. Como discutido na Caixa 4, o potencial inexplorado de reformas para incentivar a produtividade e o emprego é ainda significativo. A par de medidas para melhorar as infraestruturas públicas, as iniciativas de aumento da eficiência dos quadros de insolvência e da concorrência nos mercados do produto e de serviços também ajudariam a fomentar o investimento e, em última instância, a procura agregada. Como complemento destas prioridades de reforma, são necessárias reformas abrangentes nos mercados de trabalho para aumentar a flexibilidade dos mesmos, reduzir a segmentação entre os vários tipos de contratos laborais e fazer face a desajustamentos de competências. As políticas orientadas para o desenvolvimento do capital humano e a mobilidade laboral a par de programas ativos nos mercados de trabalho devem também ser intensificadas para fazer face ao desemprego elevado. Uma maior eficiência da administração pública também fomentaria o crescimento da produtividade e beneficiaria o setor privado.

É igualmente necessário um novo estímulo à execução de reformas no contexto da UE. A nova estrutura de governação económica incorporada no Semestre Europeu da Comissão deve incentivar a execução de reformas em toda a área do euro, mas os progressos limitados acima discutidos mostram que ainda há muito por fazer. Por

exemplo, como descrito no Relatório dos Cinco Presidentes³⁴ publicado em 2015, no médio a mais longo prazo, é necessário um processo de convergência mais vinculativo no sentido de estruturas económicas resilientes. Ao mesmo tempo, o fomento de mais progressos no Mercado Único, a criação de uma verdadeira união dos mercados de capitais e a conclusão da união bancária também ajudarão a construir uma área do euro mais resiliente e favorável ao crescimento.

Caixa 4

Prioridades de reforma na área do euro no âmbito da conjuntura empresarial e dos mercados do produto

Há uma grande margem para reformas na área do euro que estabeleçam uma conjuntura mais favorável às empresas, melhorem os quadros de insolvência e aumentem a concorrência nos mercados do produto e de serviços. Estas reformas são essenciais para fomentar a produtividade, atrair investimento direto estrangeiro, aumentar o dinamismo empresarial e estimular o investimento na área do euro. A importância de práticas favoráveis às empresas foi igualmente sublinhada no plano de investimento para a Europa³⁵. Para complementar e continuar a desenvolver algumas das ideias apresentadas no texto principal do relatório, a presente caixa analisa domínios de reforma prioritários para a área do euro, revê a situação atual e discute a análise comparativa enquanto possível instrumento dinamizador do processo de execução de reformas.

Em várias economias da área do euro, as condições empresariais não são ainda propícias devido aos mercados do produto e de trabalho muito regulamentados e quadros de insolvência ineficientes. No relatório do Banco Mundial *Doing Business* de 2017³⁶, nenhum país da área do euro surge no grupo dos dez países a nível mundial com o melhor desempenho no segmento global. Do mesmo modo, as práticas de negócio da área do euro ainda estão bastante longe das dos países com o melhor desempenho a nível mundial. Por exemplo, os procedimentos de insolvência têm, em média, uma duração ligeiramente inferior a dois anos na área do euro, o que corresponde ao triplo da duração média nos três países com o melhor desempenho a nível mundial. Além do mais, a execução de um contrato demora mais de 600 dias, em média, na área do euro, mas apenas cerca de 200 dias nos três países com o melhor desempenho a nível mundial. Acresce que as práticas de negócio continuam a variar consideravelmente na área do euro. Por exemplo, são necessários menos de quatro dias para abrir uma empresa na Estónia, enquanto em Malta é preciso quase um mês (ver Gráfico A). Na Nova Zelândia – o país com o melhor desempenho nesta área a nível mundial – é necessário menos de um dia. Entretanto, em média, são necessários cinco procedimentos para abrir uma empresa na área do euro, o que pode ir de três procedimentos na Bélgica, Estónia, Finlândia e Irlanda a nove procedimentos na Alemanha e em Malta (ver Gráfico B), enquanto o país com o melhor desempenho a nível mundial apenas exige um procedimento.

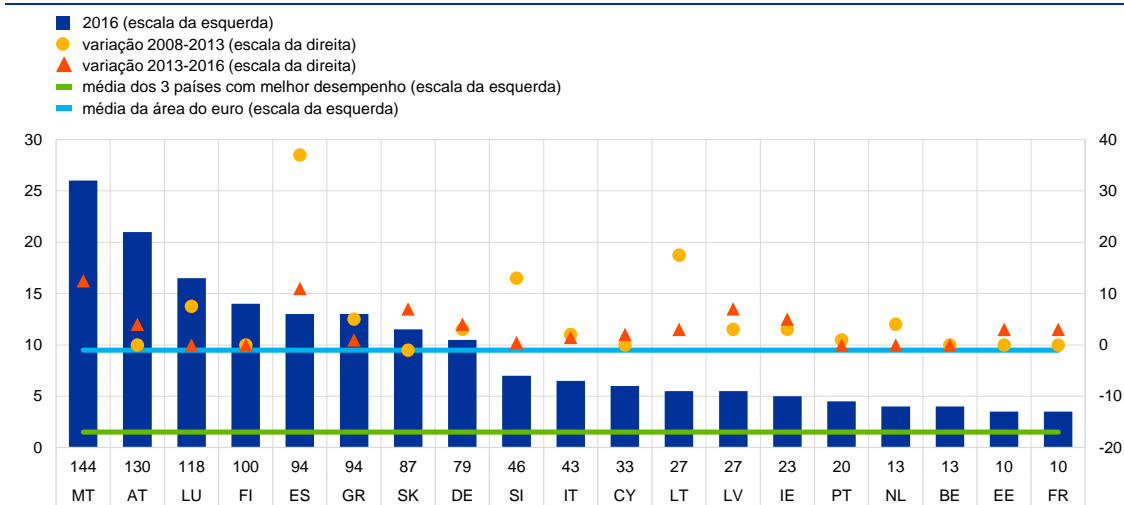
³⁴ Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. e Schulz, M., *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Comissão Europeia, junho de 2015.

³⁵ Ver também as [conclusões](#) do Conselho Europeu sobre o terceiro pilar do plano de investimento da UE, que identificam vários obstáculos ao investimento.

³⁶ Para fins ilustrativos, é apresentada uma análise global dos indicadores em áreas específicas abrangidas pelo relatório do Banco Mundial *Doing Business* de 2017. É possível chegar a conclusões idênticas com base em vários outros indicadores (por exemplo, os indicadores da OCDE relativos à regulamentação setorial ou os indicadores globais de competitividade do Fórum Económico Mundial).

Gráfico A

Número de dias para abrir uma empresa

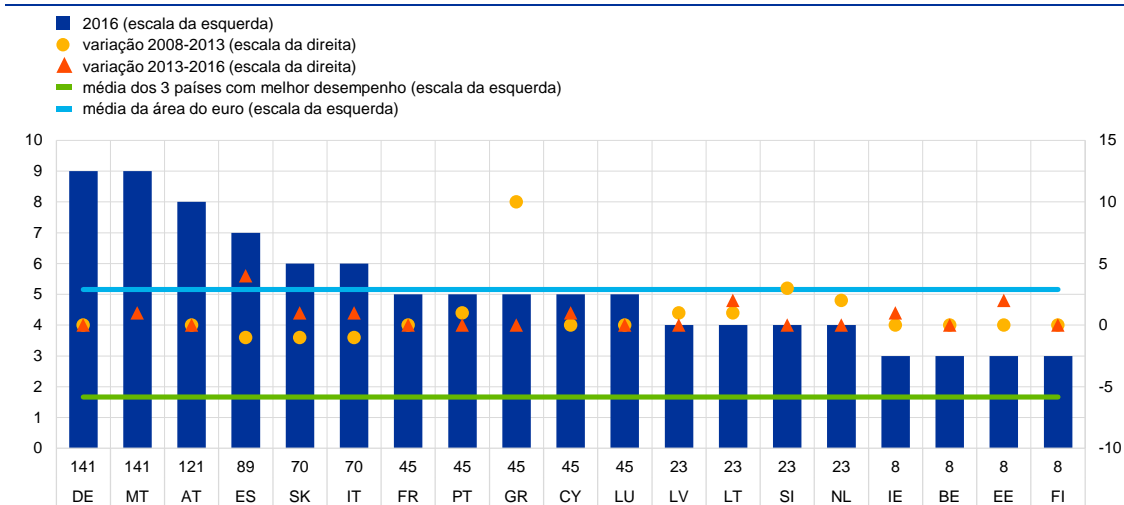


Fontes: *Doing Business* de 2017 do Banco Mundial e cálculos do BCE.

Notas: Na escala da esquerda, quanto mais alto o valor, mais dispendiosa é a abertura de uma empresa medida pelo tempo necessário para abrir uma empresa. Servindo de medida das reformas executadas, a escala da direita mostra a variação no número de dias para abrir uma empresa ao longo dos períodos de 2008-2013 (pontos amarelos) e 2013-2016 (triângulos vermelhos). Uma mudança na execução de reformas acima (abaixo) de zero significa que um país se aproxima (afasta) das melhores práticas. O número por baixo do gráfico indica a posição atualmente ocupada pelo país a nível mundial. Não estão disponíveis valores relativamente a Malta para 2008.

Gráfico B

Número de procedimentos para abrir uma empresa



Fontes: *Doing Business* de 2017 do Banco Mundial e cálculos do BCE.

Notas: Na escala da esquerda, quanto mais alto o valor, mais dispendiosa é a abertura de uma empresa medida pelo número de procedimentos necessários para abrir uma empresa. Servindo de medida das reformas executadas, a escala da direita mostra a variação no número de procedimentos para abrir uma empresa ao longo dos períodos de 2008-2013 (pontos amarelos) e 2013-2016 (triângulos vermelhos). Uma mudança na execução de reformas acima (abaixo) de zero significa que um país se aproxima (afasta) das melhores práticas. O número por baixo do gráfico indica a posição atualmente ocupada pelo país a nível mundial. Não estão disponíveis valores relativamente a Malta para 2008.

Na agenda de reformas da área do euro, é necessário dar prioridade às reformas que reforcem o quadro regulamentar e o Estado de Direito, tornando a resolução de créditos não produtivos mais eficaz e abolindo os obstáculos à entrada e saída de empresas, a par de iniciativas que façam face a procedimentos administrativos excessivamente complicados e quadros de insolvência ineficientes. Como discutido no texto principal, a execução de reformas propícias às empresas foi

particularmente fraca nos últimos anos, que torna necessário um novo ímpeto no sentido de políticas deste tipo³⁷. Para além das várias medidas descritas no texto principal para estimular as atividades de reforma na área do euro, a análise comparativa poderia também sustentar a execução de reformas na conjuntura empresarial e nos mercados do produto. Os indicadores estruturais devem ser considerados sobretudo exemplos ilustrativos da conjuntura empresarial num país específico, mas também podem ajudar a identificar as melhores práticas e estabelecer objetivos, sendo assim úteis para o processo de aferimento.

2 Política monetária de apoio à recuperação da área do euro e à subida da inflação

2.1 Necessidade de novas medidas de política monetária em 2016

O agravamento das condições económicas e financeiras exigiu um acompanhamento atento no início do ano

As medidas de política monetária adotadas pelo BCE nos últimos anos foram orientadas para o apoio à retoma da área do euro e ao regresso da inflação a valores abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Estas medidas, que incluem ORPA direcionadas, o APP e a taxa de juro negativa da facilidade permanente de depósito, foram introduzidas em várias etapas e demonstraram ser muito eficazes no reforço da recuperação e no combate às pressões deflacionistas. No entanto, fatores desfavoráveis no decurso de 2016 atrasaram a convergência da inflação para níveis conformes com o objetivo do Conselho do BCE, exigindo a adoção de novas medidas de política monetária ao longo do ano.

No início de 2016, as condições económicas e financeiras deterioraram-se num contexto de incerteza acrescida, riscos geopolíticos e volatilidade mais pronunciada nos mercados financeiros e de matérias-primas. Nomeadamente, aumentaram as preocupações quanto à direção da economia mundial, à luz do abrandamento observado nos mercados emergentes, em especial na China. Além disso, a dinâmica da inflação continuou a ser mais fraca do que o esperado, sobretudo devido à nova queda acentuada dos preços do petróleo e ao fraco crescimento dos salários. Em conjunto com a diminuição das expectativas de inflação de curto e de médio prazo, tal assinalava riscos acrescidos de efeitos de segunda ordem, dada a possibilidade de as expectativas inflacionistas mais fracas poderem levar as partes envolvidas na fixação de salários a atrasarem os aumentos salariais.

³⁷ Ver também “Indicadores estruturais da conjuntura empresarial da área do euro”, *Boletim Económico*, Número 8, BCE, 2016.

Face a este enquadramento, em janeiro, o Conselho do BCE reconfirmou as suas indicações sobre a orientação futura da política monetária, realçando que esperava que as taxas de juro diretoras do BCE permanecessem nos níveis atuais ou em níveis mais baixos por um período de tempo alargado e muito para além do horizonte temporal das compras líquidas de ativos. Como a força e a persistência dos fatores adversos eram incertas, o Conselho do BCE reconheceu também a necessidade de reexaminar e possivelmente reconsiderar a orientação da política monetária na reunião de março de 2016 dedicada a esta temática, quando mais dados passariam a estar disponíveis, incluindo novas projeções elaboradas por especialistas do BCE.

No primeiro trimestre, verificou-se uma redução da perspetiva de um ajustamento sustentado da trajetória da inflação no sentido do objetivo do Conselho do BCE de níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Em particular, observou-se um aumento da restritividade das condições financeiras, em especial nos mercados acionistas e cambiais, que acarretou o risco de se traduzir em condições de financiamento mais restritivas para a economia real. A informação que foi sendo disponibilizada indicou igualmente que a recuperação económica estava a perder dinamismo e a inflação tinha descido novamente para valores negativos. Embora grande parte dessa descida se tenha devido à queda dos preços do petróleo, as pressões subjacentes sobre os preços também foram mais fracas do que anteriormente antevisto. As expectativas de inflação de médio prazo baseadas no mercado também diminuíram, elevando ainda mais os riscos de efeitos de segunda ordem. As projeções de março dos especialistas do BCE para a inflação foram revistas substancialmente em baixa, implicando um novo adiamento da data em que se projetava que a inflação regressasse a valores compatíveis com o objetivo do Conselho do BCE, isto é, a níveis abaixo, mas próximo, de 2%.

Perspetivas menos otimistas exigiram uma resposta vigorosa da política monetária em março

Neste contexto, impunha-se que o Conselho do BCE reconsiderasse a orientação da política monetária e proporcionasse um estímulo monetário substancial para contrariar os riscos acrescidos para o objetivo da estabilidade de preços do BCE. Consequentemente, em março de 2016, o Conselho do BCE adotou um pacote abrangente de medidas de política monetária.

Na sua reunião de março, o Conselho do BCE decidiu: i) reduzir as taxas de juro diretoras e, em particular, reduzir a taxa de juro da facilidade permanente de depósito para -0.40%³⁸; ii) aumentar as compras mensais de ativos ao abrigo do APP para €80 mil milhões a partir de abril de 2016 bem como os limites da percentagem por emissor e por emissão para as aquisições de certos tipos de títulos; iii) incluir no APP um novo programa de compra de ativos do setor

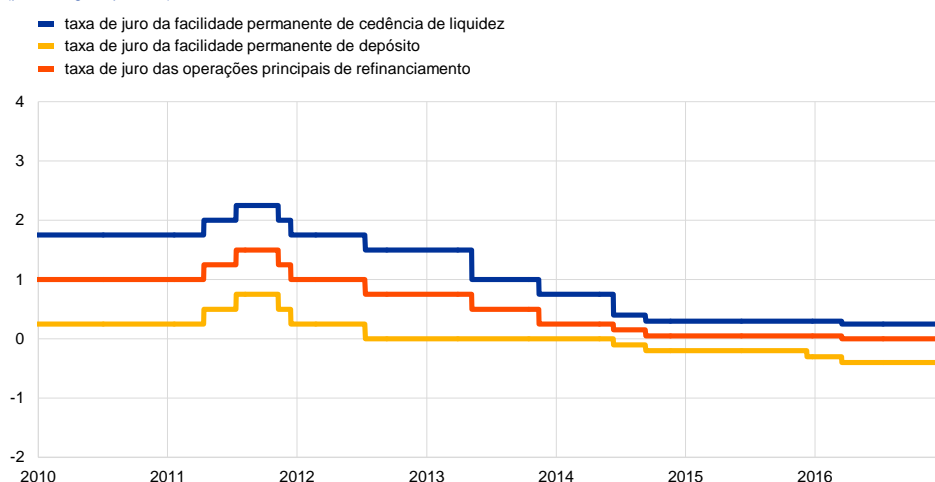
³⁸ O Conselho do BCE decidiu também reduzir a taxa de juro das operações principais de refinanciamento e a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez em 5 pontos base (para 0% e 0.25%, respetivamente).

empresarial (*corporate sector purchase programme – CSPP*) para aquisição de obrigações com grau de investimento denominadas em euros emitidas por entidades não bancárias estabelecidas na área do euro; e iv) lançar uma nova série de quatro ORPA direcionadas II, cada uma com um prazo de 4 anos, com início em junho de 2016. Além disso, o Conselho do BCE continuou a deixar claro nas suas indicações sobre a orientação futura da política monetária que esperava que as taxas de juro diretoras do BCE se mantivessem nos níveis atuais ou em níveis inferiores durante um período alargado, e muito para além do horizonte temporal das compras líquidas de ativos, e reiterou que as aquisições prosseguiriam 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 verificava um ajustamento sustentado da trajetória da inflação, compatível com o seu objetivo para a inflação.

Este conjunto abrangente de medidas visava facilitar ainda mais as condições de financiamento do setor privado e estimular a disponibilização de crédito a este setor, reforçando desse modo o dinamismo da retoma da área do euro e acelerando o retorno da inflação aos níveis pretendidos. As medidas também ajudaram a mitigar a pressão observada nos mercados financeiros no início do ano e evitaram que esta comprometesse a transmissão da política monetária acomodatória (ver a Secção 2.2.1 do Capítulo 1). O corte da taxa de juro da facilidade permanente de depósito pretendia reduzir ainda mais a restritividade das condições de crédito (ver Gráfico 23). Por outras palavras, os bancos com posições de liquidez superiores às reservas mínimas obrigatórias seriam incentivados a utilizar a liquidez excedentária para comprar outros ativos ou conceder mais crédito à economia real. Assim, a taxa negativa da facilidade permanente de depósito reforçava o APP ao fortalecer os efeitos de reequilíbrio de carteiras.

Gráfico 23
Taxas de juro diretoras do BCE

(percentagens por ano)



Fonte: BCE.

Nota: A última observação refere-se a 7 de dezembro de 2016.

As ORPA direcionadas II foram concebidas como um elemento importante para a redução da restritividade do financiamento e a criação de crédito, fomentando a

transmissão da política monetária através do canal de crédito bancário. Embora a taxa de juro máxima a cobrar tenha sido fixada à taxa das operações principais de refinanciamento à data de colocação, a taxa de juro efetiva podia ser tão baixa quanto a taxa de juro da facilidade permanente de depósito, se o crédito cedido por determinado banco fosse superior ao valor de referência predefinido³⁹.

A implementação do CSPP reforçou a repercussão na economia real das compras de ativos realizadas pelo Eurosistema. A fim de beneficiar o maior número possível de empresas e setores, manteve-se a abrangência do universo de ativos elegíveis⁴⁰. As aquisições ao abrigo do CSPP foram, em princípio, possíveis quer nos mercados primários quer nos mercados secundários⁴¹.

A área do euro demonstrou a sua resiliência no segundo semestre de 2016, mas a fraqueza da inflação subjacente prolongou-se

O pacote de medidas de política monetária decidido em março de 2016, juntamente com o estímulo monetário substancial já proporcionado, foi fundamental para reforçar a capacidade de resiliência da economia da área do euro à incerteza mundial e política. Na sequência do resultado do referendo no Reino Unido sobre a permanência na UE, realizado em meados de 2016, a volatilidade nos mercados financeiros aumentou inicialmente, mas os mercados demonstraram no geral uma resiliência encorajadora e acalmaram novamente com bastante rapidez. Para esta resiliência contribuiu o facto de os bancos centrais a nível mundial declararem estar dispostos a disponibilizar liquidez, se necessário, a par do rigoroso quadro regulamentar e de supervisão dos bancos da área do euro e das medidas de política monetária acomodáticas do BCE.

Ao mesmo tempo, o potencial impacto futuro do resultado do referendo no Reino Unido e outras incertezas geopolíticas prevaletentes, juntamente com perspetivas de crescimento fraco nos mercados emergentes, continuaram a pesar sobre a procura externa, considerando-se inicialmente que acarretavam riscos em sentido descendente para as perspetivas económicas da área do euro no segundo semestre do ano. Tal também se refletiu nas projeções macroeconómicas de setembro de 2016 elaboradas por especialistas do BCE, que reviram a previsão para o crescimento da área do euro ligeiramente em baixa face ao exercício de junho. Além disso, as pressões subjacentes sobre os preços continuaram a não apresentar uma tendência ascendente convincente, permanecendo uma fonte de preocupação. Nomeadamente, as perspetivas para o crescimento e a inflação na área do euro

³⁹ Contrariamente ao que aconteceu na primeira série de ORPA direcionadas, nas ORPA direcionadas II não foram introduzidas obrigações de reembolso antecipado. Para mais pormenores, ver o Anexo 1 da [Decisão \(UE\) 2016/810](#) e o [comunicado](#) sobre as ORPA direcionadas II, publicado em 10 de março de 2016.

⁴⁰ O quadro de ativos de garantia do Eurosistema constitui a base para determinar a elegibilidade dos títulos do setor empresarial a comprar no âmbito do CSPP, bem como definições específicas de sociedades não bancárias. Para mais pormenores, consultar a [Decisão \(UE\) 2016/948](#).

⁴¹ O quadro para a execução do CSPP incorpora várias salvaguardas relativamente à proibição do financiamento monetário. Por exemplo, no caso dos instrumentos de dívida emitidos por entidades qualificáveis como empresas públicas, as compras restringiram-se ao mercado secundário.

mantiveram-se subordinadas às condições de financiamento muito favoráveis, que, em grande medida, refletiam a orientação acomodatória da política monetária.

No outono, o Conselho do BCE continuou, por conseguinte, a acompanhar muito atentamente a evolução económica e dos mercados financeiros e reiterou o seu empenho em preservar o montante muito substancial de apoio monetário requerido para garantir uma convergência sustentável da inflação para níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Além disso, com vista a aumentar a sua preparação e capacidade para atuar quando necessário, o Conselho do BCE incumbiu os comités pertinentes do Eurosistema de explorar as opções passíveis de assegurar uma boa execução do APP até março de 2017, ou mais tarde, em caso de necessidade.

Perto do final do ano, a retoma da área do euro continuou a apresentar-se resiliente perante as incertezas prevaletentes, ajudada pela continuação da forte repercussão das medidas de política monetária na economia real da área do euro. A retoma prosseguiu a um ritmo moderado, mas firme, apoiada sobretudo pelo fortalecimento da procura interna, pelo crescimento do rendimento disponível real, pela criação sustentada de emprego e por condições de financiamento ainda muito favoráveis. A inflação também aumentou, devido à subida dos preços dos produtos energéticos, prevendo-se que continuasse a recuperar.

O pacote de medidas de política monetária de dezembro visava preservar o grau muito substancial de acomodação monetária

O cenário de uma tendência ascendente gradual na inflação ainda dependia, em considerável escala, do apoio de uma política monetária acomodatória. Em virtude da fraqueza prolongada da inflação subjacente, considerou-se que seria improvável obter com suficiente confiança uma convergência sustentada da inflação para os níveis pretendidos. Face a este enquadramento, considerou-se justificado preservar o grau muito substancial de acomodação monetária para além de março de 2017.

Por conseguinte, na sua reunião de dezembro de 2016, o Conselho do BCE decidiu: i) alargar o horizonte temporal das compras líquidas de ativos para além de março de 2017, anunciando a continuação do APP – a par do reinvestimento de títulos vencidos⁴² – a um ritmo mensal de €60 mil milhões, a partir de abril de 2017 e até ao final de dezembro de 2017, ou até mais tarde se necessário, e, em qualquer caso, até o Conselho do BCE considerar verificar-se um ajustamento sustentado da trajetória da inflação, compatível com o seu objetivo para a inflação; e ii) ajustar os parâmetros do APP, com efeitos a partir de janeiro de 2017, a fim de assegurar o prosseguimento da boa execução do programa, reduzindo de 2 anos para 1 ano o prazo residual mínimo dos títulos elegíveis no âmbito do PSPP e permitindo aquisições de títulos com uma taxa de rendibilidade inferior à taxa de juro aplicável

⁴² Em dezembro de 2015, o Conselho do BCE tinha decidido reinvestir os pagamentos de capital dos títulos adquiridos ao abrigo do APP à medida que esses títulos atingissem o prazo de vencimento, enquanto necessário. Ver a [declaração introdutória](#) à conferência de imprensa do BCE de dezembro de 2015.

à facilidade permanente de depósito do BCE, na medida do necessário⁴³. As taxas de juro diretoras do BCE mantiveram-se inalteradas, e o Conselho do BCE continuou a esperar que estas permanecessem nos níveis então observados ou em níveis inferiores durante um período alargado e muito para além do horizonte temporal das compras líquidas de ativos. Além disso, o Conselho do BCE reafirmou o seu empenho em acompanhar de perto a evolução das perspetivas quanto à estabilidade de preços e, se necessário para atingir o seu objetivo, atuar recorrendo a todos os instrumentos disponíveis no âmbito do seu mandato. Frisou, nomeadamente, que tencionava aumentar o volume e/ou a duração do programa, caso, entretanto, as perspetivas passassem a ser menos favoráveis ou as condições financeiras deixassem de ser coerentes com uma evolução no sentido de um ajustamento sustentado da trajetória de inflação.

Estas decisões visavam garantir que as condições financeiras na área do euro permanecessem muito favoráveis, o que continuava a ser crucial para alcançar o objetivo do BCE de manutenção da estabilidade de preços. Mais especificamente, o prolongamento por um período mais alargado das aquisições ao abrigo do APP pretendia assegurar um apoio mais persistente às condições de financiamento e, desse modo, uma transmissão mais duradoura das medidas de estímulo para reforçar a retoma moderada, mas cada vez mais firme. Em paralelo, a presença mais sustentada do Eurosistema no mercado visava proporcionar estabilidade num contexto de incerteza acrescida, incluindo receios associados às potenciais consequências a mais longo prazo do resultado do referendo no Reino Unido e das possíveis implicações em termos de políticas, na sequência das eleições presidenciais nos Estados Unidos. A redução do ritmo mensal de aquisições refletiu a reavaliação pelo Conselho do BCE do conjunto dos fatores de incerteza, segundo a qual a confiança no desempenho global da economia da área do euro tinha aumentado, enquanto os riscos de deflação tinham, em grande medida, desaparecido. A decisão visava, em geral, proteger as condições financeiras na área do euro e permitir a maturação e o fortalecimento da retoma, não obstante possíveis choques externos ou internos.

Caixa 5

Os efeitos distributivos da política monetária

Nos últimos anos, o BCE adotou várias medidas de política monetária com vista à prossecução do objetivo da estabilidade de preços. As taxas de juro diretoras do BCE foram reduzidas para níveis mínimos históricos, tendo sido introduzidas mais medidas não convencionais, como as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas e as compras de ativos do setor público e do setor privado, a fim de proporcionar maior acomodação monetária⁴⁴. Estas medidas foram muito bem-sucedidas na redução da restritividade das condições financeiras em geral e no reforço das perspetivas para a atividade económica real e a inflação na área do euro. À semelhança das

⁴³ Ao mesmo tempo, foram introduzidas alterações no quadro de cedência de títulos, a fim de aumentar a sua eficácia. Ver o [comunicado](#) de 8 de dezembro de 2016.

⁴⁴ Para mais informações sobre os fatores fundamentais que determinam as taxas de juro baixas, ver a caixa intitulada "Por que se situam as taxas de juro em níveis tão baixos?", *Relatório Anual*, BCE, 2015.

medidas de política monetária “convencionais”, as medidas tomadas nos últimos anos tiveram impacto sobre todo o universo de taxas de juro de mercado e preços dos ativos. Embora esses efeitos beneficiem o conjunto da economia através do seu impacto na criação de emprego, a distribuição dos benefícios finais das alterações das variáveis financeiras pelos setores económicos e cidadãos poderá ser díspar. A presente caixa visa clarificar as consequências distributivas das medidas de política monetária adotadas pelo BCE nos últimos anos, começando pelos canais financeiros diretos e passando depois aos efeitos mais indiretos sobre o crescimento e o mercado de trabalho⁴⁵.

No primeiro caso, a política monetária tem efeitos distributivos através dos canais financeiros, afetando tanto os rendimentos financeiros como a riqueza. Quando o banco central corta as taxas de juro diretas ou compra ativos e, desse modo, contrai as taxas de juro nos vários mercados e para os diferentes prazos, verifica-se inevitavelmente uma redistribuição dos rendimentos financeiros pelos diversos setores e pelas famílias de acordo com a respetiva posição financeira líquida, ou seja, em função do seu estatuto de aforradores ou mutuários líquidos. A análise das variações das margens financeiras nos últimos anos pode, assim, fornecer informação importante sobre os efeitos distributivos das taxas de juro baixas, uma vez que esta é a componente dos rendimentos financeiros mais diretamente afetada pela política monetária. O impacto da descida das taxas de juro nas margens financeiras (ou seja, juros recebidos menos juros pagos) pode ser estimado examinando a forma como a rentabilidade do *stock* de ativos e passivos mudou durante a crise. No que respeita à área do euro no seu todo, o rendimento de juros das sociedades financeiras foi, em geral, inferior no período entre o segundo trimestre de 2014 e o terceiro trimestre de 2016, tendo as sociedades não financeiras e as administrações públicas economizado nas respetivas despesas líquidas com juros (ver Gráfico A)⁴⁶. O setor das famílias, que frequentemente se julga ter sofrido perdas avultadas devido à sua posição como aforrador líquido, registou, na verdade, apenas perdas ligeiras na margem financeira. Para efeitos de comparação, o Gráfico A mostra igualmente as variações nas margens financeiras desde 2008, ilustrando que, na realidade, os principais efeitos já se tinham verificado antes da redução da taxa de juro da facilidade permanente de depósito do BCE para um valor negativo em junho de 2014 e do início das compras de ativos do setor público em março de 2015.

Estes agregados setoriais ocultam uma ampla dispersão dos efeitos pelas famílias. A mensuração de efeitos individuais não é linear, mas é possível retirar algumas conclusões do Inquérito à Situação Financeira das Famílias do Eurosistema. Até ao momento, foram realizadas duas rondas do inquérito, em 2010 e 2014, que proporcionaram uma oportunidade para avaliar de que forma os rendimentos financeiros líquidos foram transferidos entre diferentes famílias com a descida das taxas de juro⁴⁷. Para o conjunto da área do euro, os rendimentos financeiros líquidos em percentagem do rendimento total das famílias baixaram ligeiramente, o que está em linha com os dados setoriais apresentados no Gráfico A. Contudo, a esta evolução esteve subjacente um impacto distributivo, de caráter progressivo, entre as famílias. As famílias com os níveis mais baixos de património líquido mantiveram uma posição praticamente inalterada, refletindo a descida

⁴⁵ Ver também o discurso de Mario Draghi, “Stability, equity and monetary policy”, proferido por ocasião da 2nd DIW Europe Lecture, no Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), em 25 de outubro de 2016, em Berlim.

⁴⁶ As alterações das taxas de juro são transmitidas a diferentes velocidades, dependendo do prazo de vencimento do ativo ou passivo. Os cálculos baseiam-se nos fluxos de juros efetivos obtidos a partir das contas setoriais, que refletem implicitamente a estrutura de prazos dos balanços setoriais.

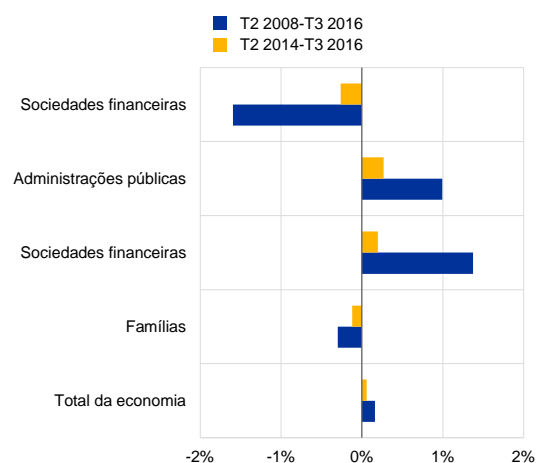
⁴⁷ Os rendimentos financeiros líquidos correspondem aos rendimentos das famílias decorrentes de investimentos financeiros (juros e dividendos) líquidos do total de pagamentos de dívida.

dos pagamentos da respetiva dívida e do rendimento dos investimentos financeiros, ao passo que as famílias mais ricas foram as que mais perderam, uma vez que os seus ativos financeiros são muito mais elevados do que a respetiva dívida (ver Gráfico B).

Gráfico A

Variações das margens financeiras nos diversos setores

(em percentagem do PIB)



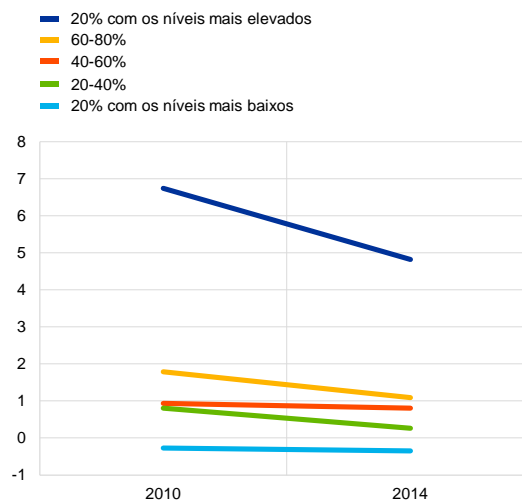
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: O gráfico reflete as variações da média móvel de quatro trimestres das margens financeiras entre o segundo trimestre de 2008 e o terceiro trimestre de 2016 e entre o segundo trimestre de 2014 e o terceiro trimestre de 2016. Para excluir o impacto da flutuação dos *stocks* de ativos/passivos nas margens financeiras, as variações são calculadas aplicando as taxas de rendibilidade dos ativos e passivos aos *stocks* nacionais de ativos e passivos no primeiro trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2014, respetivamente. As variações das margens financeiras são expressas como percentagens do PIB, sendo o PIB fixado nos correspondentes pontos de início. Os pagamentos/receitas de juros são apresentados após afetação de SIFIM (serviços de intermediação financeira indiretamente medidos).

Gráfico B

Rendimentos financeiros líquidos das famílias

(em percentagem do rendimento bruto)



Fonte: Inquérito à Situação Financeira das Famílias do Eurosistema (2010 e 2014).

Notas: Os intervalos percentuais indicam as classes de património líquido, por exemplo, "20% com os níveis mais baixos" corresponde ao quinto das famílias com os níveis de património líquido mais baixos. Os fluxos financeiros líquidos são calculados como o rendimento de investimentos financeiros menos o total de pagamentos de dívida. As percentagens são calculadas como a soma dos fluxos financeiros líquidos das famílias em cada classe de património líquido a dividir pela soma dos rendimentos das famílias de todas as famílias nessa classe de património líquido.

As consequências distributivas da política monetária também dependem do segundo canal financeiro, designadamente os efeitos de riqueza. O Inquérito à Situação Financeira das Famílias do Eurosistema também elucida alguns destes efeitos. As famílias da área do euro que detêm ativos financeiros, tais como ações e obrigações, encontram-se fortemente concentradas no extremo superior da distribuição de património líquido. Como tal, apenas um subconjunto bastante reduzido da população beneficia de mais-valias nos mercados acionistas e obrigacionistas, sendo que três quartos da população não colhem benefícios. No que respeita à posse de habitação própria, em contraste, a distribuição é mais equilibrada entre os diferentes grupos de riqueza. A família mediana beneficiou, portanto, dos aumentos dos preços da habitação⁴⁸.

O período mais relevante para a avaliação dos efeitos de riqueza corresponde ao que teve início em meados de 2014, visto considerar-se que são sobretudo as compras de ativos que estão a provocar a inflação dos preços dos ativos. É possível obter uma perspetiva dos efeitos de riqueza absolutos e relativos nos vários níveis de riqueza ao longo deste período através da estimativa de como o valor do *stock* de riqueza em meados de 2014 (o último ponto no tempo para o qual estão disponíveis dados) teria evoluído, se fosse afetado por alterações dos preços das ações, das

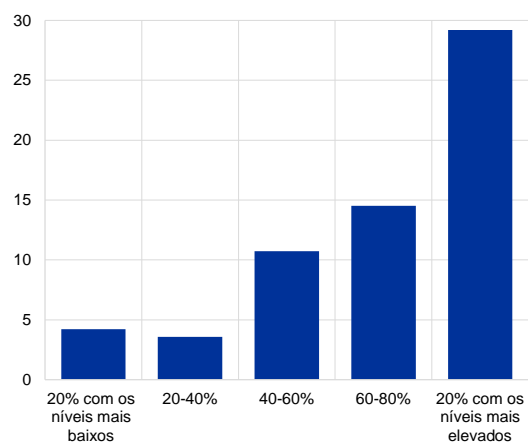
⁴⁸ Ver Adam, K. e Tzamourani, P., "Distributional consequences of asset price inflation in the euro area", *European Economic Review*, Vol. 89, 2016, pp. 172-192.

obrigações e da habitação apenas a partir dessa altura⁴⁹. Para a área do euro, verificou-se um ganho absoluto: famílias de todos os níveis de riqueza viram o património aumentar em percentagem do rendimento mediano. Tal advém do facto de os preços da habitação na área do euro terem subido durante o período, enquanto os preços das obrigações registaram, em média, uma subida modesta e os preços das ações, em média, registaram efetivamente uma queda. Todavia, as famílias mais ricas beneficiaram mais em termos relativos, comparativamente às famílias mais pobres (ver Gráfico C).

Gráfico C

Estimativa da variação do património líquido das famílias

(variação em pontos percentuais do património líquido mediano em percentagem do rendimento bruto mediano daquela classe de riqueza, T2 2014-T2 2016)



Fontes: Simulações do BCE e Inquérito à Situação Financeira das Famílias do Eurosistema.

Nota: Os intervalos percentuais indicam as classes de património líquido, por exemplo, "20% com os níveis mais baixos" corresponde ao quinto das famílias com os níveis de património líquido mais baixos.

Uma análise equilibrada dos efeitos distributivos gerais da política monetária deve também incluir os seus efeitos macroeconómicos.

Mesmo que as taxas de juro baixas e os preços elevados dos ativos possam não ser benéficos para todos os setores e indivíduos, existem efeitos distributivos positivos no médio prazo relacionados com o reforço da procura agregada, a redução do desemprego e o contributo para a estabilidade de preços, fatores que tendem a reduzir a desigualdade.

Desde o lançamento, em junho de 2014, do pacote de medidas de redução da restritividade do crédito, a área do euro beneficiou de uma recuperação mais generalizada, impulsionada pela procura interna. Não foi o caso durante a recuperação de 2009 a 2011, que dependeu, em grande escala, das exportações líquidas (ver o Gráfico A da Caixa 2). Ainda que seja difícil determinar o contributo preciso da política monetária para esta situação, pode observar-se

que, desde junho de 2014, as medidas do BCE desencadearam uma convergência em sentido descendente das taxas ativas bancárias e uma tendência ascendente nos volumes de crédito. Tal advém em parte da inversão da fragmentação financeira observada em 2011 e 2012. Reflete também um segundo fator: as medidas do BCE ajudaram a quebrar o círculo vicioso entre taxas ativas bancárias, resultados macroeconómicos e perceções do risco de crédito nos países vulneráveis. A redução da restritividade do crédito contribuiu para inverter um efeito distributivo negativo em termos do acesso a financiamento, que agora se repercute na procura agregada.

Com o fortalecimento da economia, a taxa de desemprego desceu. As melhorias das condições financeiras em resultado da política monetária do BCE estão a apoiar a concessão de crédito às famílias e às empresas, o que impulsiona o consumo (de bens duradouros) e o investimento. Isto, por seu lado, apoiou o crescimento económico e o emprego (ver Gráfico D). A criação de emprego deverá beneficiar as famílias mais pobres, em particular, pelo facto de a sua situação de emprego ser muito sensível ao estado da economia. Por seu turno, este elemento distributivo reforça ainda

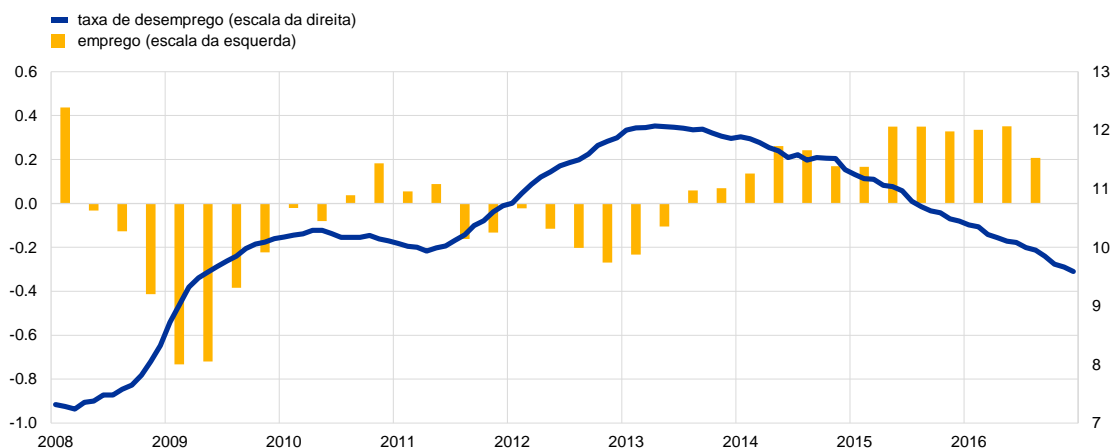
⁴⁹ A simulação pressupõe que as variações nas componentes da riqueza entre meados de 2014 e meados de 2016 resultam da evolução dos preços da habitação, das ações e das obrigações específica de cada país. Determina, então, as implicações para as variações do património líquido das famílias individualmente, que dependem da percentagem de cada ativo detido por cada família.

mais o crescimento económico, atendendo a que as famílias com os rendimentos mais baixos tendem a apresentar uma maior propensão marginal para utilizar o seu rendimento em consumo. Com efeito, durante o recente período de crescimento robusto do emprego, o rendimento disponível real e o consumo também subiram fortemente (ver Gráfico E).

Gráfico D

Evolução do mercado de trabalho

(variações percentuais trimestrais (emprego); percentagens (desemprego))



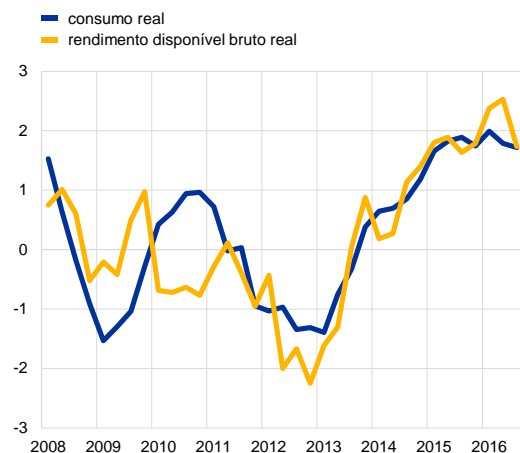
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2016 (emprego) e a dezembro de 2016 (taxa de desemprego).

Gráfico E

Consumo e rendimento disponível bruto real

(variações homólogas em percentagem)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

O BCE monitoriza as consequências distributivas da sua política monetária, já que estas afetam a transmissão da mesma e, por conseguinte, a correção da trajetória da inflação. No entanto, fazer face aos efeitos redistributivos desnecessários não se insere no âmbito da política monetária, dado o objetivo primordial da mesma de assegurar a estabilidade de preços. Os governos podem influenciar a distribuição do rendimento e da riqueza através das suas políticas, em particular através de medidas orçamentais direcionadas. Políticas orçamentais e estruturais mais decisivamente favoráveis ao crescimento são cruciais para complementar a orientação acomodatória da política monetária do BCE, a fim de acelerar o regresso da economia da área do euro ao PIB potencial e incrementar a trajetória de crescimento do produto potencial.

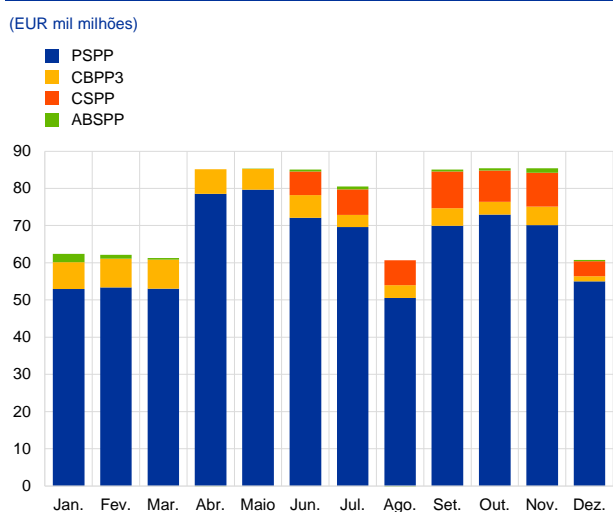
Em contrapartida, tal atenuaria a carga imposta sobre a política monetária, permitindo-lhe a retoma do seu conjunto de instrumentos convencionais – incluindo taxas de juro positivas.

2.2 Repercussão da política monetária nas condições financeiras e económicas

As medidas de política monetária abrangentes do BCE continuaram a proporcionar eficazmente um grau substancial de acomodação

As medidas de política monetária aplicadas desde meados de 2014 – altura em que o BCE introduziu pela primeira vez políticas generalizadas de redução da restritividade, incluindo a redução da restritividade do crédito – constituíram um fator essencial de apoio à recuperação da área do euro. As medidas de política abrangentes – tais como compras de ativos, ORPA direcionadas e taxas de juro diretoras reduzidas – continuam a repercutir-se na economia real. Em resultado, verificou-se uma redução considerável da restritividade das condições de concessão de empréstimos às famílias e às empresas e um fortalecimento da criação de crédito, apoiando, assim, a despesa agregada no conjunto da área do euro.

Gráfico 24
Aquisições mensais ao abrigo do APP, por programa, em 2016



Fonte: BCE.

Um grau substancial de acomodação adveio das aquisições líquidas no âmbito do APP, que engloba aquisições de um vasto leque de títulos dos setores público e privado ao abrigo dos seus quatro subprogramas: o PSPP, o programa de compra de instrumentos de dívida titularizados (*asset-backed securities purchase programme* – ABSPP), o terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes (*third covered bond purchase programme* – CBPP3) e o CSPP. A execução do APP continuou a decorrer de forma regular em 2016. A flexibilidade proporcionada no contexto do APP permitiu que a média combinada de aquisições mensais fosse mantida em conformidade com o objetivo fixado pelo Conselho do BCE, ou seja, em €60 mil milhões por mês, em média, de janeiro a março de 2016 e em €80 mil milhões por mês no resto do ano. No entanto, as aquisições foram ligeiramente mais reduzidas em agosto e dezembro, meses normalmente caracterizados

por menor liquidez no mercado, e um pouco mais elevadas nos restantes meses. O PSPP continuou a representar, de longe, a maior percentagem do volume total de aquisições (ver Gráfico 24).

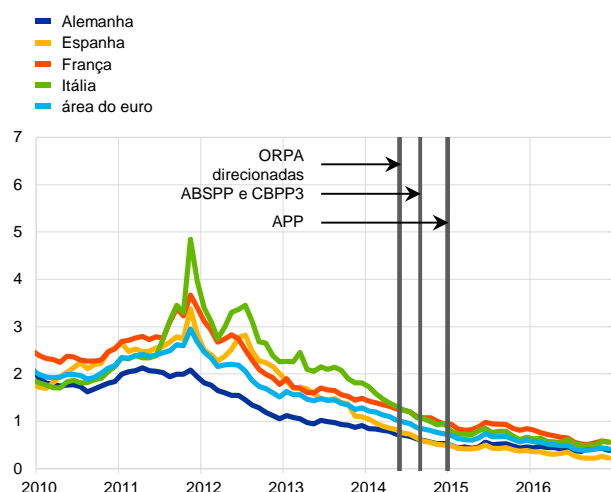
A transmissão das medidas do BCE através dos mercados financeiros e do sistema bancário prosseguiu com sucesso

O impacto das medidas de política monetária do BCE sobre os ativos financeiros de referência foi acentuado. Em particular, as compras de ativos pelo Eurosistema e o

contexto de taxas de juro baixas contribuíram para a descida pronunciada das taxas do mercado monetário e das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas desde meados de 2014⁵⁰. A política monetária do BCE também contribuiu para proteger, em parte, as condições dos mercados obrigacionistas da área do euro em relação ao aumento das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública nos Estados Unidos no final de 2016. Além disso, as medidas do BCE influenciaram a evolução de outros segmentos dos mercados financeiros. Mais especificamente, o reequilíbrio de carteiras e efeitos macroeconómicos positivos associados ao grau muito substancial de acomodação monetária podem ter apoiado a recuperação dos preços das ações. A taxa de câmbio efetiva nominal do euro diminuiu, de um modo geral, em 2016.

Gráfico 25 Custo compósito do financiamento por dívida dos bancos

(custo compósito do financiamento através de depósitos e por dívida de mercado não garantida; percentagens por ano)



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

As medidas de política do BCE contribuíram, de duas formas, para uma melhoria significativa das condições de financiamento dos bancos. Em primeiro lugar, os instrumentos de financiamento dos bancos figuraram entre as classes de ativos que registaram uma compressão substancial das taxas de rendibilidade de médio a longo prazo. Tal foi apoiado por efeitos de reequilíbrio de carteiras resultantes de compras de ativos pelo Eurosistema e por efeitos de escassez, devido à menor emissão de obrigações pelos bancos, que optaram por obter financiamento através das ORPA direcionadas⁵¹. Em resultado, o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos diminuiu de forma acentuada (ver Gráfico 25). Em segundo lugar, os bancos continuaram a substituir o financiamento de curto prazo no mercado, mais oneroso, pelo financiamento através das ORPA direcionadas (utilizando, além disso, a opção de renovação do financiamento obtido na primeira série de ORPA direcionadas com financiamento, a custos mais

reduzidos, através da segunda série destas operações)⁵². Três das quatro operações previstas ao abrigo da segunda série de ORPA direcionadas foram conduzidas em 2016, tendo a quarta operação sido agendada para março de 2017⁵³. O montante total de crédito obtido até ao final de 2016 ascendeu a €506.7

⁵⁰ Desde meados de 2014, a média ponderada pelo PIB das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos da área do euro diminuiu cerca de 90 pontos base. A tendência global em sentido descendente foi interrompida perto do final de 2016, quando as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas seguiram a tendência global de maior inclinação da curva de rendimentos num contexto de incerteza política acrescida.

⁵¹ A primeira série de ORPA direcionadas foi anunciada em 5 de junho de 2014 e a segunda série em 10 de março de 2016. Para mais informações sobre a primeira série de ORPA direcionadas, consultar o comunicado sobre a matéria. Para mais pormenores sobre a segunda série, ver a Secção 2.1 do Capítulo 1.

⁵² Em 2016, €333 mil milhões de fundos ao abrigo da primeira série de ORPA direcionadas foram substituídos por fundos no âmbito da segunda série. As três primeiras operações da segunda série de ORPA direcionadas proporcionaram ajuda em termos de financiamento estimada em 11 pontos base.

⁵³ A liquidação das operações ao abrigo da segunda série de ORPA direcionadas foi agendada para junho, setembro e dezembro de 2016 e março de 2017. Por conseguinte, o vencimento da última operação será em março de 2021.

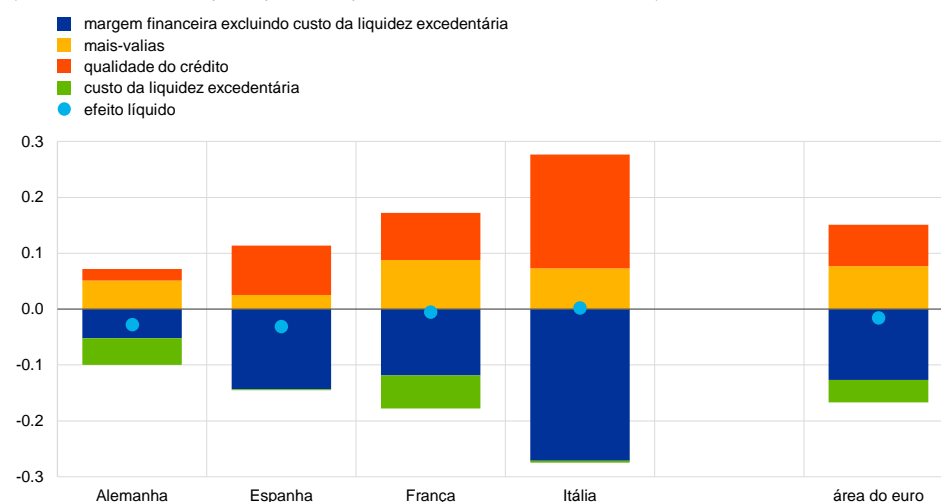
mil milhões, ou seja, cerca de 43% do total de financiamento permitido aos bancos da área do euro no contexto da segunda série de ORPA direcionadas.

O impacto global do APP e da taxa de juro negativa da facilidade permanente de depósito sobre a rentabilidade dos bancos foi limitado, dado que os efeitos nas diferentes componentes do rendimento dos bancos, em grande medida, se compensaram mutuamente (ver Gráfico 26). Por um lado, as duas medidas referidas comprimiram as taxas de juro numa vasta gama de ativos financeiros, reduziram as margens das taxas de juro e, conseqüentemente, contribuíram para uma diminuição da margem financeira. Por outro lado, os aumentos do valor de mercado das obrigações soberanas detidas pelos bancos geraram mais-valias. Além disso, os efeitos positivos das recentes medidas de política monetária sobre as perspetivas económicas contribuíram para o aumento dos volumes de empréstimos e a melhoria da qualidade do crédito.

Gráfico 26

Rentabilidade dos bancos, APP e taxa de juro negativa da facilidade permanente de depósito

(2014-2017; contributos em pontos percentuais para a rentabilidade dos ativos dos bancos)



Fontes: Autoridade Bancária Europeia, BCE e estimativas do BCE.

Notas: As mais-valias assentam em dados numa base consolidada relativos a 68 grupos bancários da área do euro incluídos na lista de instituições significativas sob a supervisão direta do BCE e no teste de esforço de 2014 a nível da UE. Os valores para a área do euro são calculados como uma média ponderada para os países incluídos na amostra, utilizando dados bancários consolidados para a ponderação do sistema bancário de cada país no agregado da área do euro.

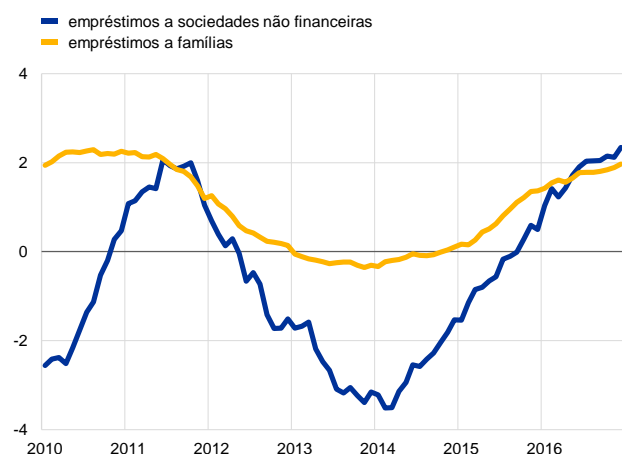
Empresas da área do euro beneficiaram da orientação acomodatória da política monetária do BCE

A transmissão do estímulo monetário às condições de concessão de crédito bancário e à criação de crédito foi assinalável. As taxas de juro registaram descidas pronunciadas num espectro alargado de classes de ativos e mercados de crédito desde junho de 2014. Em resultado, as empresas e as famílias da área do euro beneficiaram de condições de financiamento mais favoráveis. Por exemplo, as taxas ativas bancárias aplicadas às empresas diminuíram mais de 110 pontos base entre junho de 2014 e dezembro de 2016 (ver Gráfico 19).

A menor restritividade está também a ser sentida pelas pequenas e médias empresas (PME) – a espinha dorsal da economia da área do euro –, as quais são extremamente dependentes de crédito bancário. As condições de concessão de crédito a PME continuaram a melhorar: desde maio de 2014, as taxas ativas bancárias aplicadas a empréstimos de montantes muito reduzidos concedidos a empresas diminuíram cerca de 180 pontos base. Além disso, no inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento na área do euro, as PME continuaram a reportar novas melhorias em termos de acesso a empréstimos e uma vontade acrescida por parte dos bancos de proporcionar crédito a taxas de juro mais baixas⁵⁴. O novo crédito bancário concedido a empresas continua a ser utilizado sobretudo para financiar projetos de investimento, existências e necessidades de tesouraria.

Gráfico 27 Empréstimos de IFM a sociedades não financeiras e famílias

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



Fonte: BCE.

As aquisições de ativos pelo Eurosistema e o contexto de taxas de juro baixas incentivaram os bancos a conceder mais empréstimos, por exemplo, ao reduzirem a atratividade do investimento em títulos com menor rendibilidade. Paralelamente, a redução dos custos da segunda série de ORPA direcionadas para os bancos ativamente empenhados na concessão de empréstimos também encorajou os mesmos a disponibilizar mais crédito (visto que podem obter financiamento a custos mais reduzidos ao abrigo da segunda série de ORPA direcionadas, se o volume de crédito concedido exceder o valor de referência). Tal apoiou a redução da restritividade dos critérios de concessão de crédito e a melhoria dos termos e condições dos empréstimos bancários, tal como indicado no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro⁵⁵. Consequentemente, num contexto de crescente procura de crédito, a recuperação gradual da disponibilização de crédito ao

setor privado da área do euro prosseguiu. Entre maio de 2014 e dezembro de 2016, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias aumentou de -0.1% para 2.0% e a dos empréstimos às sociedades não financeiras subiu de -2.9% para 2.3% (ver Gráfico 27).

A evidência inicial relativamente ao contributo do CSPP para a menor restritividade das condições de financiamento das empresas tem sido encorajadora. O anúncio do CSPP, em 10 de março de 2016, apoiou significativamente a contração em curso

⁵⁴ Ver o [inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento na área do euro](#) – abril a setembro de 2016, BCE, novembro de 2016.

⁵⁵ Mais especificamente, os bancos continuaram a reportar que as ORPA direcionadas, o APP e a taxa de juro negativa da facilidade permanente de depósito contribuíram para termos e condições de crédito mais favoráveis. O [inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro de julho de 2016](#) incluiu perguntas específicas sobre o impacto das ORPA direcionadas. O [inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro de outubro de 2016](#) incluiu perguntas específicas sobre o impacto do APP e da taxa de juro negativa da facilidade permanente de depósito sobre as condições de concessão de crédito e os respetivos volumes.

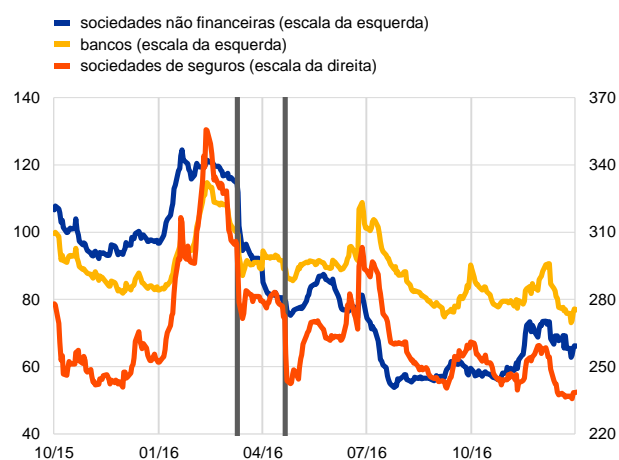
dos diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações emitidas por sociedades não financeiras e uma taxa isenta de risco (ver Gráfico 28)⁵⁶. Além disso, este programa contribuiu para o aumento da emissão de obrigações de empresas denominadas em euros ao longo do ano (ver Gráfico 29). Por último, em resultado do reequilíbrio de carteiras, a procura de obrigações não elegíveis ao abrigo do CSPP também aumentou, tendo sido satisfeita através de maiores volumes de emissão. O CSPP teve igualmente importantes efeitos de repercussão nas condições de financiamento das empresas, uma vez que os bancos que se defrontaram com a substituição de empréstimos bancários por emissão de dívida das empresas reportaram maiores pressões concorrenciais e uma compressão mais forte das margens dos empréstimos a empresas de grande dimensão.

A execução do CSPP decorreu como previsto aquando do seu lançamento, tendo as aquisições sido bastante diversificadas em termos de notações, setores, países e emittentes. Em 31 de dezembro de 2016, o Eurosistema detinha cerca de €51 mil milhões de obrigações de sociedades não bancárias emitidas por 225 emittentes diferentes.

Gráfico 28

Diferenciais das obrigações de empresas com grau de qualidade de investimento

(pontos base)



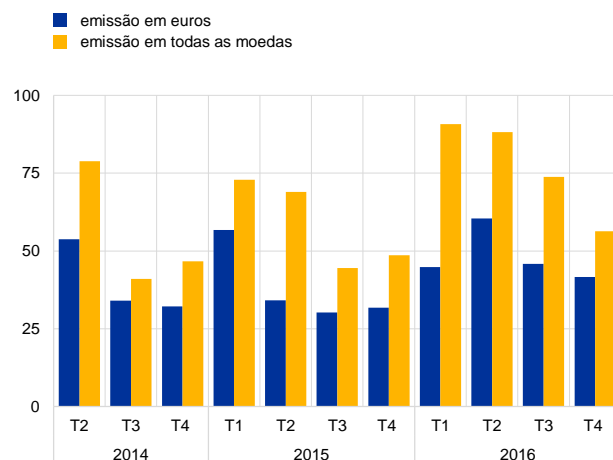
Fontes: Markit e Bloomberg.

Notas: Os diferenciais das obrigações de empresas são medidos pelos diferenciais de swaps de ativos. As linhas verticais indicam as reuniões do Conselho do BCE de 10 de março e 21 de abril. Os índices também incluem obrigações subordinadas.

Gráfico 29

Emissão bruta de dívida por sociedades não financeiras da área do euro

(EUR mil milhões)



Fontes: Dealogic e cálculos do BCE.

Notas: Os dados incluem obrigações com e sem grau de qualidade de investimento. "Emissão em euros" refere-se a novas emissões denominadas em euros por sociedades não financeiras com sede na área do euro. "Emissão em todas as moedas" refere-se a todas as novas emissões por sociedades não financeiras com sede na área do euro.

⁵⁶ Estimativas empíricas indicam que a maior parte desta contração se ficou a dever ao lançamento do CSPP. Ver a caixa intitulada "The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme", *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2016.

A política acomodatória do BCE apoiou significativamente a evolução macroeconómica na área do euro

De um modo geral, as medidas de política monetária introduzidas pelo BCE desde junho de 2014 tiveram efeitos macroeconómicos significativos. Sem elas, a evolução do crescimento e da inflação teria sido substancialmente mais modesta em 2016. Em particular, o risco de deflação desapareceu, apoiado pelas medidas do BCE.

Caixa 6

Dimensão e composição do balanço do Eurosistema

Desde o início da crise financeira em 2007-2008, o Eurosistema tem utilizado o seu balanço para realizar diversas intervenções de política monetária, alterando a dimensão e a composição do mesmo ao longo do tempo. Estas intervenções incluem operações no sentido de disponibilizar financiamento a contrapartes, bem como aquisições de ativos em vários segmentos de mercado, com vista a melhorar a transmissão da política monetária e reduzir a restritividade das condições de financiamento na área do euro. No final de 2016, a dimensão do balanço do Eurosistema atingiu um máximo histórico de €3.7 biliões.

No início de junho de 2014, antes de o Conselho do BCE ter decidido tomar uma série de medidas de política monetária, os ativos de política monetária representavam 40% do total do ativo no balanço do Eurosistema. Estes incluíam empréstimos a instituições de crédito da área do euro, que constituíam 30% do total do ativo (ver o gráfico) e títulos detidos para fins de política monetária (ativos adquiridos ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e dos programas iniciais de compra de obrigações com ativos subjacentes), que representavam cerca de 10% do total do ativo. Os outros ativos financeiros compreendiam sobretudo: i) moeda estrangeira e ouro detidos pelo Eurosistema, ii) carteiras não relacionadas com política monetária denominadas em euros, e iii) cedência de liquidez em situação de emergência disponibilizada por alguns bancos centrais nacionais (BCN) do Eurosistema a instituições solventes com problemas de liquidez temporários. Estes outros ativos financeiros estão sujeitos aos requisitos de prestação de informação internos do Eurosistema e às restrições decorrentes da proibição de financiamento monetário, bem como ao requisito de não interferência com a política monetária – estipulados em vários textos jurídicos⁵⁷.

Do lado do passivo, as notas em circulação – componente essencial do passivo do banco central – constituíram cerca de 44% do total do passivo em junho de 2014. As reservas das contrapartes⁵⁸ representavam 16%, ao passo que as outras responsabilidades, incluindo capital e contas de reavaliação, correspondiam a 40%.

As medidas de política monetária adotadas pelo Conselho do BCE desde junho de 2014 (em especial, o APP, iniciado em 9 de março de 2015) levaram a uma expansão e a uma alteração da composição do balanço. Os instrumentos de política monetária aumentaram para 61% do ativo no

⁵⁷ Em particular, na Orientação do BCE relativa às operações de gestão de ativos e passivos domésticos pelos bancos centrais nacionais (BCE/2014/9) e no [Acordo sobre Ativos Financeiros Líquidos \(Agreement on Net Financial Assets – ANFA\)](#).

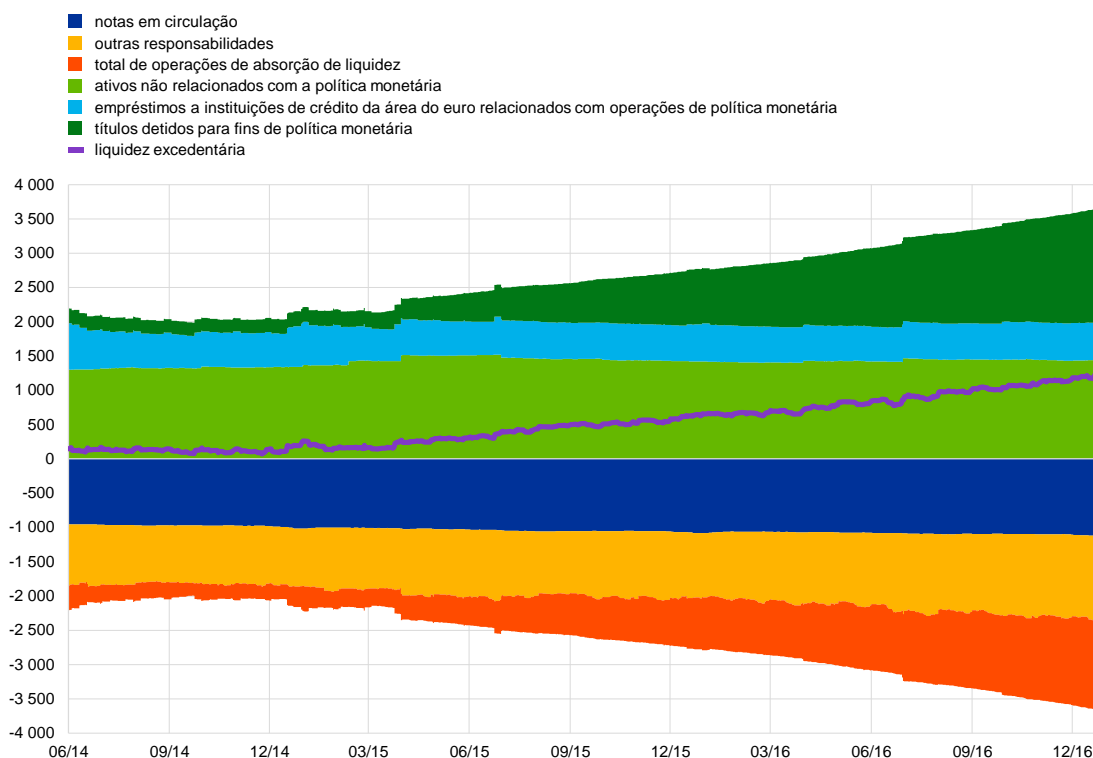
⁵⁸ As reservas das contrapartes incluem os saldos de depósitos à ordem e da facilidade permanente de depósito nos BCN e, durante o período em que o Eurosistema conduziu essas operações, os depósitos a prazo para fins de política monetária.

final de 2016, ao passo que o volume dos outros ativos financeiros permaneceu relativamente estável. Do lado do passivo, o principal impacto foi observado nas reservas das contrapartes, que aumentaram €1 bilhão e representavam 36% do passivo no final de 2016, enquanto o montante de notas em circulação diminuiu em termos relativos para 31%.

Gráfico

Evolução do balanço consolidado do Eurosistema

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

Notas: Os valores positivos referem-se ao ativo e os valores negativos ao passivo. A linha que representa a liquidez excedentária é apresentada como um valor positivo, embora se refira à soma das seguintes rubricas do passivo: depósitos à ordem que ultrapassam as reservas mínimas e recurso à facilidade permanente de depósito.

Prazo de vencimento médio das carteiras e distribuição por ativos e jurisdições

Desde o início do APP, o BCE tem vindo a publicar, numa base semanal, a evolução dos ativos detidos ao abrigo dos vários programas que integram o APP. Além disso, publica mensalmente a desagregação dos ativos por compras no mercado primário e secundário no que respeita ao CBPP3, ao ABSPP e ao CSPP, bem como a desagregação por país emissor, incluindo o prazo de vencimento médio ponderado, dos títulos detidos no contexto do PSPP⁵⁹.

No final de 2016, o PSPP constituía a maior componente do APP, representando 82% do total de títulos detidos ao abrigo do APP. No âmbito do PSPP, a afetação de compras aos mercados internos dos BCN é determinada pela tabela de repartição para subscrição do capital do BCE. Dentro das quotas específicas que lhes são atribuídas, o BCE e os BCN têm a flexibilidade de escolher entre aquisições de títulos emitidos por administrações centrais, regionais e locais, títulos

⁵⁹ A informação sobre a evolução dos ativos detidos no âmbito do APP é disponibilizada no sítio do BCE em <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>.

emitidos por certas agências estabelecidas nas respetivas jurisdições e, se necessário, títulos emitidos por instituições supranacionais.

O prazo de vencimento médio ponderado do PSPP situava-se em 8.3 anos no final de 2016, variando ligeiramente entre jurisdições. A duração dos ativos adquiridos pelo Eurosistema é relevante a dois níveis: por um lado, permite que o Eurosistema absorva o risco de taxa de juro do mercado, proporcionando incentivos a que os investidores reequilibrem as respetivas carteiras; por outro lado, o Eurosistema visa uma afetação de ativos neutra em termos de mercado, adquirindo títulos em todos os prazos elegíveis, em todas as jurisdições, de uma forma que reflita a composição do mercado de obrigações soberanas da área do euro. Como [anunciado](#) em dezembro de 2015, os pagamentos do valor nominal dos títulos adquiridos no âmbito do APP serão reinvestidos, à medida que esses títulos atinjam o prazo de vencimento, enquanto for necessário, mantendo, assim, as detenções de títulos ao abrigo do programa constantes para além do horizonte das compras líquidas de ativos.

Evolução das operações de refinanciamento do Eurosistema

O saldo das operações de refinanciamento do Eurosistema diminuiu cerca de €84 mil milhões desde o início de junho de 2014. Nessa altura, um montante elevado das operações de refinanciamento de prazo alargado com prazo de 3 anos estava ainda por liquidar e a ser reembolsado. Desde então, verificou-se um alargamento do perfil de prazos das operações de crédito do Eurosistema. O prazo de vencimento médio ponderado aumentou de cerca de 6 meses em junho de 2014 para 3 anos no final de 2016, sobretudo em resultado das duas séries de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas com prazo inicial até 4 anos.

3 Setor financeiro europeu: aumentar a resiliência num contexto de fraca rentabilidade

Foram identificados vários riscos para a estabilidade financeira na área do euro em 2016 na avaliação regular do BCE dos riscos emergentes e da resiliência do sistema financeiro. No entanto, o nível global de tensões sistémicas na área do euro permaneceu contido. Embora as instituições financeiras tenham frequentemente enfrentado uma fraca rentabilidade, em muitos casos melhoraram a respetiva resiliência, por exemplo, através do aumento dos níveis de capitalização.

2016 foi o segundo ano completo em que o BCE desempenhou as suas atribuições macroprudenciais e microprudenciais desde a criação do Mecanismo Único de Supervisão (MUS), o qual é composto pelo BCE e pelas autoridades nacionais competentes (ANC) dos países da área do euro, em novembro de 2014. O BCE também contribuiu para várias iniciativas regulamentares importantes e para medidas destinadas a estabelecer o terceiro pilar da união bancária, mais especificamente um sistema europeu de garantia de depósitos.

3.1 Riscos e vulnerabilidades no sistema financeiro da área do euro

O BCE avalia os desenvolvimentos em termos de estabilidade financeira na área do euro e nos sistemas financeiros da UE a fim de identificar as vulnerabilidades e fontes de risco sistémico. 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 na sua publicação semestral *Financial Stability Review* (Relatório de Estabilidade Financeira)⁶⁰. O BCE presta também apoio analítico ao Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) no domínio da estabilidade financeira.

Episódios de turbulência nos mercados financeiros mundiais em 2016 e preocupações quanto às perspetivas de rentabilidade dos bancos da área do euro

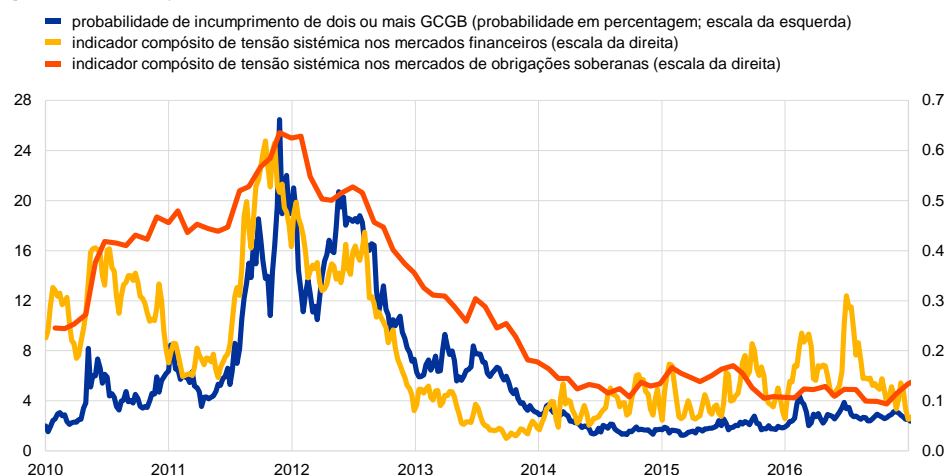
O nível global das tensões sistémicas na área do euro permaneceu contido durante 2016, não obstante curtos episódios de turbulência nos mercados financeiros mundiais. Estes episódios incluíram a deterioração do sentimento de mercado no início do ano, tendo sido desencadeados por volatilidade nos preços das ações chinesas e preocupações quanto aos mercados emergentes e, com o avançar do ano, pela incerteza política que sucedeu ao resultado do referendo no Reino Unido sobre a permanência na UE e as eleições presidenciais nos Estados Unidos. Os preços das ações dos bancos da área do euro registaram períodos de elevada volatilidade em 2016, os quais, no geral, contribuíram para um aumento dos custos estimados das ações. Uma das principais razões para esta situação continuou a prender-se com as preocupações do mercado quanto às perspetivas de rentabilidade dos bancos da área do euro num contexto de fraco crescimento e taxas de juro reduzidas. Paralelamente, a continuação da política monetária acomodatória e a dissipação das preocupações do mercado sobre a China atenuaram os picos observados nas tensões sistémicas na área do euro, com a manutenção dos níveis reduzidos dos indicadores normalizados de tensão bancária, soberana e financeira no final de 2016 (ver Gráfico 30).

⁶⁰ Ver *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2016 e *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2016.

Gráfico 30

Indicadores compósitos de tensão sistémica nos mercados financeiros e nos mercados das obrigações soberanas e probabilidade de incumprimento de dois ou mais grupos bancários

(jan. 2011 – dez. 2016)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

Nota: "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.

Neste contexto, em 2016, foram identificados quatro riscos principais para a estabilidade financeira na área do euro (ver Quadro 2). A possibilidade de uma reavaliação dos riscos a nível mundial aumentou devido à maior incerteza política, às vulnerabilidades nos mercados emergentes e à avaliação relativamente baixa do preço do risco nos mercados. Ao mesmo tempo, os investidores continuaram a aumentar os níveis de risco nas respetivas carteiras numa conjuntura de taxas de juro reduzidas. No que respeita aos preços dos ativos, as taxas de rendibilidade das obrigações de empresas permaneceram em níveis baixos em 2016, embora alguns mercados bolsistas tenham evidenciado sinais de sobreavaliação. Surgiram igualmente sinais de sobreavaliação da propriedade residencial e comercial em alguns países.

Quadro 2

Principais riscos para a estabilidade financeira da área do euro identificados no *Financial Stability Review* de novembro de 2016

	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: red; margin-right: 5px;"></div> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: orange; margin-right: 5px;"></div> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: yellow; margin-right: 5px;"></div> </div>	Nível atual (cor) e alteração recente (seta)*
Reavaliação dos riscos a nível mundial conducente ao contágio financeiro, desencadeada pela maior incerteza política nas economias avançadas e pela persistência de fragilidades nos mercados emergentes	risco sistémico pronunciado	↑
Espiral de reação adversa entre a fraca rentabilidade dos bancos e o baixo crescimento nominal, numa conjuntura de desafios perante os níveis elevados de créditos não produtivos em alguns países	risco sistémico de nível médio	→
Ressurgimento de preocupações quanto à sustentabilidade da dívida soberana e do setor privado não financeiro num contexto de baixo crescimento nominal, se a incerteza política conduzir à estagnação de reformas a nível nacional e europeu	risco sistémico potencial	↑
Perspetivas de tensões no setor de fundos de investimento, amplificadas por riscos de liquidez e repercussões sobre o conjunto do sistema financeiro		→

Fonte: BCE.

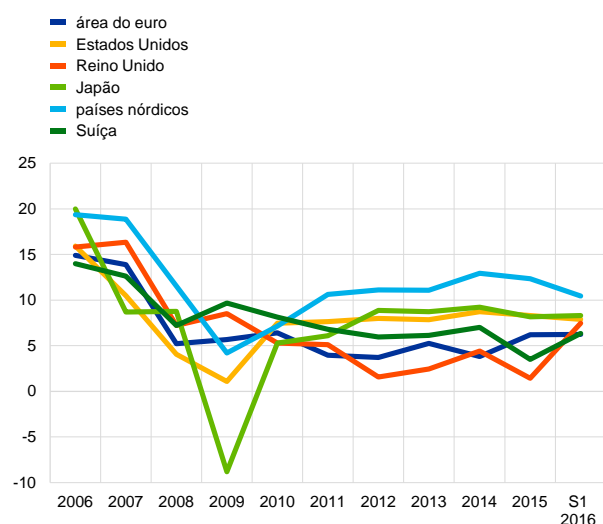
* A cor indica o nível de risco acumulado, que é uma combinação da probabilidade de materialização e uma estimativa do provável impacto sistémico do risco acumulado ao longo dos 24 meses seguintes, com base na apreciação de especialistas do BCE. As setas indicam se o risco aumentou desde o último *Financial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

Outros desafios importantes em 2016 foram em muitos aspetos um legado da crise bancária e da dívida soberana. O setor bancário da área do euro permaneceu vulnerável, apesar da resiliência às tensões no mercado referidas anteriormente. O fraco crescimento económico e a conjuntura de taxas de juro reduzidas que lhe esteve associada colocou desafios às perspetivas de rentabilidade dos bancos nas economias avançadas (ver Gráfico 31). Apesar destes desafios, os bancos reforçaram significativamente as respetivas posições de capital nos últimos anos (como confirmado pelos resultados do teste de esforço em toda a UE realizado em 2016 pela Autoridade Bancária Europeia).

Em alguns países da área do euro, as perspetivas de rentabilidade também foram condicionadas pelo excesso de capacidade estrutural e pelo ajustamento ainda incompleto dos modelos de negócio à conjuntura de taxas de juro baixas (ver Caixa 7).

Gráfico 31
Mediana da rentabilidade dos capitais próprios dos bancos nas principais regiões com economias avançadas

(2006-2016, percentagens anuais)



Fontes: SNL Financial e cálculos do BCE.

Nota: Os dados para 2016 referem-se ao primeiro semestre.

Além disso, o nível de crédito não produtivo permaneceu elevado em alguns países da área do euro, o que suscitou preocupações quanto à futura rentabilidade e estabilidade financeira dos bancos (ver Caixa 8). Acresce que os progressos na redução do nível de crédito não produtivo se mantiveram lentos. No que concerne aos bancos, as razões para esta situação incluíram uma capacidade operacional desadequada, a falta de experiência na gestão dos créditos não produtivos, restrições de capital e rentabilidade reduzida. Além disso, fatores estruturais, travaram a resolução rápida de crédito não produtivos, a saber: leis de insolvência ineficientes, estrangulamentos nos sistemas judiciais, a escassez de regimes de negociação extrajudicial, um mercado subdesenvolvido para crédito não produtivo, e questões contabilísticas e fiscais⁶¹.

Também surgiram riscos para a estabilidade financeira fora do setor bancário em 2016. Em primeiro lugar, as preocupações quanto à sustentabilidade da dívida nos setores soberano e não financeiro aumentaram. Em

segundo lugar, a assunção de riscos no setor dos fundos de investimento em rápido crescimento também aumentou. Embora os fundos de investimento da área do euro tenham permanecido resilientes às tensões nos mercados, as saídas de alguns fundos imobiliários no Reino Unido na sequência do resultado do referendo demonstraram as vulnerabilidades dos fundos abertos (fundos que podem emitir um montante ilimitado de ações, sendo que os investidores podem resgatar os seus investimentos em qualquer altura). Os riscos foram agravados pela ausência de uma perspetiva sistémica na regulamentação do setor e pelas subsequentes dificuldades em evitar a acumulação de riscos ao nível setorial.

⁶¹ Ver Fell, J., Grodzicki, M., Martin, R. e O'Brien, E., "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2016, Tema em Destaque B.

Uma análise estrutural do conjunto do setor financeiro da área do euro, incluindo as sociedades de seguros e fundos de pensões e as entidades do sistema bancário paralelo, confirmou que o setor financeiro não bancário continuou a expandir-se em 2016⁶². Paralelamente, o setor bancário continuou a avançar no sentido do negócio mais tradicional em 2016. A passagem do financiamento pela banca central e por grosso para o financiamento por depósitos foi acompanhada por uma redução da alavancagem.

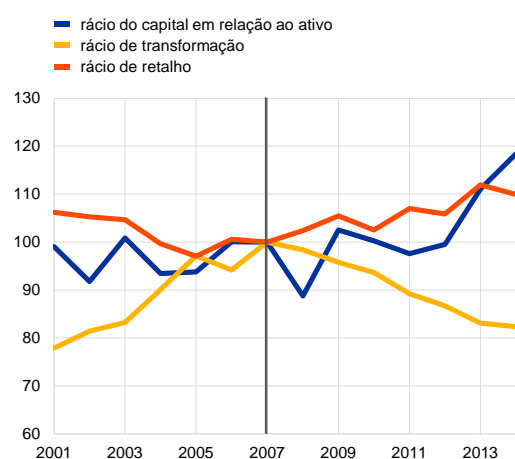
Caixa 7

Diversidade nos modelos de negócio dos bancos e ajustamento à conjuntura de taxas de juro baixas

Gráfico A

Alterações nas principais características dos modelos de negócio dos grupos bancários significativos da UE após a crise

(2001-2014; índice: 2007 = 100)



Fontes: Bloomberg, SNL Financial e cálculos do BCE.

Notas: O índice tem por base o valor da mediana para cada indicador. O rácio de retalho (*retail ratio*) é calculado como o rácio dos depósitos de clientes mais empréstimos (líquidos) a clientes em relação ao total do ativo.

O ajustamento incompleto dos modelos de negócio dos bancos à conjuntura de taxas de juro baixas é um fator essencial subjacente à reduzida rentabilidade dos bancos na área do euro. Antes da crise financeira, os lucros dos bancos foram impulsionados pela elevada alavancagem, por financiamento por grosso barato e pela assunção de riscos na concessão ou titularização de empréstimos imobiliários. A crise demonstrou que algumas destas estratégias eram insustentáveis. As alterações resultantes da crise na apetência dos bancos e dos investidores pelo risco e na regulamentação conduziram a uma reconfiguração dos modelos de negócio dos bancos. Os bancos reduziram a dimensão dos seus balanços, reforçaram as respetivas posições de capital e limitaram as atividades de maior risco em favor das atividades principais. Na área do euro, tal resultou, em termos agregados, numa passagem de atividades de banca de investimento e no

mercado por grosso para atividades de retalho mais tradicionais (ver Gráfico A)⁶³.

Sugere-se frequentemente que um maior ajustamento dos modelos de negócio no sentido de maiores resultados provenientes de comissões e outros proveitos poderia sustentar a rentabilidade dos bancos numa conjuntura de crescimento e taxas de juro reduzidos. Porém, uma análise mais de perto revela que o sucesso de uma estratégia deste tipo deverá depender do modelo de negócio específico de cada banco e, consequentemente, do tipo de resultados provenientes de comissões e outros proveitos que este está preparado para gerar⁶⁴.

⁶² Ver *Report on financial structures*, BCE, outubro de 2016.

⁶³ Ver Kok, C., Moré, C. e Petrescu, M., "Recent trends in euro area banks' business models and implications for banking sector stability", *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2016, Tema em Destaque C.

⁶⁴ Ver Kok, C., Mirza, H., Moré, C. e Pancaro, C., "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2016, Tema em Destaque C.

Os modelos de negócio dos bancos podem ser classificados de acordo com o peso das várias atividades nos balanços dos bancos. Análises do BCE sugerem que a dimensão dos bancos, as suas exposições transfronteiras e os perfis de financiamento são fatores determinantes dos modelos de negócio (ver Gráfico B)⁶⁵. Indicam igualmente que categorias como bancos que oferecem serviços de custódia, mutuantes de retalho, bancos universais, mutuantes especializados ou setoriais e grandes bancos internacionais, como, por exemplo, os bancos de importância sistémica mundial, são úteis para avaliar o impacto de diversos fatores sobre o setor bancário (ver Gráfico C) ou para estabelecer uma comparação interpares por modelo de negócio na supervisão bancária.

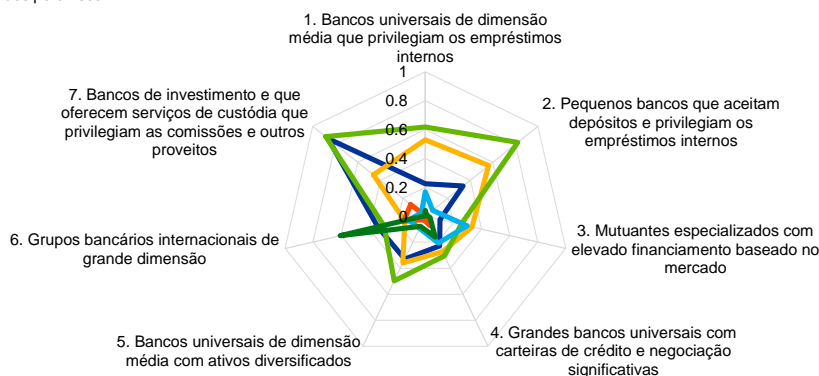
No que respeita à interação entre resultados provenientes de comissões e outros proveitos e modelos de negócio, é possível tecer várias considerações com base numa análise recente efetuada pelo BCE. Em primeiro lugar, os bancos que oferecem serviços de custódia e os gestores de ativos são os mais orientados para os resultados provenientes de comissões e outros proveitos, devido à elevada concentração das atividades relacionadas que caracterizam o seu modelo de negócio (ver Gráfico B). Enquanto os bancos universais e de retalho tendem a receber cerca de um quarto dos respetivos resultados provenientes de comissões e outros proveitos, esses rendimentos têm menor importância para os mutuantes especializados⁶⁶. De facto, tais mutuantes podem estar menos bem preparados para grandes aumentos dos respetivos resultados provenientes de comissões e outros proveitos devido ao modelo de negócio específico.

Gráfico B

Estrutura do balanço em diferentes modelos de negócio

(2014; rácios e percentagens do total do ativo e do passivo ou total dos proveitos de exploração)

- resultados de comissões e outros proveitos
- exposição a nível interno
- ativos detidos para negociação
- financiamento de clientes
- financiamento interbancário
- ativos ponderados pelo risco



Fontes: Bankscope, Bloomberg, SNL Financial e cálculos do BCE.

Notas: Os dados provêm dos balanços de 113 instituições significativas supervisionadas pelo BCE. O gráfico mostra as medianas das variáveis utilizadas para identificar polos para cada um dos sete polos identificados relativamente a 2014.

⁶⁵ Ver Franch, F. and Żochowski, D., "A statistical approach to classify euro area banks according to business model characteristics", *Financial Stability Review*, BCE, maio de 2016, Tema em Destaque C, Caixa 2.

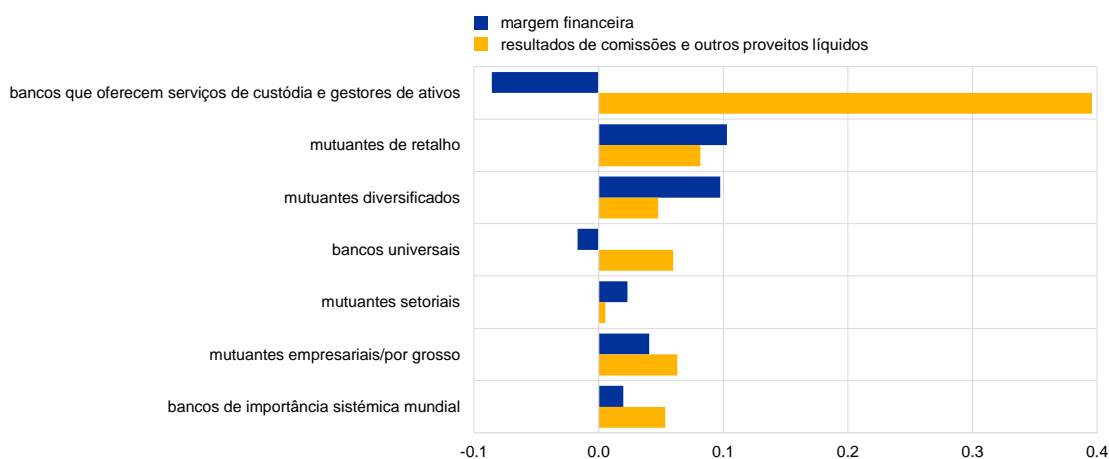
⁶⁶ Ver também o Gráfico C.2 em Kok, C., Mirza, H., Moré, C. e Pancaro, C., "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2016, Tema em Destaque C.

Em segundo lugar, desde 2012, os resultados provenientes de comissões e outros proveitos cresceram para muitos bancos (ver Gráfico C). No caso dos bancos que oferecem serviços de custódia, dos gestores de ativos e dos bancos universais, o aumento dos resultados provenientes de comissões e outros proveitos compensou a menor margem financeira durante o período de observação. Os bancos com outros modelos de negócio registaram um crescimento positivo da margem financeira e dos resultados provenientes de comissões e outros proveitos, o que sugere que a criação de resultados provenientes de comissões e outros proveitos deverá estar estreitamente relacionada com a sua atividade geral. Deste modo, considerar a margem financeira e os resultados provenientes de comissões e outros proveitos como complementos ou substitutos dependerá do modelo de negócio do banco e da fonte de criação dos resultados provenientes de comissões e outros proveitos.

Gráfico C

Variações da margem financeira e dos resultados de comissões e outros proveitos líquidos das instituições significativas desagregadas por modelo de negócio

(variação em pontos percentuais da margem financeira face ao total do ativo e dos resultados de comissões e outros proveitos líquidos em relação ao total do ativo no período de 2012-2015)



Fontes: BCE e SNL Financial.

Notas: A amostra abrange 94 instituições significativas supervisionadas pelo BCE. "Bancos universais" também incluem bancos de importância sistémica mundial que são bancos universais, enquanto "bancos de importância sistémica mundial" excluem esses bancos.

Em terceiro lugar, a análise dos aspetos desta evolução associados à estabilidade financeira mostra que a resiliência dos resultados provenientes de comissões e outros proveitos aos desenvolvimentos macroeconómicos adversos difere entre modelos de negócio⁶⁷. As formas variadas como podem ser gerados estes resultados implicam que podem ser uma fonte de rendimento mais volátil para mutuantes empresariais/por grosso, setoriais e de retalho e para os bancos universais do que para mutuantes diversificados e bancos de importância sistémica mundial. Deste modo, embora o crescimento dos resultados provenientes de comissões e outros proveitos tenha sido favorável a algumas dessas categorias de modelo de negócio nos últimos anos na diversificação de fontes de rendimento, poderia diminuir consideravelmente em circunstâncias mais adversas.

⁶⁷ Ver a nota 66.

Por último, embora alguns bancos tenham migrado entre diferentes modelos de negócio de 2007 a 2014, a maior parte permaneceu no mesmo grupo⁶⁸. Os modelos de negócio dos bancos tendem assim a ser relativamente “inflexíveis” e não podem ser adaptados sem dificuldades a uma conjuntura em mudança ou em antecipação de ocasiões de tensão. Pode haver uma consequência particular para a estabilidade financeira se alguns grupos de bancos estiverem mais suscetíveis a tensões sistémicas do que outros, o que, por sua vez, poderia resultar numa concentração do risco sistémico.

3.2 A função macroprudencial do BCE

A responsabilidade pelas decisões macroprudenciais na área do euro é partilhada entre autoridades nacionais e o BCE. As autoridades nacionais mantêm o poder de aplicar medidas macroprudenciais, mas o BCE dispõe do poder de tomar medidas mais rigorosas do que as tomadas pelas autoridades nacionais ao abrigo dos instrumentos macroprudenciais que lhe foram atribuídos pela legislação da UE. A natureza assimétrica dos poderes reflete o papel que o BCE deve desempenhar por forma a ultrapassar um possível enviesamento para a inação na esfera nacional.

Em 2016, o BCE e as autoridades nacionais continuaram a participar em debates alargados, de âmbito técnico e político, sobre a utilização de instrumentos macroprudenciais. Estes debates ajudaram a avaliar a adequação da orientação macroprudencial em todos os países abrangidos pela supervisão bancária europeia.

Política macroprudencial durante 2016

Durante 2016, o BCE reforçou o seu papel de coordenador da política macroprudencial e a sua comunicação externa sobre questões macroprudenciais com o objetivo de melhorar a transparência e sublinhar o papel importante desempenhado pela política macroprudencial. O Conselho do BCE divulgou a sua [primeira declaração macroprudencial](#) no seguimento de discussões no Fórum Macroprudencial, composto pelos membros do Conselho do BCE e do Conselho de Supervisão do BCE. Além do mais, as duas primeiras edições do Boletim Macroprudencial (*Macroprudential Bulletin*) do BCE foram publicadas em março e outubro. O objetivo do Boletim é aumentar a transparência da política macroprudencial, divulgar informação sobre a investigação em curso referente a tópicos macroprudenciais e ilustrar de que modo é aplicada nos trabalhos de política específicos do BCE. A primeira edição do Boletim discutiu igualmente o quadro de política macroprudencial do BCE e o modo como este se relaciona com outros fóruns e processos macroprudenciais na UE⁶⁹.

⁶⁸ Ver a nota 67.

⁶⁹ Ver [Macroprudential Bulletin](#), Número 1, BCE, 2016.

O BCE também cumpriu o seu mandato legal de avaliação das decisões macroprudenciais das autoridades nacionais nos países abrangidos pela supervisão bancária europeia. Recebeu notificações relativamente a mais de 100 decisões deste tipo, a maioria das quais relacionadas com o estabelecimento de reservas contracíclicas de fundos próprios, a identificação de instituições de crédito de importância sistémica e a calibração das respetivas reservas de fundos próprios. Além disso, o BCE recebeu notificações sobre a implementação de reservas para risco sistémico e os níveis mínimos aplicados aos ponderadores de risco em alguns países.

Numa base trimestral, os 19 países da área do euro avaliam os riscos sistémicos cíclicos e estabelecem o nível das reservas contracíclicas de fundos próprios. Os riscos sistémicos cíclicos permaneceram contidos na maior parte dos países da área do euro. O Conselho do BCE concordou com as decisões relacionadas com reservas contracíclicas de fundos próprios tomadas pelas autoridades nacionais. Em particular, a acumulação significativa de riscos sistémicos cíclicos na Eslováquia conduziu à decisão de fixar em 0.5% a reserva contracíclica de fundos próprios na Eslováquia a partir de 1 de agosto de 2017.

Em 2016, o BCE, as autoridades nacionais e o Conselho de Estabilidade Financeira, após consulta ao Comité de Basileia de Supervisão Bancária (CBSB), atualizaram a avaliação das instituições de importância sistémica mundial nos países da área do euro. Como resultado da avaliação, oito bancos de França, Alemanha, Itália, Países Baixos e Espanha foram incluídos nas categorias 1 e 3 das instituições de importância sistémica mundial acordadas internacionalmente, com percentagens de reserva de fundos próprios de 1.0% e 2.0%, respetivamente⁷⁰. Estas novas percentagens de reserva são aplicáveis a partir de 1 de janeiro de 2018 e estão sujeitas a um período de introdução progressiva. As listas de instituições de importância sistémica mundial e outras instituições de importância sistémica e respetivas percentagens de reserva são revistas anualmente.

As autoridades nacionais também adotaram decisões sobre as reservas de fundos próprios das outras 110 instituições de importância sistémica. As percentagens de reserva estabelecidas estão em linha com a nova metodologia do BCE para a avaliação das reservas destas instituições⁷¹. Todas as instituições de importância sistémica identificadas deverão ter uma percentagem de reserva de fundos próprios positiva a partir de 2019.

⁷⁰ As instituições de importância sistémica mundial identificadas (com a aplicação plena dos requisitos reserva a partir de 2019 apresentados entre parênteses) são o BNP Paribas (2.0%), BPCE Group (1.0%), Crédit Agricole Group (1.0%), Deutsche Bank (2.0%), ING Bank (1.0%), Banco Santander (1.0%), Société Générale (1.0%) e UniCredit Group (1.0%). Os requisitos foram estabelecidos de acordo com a metodologia do CBSB de julho de 2013.

⁷¹ A metodologia do BCE aplicada às outras instituições de importância sistémica distribui os bancos por quatro categorias com base na classificação da respetiva importância sistémica. A classificação é calculada de acordo com as Orientações da Autoridade Bancária Europeia (EBA/GL/2014/10) relativas à avaliação de outras instituições de importância sistémica, que estabeleceram os indicadores relevantes de medição da importância sistémica de instituições individuais. Ver também o [anexo](#) do comunicado de 15 de dezembro de 2016.

Testes de esforço para efeitos de supervisão macroprudencial

Como parte da sua função macroprudencial, e para além de participar ativamente no teste de esforço para efeitos de supervisão em toda a UE em 2016, o BCE levou a cabo uma extensão macroprudencial do exercício de testes de esforço⁷². Enquanto o teste de esforço para efeitos de supervisão se centra na estimativa do impacto direto sobre a solvabilidade dos bancos individuais, a extensão macroprudencial teve por objetivo quantificar os potenciais efeitos macroeconómicos de segunda ordem da materialização de situações de esforço. O estudo teve por base um quadro concetual desenvolvido por especialistas do BCE, que será utilizado para suportar a calibração de medidas de política macroprudencial⁷³.

A primeira fase passou por estimar o impacto das alterações no *stock* de empréstimos bancários agregados sobre a solvabilidade dos bancos, eliminando assim parte da inconsistência introduzida pela hipótese de um balanço estático utilizada na metodologia aplicada nos testes de esforço em toda a UE. Na fase seguinte, foram estimados os efeitos de segunda ordem sobre as variáveis macroeconómicas. Estes dizem respeito aos possíveis ajustamentos dos bancos quando o respetivo rácio de capital desce abaixo de um objetivo pré-estabelecido para o capital no cenário adverso. A sua magnitude depende da estratégia de ajustamento adotada: quanto maior a percentagem de emissão de ações no ajustamento, menor será o impacto macroeconómico de segunda ordem.

Além da reação endógena do setor bancário às situações de esforço, a extensão macroprudencial tomou em linha de conta dois canais adicionais através dos quais os efeitos de segunda ordem de situações de tensão podem reduzir ainda mais a solvabilidade dos bancos, nomeadamente a interconetividade dos bancos e repercussões entre setores através da detenção de ações. O exercício concluiu que o contágio direto através dos mercados monetários interbancários deveria ser limitado, enquanto as repercussões entre setores afetariam sobretudo instituições financeiras não bancárias, em particular fundos de investimento e fundos de pensões.

Cooperação com o Comité Europeu do Risco Sistémico

O BCE continuou a prestar apoio analítico, estatístico, logístico e administrativo ao Secretariado do CERS, o qual é responsável pelo funcionamento quotidiano do CERS. O Comité de Estabilidade Financeira do BCE preparou, em conjunto com o Comité Científico Consultivo e o Comité Técnico Consultivo do CERS, um relatório

⁷² Para mais pormenores, ver *Macroprudential Bulletin*, Número 2, BCE, 2016.

⁷³ Ver Henry, J. e Kok, C. (eds.), *A macro stress testing framework for assessing systemic risks in the banking sector*, Série de Documentos Ocasionais, n.º 152, BCE, outubro de 2013 e Constâncio, V., “The role of stress testing in supervision and macroprudential policy”, discurso proferido na conferência da London School of Economics sobre testes de esforço e regulamentação macroprudencial, de 29 de outubro de 2015. Este é um quadro analítico modular do topo para a base, composto por modelos e instrumentos independentes que podem ser combinados para proporcionar uma ampla análise do impacto das situações de esforço macroprudencial.

sobre as questões de política macroprudencial resultantes de taxas de juro baixas e alterações estruturais no sistema financeiro da UE⁷⁴. O relatório explora potenciais riscos numa conjuntura de taxas de juro baixas nos vários setores financeiros e sublinha possíveis reações da política macroprudencial. Abrange não só as instituições 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.

O BCE também prestou apoio ao CERS na publicação de alertas em 28 de novembro de 2016 dirigidos a oito países sobre vulnerabilidades nas propriedades residenciais, tendo analisado indicadores de desequilíbrios e desenvolvido modelos de sobreavaliação. As vulnerabilidades identificadas estavam relacionadas com o aumento do endividamento das famílias e a capacidade das famílias para amortizar os empréstimos à habitação, bem como com a valorização ou dinâmica de preços das propriedades residenciais. Não obstante esta análise, é necessário reduzir ainda mais as lacunas nos dados imobiliários, como refletido na [recomendação do CERS](#) que apresenta as definições harmonizadas necessárias para levar a cabo recolhas de dados relacionados com os setores de propriedades residenciais e comerciais.

3.3 A função microprudencial do BCE

2016 foi o segundo ano completo de funcionamento da Supervisão Bancária do BCE. Ao longo do ano, as atividades nesta área continuaram a contribuir para a estabilidade do setor bancário europeu e condições de igualdade para todos os bancos na área do euro.

O BCE aperfeiçoou o processo de análise e avaliação para fins de supervisão (*Supervisory Review and Evaluation Process* – SREP) aplicado aos grupos bancários que supervisiona diretamente, publicando [expectativas de alto nível quanto aos processos internos de avaliação da adequação dos fundos próprios e da liquidez](#), bem como uma [recomendação](#) relativa às políticas de distribuição de dividendos dos bancos. Além disso, tomou em consideração esclarecimentos da Comissão Europeia e da Autoridade Bancária Europeia (European Banking Authority – EBA). Os acréscimos dos requisitos de capital para fins de supervisão consistem agora em duas componentes: o requisito que deve ser cumprido e salvaguardado pelos bancos em cada momento, e uma orientação cujo incumprimento não desencadearia automaticamente uma ação por parte de uma autoridade de supervisão mas originaria uma avaliação casuística e, possivelmente, medidas específicas para as instituições. No SREP de 2016, a orientação refletiu os resultados do teste de esforço realizado pela EBA. As exigências de fundos próprios mantiveram-se, no geral, estáveis, não tendo sido afetada pelas alterações à metodologia.

⁷⁴ Ver o [comunicado](#) do CERS de 28 de novembro de 2016.

As instituições menos significativas são supervisionadas pelas ANC sob a fiscalização do BCE. O BCE segue uma abordagem proporcional baseada no risco da supervisão das instituições menos significativas, complementada pelo acompanhamento setorial para captar as interligações entre estas instituições. O BCE e as ANC continuaram a desenvolver normas conjuntas para a supervisão de instituições menos significativas, por exemplo, ao estabelecer um acompanhamento conjunto de sistemas de proteção institucional⁷⁵ que abrangem as instituições significativas e as instituições menos significativas.

A supervisão bancária europeia continuou a harmonizar o exercício de faculdades e opções previsto na legislação prudencial europeia. Tal constitui um passo importante no sentido de uma supervisão coerente e de condições de igualdade para as instituições significativas e as instituições menos significativas. Porém, o quadro regulamentar na área do euro permaneceu fragmentado em alguns casos. Dado o objetivo de uma união bancária europeia, é necessária uma maior harmonização.

Num contexto de fraca rentabilidade no setor bancário europeu, o BCE examinou modelos de negócio e fatores de rentabilidade dos bancos e lançou uma análise temática. O BCE também dirigiu orientações aos bancos sobre o modo de fazer face aos créditos não produtivos, os quais continuam a ser elevados em algumas zonas da área do euro. Em junho, o BCE publicou uma [declaração sobre a governação e a apetência pelo risco das instituições](#), delineando as expectativas em termos de supervisão. Lançou igualmente uma análise direcionada dos modelos internos dos bancos, realizou um levantamento dos riscos em termos de TI e preparou orientações sobre o financiamento transações alavancadas.

A Supervisão Bancária do BCE também aumentou a sua participação em fóruns mundiais, com a sua adesão ao plenário do Conselho de Estabilidade Financeira.

Para informações mais detalhadas sobre a Supervisão Bancária do BCE, ver o [Relatório Anual do BCE sobre as atividades de supervisão referente a 2016](#).

3.4 Contributos do BCE para iniciativas regulamentares

O BCE contribuiu para o desenvolvimento do quadro regulamentar internacional e europeu em 2016. O objetivo primordial do BCE foi o de assegurar que o quadro regulamentar tome em linha de conta considerações macroprudenciais e microprudenciais e criar um quadro que suporte a estabilidade das instituições individuais e do conjunto do sistema financeiro. Em 2016, as principais questões regulamentares para o BCE incluíram: i) a finalização das normas internacionais sobre fundos próprios e liquidez dos bancos (Basileia III), ii) a revisão do quadro regulamentar microprudencial e macroprudencial na União Europeia (Regulamento e Diretiva relativos aos requisitos de fundos próprios – conhecidos por “RRFP/DRFP IV”), iii) resolver com o problema das instituições “demasiado grandes para falir”, e

⁷⁵ Um acordo de responsabilidade contratual ou legal que protege os seus membros e, em particular, assegura que estes dispõem da liquidez e solvabilidade necessárias para evitar a falência, se necessário.

iv) criar uma união dos mercados de capitais (UMC) para a União Europeia e reforçar o quadro regulamentar para além do setor bancário. Além do mais, o BCE contribuiu para a continuação dos debates em 2016 sobre o estabelecimento do terceiro pilar da união bancária, nomeadamente um sistema europeu de garantia de depósitos.

3.4.1 Finalização das normas internacionais sobre fundos próprios e liquidez dos bancos

Em 2016, o BCE contribuiu para várias iniciativas destinadas a concluir a reação regulamentar à crise financeira, o que também incluiu uma revisão completa do quadro prudencial dos bancos ao longo dos últimos oito anos por parte do CBSB. O Acordo de Basileia III é um elemento fundamental das reformas pós-crise, que tem por objetivo assegurar normas adequadas e comparáveis em termos internacionais e proporcionar aos bancos alguma segurança regulamentar por forma a sustentar a adaptação dos modelos de negócio à atual conjuntura. Neste contexto, o BCE contribuiu para a análise completa da utilização de modelos internos no quadro de capital de Basileia, um exercício destinado a reduzir a variabilidade excessiva dos ativos ponderados pelo risco, que constituem a base para os requisitos de fundos próprios. Além do mais, o BCE apoiou o CBSB e a EBA nos trabalhos de finalização do rácio de alavancagem enquanto medida de apoio aos requisitos de fundos próprios baseados no risco, em particular no que respeita à calibração de um nível mínimo adequado, bem como a uma exigência suplementar para bancos de importância sistémica mundial com base numa definição harmonizada na esfera internacional. Em janeiro de 2017, o Grupo de Governadores e Chefes de Supervisão (GGCS), o órgão de supervisão do CBSB, acolheu com agrado os progressos alcançados no sentido da conclusão das reformas regulamentares pós-crise. No entanto, fez notar que era necessário mais tempo para finalizar as propostas de reforma antes que o Grupo as pudesse analisar, sendo de esperar que este trabalho fique concluído em breve.

3.4.2 Revisão do quadro regulamentar microprudencial e macroprudencial na União Europeia

A incorporação das normas internacionalmente acordadas na legislação da UE, mais especificamente através da revisão do pacote legislativo RRF/DRFP IV, foi um dos principais desafios regulamentares em 2016, e esta situação prosseguirá nos próximos anos. A revisão do pacote legislativo RRF/DRFP IV introduzirá o rácio de alavancagem no quadro da UE, como medida adicional baseada em fundos próprios que complementa o quadro de fundos próprios baseado no risco, e o rácio de financiamento estável líquido, que corresponde a um requisito de liquidez de longo prazo que complementa os requisitos de curto prazo estabelecidos pelo rácio de cobertura de liquidez. Além disso, ao criar incentivos adequados para os bancos e respetivo pessoal, o novo quadro também contribuirá para uma prestação de

serviços mais estável à economia real. Esta revisão, que deverá ficar concluída em 2017, constitui uma fase importante da reforma regulamentar na União Europeia.

O BCE deu um contributo substancial para uma outra iniciativa regulamentar fundamental, a saber, a revisão do quadro de política macroprudencial da UE que teve início em 2016. O BCE apoia uma revisão completa do quadro de política macroprudencial com o objetivo de aumentar a sua eficiência, sendo que em 2016 foi publicado um contributo do BCE para a consulta da Comissão Europeia sobre esta revisão⁷⁶. A este respeito, é importante refletir a nova conjuntura institucional, mais especificamente o estabelecimento do MUS, no quadro de política macroprudencial, bem como rever e clarificar os poderes específicos das autoridades microprudenciais e macroprudenciais, racionalizar os acordos de coordenação entre autoridades, expandir os instrumentos de política macroprudencial e simplificar o seu mecanismo de ativação, para assegurar que as autoridades conseguem fazer face aos riscos sistémicos de modo atempado e eficaz. Tal requer uma revisão rigorosa da atual legislação, visto que o quadro macroprudencial estabelecido no pacote legislativo RRF/DRFP IV e no Regulamento do CERS⁷⁷ é anterior à criação da união bancária e, em particular, do MUS.

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

A revisão do quadro de recuperação e resolução constituiu uma outra iniciativa regulamentar fundamental que contou com o contributo do BCE em 2016. O objetivo da revisão é o de assegurar que os bancos têm disponível capacidade de absorção de choques suficiente e credível, e que os custos da resolução são suportados pelos acionistas e credores dos bancos, e não pelos contribuintes. Foi já acordado um novo conceito de capacidade total de absorção de perdas (*total loss-absorbing capacity* – TLAC) para as instituições de importância sistémica mundial na esfera internacional. Paralelamente, o quadro da UE introduziu um requisito mínimo para os fundos próprios e para os passivos elegíveis (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities* – MREL), o qual é aplicável a todas as instituições de crédito na União Europeia, independentemente da sua dimensão. Quer a TLAC quer os MREL melhoram a possibilidade de resolução das instituições e, deste modo, salvaguardam a estabilidade financeira e evitam que o risco moral que a sobrecarga das finanças públicas. Porém, os dois conceitos diferem no que respeita a algumas características fundamentais, o que pode dar origem a inconsistências no quadro regulamentar e igualmente distorcer a concorrência. Neste sentido, a atual revisão da Diretiva relativa à recuperação e resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento e de outros atos jurídicos no âmbito da UE constitui uma

⁷⁶ Ver [ECB contribution to the European Commission's consultation on the review of the EU macroprudential policy framework](#), BCE, dezembro de 2016.

⁷⁷ Regulamento (UE) n.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico.

oportunidade para aplicar a TLAC na Europa, pelo menos no caso das instituições de importância sistémica mundial, e para harmonizar ainda mais a aplicação do MREL entre Estados-Membros da UE, assegurando assim que as instituições têm de cumprir um conjunto de regras coerente nas várias jurisdições.

3.4.4 Regulamentação financeira para além da banca

É importante que as instituições financeiras não bancárias também disponham de um quadro regulamentar adequado. Para tal, o BCE contribuiu para o debate sobre a conclusão do Mercado Único de serviços bancários e financeiros, o que inclui criar mais condições de igualdade entre os setores bancário e não bancário e alcançar progressos reais no Plano de Ação da UMC. Uma maior partilha de riscos financeiros, a diversificação e uma maior concorrência entre entidades bancárias e não bancárias e entre países trazem benefícios económicos. De facto, os mercados de capitais podem ser um complemento importante aos bancos no que se refere à disponibilização de fundos à economia. Paralelamente, estes desenvolvimentos têm inevitavelmente implicações para a estabilidade financeira e podem originar novos riscos.

Em 2016, o BCE continuou a apoiar as medidas destinadas a acelerar a UMC. Uma verdadeira UMC tem de fazer face a diferenças nos quadros legislativos nacionais e europeus que sejam entraves às atividades transfronteiras, incluindo a legislação sobre insolvência e tributação. É igualmente importante estabelecer a base legal para os instrumentos macroprudenciais que podem ser utilizados fora do setor bancário.

3.4.5 Um sistema europeu de garantia de depósitos

O BCE contribuiu para a continuação dos debates em 2016 sobre o estabelecimento de um sistema europeu de garantia de depósitos e apoiou o plano para a conclusão da união bancária, incluindo a partilha de riscos (que compreende o sistema complementado por um apoio ao Fundo Único de Resolução) e as medidas de redução do risco que lhe estão associadas.

Na perspetiva do BCE, é importante que se crie um sistema deste tipo o mais cedo possível, e que avancem os progressos na agenda de redução de riscos. Um sistema europeu de garantia de depósitos é o terceiro e último pilar da união bancária e a sua criação melhoraria e salvaguardaria ainda mais a estabilidade financeira. A garantia de depósitos é uma ferramenta *ex ante* para aumentar a confiança e evitar as corridas aos bancos e uma ferramenta *ex post* para uma proteção contra as consequências adversas de falências de bancos individuais. Paralelamente, devem continuar os progressos na execução das restantes reformas, que contribuirão para a redução dos riscos no sistema bancário.

Caixa 8

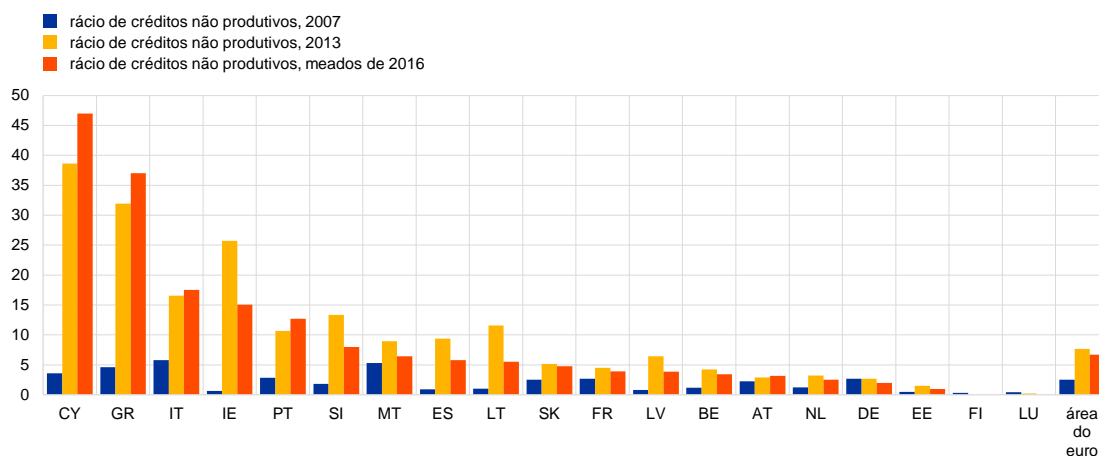
Créditos não produtivos na área do euro

Os países da área do euro registaram uma deterioração significativa da qualidade dos ativos bancários após o início da crise financeira. Um indicador da qualidade dos ativos é o rácio de créditos não produtivos, ou seja, empréstimos que se encontram ou estão perto de se encontrar em situação de incumprimento, em relação à carteira global de empréstimos de uma instituição. Depois de atingir um mínimo de 2.5% no final de 2007, o rácio de créditos não produtivos no conjunto da área do euro atingiu um pico, de 7.7%, no final de 2013, mas desceu para 6.7% em meados de 2016 em resultado de medidas concertadas em alguns países (mais especificamente, Eslovénia, Espanha e Irlanda) e da ligeira melhoria da conjuntura macroeconómica (ver Gráfico A). Porém, o rácio de créditos não produtivos é persistentemente elevado em alguns países, como, por exemplo, Chipre (47.0%), Grécia (37.0%), Itália (17.5%) e Portugal (12.7%). O principal fator impulsionador da deterioração da qualidade dos ativos bancários na área do euro foi o setor empresarial, em particular os setores das PME e das propriedades comerciais.

Gráfico A

Dinâmica do rácio de créditos não produtivos na área do euro

(percentagens)



Fonte: FMI (indicadores de solidez financeira).

Notas: Os dados de meados de 2016 para a Alemanha e a Itália referem-se ao final de 2015. São utilizados dados do FMI e não do BCE, visto que permitem uma comparação histórica dos níveis de créditos não produtivos.

Nos anos que antecederam a crise financeira, vários países registaram um elevado crescimento do crédito e da dívida do setor privado, que foi frequentemente acompanhado pela subida dos preços imobiliários, o que exacerbou os efeitos da crise. No entanto, para além destas componentes cíclicas, elevados rácios de créditos não produtivos e a sua persistência refletem uma série de fatores estruturais em vários países. A elevada dívida do setor empresarial, a baixa produtividade e a fraca competitividade externa estão a colocar entraves ao investimento empresarial e a travar a expansão das empresas, enquanto as fracas finanças públicas estão a aumentar os prémios de risco dos países. Paralelamente, as reformas no mercado de trabalho (para fazer face à segmentação e à reduzida flexibilidade) e mercados imobiliários modestos, na sua componente de ativos de garantia, em alguns países estão a afetar a recuperação dos créditos não produtivos no segmento de retalho. Por último, as deficiências no quadro legal, mais especificamente quadros jurídicos ineficientes de execução de hipotecas e insolvência, a par de limitações na partilha de

dados entre credores e o tratamento fiscal da renúncia à cobrança de créditos, estão a impedir a eficiência da recuperação de créditos não produtivos.

Os níveis elevados de créditos não produtivos colocam pressão sobre os lucros dos bancos ao originarem menores rendimentos de juros e custos de provisionamento mais elevados. Ao mesmo tempo, aumentam as necessidades de capital dos bancos e consomem os seus recursos administrativos. Os créditos não produtivos também afetam negativamente os custos de financiamento dos bancos visto que a incerteza quanto à qualidade dos ativos deteriora o perfil de risco de um banco e originam um aumento dos custos de financiamento, o que pode criar um ciclo adverso dado que os bancos não conseguem fazer face aos créditos não produtivos se não forem capazes de angariar capital suficiente. A baixa rentabilidade e fraca capitalização de bancos com um grande volume de créditos não produtivos limitam as suas opções, visto que a concessão de novos empréstimos requer mais capital. Como alguns bancos da área do euro operam fora da área do euro e, nalguns casos, desempenham um papel importante em setores bancários estrangeiros, os problemas que enfrentam internamente podem também ter um impacto negativo sobre os outros setores bancários e vice-versa.

As fragilidades nos balanços dos bancos podem repercutir-se na economia geral quando as instituições com créditos não produtivos elevados apresentam um menor crescimento dos empréstimos e cobram taxas de juro mais elevadas sobre os mesmos. Deste modo, a redução dos créditos não produtivos na área do euro melhoraria o crescimento económico⁷⁸. Dada a retoma económica modesta esperada na área do euro em 2017 e 2018⁷⁹, a par do nível ainda elevado de dívida dos setores privado e público, não é de prever que os créditos não produtivos diminuam significativamente no médio prazo, a não ser que sejam tomadas medidas adicionais. Para reduzir os créditos não produtivos é necessária uma estratégia abrangente que incida sobre os fatores impulsionadores estruturais dos créditos não produtivos⁸⁰. Analisando dados históricos, os países que implementaram simultaneamente e de modo atempado medidas de política patrimoniais e extrapatrimoniais e optaram por medidas que visaram especificamente os segmentos das carteiras que eram considerados os fatores impulsionadores mais importantes dos créditos não produtivos registaram uma diminuição significativa dos rácios de créditos não produtivos (por exemplo, Irlanda, Eslovénia e Espanha, onde estes rácios desceram 16.7, 5.3 e 3.3 pontos percentuais, respetivamente, entre 2013 e meados de 2016).

A Supervisão Bancária do BCE está a envidar esforços consideráveis no sentido de ajudar na resolução de créditos não produtivos. Desde a avaliação completa de 2014, o BCE continuou a apoiar as atividades de resolução de créditos não produtivos através de um diálogo constante no âmbito da supervisão com as instituições relevantes. Para fazer face a este desafio persistente de

⁷⁸ A quantificação de Balgova, M., Nies, M. e Plekhanov, A. em *The economic impact of reducing non-performing loans*, Documento de Trabalho n.º 193, Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento, outubro de 2016, sugere que o potencial benefício da redução de créditos não produtivos poderia ser um crescimento do PIB de até 2 pontos percentuais por ano. Isto refere-se a uma amostra global de 100 países. Porém, é possível encontrar resultados semelhantes para a área do euro no *Global Financial Stability Report*, Fundo Monetário Internacional, outubro de 2016; em *Euro area policies: selected issues – Country Report No 15/205*, Fundo Monetário Internacional, julho de 2015; e em *Unlocking lending in Europe*, Banco Europeu de Investimento, outubro de 2014, Caixa 5.

⁷⁹ Ver as *projeções macroeconómicas para a área do euro de setembro de 2016 elaboradas por especialistas do BCE*, BCE, 2016.

⁸⁰ Ver Fell, J., Grodzicki, M., Martin, R. e O'Brien, E., "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", *Financial Stability Review*, BCE, novembro de 2016, Tema em Destaque B, para uma descrição mais pormenorizada dos fatores impulsionadores estruturais dos créditos não produtivos.

modo determinado e vigoroso, a Supervisão Bancária do BCE: i) realizou um levantamento das práticas de supervisão, legais, judiciais e extrajudiciais em vários países da área do euro, e ii) desenvolveu propostas de orientações sobre créditos não produtivos⁸¹, publicados em setembro de 2016 para consulta. As últimas orientações deverão ser publicadas na primavera de 2017. Equipas conjuntas de supervisão começaram a colaborar ativamente com as instituições supervisionadas na aplicação destas orientações, o que requer que as instituições com níveis elevados de créditos não produtivos estabeleçam objetivos desafiantes e ambiciosos para fazer face ao *stock* destes créditos. Além disso, as orientações fomentam o diferimento de crédito mais coerente, práticas e divulgações do reconhecimento e constituição de provisões de créditos não produtivos, com o objetivo de aumentar a confiança do mercado e assegurar condições de igualdade. Porém, o processo de resolução de créditos não produtivos não pode ser abordado apenas pela autoridade de supervisão e pelos bancos. Devem ser rapidamente adotadas medidas de política por forma a ultrapassar obstáculos estruturais que impeçam os bancos de resolver créditos não produtivos e reestruturar a dívida de instituições em dificuldades. Estas medidas poderiam visar melhorar a eficiência dos sistemas judiciais, aumentar o acesso a ativos de garantia, criar procedimentos extrajudiciais mais rápidos e eliminar desincentivos orçamentais. Além do mais, é necessário desenvolver mercados para ativos de instituições em dificuldades e facilitar as vendas de empréstimos de instituições em dificuldades a investidores não bancários. Neste contexto, serão igualmente necessários esforços para fomentar o desenvolvimento de uma estrutura que lide com os créditos não produtivos, melhorar a qualidade e o acesso a dados e eliminar obstáculos fiscais e legais à reestruturação da dívida.

⁸¹ Ver *Draft guidance to banks on non-performing loans*, Supervisão Bancária do BCE, setembro de 2016.

Outras atribuições e atividades

1 Infraestruturas de mercado e pagamentos

O setor financeiro, incluindo a respetiva infraestrutura de mercado subjacente, deve ajustar-se às rápidas transformações e inovações tecnológicas que têm atualmente impacto sobre todos os aspetos das nossas vidas. Embora a digitalização, a globalização e a maior interconetividade tenham criado novas oportunidades para que os indivíduos e as empresas possam obter informações, efetuar negócios e comunicar, o aumento de utilizadores e dados nas plataformas digitais, na computação em nuvem e entre as redes aumentou também o número de potenciais vias de acesso a ciberataques. O cibercrime constitui uma ameaça não apenas para os participantes individuais no mercado mas também para toda a rede operacional e, por conseguinte, a ciberresistência foi um importante tema fulcral para o BCE e o Eurosistema em 2016 na área das infraestruturas de mercado e pagamentos.

O Eurosistema tem também analisado futuros desenvolvimentos estratégicos na sua infraestrutura de mercado. Explora de que forma a gestão de liquidez nas áreas dos pagamentos, da liquidação de títulos e da gestão de ativos de garantia do Eurosistema pode ser mais eficiente. Em estreita colaboração com os participantes no mercado, avalia de que forma as necessidades dos novos utilizadores podem ser atendidas e a inovação tecnológica utilizada para se antecipar aos riscos em evolução, como os ataques cibernéticos.

Ao moldar o futuro da sua infraestrutura de mercado, a segurança e a eficiência continuam a ser as principais prioridades para o Eurosistema. O bom funcionamento da sua infraestrutura de mercado é crucial para manter a confiança no euro e apoiar as operações de política monetária. Desempenha também um papel essencial na garantia da estabilidade do sistema financeiro europeu e no fomento da atividade económica.

1.1 Consolidação do TARGET2 e do T2S

O TARGET2, sistema de liquidação por bruto do Eurosistema para as operações de pagamento em euros, processou um valor médio diário de €1.7 biliões em 2016. Para se ter uma ideia da magnitude deste valor, a cada seis dias, o TARGET2 processa um volume comparável ao PIB anual da área do euro.

O TARGET2-Securities (**T2S**) entrou em funcionamento em junho de 2015, permitindo uma maior integração na infraestrutura europeia do mercado de liquidação de títulos, que se encontrava bastante fragmentada. A plataforma é uma pedra angular essencial do projeto da Comissão Europeia de construção de uma união de mercados de capitais e deu origem a uma [agenda de harmonização pós-transação](#) abrangente.

Duas fases de migração com êxito em março e setembro de 2016 aumentaram o número de centrais de depósito de títulos (CDT) na plataforma T2S de 5 para 12⁸² e fizeram crescer o volume de processamento em cerca de 50% do volume total esperado para quando as restantes 9 CDT participantes estiverem ligadas à plataforma. Prevê-se que o T2S venha a processar uma média de mais de 550 000 transações por dia, logo que fique concluída a migração total em 2017.

Funcionalmente, o **TARGET2** e o **T2S** estão relacionados com a eficiente gestão de liquidez nas áreas das transferências de pagamentos, liquidação de títulos e gestão de ativos de garantia. Porém, uma vez que foram desenvolvidos em momentos distintos, os dois sistemas funcionam em plataformas separadas e utilizam diferentes ambientes e soluções técnicas. É portanto lógico procurar sinergias entre os dois sistemas. A modernização do TARGET2, tomando em conta as possibilidades já disponíveis no T2S, e a consolidação das componentes técnicas e funcionais dos serviços do TARGET2 e do T2S são os objetivos primordiais. Além disso, a consolidação proporciona uma oportunidade para melhorar ainda mais a ciberresistência, aperfeiçoar os serviços oferecidos aos utilizadores e estabelecer um canal de acesso único. Os trabalhos de investigação nesta área decorrerão ao longo de 2017.

1.2 Serviços de liquidação para apoio a pagamentos imediatos

Para o Eurosistema, o maior desafio colocado pela digitalização no setor dos pagamentos é assegurar que a introdução de produtos e serviços de pagamentos inovadores desenvolvidos pelo mercado não reintroduza fragmentação no mercado europeu.

Os pagamentos imediatos em 2016, ou seja, os pagamentos com disponibilização imediata de fundos ao beneficiário, foram provavelmente o tópico mais referido no setor de pagamentos a retalho. O sistema de pagamentos imediatos lançado em novembro de 2016 permite a implementação de soluções de pagamento imediato no domínio dos utilizadores finais. Prevê-se que em novembro de 2017 a infraestrutura europeia de mercados financeiros esteja pronta a processar pagamentos imediatos a nível pan-europeu.

O Eurosistema apoiará as liquidações entre infraestruturas de pagamentos a retalho, proporcionando sistemas de compensação para pagamentos imediatos em euros no âmbito pan-europeu, ao oferecer uma funcionalidade melhorada do TARGET2 para as câmaras de compensação automática e ao promover o diálogo e a interoperacionalidade entre estas câmaras.

Além disso, o Eurosistema, no contexto dos trabalhos de investigação sobre o futuro da sua infraestrutura de mercado, analisa a possibilidade de desenvolver um **serviço de liquidação de pagamentos imediatos do TARGET** em tempo real, ficando a

⁸² Em junho de 2015, foram ligadas à plataforma quatro CDT da Grécia, Malta, Roménia e Suíça. A CDT de Itália foi ligada em agosto de 2015. Em março e setembro de 2016, a plataforma foi alargada a sete novas CDT: de Portugal, Bélgica (duas CDT), França, Países Baixos, Luxemburgo e Dinamarca.

liquidação em moeda do banco central disponível em qualquer momento, durante todo o ano.

1.3 Futura infraestrutura de mercado do Eurosistema e tecnologia de registo descentralizado das transações

No contexto das suas reflexões estratégicas sobre o futuro da infraestrutura de mercado do Eurosistema, o BCE tem considerado um conjunto de modelos de [tecnologia de registo descentralizado de transações](#) (*distributed ledger technology*), atualmente em desenvolvimento. A fim de obter uma visão mais clara do possível impacto desta tecnologia sobre a infraestrutura de mercado, ver o [tema em destaque](#) no sítio do BCE.

1.4 Uma infraestrutura do mercado financeiro segura

O Eurosistema promove a segurança e eficiência das infraestruturas do mercado financeiro através do seu papel de superintendência e, sempre que necessário, promove a mudança. Em julho de 2016, o BCE publicou uma versão revista do [quadro de política de superintendência do Eurosistema](#) a fim de refletir a evolução regulamentar e outros desenvolvimentos ao longo dos últimos anos que influenciaram a função de superintendência do Eurosistema. O BCE é o superintendente principal de três sistemas de pagamentos de importância sistémica – TARGET2, EURO1 e STEP2. Ao longo de 2016, juntamente com os BCN da área do euro, o BCE concluiu uma avaliação completa destes sistemas face aos requisitos de superintendência do respetivo Regulamento⁸³. O BCE alargou ainda as suas atividades de superintendência relativamente ao T2S, em linha com a maior migração de CDT para a plataforma de liquidação única ao longo de 2016.

Além disso, o BCE publicou um [relatório](#) sobre um exercício de comunicação de crises para infraestruturas de mercado financeiro que operam na área do euro, organizado por superintendentes do Eurosistema. O exercício ao nível de todo o mercado destinou-se a avaliar o grau de preparação do Eurosistema para desempenhar as suas responsabilidades operacionais e de superintendência com eficácia durante situações de crise e fornecer garantias sobre a eficiência dos procedimentos de gestão de crise dos diversos intervenientes no que se refere a acontecimentos com impacto a nível transfronteiras. De um modo mais geral, o BCE trabalha juntamente com outros bancos centrais, reguladores e autoridades, a fim de reforçar a resistência do setor financeiro no seu conjunto a [ciberataques](#), tendo

⁸³ Regulamento do Banco Central Europeu (UE) n.º 795/2014 de 3 de julho de 2014 relativo aos requisitos de superintendência de sistemas de pagamentos sistemicamente importantes (BCE/2014/28).

contribuído para as orientações internacionais sobre ciberresistência⁸⁴, emitidas em 2016.

No que se refere às contrapartes centrais, o BCE contribuiu para os esforços internacionais sob a égide dos [organismos relevantes de normalização do G20](#) a fim de concluir a reforma dos mercados de derivados mundiais.

O BCE manteve-se envolvido nos acordos de cooperação no âmbito mundial e da UE para determinadas infraestruturas do mercado financeiro, sob a perspetiva de um banco central emissor. Neste contexto, contribuiu para os trabalhos em curso dos colégios de autoridades de supervisão para as contrapartes centrais estabelecidas ao abrigo do Regulamento relativo às infraestruturas do mercado europeu. Na mesma perspetiva, o BCE, em articulação com BCN da área do euro, realizou os trabalhos preparatórios sobre a futura autorização das CDT ao abrigo do Regulamento relativo às CDT.

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](#)⁸⁵ e do [Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira](#) (MEEF)⁸⁶. Em 2016, o BCE processou pagamentos de juros referentes a empréstimos ao abrigo do mecanismo de apoio financeiro a médio prazo. Em 31 de dezembro de 2016, o montante total do saldo das operações ao abrigo deste mecanismo era de €4.2 mil milhões. Em 2016, o BCE processou também diversos pagamentos e pagamentos de juros relacionados com empréstimos ao abrigo do MEEF. Em 31 de dezembro de 2016, o montante total do saldo das operações ao abrigo deste mecanismo era de €46.8 mil milhões.

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)⁸⁷ e do [European Stability Mechanism](#) (Mecanismo Europeu de Estabilidade – MEE)⁸⁸. Em 2016, o BCE

⁸⁴ [Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures](#), Committee on Payments and Market Infrastructures (Comité de Pagamentos e Infraestruturas de Mercado) – Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários, junho de 2016.

⁸⁵ 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.

⁸⁶ 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.

⁸⁷ 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).

⁸⁸ 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).

processou vários pagamentos de juros e comissões sobre empréstimos ao abrigo do FEEF. 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 Grécia⁸⁹. Em 31 de dezembro de 2016, 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 2016, 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 individuais do Eurosistema (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 com o Eurosistema uma relação profissional de Serviços de Gestão de Reservas foi de 286 em 2016, que compara com 285 em 2015. Quanto aos próprios serviços, ao longo de 2016, 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 8% face ao registado no final de 2015.

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

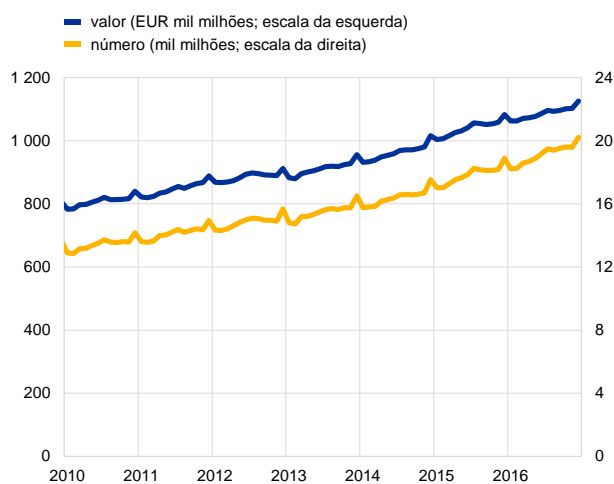
Em 2016, o número e o valor das [notas de euro em circulação](#) cresceu cerca de 7.0% e 3.9%, respetivamente. No final do ano, o número de notas de euro em

⁸⁹ 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.

circulação era de 20.2 mil milhões, com um valor total de €1126 mil milhões (ver Gráficos 32 e 33). As notas de €100 e €200 apresentaram as taxas de crescimento homólogas mais elevadas, que atingiram 13.4% e 12.9%, respetivamente, em 2016. O crescimento da nota de €50 manteve o seu dinamismo, em 9.9%, mas foi ligeiramente inferior ao registado no ano anterior.

Gráfico 32

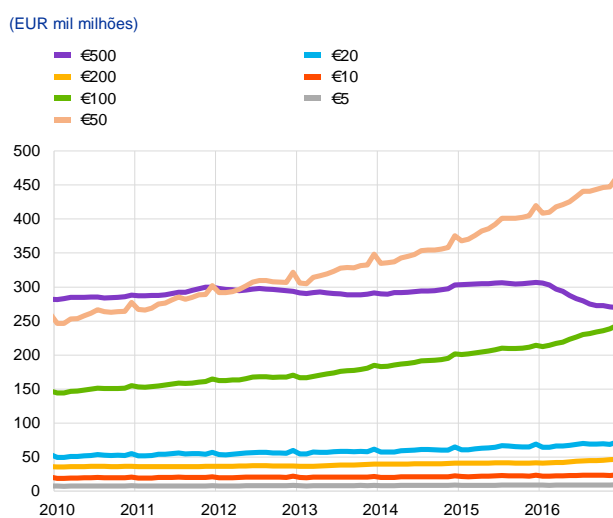
Número e valor das notas de euro em circulação



Fonte: BCE.

Gráfico 33

Valor das notas de euro em circulação por denominação



Fonte: BCE.

Após uma revisão da estrutura de denominação da segunda série de notas de euros, conhecida como a série Europa, o Conselho do BCE decidiu interromper a produção das notas de €500, excluindo-a da série Europa, tomando em consideração preocupações de que esta nota poderia facilitar atividades ilícitas. A emissão da nota de €500 será interrompida por volta do final de 2018, quando se prevê a introdução das notas de €100 e €200 da série Europa. As restantes denominações – de €5 a €200 – manter-se-ão em circulação. A produção de notas de euro é partilhada entre os BCN da área do euro, aos quais foi atribuída uma produção conjunta de 6.22 mil milhões de notas em 2016.

Devido ao papel internacional do euro e à confiança generalizada nas notas de euro, a nota de €500 manterá o curso legal, podendo continuar a ser utilizada como meio de pagamento e reserva de valor. A nota de €500, como as restantes denominações de notas de euro, conservará sempre o seu valor e poderá ser trocada nos BCN da área do euro por um período ilimitado.

Após a decisão de interromper a emissão das notas de €500, a circulação da nota de €500 diminuiu em 2016. Esta diminuição foi em parte compensada por uma maior procura de notas de €200, €100 e €50.

Processamento de notas de euro



Estima-se que, em termos de valor, cerca de um terço das notas de euro em circulação seja detido fora da área do euro. Estas notas são predominantemente detidas em países vizinhos e são principalmente de denominações mais elevadas. São utilizadas como reserva de valor e para a liquidação de transações em mercados internacionais.

Em 2016, o número total de moedas de euro em circulação aumentou 4.2%, situando-se em 121.0 mil milhões no final de 2016. Nesta data, o valor das moedas em circulação situava-se em €26.9 mil milhões, um aumento de 3.6% face ao final de 2015.

Em 2016, os BCN da área do euro verificaram a autenticidade e a aptidão para circulação de cerca de 32.3 mil milhões de notas, retirando de circulação aproximadamente 5.4 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 cumpram as normas do BCE de verificação da autenticidade e aptidão das notas de euro antes de serem colocadas novamente em circulação. Em 2016, as instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário recorreram a estas máquinas para verificar a autenticidade e aptidão de cerca de 33 mil milhões de notas de euro.

3.2 Uma nova nota de €50

Uma nova nota de €50



Em 5 de julho de 2016, foi apresentada a nova nota de €50, que entrará em circulação em 4 de abril de 2017. A introdução da nova nota é o passo mais recente no sentido de tornar as notas de euro ainda mais seguras. Depois das notas de €5, €10 e €20, a nova nota de €50 é a quarta denominação da [série Europa](#) a ser introduzida. Contém elementos de segurança reforçados, incluindo o “número esmeralda”, que apresenta um efeito luminoso de movimento ascendente e descendente e, dependendo do ângulo de observação, também muda de cor, e uma “janela com retrato” – um elemento inovador utilizado pela primeira vez na nota de €20 da série Europa. Quando se observa a nota contra a luz, uma janela transparente perto da parte superior do holograma revela um retrato de Europa (uma figura da mitologia grega), visível em

ambos os lados da nota. O mesmo retrato aparece também na marca de água.

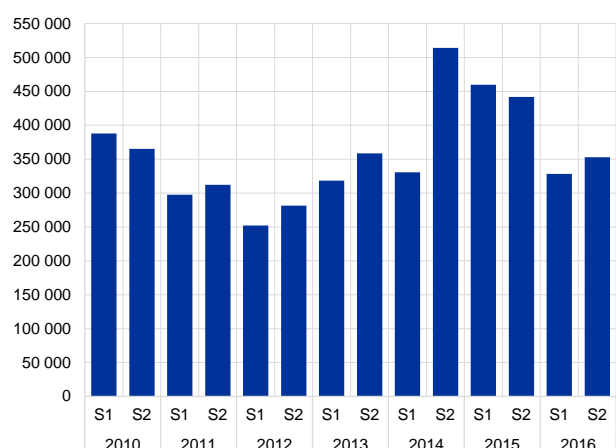
Nos preparativos para a introdução da nova nota de €50, o BCE e os BCN da área do euro realizaram uma campanha de informação destinada quer ao público em geral quer aos profissionais que operam com numerário sobre a nova nota e os

respetivos elementos. 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.

3.3 Contrafação de notas de euro

Gráfico 34

Número de contrafações de notas de euro retiradas de circulação



Fonte: BCE.

O número total de contrafações de notas de euro diminuiu em 2016, tendo sido retiradas de circulação cerca de 685 000 contrafações. Em comparação com o número de notas de euro genuínas em circulação, a percentagem de contrafações é muito baixa. A evolução a longo prazo da quantidade de contrafações retiradas de circulação é apresentada no Gráfico 34. Os falsificadores têm como alvo preferido as notas de €20 e €50, as quais em 2016 corresponderam, no seu conjunto, a cerca de 80% do total de contrafações apreendidas. A percentagem de contrafações da nota de €20 diminuiu em 2016.

O BCE continua a aconselhar o público a permanecer atento à possibilidade de fraude, a não esquecer o teste 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.

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 2016, o SEBC continuou a disponibilizar regularmente estatísticas da área do euro sem problemas e de forma atempada. Além disso, envidou esforços consideráveis no cumprimento dos novos requisitos de estatísticas bastante atempadas, de elevada qualidade e mais granulares por país, setor e instrumento.

Estes requisitos resultaram na necessidade de “ir além dos agregados”, um tema ao qual o BCE dedicou a 8.ª Conferência de Estatística em julho de 2016⁹⁰.

4.1 Estatísticas novas e melhoradas da área do euro

Em julho de 2016, o BCE deu início à recolha diária de dados das transações sobre o mercado monetário do euro nos bancos de maior dimensão da área do euro, abrangendo os principais segmentos de mercado (ou seja, os segmentos com garantia, sem garantia, de *swaps* em moeda estrangeira e de *swaps* indexados pelo prazo *overnight*), com cerca de 45 000 registos de transações diárias. Esta informação apoiará diversas funções de política, permitindo a publicação de novas estatísticas.

Foram recolhidas novas estatísticas melhoradas sobre as sociedades de seguros, ao abrigo do Regulamento BCE/2014/50 (e da Diretiva Solvência II) para o primeiro e segundo trimestres de 2016. Estes dados são o resultado de uma colaboração plurianual entre o BCE e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma e entre os BCN e as ANC, e destinam-se a aliviar o esforço de prestação de informação sobre o setor. Estes dados estão em fase de avaliação e agregação antes da publicação prevista para 2017.

Em abril de 2016, a posição de investimento internacional da área do euro incluía pela primeira vez uma reconciliação completa dívida-fluxo, e as contas trimestrais da área do euro incluíam dados de “quem para quem” referentes aos títulos, além dos depósitos e empréstimos.

Em setembro de 2016, o BCE iniciou a publicação de formulários mensais sobre reservas internacionais e liquidez em moeda estrangeira do BCE e do Eurosistema com um desfasamento de 15 dias, adiantando a sua publicação 15 dias de calendário.

Em novembro de 2016, o BCE iniciou a publicação de dados trimestrais adicionais e mais pormenorizados sobre a solidez financeira de bancos significativos diretamente supervisionados pelo BCE, com algumas estatísticas disponíveis por país e categoria, destinados a melhorar a transparência no que se refere à qualidade dos ativos dos bancos e apoiar a disciplina de mercado.

Em dezembro de 2016, o BCE publicou os resultados da segunda ronda do Inquérito à Situação Financeira das Famílias, que abrangeu mais de 84 000 famílias na área do euro (exceto na Lituânia) bem como na Hungria e na Polónia (ver também a Secção 5 do Capítulo 2). A análise das conclusões do inquérito permitirá uma melhor compreensão da forma como a heterogeneidade microeconómica afeta os resultados macroeconómicos.

⁹⁰ Para mais informações, ver o [sítio do BCE](#).

4.2 Outros desenvolvimentos estatísticos

O SEBC continuou a desenvolver plataformas de microdados novas ou substancialmente melhoradas como principal fonte das suas estatísticas. A informação granular, embora implique uma maior carga para a função estatística do SEBC em termos de processamento de dados e garantia de qualidade, tem a potencial vantagem de reduzir a carga sobre os agentes de reporte. Além disso, permite flexibilidade e agilidade na adaptação às necessidades do utilizador e aumenta a qualidade e consistência interna dos dados recolhidos.

A emissão de informação pela Base de Dados de Informação Centralizada sobre Títulos foi alargada de modo a facilitar, nomeadamente, a gestão de ativos de garantia.

Em maio de 2016, o BCE aprovou um novo Regulamento sobre estatísticas (BCE/2016/13) que estabelece uma base de dados granulares que compreende dados harmonizados referentes ao crédito e ao risco de crédito para o Eurosistema. O conjunto de dados AnaCredit fornecerá, a partir do final de 2018, informação mensal empréstimo-a-empréstimo sobre o crédito concedido por bancos da área do euro e pelas suas sucursais no estrangeiro a empresas e outras entidades legais, como se encontra definido no Regulamento (não sendo abrangidas pessoas singulares). Paralelamente, a capacidade da Base de Dados de Registo de Instituições e Filiais será alargada a fim de incluir as necessárias informações sobre sociedades não financeiras.

Em agosto de 2016, o BCE alterou o Regulamento e a Orientação relativos a estatísticas sobre as detenções de títulos, a fim de captar características adicionais em matéria de contabilidade e risco de crédito de grupos bancários. Além disso, a lista de grupos bancários inquiridos será alargada de forma a abranger todos os grupos significativos diretamente supervisionados pelo BCE. A Orientação alterada estabelece também um quadro de gestão de qualidade de dados para avaliar e assegurar a qualidade dos dados resultantes.

O SEBC atribui grande importância à qualidade das suas estatísticas, enquanto procura reduzir a carga de reporte a um mínimo. A este respeito, a integração dos requisitos estatísticos e de supervisão é essencial para simplificar o processo global de reporte pelos bancos às autoridades nacionais e europeias. Três vertentes de trabalho nesta área estão relacionadas com: i) a evolução do Dicionário de Reporte Integrado dos Bancos, em cooperação com o setor, definindo regras comuns a aplicar pelos bancos quando reportam às autoridades⁹¹, ii) a definição de um Dicionário Único de Dados para o Eurosistema e o MUS, e iii) o estabelecimento de um Quadro de Reporte Europeu único e harmonizado para os bancos.

Em outubro de 2016, o BCE decidiu melhorar ainda mais a transparência da avaliação de impacto realizada de acordo com os novos regulamentos do BCE

⁹¹ Para mais informações, ver <http://banks-integrated-reporting-dictionary.eu/>.

sobre estatísticas europeias, realizando, se necessário, uma consulta pública, para além dos procedimentos de mérito e de custos conduzidos desde 2000.

Em novembro de 2016, a Comissão Europeia e o BCE assinaram um Memorando de Entendimento entre o Eurostat e a Direção-Geral de Estatística do BCE sobre a garantia de qualidade das estatísticas subjacentes ao procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos.

Em 2016, o BCE continuou a tornar as suas estatísticas mais acessíveis e fáceis de utilizar, por exemplo através de uma nova funcionalidade de pesquisa no *Statistical Data Warehouse* (o serviço de divulgação de estatísticas *online* do BCE), gráficos dinâmicos, uma atualização da aplicação *ECBstatsApp* e novas explicações no sítio do BCE “Estatísticas da área do euro”.

5 Estudos económicos

A produção de investigação científica de elevada qualidade contribui para proporcionar fundamentos sólidos e rigorosos de análise política do BCE, dando assim um importante contributo para atingir os objetivos de política. Ao longo de 2016, a investigação económica no BCE proporcionou novas informações acerca de várias prioridades analíticas desafiantes e em mudança. Além disso, as atividades de três redes de investigação promoveram uma intensa colaboração entre os investigadores em todo o SEBC⁹².

5.1 Núcleos e prioridades de investigação do BCE

A investigação realizada no BCE é organizada em torno de sete grupos de pesquisa, que abrangem uma vasta gama de tópicos económicos e financeiros (ver Figura 1). Estas equipas contribuem para coordenar a agenda de investigação do Banco entre as áreas de trabalho. Além disso, a fim de melhor explorar a grande variedade de talentos de investigação que existe no BCE, os grupos cooperam entre si sobre tópicos de interesse comum. Em 2016, as equipas de investigação do BCE centraram-se em quatro prioridades de estudo fundamentais (ver Figura 2), que apresentam informações relacionadas com a transmissão de política monetária, os fatores subjacentes à baixa inflação e o funcionamento dos novos acordos institucionais na UEM. Para além destas áreas fundamentais, a investigação incidiu também sobre o modesto desempenho do crescimento da área do euro, a conjuntura económica mundial, a política bancária e microprudencial, bem como o desenvolvimento e aperfeiçoamento de modelos. Esta última área incidiu sobre a evolução de modelos mais atualizados por país e para o conjunto da área do euro, destinados a captar com maior rigor as interações entre os setores financeiro e real da economia.

⁹² No [sítio do BCE](#), é disponibilizada informação mais pormenorizada sobre as atividades de investigação do BCE, incluindo informações sobre eventos, publicações e redes associados à investigação.

Figura 1

Grupos de investigação do BCE

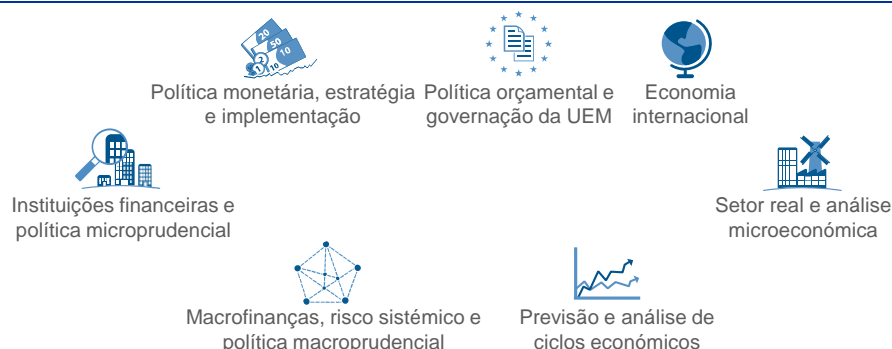


Figura 2

Prioridades de investigação em 2016

<p>1. Política monetária não convencional Compra de ativos e operações de refinanciamento Limite inferior efetivo das taxas de juro Ajustamento sustentado da inflação</p>	<p>2. Inflação numa conjuntura em mudança Risco de desancoragem das expetativas de inflação Fatores internos e mundiais impulsionadores da inflação reduzida</p>
<p>3. O novo quadro macroprudencial Eficácia de políticas alternativas Regulamentação relativa ao capital e à liquidez</p>	<p>4. Aprofundamento da UEM e convergência Governação da UEM e política orçamental Competitividade e convergência</p>

5.2 Redes de investigação do Eurosistema/SEBC

As redes de investigação do Eurosistema/SEBC alcançaram progressos significativos ao longo de 2016, tendo as três redes apresentado importantes informações sobre o funcionamento das economias da UE e da área do euro.

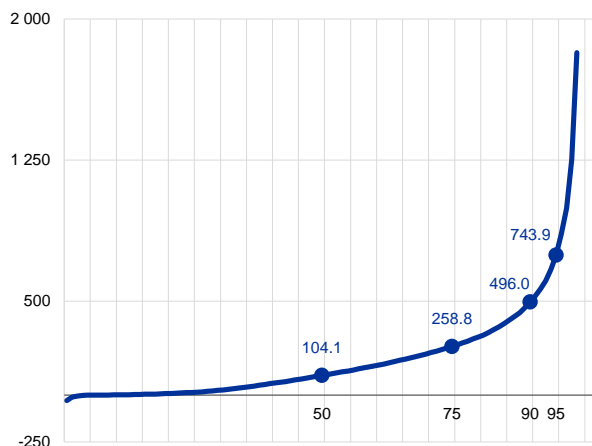
A rede sobre a dinâmica salarial concluiu a terceira ronda do seu inquérito, destinado a avaliar de que forma as empresas da UE reagiram aos diversos choques e reformas estruturais que ocorreram durante o período 2010-2013. O inquérito abrange mais de 25 000 empresas de 25 países da UE e produz um conjunto de dados totalmente harmonizado que permite obter uma análise rigorosa entre países. Ao longo do ano, a rede publicou relatórios sobre cada país, com as principais conclusões, bem como um artigo no *Boletim Económico* do BCE, que realçava os novos dados mais abrangentes sobre ajustamentos salariais. Uma das principais informações divulgadas por este trabalho é que a frequência de alterações salariais nos países da UE foi menor durante o período 2010-2013 do que no período anterior à crise (2002-2007). Isso parece dever-se, pelo menos em parte, à resistência das empresas em reduzir os salários de base, embora estes

tenham sido mais baixos nos países sujeitos a um programa de ajustamento macroeconómico.

Gráfico 35

Distribuição de riqueza pelas famílias da área do euro

(eixo dos y: milhares de euros; eixo dos x: percentis de património líquido)



Fonte: Inquérito à Situação Financeira das Famílias do Eurosistema.

A rede sobre o financiamento e consumo das famílias coordena a produção do Inquérito à Situação Financeira das Famílias e analisa os dados resultantes, tendo como objetivo último compreender de que forma as diferenças entre consumidores podem contribuir para explicar a evolução económica agregada. Em 2016, esta rede publicou um relatório que apresentava os resultados da segunda ronda do inquérito, abrangendo mais de 84 000 famílias em 20 países. Um ponto fulcral do inquérito incide sobre a riqueza das famílias e a respetiva distribuição (ver Gráfico 35). O património líquido de uma família mediana é de €104 100; o percentil 75 da distribuição é de €258 800, o 90 é de €496 000 e o 95 é de €743 900. A rede realizou a sua investigação em diversas áreas abrangentes, incluindo: os fatores determinantes do consumo; o estudo da fragilidade financeira das famílias para a avaliação dos instrumentos

macroprudenciais; os efeitos distributivos dos preços dos ativos e da política monetária⁹³; a medição da distribuição de riqueza entre as famílias; e a resposta das despesas de consumo à política fiscal.

Ao longo de 2016, a rede de investigação sobre a competitividade continuou a funcionar como plataforma central para os investigadores do SEBC na área da análise de produtividade e competitividade. Os resultados das investigações foram particularmente ricos no que se refere ao comércio internacional, à transmissão internacional de choques económicos e à eficiência de afetação de recursos na UE. Um dos principais progressos da rede em 2016 foi a recolha e divulgação da quinta edição do conjunto de dados da rede ao nível das empresas da UE. O conjunto de dados consiste num leque abrangente de indicadores relacionados com a produtividade e é único em termos de cobertura e comparabilidade entre os países. A investigação com base nestes novos dados proporciona informações sobre a ligação entre os ganhos de produtividade e a criação de emprego na área do euro.

5.3 Conferências e publicações

Nos últimos anos, a investigação de ponta e o diálogo com os economistas que trabalham no meio académico tornaram-se cada vez mais importantes, à medida que aumentavam o número e a complexidade das questões relevantes para o BCE. Tendo isso em conta, o BCE organizou diversos eventos relacionados com investigação de alto nível em 2016, que incidiram sobre algumas das questões mais

⁹³ Ver também a Caixa 5 na Secção 2.1 do Capítulo 1.

prementes enfrentadas pelos bancos centrais. Dois dos mais importantes foram o Fórum do BCE sobre Bancos Centrais, em Sintra, e a primeira Conferência Anual de Investigação do BCE. Outras conferências importantes incluíram o Fórum de Investigação Internacional sobre Política Monetária, o 9.º Encontro de Trabalho do BCE sobre Técnicas de Previsão e a 12.ª Conferência da Rede de Investigação sobre a Competitividade.

Muitas das atividades de investigação do BCE resultaram igualmente em documentos publicados. No total, foram publicados 115 documentos na Série Documentos de Trabalho do BCE ao longo de 2016. Além disso, os especialistas do BCE foram autores ou coautores de 73 documentos publicados em revistas de referência. Este conjunto de documentos de investigação de elevada qualidade proporcionou também a base para uma melhor divulgação das conclusões a nível da investigação a um público mais vasto e mais generalizado, por exemplo através do *Research Bulletin* (Boletim de Estudos) do BCE.

6 Atividades e deveres jurídicos

Em 2016, 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. Por último, o BCE adotou vários atos e instrumentos jurídicos relacionados com as suas funções de supervisão.

6.1 Participação do BCE em processos judiciais na esfera da UE

Em setembro de 2016, o Tribunal de Justiça da União Europeia pronunciou-se sobre os recursos de dois conjuntos de casos apresentados por alguns depositantes de bancos cipriotas sujeitos a medidas de resolução em 2013. Os requerentes alegavam que as medidas de resolução em causa tinham sido impostas pelo BCE e pela Comissão Europeia com base no seu envolvimento nas reuniões do Eurogrupo e no seu papel na negociação e adoção do Memorando de Entendimento Cipriota.

No primeiro conjunto de casos⁹⁴, os requerentes solicitaram a anulação da declaração do Eurogrupo de 25 de março de 2013 relativa ao programa de assistência financeira de Chipre e, em particular, à reestruturação do setor bancário. O Tribunal de Justiça confirmou a decisão do Tribunal Geral de que a declaração contestada do Eurogrupo não podia ser considerada como uma decisão conjunta da Comissão e do BCE. O Tribunal de Justiça observou também que a adoção pelas autoridades cipriotas do quadro jurídico necessário para a reestruturação dos bancos não poderia ser considerada como tendo sido imposta por uma alegada

⁹⁴ Processos apensos C-105/15 P a C-109/15 P.

decisão conjunta da Comissão e do BCE à qual foi dada expressão concreta na declaração do Eurogrupo. Os casos foram portanto julgados inadmissíveis.

No segundo conjunto de casos⁹⁵, os requerentes intentaram uma ação de indemnização pelas perdas alegadamente sofridas em resultado da inclusão no Memorando de Entendimento Cipriota de parágrafos que referem a resolução de dois bancos cipriotas, solicitando, cumulativamente ou em alternativa, a anulação destes parágrafos contestados. O Tribunal de Justiça anulou as decisões de inadmissibilidade do Tribunal Geral com base no facto de a conduta alegadamente ilegal das instituições da UE, mesmo no quadro jurídico do Tratado que cria o Mecanismo Europeu de Estabilidade (“Tratado que cria o MEE”), poder, em teoria, dar origem a um passivo da União Europeia, ao abrigo do artigo 340.º, n.ºs 2 e 3, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. Esta conclusão teve por base a obrigação da Comissão Europeia, ao abrigo do artigo 17.º, n.º 1, do Tratado da União Europeia, de promover o interesse geral da União e controlar a aplicação do direito da UE, e a sua obrigação, ao abrigo do artigo 13.º, n.ºs 3 e 4, do Tratado que cria o MEE, de assegurar que qualquer Memorando de Entendimento negociado pelo MEE seja compatível com o direito da UE. O Tribunal de Justiça determinou no essencial que, tendo em vista o objetivo do interesse geral prosseguido pela União Europeia, nomeadamente o objetivo de assegurar a estabilidade financeira do sistema bancário na área do euro, as medidas de resolução identificadas no Memorando de Entendimento Cipriota não constituíam uma interferência intolerável e desproporcionada no direito de propriedade dos requerentes. Por conseguinte, não se poderia considerar que a Comissão Europeia, em virtude de ter autorizado a adoção do parágrafo em causa no Memorando de Entendimento Cipriota, tivesse contribuído para uma violação do direito de propriedade dos requerentes. Assim, o Tribunal de Justiça indeferiu o pedido de indemnização, considerando-o desprovido de qualquer fundamento de direito.

Em julho de 2016, o Tribunal Geral da UE decidiu a favor do BCE, no caso de um pedido de anulação e de indemnização relativo a determinadas decisões do Conselho do BCE relacionadas com a cedência de liquidez em situação de emergência a bancos gregos pelo Bank of Greece. No Processo T-368/15, o requerente alegava que as decisões contestadas relacionadas com a cedência de liquidez em situação de emergência eram ilegais, tendo “resultado inevitavelmente” em férias bancárias temporárias e controlos de capitais impostos pelas autoridades gregas no verão de 2015, o que por seu turno levou o requerente a incorrer num “prejuízo grave e irreparável”. Relativamente ao pedido de anulação, o Tribunal Geral concluiu que, manifestamente, não tinha sido cumprido o requisito segundo o qual as decisões contestadas em causa deveriam ser do interesse direto do requerente, tendo portanto julgado o pedido inadmissível. Em particular, o Tribunal Geral foi de opinião que, ao manter o limite de cedência de liquidez em situação de emergência, as decisões contestadas não impunham de forma alguma as medidas em causa (ou seja, os controlos de capital), daí resultando que as autoridades

⁹⁵ Processos apensos C-8/15 P a C-10/15 P.

gregas dispunham de plena liberdade para tomar quaisquer outras medidas. O Tribunal Geral também julgou o pedido de indemnização inadmissível.

Em maio de 2016, o Tribunal Geral decidiu sobre um pedido apresentado por 150 empregados do BCE (Processo T-129/14 P) contra uma decisão do Tribunal da Função Pública no Processo F-15/10 relativo às pensões de reforma do BCE. Em maio de 2009, após um processo de reforma de cerca de dois anos, o BCE congelou o Plano de Reforma existente, um sistema híbrido, e adotou um novo regime de pensões, composto por um sistema de benefícios definidos, como primeiro pilar, e um sistema de contribuições definidas, como segundo pilar. Os direitos de pensão são acumulados no Plano de Pensões do BCE para períodos de serviço a partir de 1 de junho de 2009, para todos os empregados, incluindo os admitidos à data de entrada em vigor da reforma ou antes desta data, com uma única exceção aplicável aos empregados que, em 31 de maio de 2009, tinham entre 60 e 65 anos de idade, os quais se manteriam cobertos pelo Plano de Reformas do BCE relativamente aos seus serviços passados e futuros. O pedido apresentado pelos 150 empregados criticava diversos pontos do acórdão em primeira instância com oito fundamentos. No seu acórdão de recurso, o Tribunal Geral confirmou a decisão do Tribunal da Função Pública, rejeitando todos os oito fundamentos na sua totalidade, confirmando assim de novo a plena legalidade da reforma das pensões do BCE. No que se refere ao procedimento seguido para executar a reforma, o Tribunal Geral considerou que o BCE não tinha infringido os princípios de legalidade e de segurança jurídica. Confirmou que as alterações às regras sobre pensões tinham sido decididas em cumprimento das regras em matéria de competências e procedimentos. Quanto às questões substantivas, esta decisão deu origem a uma análise aprofundada da natureza dos direitos de pensão. O Tribunal Geral considerou que os direitos de pensão não fazem parte da noção de “remuneração” na aceção da Diretiva 91/533⁹⁶. Assim, não são um elemento intangível do contrato de trabalho, e o BCE tem o direito de reformar o plano de pensões sem a autorização dos seus empregados. Relativamente ao direito adquirido invocado pelos requerentes de se reformarem a partir dos 60 anos de idade sem redução dos benefícios, o Tribunal Geral lembrou que se trata de jurisprudência estabelecida e, portanto, um funcionário não pode reivindicar um direito adquirido, exceto se os factos que lhe dão origem tiverem decorrido antes da alteração das disposições. Além disso, o Tribunal Geral considerou que os direitos adquiridos dos empregados que tinham atingido a idade de 60 anos quando a reforma entrou em vigor não foram afetados por essa reforma, devido ao regime de transição previsto pelo BCE como parte do pacote de reformas.

6.2 Pareceres do BCE e casos de incumprimento

De acordo com o artigo 127.º, n.º 4, e o artigo 282.º, n.º 5, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (o “Tratado”), o BCE deve ser consultado sobre qualquer proposta de legislação da UE ou nacional, no domínio das suas

⁹⁶ Diretiva do Conselho, de 14 de outubro de 1991, relativa à obrigação de a entidade patronal informar o trabalhador sobre as condições aplicáveis ao contrato ou à relação de trabalho (91/533/CEE).

atribuições⁹⁷. 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 2016, o BCE adotou 8 pareceres relativos a propostas de legislação da UE e 53 pareceres relativos a propostas de legislação nacional, no domínio das suas atribuições.

No âmbito da UE, os pareceres mais significativos⁹⁸ adotados pelo BCE estiveram relacionados com um quadro europeu para uma titularização padrão simples e transparente e alterações ao Regulamento relativo aos requisitos de fundos próprios (CON/2016/11), a representação unificada da área do euro no Fundo Monetário Internacional (CON/2016/22) e o estabelecimento de um sistema europeu de garantia de depósitos (CON/2016/26).

Foram feitas diversas consultas por autoridades nacionais no âmbito de legislação relacionada com notas e moedas⁹⁹, a superintendência de sistemas de pagamentos¹⁰⁰, o sistema de títulos desmaterializados¹⁰¹, requisitos obrigatórios para as transferências a crédito e débitos diretos¹⁰² e a prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo¹⁰³.

O BCE adotou pareceres relativos aos BCN, incluindo os requisitos de auditoria aplicáveis a um BCN¹⁰⁴, os requisitos de reporte de um BCN face ao parlamento nacional¹⁰⁵, o funcionamento de um órgão de decisão de um BCN¹⁰⁶, a redução da remuneração de altos funcionários de um BCN¹⁰⁷, a transferência de capital de uma entidade que realiza operações de política monetária nas suas regiões mais remotas e territórios ultramarinos para o BCN¹⁰⁸, operações de cedência de liquidez

⁹⁷ Em conformidade com o Protocolo (n.º 15) relativo a certas disposições relacionadas com o Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte, anexo aos Tratados, a obrigação de consultar o BCE não se estende ao Reino Unido.

⁹⁸ Os restantes pareceres são: CON/2016/10 relativo a uma proposta de regulamento que altera o Regulamento relativo aos requisitos de fundos próprios, no que diz respeito às isenções aplicáveis aos operadores em mercadorias; CON/2016/15 sobre uma proposta de regulamento relativo ao prospeito a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação; CON/2016/27 sobre uma proposta de regulamento que altera o Regulamento relativo aos mercados de instrumentos financeiros, o Regulamento relativo ao abuso de mercado e o Regulamento relativo às Centrais de Valores Mobiliários e uma proposta de Diretiva que altera a Diretiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros; CON/2016/44 sobre uma proposta de regulamento que altera o Regulamento (UE) n.º 345/2013 relativo aos fundos europeus de capital de risco e o Regulamento (UE) n.º 346/2013 relativo aos fundos europeus de empreendedorismo social; e CON/2016/49 sobre uma proposta de Diretiva que altera a Diretiva (UE) 2015/849 relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo e que altera a Diretiva 2009/101/CE.

⁹⁹ Ver CON/2016/2, CON/2016/4, CON/2016/25, CON/2016/36 e CON/2016/58.

¹⁰⁰ Ver CON/2016/38 e CON/2016/61.

¹⁰¹ Ver CON/2016/46.

¹⁰² Ver CON/2016/13.

¹⁰³ Ver CON/2016/23.

¹⁰⁴ Ver CON/2016/24, CON/2016/30, CON/2016/33 e CON/2016/52.

¹⁰⁵ Ver CON/2016/33, CON/2016/35 e CON/2016/52.

¹⁰⁶ Ver CON/2016/9, CON/2016/33, CON/2016/47 e CON/2016/52.

¹⁰⁷ Ver CON/2016/32.

¹⁰⁸ Ver CON/2016/14.

realizadas por um BCN¹⁰⁹, funções de resolução de um BCN¹¹⁰, o papel desempenhado por um BCN relativamente a um regime de garantia de depósitos¹¹¹, a supervisão pelos BCN da prestação de serviços de pagamentos¹¹², instituições fiduciárias¹¹³ e acordos de crédito ao consumo¹¹⁴, operação de centrais de registo de crédito e registos de contas bancárias pelos BCN¹¹⁵, a recolha de estatísticas financeiras por parte de um BCN¹¹⁶, o papel desempenhado por um BCN na avaliação da concorrência no mercado dos empréstimos hipotecários¹¹⁷, o contributo de um BCN para um fundo administrado pelo FMI¹¹⁸, o papel de um BCN no reporte de uma taxa de prémio de seguro¹¹⁹, os instrumentos de política monetária dos BCN não pertencentes à área do euro¹²⁰, a exclusão de direitos de compensação relativamente aos direitos mobilizados como garantia junto de bancos centrais do SEBC¹²¹ e a emissão de notas comemorativas por parte de um BCN¹²².

O BCE adotou pareceres relativamente a vários aspetos das atividades das instituições financeiras¹²³, incluindo a hierarquia de insolvência dos credores das instituições de crédito¹²⁴, a imposição de limites às taxas variáveis sobre empréstimos hipotecários¹²⁵, a remuneração de contas de depósito de poupança¹²⁶, os requisitos de amortização de hipotecas¹²⁷, o reembolso de determinados diferenciais cobrados sobre empréstimos cambiais¹²⁸, a reestruturação de empréstimos cambiais¹²⁹, a reforma de bancos cooperativos¹³⁰, as restrições à aquisição de imobiliário ou capital social por instituições de crédito¹³¹, a nomeação de membros do conselho de supervisão de um banco¹³², o rácio do rendimento em relação aos pagamentos e rácio do valor da garantia em relação aos empréstimos¹³³, um fundo de garantia para a titularização de créditos não

¹⁰⁹ Ver [CON/2016/55](#).

¹¹⁰ Ver [CON/2016/5](#) e [CON/2016/28](#).

¹¹¹ Ver [CON/2016/3](#) e [CON/2016/6](#).

¹¹² Ver [CON/2016/19](#).

¹¹³ Ver [CON/2016/16](#).

¹¹⁴ Ver [CON/2016/31](#) e [CON/2016/34](#).

¹¹⁵ Ver [CON/2016/42](#) e [CON/2016/57](#).

¹¹⁶ Ver [CON/2016/29](#).

¹¹⁷ Ver [CON/2016/54](#).

¹¹⁸ Ver [CON/2016/21](#).

¹¹⁹ Ver [CON/2016/45](#).

¹²⁰ Ver [CON/2016/12](#), [CON/2016/40](#) e [CON/2016/56](#).

¹²¹ Ver [CON/2016/37](#).

¹²² Ver [CON/2016/60](#).

¹²³ Ver [CON/2016/17](#), [CON/2016/41](#), [CON/2016/50](#), [CON/2016/1](#), [CON/2016/18](#) e [CON/2016/55](#).

¹²⁴ Ver [CON/2016/7](#), [CON/2016/28](#) e [CON/2016/53](#).

¹²⁵ Ver [CON/2016/54](#).

¹²⁶ Ver [CON/2016/51](#).

¹²⁷ Ver [CON/2016/18](#).

¹²⁸ Ver [CON/2016/50](#).

¹²⁹ Ver [CON/2016/39](#).

¹³⁰ Ver [CON/2016/17](#) e [CON/2016/41](#).

¹³¹ Ver [CON/2016/48](#).

¹³² Ver [CON/2016/28](#).

¹³³ Ver [CON/2016/8](#).

produtivos¹³⁴, a imposição de um imposto sobre determinadas instituições financeiras¹³⁵, o funcionamento de centrais de registo de crédito¹³⁶ e o funcionamento de fundos de garantia de depósitos nacionais¹³⁷.

O BCE adotou também um parecer sobre o papel desempenhado pelo representante de uma autoridade de supervisão financeira nacional junto do Conselho de Supervisão do BCE¹³⁸.

Registaram-se oito casos de incumprimento da obrigação de consulta ao BCE relativamente a projetos de legislação nacional, sendo alguns casos considerados claros e importantes¹³⁹.

O BCE não foi consultado pelo Ministério da Economia e das Finanças italiano quanto ao Decreto-Lei relativo a medidas urgentes para a proteção de poupanças no setor bancário, o qual tinha por objetivo fixar o quadro jurídico para a concessão de assistência financeira pública extraordinária aos bancos italianos. O BCE não foi consultado pelo Ministério das Finanças grego quanto à lei relativa aos pagamentos eletrónicos.

Por último, o BCE não foi consultado pelo Ministério da Economia Nacional húngaro sobre uma Lei relativa às comunidades nacionais de construção de habitação¹⁴⁰, o que suscitou preocupações sobre uma possível violação da independência do banco central.

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

6.3 Evolução jurídica relacionada com o Mecanismo Único de Supervisão

Em 2016, o BCE adotou diversos instrumentos jurídicos relativos ao desempenho das suas atribuições de supervisão, que foram publicados no Jornal Oficial da União Europeia e no sítio do BCE. O *Relatório Anual do BCE sobre as atividades de supervisão referente a 2016* inclui uma lista dos instrumentos jurídicos relativos à supervisão bancária que foram adotados em 2016.

¹³⁴ Ver [CON/2016/17](#).

¹³⁵ Ver [CON/2016/1](#).

¹³⁶ Ver [CON/2016/42](#).

¹³⁷ Ver [CON/2016/3](#) e [CON/2016/6](#).

¹³⁸ Ver [CON/2016/43](#).

¹³⁹ Estes incluem: i) casos em que uma autoridade nacional não submeteu para 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 elaborar o seu parecer antes da adoção dessas disposições.

¹⁴⁰ Lei relativa às comunidades nacionais de construção de habitação, publicada no *Magyar Kozlony* (o Jornal Oficial húngaro), Edição 49, 11 de abril de 2016.

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 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. 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 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, 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 2016 confirmou 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 2016 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 a remuneração de depósitos do setor público não ultrapassa o limite máximo, ainda que o mesmo seja negativo.

O BCE considerou que a criação e o financiamento da MARK Zrt., uma sociedade de gestão de ativos, pelo Magyar Nemzeti Bank constituíam uma violação da proibição de financiamento monetário, que deveria ser corrigida.

Em maio de 2016, o Magyar Nemzeti Bank disponibilizou uma facilidade de liquidez intercalar pelo prazo de 3 meses ao sistema de indemnização dos investidores húngaro, o Karrendezési Alap. O BCE considerou que esta operação poderá entrar em conflito com a proibição de financiamento monetário, dado que existiam outras opções capazes de disponibilizar financiamento de curto prazo ao sistema de indemnização dos investidores e que não teriam implicado o envolvimento financeiro do Magyar Nemzeti Bank. Este caso não deve, por isso, abrir um precedente.

No seguimento das preocupações suscitadas no *Relatório Anual do BCE* de 2014 e 2015, o BCE continuou a acompanhar vários programas lançados em 2014 e 2015 pelo Magyar Nemzeti Bank não relacionados com a política monetária e que

poderiam entrar 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 pelo Magyar Nemzeti Bank, um programa de promoção da literacia financeira a funcionar através de uma rede de seis fundações e a estratégia de investimento destas fundações, a transferência de pessoas anteriormente empregadas pela Autoridade de Supervisão Financeira húngara para o banco central, um programa de aquisição de obras de arte e bens culturais húngaros, e um programa de incentivo aos bancos para comprarem títulos elegíveis, mais especificamente, obrigações de dívida pública. Em virtude da sua multiplicidade, âmbito e dimensão, o BCE continuará a acompanhar atentamente estas operações, com vista a assegurar que a sua execução não resulta num conflito com as proibições de financiamento monetário e de acesso privilegiado. O Magyar Nemzeti Bank deve 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. Adicionalmente, o BCE continuará a acompanhar o envolvimento do Magyar Nemzeti Bank na Bolsa de Valores de Budapeste, dado que a aquisição de uma participação maioritária nesta Bolsa pelo Magyar Nemzeti Bank em novembro de 2015 pode ainda suscitar preocupações de financiamento monetário.

A redução de ativos relacionados com a Irish Bank Resolution Corporation pelo Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland em 2016, sobretudo 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 no respeitante ao financiamento monetário.

7 Relações internacionais e europeias

7.1 Relações europeias

Em 2016, 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. Foram tomadas novas medidas ao longo do ano no sentido de concluir a união bancária e continuar a reparar o setor financeiro da área do euro. A situação económica na área do euro e o programa de ajustamento macroeconómico para a Grécia também caracterizaram 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 reforçar a retoma na Europa foi um dos temas em discussão nas reuniões do Conselho Europeu nas quais participou o Presidente do BCE.

7.1.1 Concluir a União Económica e Monetária europeia

Foram tomadas outras medidas no sentido de concluir a UEM, em linha com o roteiro estabelecido em 2015 na publicação conhecida como Relatório dos Cinco Presidentes, intitulada “Concluir a União Económica e Monetária europeia”.

Foram alcançados progressos em termos de união bancária com a aplicação da Diretiva relativa à recuperação e resolução de instituições de crédito e empresas de investimento e da Diretiva relativa aos sistemas de garantia de depósitos. Ao longo do ano, o BCE continuou a advogar medidas decisivas rumo à conclusão da união bancária, em particular discussões técnicas destinadas a criar um mecanismo de apoio comum credível ao Fundo Único de Resolução e um sistema europeu de garantia de depósitos. Em conjunto com a união bancária, a união europeia dos mercados de capitais tem potencial para tornar o sistema financeiro mais resiliente, melhorando a partilha de riscos transfronteiras e fomentando um acesso mais amplo e mais fácil ao financiamento.

No que se refere ao quadro de governação económica, entrou em funcionamento o Conselho Orçamental Europeu. Numa análise prospetiva, o mandato e a independência institucional do Conselho Orçamental Europeu deverão ser reforçados por forma a assegurar que este possa desempenhar um papel importante no aumento da transparência e num melhor cumprimento das regras orçamentais¹⁴¹. Em 20 de setembro de 2016, o Conselho da UE emitiu uma recomendação instando os países da área do euro para que estabeleçam conselhos de produtividade nacionais. Os conselhos de produtividade poderão dar um novo impulso à implementação de reformas estruturais nos países da área do euro. A sua eficácia depende não só do elevado nível esperado de competência técnica dos conselhos, mas também da sua total independência. O trabalho dos conselhos de produtividade deverá assegurar que a dimensão europeia seja suficientemente tomada em consideração, partilhando as melhores práticas entre os Estados-Membros e promovendo a dimensão da área do euro, quando avaliam e abordam questões de produtividade ao nível dos Estados-Membros.

Além disso, o BCE sublinhou repetidamente a necessidade de uma aplicação coerente e rigorosa das disposições do atual enquadramento de governação, cujos resultados, até à data, não têm sido satisfatórios. Isso é exemplificado pela aplicação limitada das recomendações específicas por país da Comissão Europeia (ver também a Secção 1.6 do Capítulo 1) e pela falta de cumprimento dos requisitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

A total aplicação das regras orçamentais e uma coordenação mais eficaz das políticas económicas serão requisitos prévios para a criação da confiança necessária entre os Estados-Membros, a fim de prosseguir o aprofundamento da UEM. O BCE salientou a importância de uma maior soberania partilhada no médio a

¹⁴¹ Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “The creation of a European Fiscal Board”, *Boletim Económico*, Número 7, BCE, 2015.

longo prazo, por exemplo, através de uma governação reforçada, passando de um sistema de regras para um maior enfoque nas instituições¹⁴².

Ao mesmo tempo, a Europa enfrenta também desafios fora da esfera económica, nomeadamente no domínio da migração e da segurança. É necessária uma economia forte para fazer face a estes aspetos de forma sustentável. A conclusão da UEM é portanto um esforço importante para tornar a Europa mais forte. O Eurosistema dispôs-se a apoiar estes trabalhos.

7.1.2 Cumprimento da responsabilização democrática

O BCE é uma instituição independente que dispõe de total independência na utilização dos instrumentos necessários ao seu mandato. A responsabilização é a contrapartida necessária a essa independência, e o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia estipula que o BCE seja primeiramente responsabilizado perante o Parlamento Europeu, enquanto órgão composto por representantes dos cidadãos da UE democraticamente eleitos.

Em 2016, o Presidente do BCE esteve presente em quatro audições regulares da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu¹⁴³. Nestas audições, os deputados do Parlamento Europeu centraram-se em particular na política monetária do BCE, nas políticas do setor financeiro, nos programas de ajustamento macroeconómico e na reforma da governação da área do euro (ver Gráfico 36).

Gráfico 36

Tópicos das questões levantadas durante as audições regulares da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários

(percentagens)



Fonte: BCE.

¹⁴² Ver também o artigo intitulado “[Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#)”, *Boletim Económico*, Número 5, BCE, 2016.

¹⁴³ As declarações introdutórias estão disponíveis no [sítio do BCE](#).

Em 2016, o BCE decidiu publicar, pela primeira vez, as suas reações às informações prestadas pelo Parlamento Europeu como parte da resolução que apresentou no *Relatório Anual* do ano anterior, em resposta a uma sugestão apresentada na resolução do Parlamento Europeu, como medida para melhorar ainda mais a responsabilização¹⁴⁴. Anteriormente, esta reação tinha sido apenas comunicada aos deputados do Parlamento Europeu, juntamente com o *Relatório Anual*.

Quadro 3

Panorâmica geral das audições de 2016 no Parlamento Europeu

Audição	Membro da Comissão Executiva	Data	Tópicos discutidos
Audições regulares da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários (ECON)	Presidente	15 de fevereiro	Ver Gráfico 36
		21 de junho	
		26 de setembro	
		28 de novembro	
Audições relacionadas com o <i>Relatório Anual</i> do BCE	Presidente	1 de fevereiro	Debate plenário sobre o <i>Relatório Anual</i> do BCE de 2014
	Vice-Presidente	7 de abril	Apresentação do <i>Relatório Anual</i> do BCE de 2015 (reunião da ECON)
	Presidente	21 de novembro	Debate plenário sobre o <i>Relatório Anual</i> do BCE de 2015
Outras audições	Sabine Lautenschläger	25 de janeiro	Recolha de dados relativos ao crédito (reunião da ECON)
	Benoît Cœuré	2 de março	Capacidade orçamental para a área do euro (reunião conjunta da ECON e da Comissão dos Orçamentos)
		12 de outubro	Terceiro programa de ajustamento macroeconómico da Grécia (reunião do Grupo de Trabalho sobre Assistência Financeira)

Fonte: BCE.

O BCE também executa as suas obrigações de responsabilização através do reporte regular e de respostas a questões escritas de deputados do Parlamento Europeu. Em 2016, o Presidente do BCE recebeu cartas com essas questões, cujas respostas foram publicadas no sítio do BCE¹⁴⁵. 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.

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. Fora do quadro de responsabilização, outros representantes do BCE participaram em reuniões públicas perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários para discussões técnicas sobre questões relacionadas com áreas de especialização e atribuições do BCE.

¹⁴⁴ Ver parágrafo 23 da Resolução do Parlamento Europeu sobre o Relatório Anual do BCE de 2014, disponível no [sítio do Parlamento Europeu](#).

¹⁴⁵ Todas as respostas do Presidente do BCE a perguntas dos deputados do Parlamento Europeu encontram-se publicadas numa secção dedicada do [sítio do BCE](#).

O BCE é igualmente responsabilizado pelas suas atividades em termos de supervisão bancária perante o Parlamento Europeu e o Conselho da UE¹⁴⁶. Para informações mais pormenorizadas, consultar o [Relatório Anual do BCE sobre as atividades de supervisão referente a 2016](#).

7.2 Relações internacionais

No contexto de uma conjuntura internacional plena de desafios, o BCE participou em discussões em 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 continuaram a apoiar a recuperação económica nascente.

7.2.1 G20

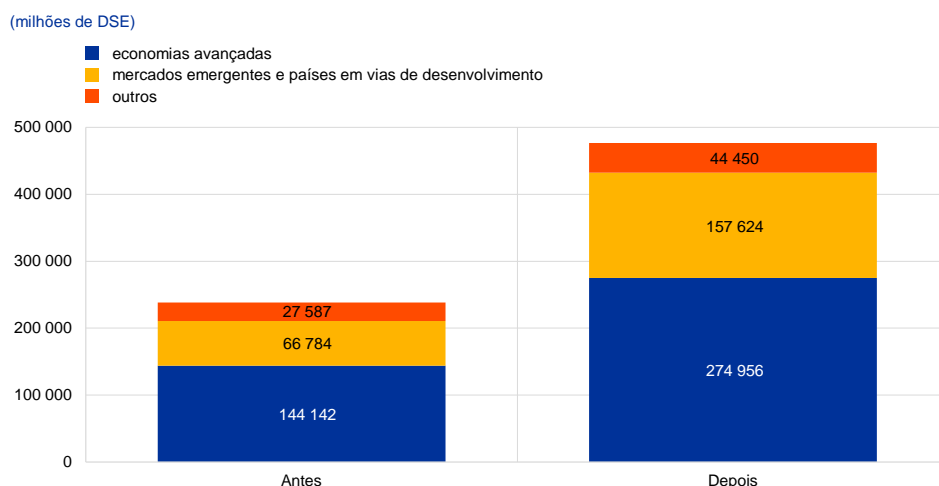
Num contexto de retoma económica mundial que continua a ser lenta, a presidência chinesa do G20 centrou-se no fomento do crescimento mundial e conseguiu salientar o papel desempenhado pelas reformas estruturais para complementar a política monetária e orçamental visando esse objetivo. Além disso, a presidência do G20 alargou o debate sobre os motores de crescimento, de modo a incluir a inovação e digitalização. O G20 adotou ainda outras medidas que permitem uma melhor revisão pelos pares das reformas estruturais ao abrigo da sua “agenda de reformas estruturais reforçada”. Num contexto de crescente sentimento antiglobalização, o G20 incidiu mais no carácter inclusivo e de desigualdade, encorajando ainda progressos no sentido de um contexto fiscal mundial mais justo com novo enfoque na propriedade efetiva e no modo de abordagem de jurisdições fiscais não cooperativas. Os ministros das finanças e os governadores dos bancos centrais do G20, em cujas reuniões participa o Presidente do BCE, comprometeram-se em manter consultas estreitas sobre os mercados cambiais e em evitar qualquer forma de protecionismo em termos de política comercial e de investimento. Foram também intensificados esforços para fazer face ao financiamento do terrorismo, tendo em conta os recentes ataques terroristas. Foi apoiada a finalização dos elementos fundamentais do quadro regulamentar financeiro, com ênfase na implementação atempada, plena e consistente da agenda de reformas acordada para o setor financeiro. Na cimeira de Hangzhou, os líderes do G20 também encorajaram a realização de progressos na promoção do financiamento ecológico e, no contexto das discussões sobre a arquitetura financeira internacional, da avaliação de uma utilização mais ampla dos direitos de saque especiais (DSE), alargando a participação do Clube de Paris e promovendo o papel dos bancos multilaterais de desenvolvimento novos e existentes.

¹⁴⁶ As respostas escritas do Presidente do Conselho de Supervisão do BCE a perguntas dos deputados do Parlamento Europeu são publicadas no sítio de Supervisão Bancária do BCE.

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

O BCE continuou a promover posições europeias comuns em discussões no Fundo Monetário Internacional (FMI) sobre políticas do Fundo e a arquitetura financeira internacional de um modo mais geral. Em termos de governação do FMI, a reforma abrangente de quotas e governação de 2010 tornou-se efetiva no início de 2016, após ratificação pela necessária maioria dos membros do FMI. Como resultado, houve uma transição de mais de 6% das quotas para países dinâmicos de mercados emergentes e em desenvolvimento, refletindo melhor o seu crescente papel na economia mundial. Como parte deste pacote de reformas, os países europeus avançados comprometeram-se a reduzir em dois assentos a sua representação conjunta no Diretório.

Gráfico 37
Distribuição de quotas do FMI antes e depois da reforma de 2010



Fontes: FMI e cálculos de especialistas do BCE.

O BCE apoia um FMI forte, baseado em quotas e suficientemente dotado de recursos no centro do sistema monetário internacional, dando um importante contributo para a estabilidade económica e financeira a nível mundial. Com o apoio dos Estados-Membros da UE, os recursos do FMI baseados em quotas duplicaram para DSE 477 mil milhões em 2016. Os membros do FMI, incluindo vários Estados-Membros da UE, atribuíram cerca de DSE 260 mil milhões à garantia da continuação do acesso do Fundo aos acordos de empréstimo bilaterais ao abrigo de um quadro de governação reforçado. O calendário para as discussões sobre a 15.ª Revisão Geral de Quotas foi alterado para que a revisão fique concluída, o mais tardar, à data das reuniões anuais de 2019.

Sendo vital que as políticas de concessão de empréstimos do FMI continuem a ser relevantes para as necessidades dos seus membros, o FMI avaliou a adequação da rede de segurança financeira mundial, incluindo a sua cobertura, disponibilidade e custos para a cedência de instrumentos de resolução e prevenção de crises.

Na sequência das crises em alguns países da área do euro e dos consequentes programas de ajustamento e crédito da UE/FMI a esses países, o [Gabinete de Avaliação Independente do FMI](#) publicou um relatório abrangente sobre o papel do Fundo durante as crises e a sua participação nos programas de assistência financeira à Grécia, Irlanda e Portugal. Embora o relatório incida em grande parte no processo de tomada de decisão do FMI, inclui também algumas reflexões sobre questões económicas, como as causas da crise e a natureza e adequação das condições de política.

7.2.3 Cooperação técnica

O BCE alargou a sua cooperação técnica com bancos centrais fora da União Europeia, a fim de promover práticas de banca central sólidas, contribuindo assim para a estabilidade monetária e financeira no contexto mundial. As atividades de cooperação refletem o papel do BCE enquanto banco central importante para a economia mundial. O BCE continuou a colaborar com bancos centrais de economias de mercado emergentes do G20 (por exemplo, a Índia e a Turquia) com vista a partilhar a competência técnica e as melhores práticas. Em 2016, foi assinado um novo Memorando de Entendimento com o Banco Central do Brasil, como base para a intensificação da cooperação, que incide sobre tópicos fundamentais de banca central, incluindo política monetária, estabilidade financeira e supervisão bancária. Uma cooperação reforçada com organizações internacionais e regionais apoiou a divulgação do BCE na América Latina, Ásia e África.

A cooperação do BCE com bancos centrais de países que aspiram aderir à União Europeia prosseguiu, principalmente através de uma série de encontros de trabalho a nível regional. Eventos específicos incidiram sobre desafios institucionais no contexto da adesão à UE, supervisão macroprudencial e microprudencial, e independência do banco central, como elementos fundamentais de uma boa governação económica. A cooperação técnica com os bancos centrais de países candidatos e potenciais candidatos à UE decorre em estreita cooperação com os BCN da UE e complementa o acompanhamento e análise regulares por parte do BCE da evolução económica e financeira nesses países e o diálogo de política com os respetivos bancos centrais.

Caixa 9

Brexit – implicações e perspetivas

Em 23 de junho de 2016, o Reino Unido realizou um referendo sobre a permanência na UE. Uma maioria de 51.9% votou a favor da saída do Reino Unido da União Europeia. Nos termos do Artigo 50.º do Tratado da União Europeia, a notificação formal pelo Reino Unido ao Conselho Europeu relativamente à sua intenção de sair da União Europeia dará início a um processo de negociação de um acordo de saída entre a União Europeia e o Reino Unido. Atualmente, o futuro

relacionamento económico do Reino Unido no seio da União Europeia está rodeado de elevada incerteza¹⁴⁷.

O período imediato após o referendo caracterizou-se por elevada incerteza, um curto episódio de volatilidade e uma forte depreciação da libra esterlina. A área do euro suportou o pico de incerteza e volatilidade com uma resistência encorajadora, graças aos preparativos dos bancos centrais e autoridades de supervisão (incluindo mecanismos de apoio à liquidez dos bancos centrais e o envolvimento das autoridades de supervisão com os bancos no que se refere a riscos de liquidez, de financiamento e operacionais) e ao quadro regulamentar reforçado¹⁴⁸. Enquanto os elevados níveis de liquidez excedentária tornaram improvável que o BCE tivesse de recorrer a medidas de contingência, ficou assegurado – como se refere no [comunicado](#) do BCE de 24 de junho de 2016 – que seria cedida liquidez adicional se necessário, inclusivamente através de [acordos de swap permanentes](#) com o Bank of England. Além disso, a Supervisão Bancária do BCE tinha estado em estreito contacto com os bancos mais expostos antes do referendo, a fim de assegurar que procediam a um acompanhamento cuidadoso dos riscos e a preparativos para os possíveis resultados do referendo.

Em termos prospetivos, é difícil prever as implicações económicas exatas do referendo. Dependerão, nomeadamente, do momento, progresso e resultado final das futuras negociações entre a União Europeia e o Reino Unido. O impacto do resultado do referendo sobre as perspetivas económicas para a área do euro foi analisado nas [projeções macroeconómicas de setembro de 2016 elaboradas por especialistas do BCE](#) e numa [caixa do Boletim Económico do BCE](#), que aponta para um impacto apenas limitado sobre a atividade económica na área do euro no curto prazo. Além disso, o [Financial Stability Review](#) do BCE de novembro de 2016 abordou aspetos de estabilidade financeira relacionados com o resultado do referendo e concluiu que a maioria dos segmentos de mercado afetados pela turbulência que se seguiu ao referendo no Reino Unido recuperou rapidamente da maior parte das suas perdas.

O Presidente do BCE explicou também ao Parlamento Europeu a avaliação do BCE sobre o possível impacto do *Brexit* em diversas ocasiões, por exemplo em [26 de setembro de 2016](#) e [28 de novembro de 2016](#). Nessas ocasiões, o BCE sublinhou os benefícios do Mercado Único para a área do euro e o Reino Unido. Seja qual for a forma assumida pelo relacionamento entre a União Europeia e o Reino Unido, será imperativo preservar a integridade do Mercado Único e a homogeneidade e execução das regras. Na reunião informal em Bratislava em setembro, os Chefes de Estado ou de Governo dos restantes 27 Estados-Membros da UE discutiram pela primeira vez o seu futuro comum após a saída prevista do Reino Unido. A fim de responder às atuais preocupações dos cidadãos, acordaram num roteiro para fazer face aos desafios comuns relacionados com a migração, o terrorismo e a insegurança económica e social. O BCE sublinhou em diversas ocasiões que, para um reforço da capacidade da Europa nestas áreas, o projeto europeu necessita de fundamentos económicos mais fortes.

¹⁴⁷ Ver também a Secção 1.1 do Capítulo 1.

¹⁴⁸ Ver a Secção 1.2 do Capítulo 1 para uma análise mais exaustiva.

8 Comunicação externa

Explicar a política do BCE aos cidadãos europeus

Uma comunicação aberta e transparente apoia a eficácia da política dos bancos centrais, permitindo aos bancos manter o público em geral e os mercados financeiros informados sobre os seus objetivos e atribuições, e explicar as razões das suas iniciativas, orientando assim as suas expectativas. O BCE tem uma longa tradição de comunicação aberta e, em 2016, continuou a melhorar a sua comunicação, desenvolvendo nomeadamente atividades de divulgação e comunicação digital.

Atividades de divulgação

Em 2016, o BCE continuou a desenvolver iniciativas a fim de proporcionar ao público em geral uma melhor compreensão das suas políticas e decisões e, desta forma, conquistar maior confiança entre os cidadãos da área do euro.

O BCE recebeu 522 grupos de visitantes em Frankfurt, acolhendo mais de 15 000 visitantes externos de 35 países. Estes tiveram a oportunidade de assistir a apresentações gerais, bem como apresentações direcionadas, que lhes permitiram interagir com especialistas do BCE. Puderam também explorar o novo edifício do BCE e as suas exposições de arte e alusivas ao euro em visitas guiadas. Em julho de 2016, o BCE começou também a abrir as suas portas à comunidade local no primeiro sábado de cada mês, tendo atraído mais de 3000 visitantes no segundo semestre.

A fim de explicar as suas atribuições aos cidadãos mais jovens da área do euro, o BCE realizou, pela sexta vez, o Concurso Geração Euro. O concurso é o principal canal de interação entre o Banco e estudantes com idades compreendidas entre os 16 e os 19 anos e os seus professores, e tem por objetivo ensinar-lhes mais sobre a política monetária e o BCE. Os estudantes participam numa encenação onde têm de tomar decisões de política monetária, com base no seu diagnóstico sobre a situação económica e monetária na área do euro.

O BCE centrou também a sua atenção em grupos mais jovens. Em 3 de outubro de 2016, 230 crianças com idades compreendidas entre os 8 e os 10 anos, juntamente com as suas famílias, foram recebidas no BCE para a segunda jornada de portas abertas do popular programa infantil da televisão alemã “Die Sendung mit der Maus”. Este programa incluiu visitas guiadas ao edifício, apresentações, encontros de trabalho sobre o papel e função do BCE e as notas e moedas de euro, jogos pedagógicos e várias exposições.

Foram também realizados esforços de divulgação fora de Frankfurt. Por exemplo, o BCE, juntamente com o Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland,

assistiu ao campeonato nacional irlandês de agricultura de 2016, a maior exposição ao ar livre e feira comercial agrícola da Europa.

Maior digitalização

O BCE voltou a aumentar os esforços de comunicação digital a fim de se adaptar aos novos padrões de consumo atuais.

De uma perspetiva de conteúdos, o BCE intensificou esforços no sentido de se tornar mais acessível ao público em geral, melhorar a compreensão das suas decisões, utilizando uma linguagem simples e canais de comunicação digital para explicar conceitos que, de outro modo, seriam bastante técnicos. Um outro exemplo são os esclarecimentos que podem ser encontrados no sítio do BCE, disponíveis em várias línguas da UE. Uma utilização mais intensa dos infográficos tem também acompanhado este enfoque digital.

De uma perspetiva técnica, o Banco tornou os seus sítios mais modernos. Os sítios do BCE e do Comité Europeu do Risco Sistémico tornaram-se totalmente reativos, assegurando que as páginas na Internet e publicações importantes possam ser visualizadas da melhor forma, independentemente do dispositivo que os leitores decidam utilizar. Além disso, o BCE deu resposta à crescente procura de elevada qualidade na transmissão de eventos através da Internet.

A presença do Banco em plataformas das redes sociais aumentou ainda mais. A [conta do BCE no Twitter](#) tem atualmente mais de 360 000 seguidores e é utilizada para destacar publicações e as principais mensagens de discursos. Em dezembro de 2016, o BCE realizou o primeiro debate ao vivo no Twitter, durante o qual Benoît Cœuré respondeu a perguntas colocadas pelo público em geral utilizando a etiqueta #askECB, permitindo assim uma interação direta em tempo real. Além disso, o BCE utiliza o seu canal no YouTube para publicar conteúdos de vídeo e o Flickr para fotografias. O BCE tem também uma conta LinkedIn à qual subscrevem cerca de 43 000 cidadãos.

Anexos

1 Enquadramento institucional

Órgãos de decisão e gestão do BCE

O Eurosistema e o 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, pelos Estatutos do SEBC e pelos Regulamentos Internos relevantes¹⁴⁹. 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.

No contexto das responsabilidades do BCE relacionadas com a supervisão bancária, o Conselho do BCE adota diplomas jurídicos que estabelecem o quadro geral ao abrigo do qual são tomadas decisões de supervisão e aprova, à luz do procedimento de não objeção, projetos de decisão em matéria de supervisão preparados pelo [Conselho de Supervisão](#)¹⁵⁰. Para informações mais detalhadas sobre a função microprudencial do BCE, ver o [Relatório Anual do BCE sobre as atividades de supervisão referente a 2016](#).

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. Os direitos de voto dos membros do Conselho do BCE são desempenhados numa base de rotatividade, de acordo com um esquema específico disponível no [sítio do BCE](#).

¹⁴⁹ Para mais pormenores sobre o Regulamento Interno do BCE, ver: Decisão UE/2016/1717 do BCE de 21 de setembro de 2016, que altera a Decisão BCE/2004/2 que adota o Regulamento Interno do BCE (BCE/2016/27), JO L 258, de 24 de setembro de 2016, p. 17 e as Decisões BCE/2015/8, BCE/2014/1 e BCE/2009/5; Decisão BCE/2004/12, de 19 de fevereiro de 2004, que adota o Regulamento Interno do BCE, JO L 80, de 18 de março de 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, de 30 de junho de 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, de 8 de dezembro de 1999, p. 34. Estas regras encontram-se disponíveis no [sítio do BCE](#).

¹⁵⁰ Para mais informações sobre a tomada de decisões no seio do Mecanismo Único de Supervisão, ver o [sítio da Supervisão Bancária do BCE](#).

O Conselho do BCE reúne, regra geral, **de duas em duas semanas**, nas instalações do BCE em Frankfurt am Main, na Alemanha. Em 2016, foram realizadas, no total, 23 reuniões. 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. Nas reuniões não relacionadas com política monetária, o Conselho do BCE debate principalmente questões relativas a outras atribuições e responsabilidades do BCE e do Eurosistema. A fim de assegurar a separação da política monetária do BCE e outras atribuições das suas responsabilidades de supervisão, o Conselho do BCE realiza reuniões em separado para questões de supervisão.

O Conselho do BCE pode também tomar decisões através de procedimentos escritos. Em 2016, foram realizados mais de 1400 procedimentos escritos, dos quais mais de 1000 foram procedimentos de não objeção (*non-objection procedures*).

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 (até 30 de junho de 2016)

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

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

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

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

Yannis Stournaras Governador do Bank of Greece

Vitas Vasiliauskas Presidente do Conselho de Administração do Lietuvos bankas

Mario Vella Governador do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (desde
1 de julho de 2016)

François Villeroy de Galhau Governador do Banque de France

Ignazio Visco Governador do Banca d'Italia

Jens Weidmann Presidente do Deutsche Bundesbank



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

Fila do meio (da esquerda para a direita): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Jozef Makúch, Ignazio Visco

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

Nota: Luis M. Linde e Mario Vella não estavam disponíveis no momento em que foi tirada a fotografia.

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 é responsável pela preparação das reuniões do Conselho do BCE, pela execução da política monetária para a área do euro, de acordo com as orientações especificadas e decisões tomadas pelo Conselho do BCE, e pela gestão do funcionamento quotidiano do BCE.

A Comissão Executiva

Mario Draghi Presidente do BCE

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, Vítor Constâncio

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

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. Nomeadamente, o Conselho Geral contribui para as funções consultivas do BCE, a recolha de informação estatística, o estabelecimento das regras necessárias à normalização das operações contabilísticas e de prestação de informação pelos BCN, medidas a tomar relacionadas com o estabelecimento da tabela de repartição para a subscrição do capital do BCE, com exceção das estabelecidas no Tratado, e a fixação das condições de emprego dos empregados do BCE.

O Conselho Geral

Mario Draghi Presidente do BCE

Vítor Constâncio Vice-Presidente do BCE

Marek Belka Presidente do Narodowy Bank Polski (até 20 de junho de 2016)

Josef Bonnici Governador do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (até 30 de junho de 2016)

Mark Carney Governador do Bank of England

Carlos Costa Governador do Banco de Portugal

Chrystalla Georghadji Governadora do Central Bank of Cyprus

Adam Glapiński Presidente do Narodowy Bank Polski (desde 21 de junho de 2016)

Ardo Hansson Governador do Eesti Pank

Stefan Ingves Governador do Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu Governador do Banca Națională a României

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

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

Dimitar Radev Governador do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária)

Gaston Reinesch Governador do Banque centrale du Luxembourg

Ilmārs Rimšēvičs Governador do Latvijas Banka

Lars Rohde Governador do Danmarks Nationalbank

Jiří Rusnok Governador do Česká národní banka (desde 1 de julho de 2016)

Miroslav Singer Governador do Česká národní banka (até 30 de junho de 2016)

Jan Smets Governador do Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Yannis Stournaras Governador do Bank of Greece

Vitas Vasiliauskas Presidente do Conselho de Administração do Lietuvos bankas

Mario Vella Governador do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (desde 1 de julho de 2016)

François Villeroy de Galhau Governador do Banque de France

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): Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Mark Carney, Chrystalla Georghadji, Philip R. Lane

Fila do meio (da esquerda para a direita): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Ignazio Visco

Fila de trás (da esquerda para a direita): Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Lars Rohde, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Jozef Makúch, Vitas Vasiliauskas, Dimitar Radev

Nota: Adam Glapiński, Stefan Ingves, Mugur Constantin Isărescu, Luis M. Linde, György Matolcsy, Jiří Rusnok, Boris Vujčić e Mario Vella não estavam disponíveis no momento em que foi tirada a fotografia.



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 – e outros controlos externos e internos a vários níveis. Isso é complementado pelo Quadro Deontológico, pela Decisão do BCE¹⁵¹ relativa aos termos e condições para os inquéritos em matéria de luta contra a fraude e pelas regras relativas ao acesso do público a documentos

¹⁵¹ Decisão (UE) BCE/2016/456 do Banco Central Europeu, de 4 de março de 2016, relativa aos termos e condições para os inquéritos efetuados pelo Organismo Europeu de Luta Antifraude no Banco Central Europeu em matéria de luta contra a fraude, a corrupção e todas as atividades ilegais lesivas dos interesses financeiros da União (BCE/2016/3), JO L 79, de 30.3.2016, p. 34).

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 2016 era composto por quatro outros membros: Vítor Constâncio, Josef Bonnici¹⁵², Patrick Honohan e Ewald Nowotny.

Comité de Ética

A fim de assegurar a aplicação adequada e coerente dos vários códigos de conduta dos órgãos envolvidos nos processos de tomada de decisões do BCE, o Comité de Ética 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: Patrick Honohan¹⁵³ e Klaus Liebscher.

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, direcção ou direcção-geral) é a principal responsável pela gestão dos seus riscos, bem como pela eficácia e eficiência das suas operações.

¹⁵² Desde 1 de dezembro de 2016, em substituição de Hans Tietmeyer.

¹⁵³ Desde 1 de agosto de 2016, em substituição de Hans Tietmeyer.

As funções de controlo incluem mecanismos de acompanhamento e processos eficazes para atingir um controlo adequado dos riscos financeiros e operacionais, bem como dos riscos de reputação e de conduta. 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 ou 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 ANC, coadjuvar o Eurosistema/SEBC e o MUS na prossecução dos seus objetivos.

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. Inclui, nomeadamente, disposições pormenorizadas que regulam a forma de evitar e gerir potenciais conflitos de interesse; restrições, requisitos de reporte e um sistema de acompanhamento relativo a transações financeiras privadas; regras de reflexão relacionadas com atividades ocupacionais subsequentes; e regras detalhadas respeitantes a atividades externas e relações com entidades externas.

Medidas antifraude e de combate ao branqueamento de capitais

Em 1999, o Parlamento Europeu e o Conselho da UE adotaram um regulamento¹⁵⁴, a fim de permitir, nomeadamente, a realização pelo Organismo Europeu de Luta Antifraude (OLAF) de inquéritos internos, em caso de suspeitas de fraude no seio de instituições, órgãos, organismos e agências da UE. O quadro jurídico relativo aos termos e condições dos inquéritos, efetuados pelo OLAF no BCE, em matéria de

¹⁵⁴ Regulamento (CE) n.º 1073/1999 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de maio de 1999, relativo aos inquéritos efetuados pelo Organismo Europeu de Luta Antifraude (OLAF), JO L 136, 31.5.1999, p. 1.

luta contra a fraude, a corrupção e quaisquer outras atividades ilegais, foi aprovado pelo Conselho do BCE em 2004 e revisto em 2016¹⁵⁵. 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 BCE¹⁵⁶ 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. Devido às novas responsabilidades do BCE em matéria de supervisão bancária, aumentaram substancialmente o número e complexidade dos pedidos de cidadãos e autoridades nacionais para acesso a documentos.

Em fevereiro de 2016, como parte do seu compromisso de transparência e responsabilização, o BCE iniciou a publicação dos calendários de reuniões entre cada membro da Comissão Executiva e do Presidente do Conselho de Supervisão do BCE, com uma antecedência de 3 meses.

Gabinete de Conformidade e Governança

O Gabinete de Conformidade e Governança, 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 Governança atua também como secretariado para os Comitês de Auditoria e de Ética do BCE e como ponto de ligação entre o Provedor de Justiça Europeu e o OLAF.

¹⁵⁵ Decisão (UE) BCE/2016/456 do Banco Central Europeu, de 4 de março de 2016, relativa aos termos e condições para os inquéritos efetuados pelo Organismo Europeu de Luta Antifraude no Banco Central Europeu em matéria de luta contra a fraude, a corrupção e todas as atividades ilegais lesivas dos interesses financeiros da União (BCE/2016/3), JO L 79, de 30.3.2016, p. 34).

¹⁵⁶ Decisão BCE/2004/3, de 4 de março de 2004, relativa ao acesso do público aos documentos do Banco Central Europeu, JO L 80, 18.3.2004, p. 42.

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 na composição do MUS (ou seja, um membro do banco central e um membro da autoridade nacional competente de cada Estado-Membro participante), quando apoiam o BCE no seu trabalho em temas de política relacionados com a supervisão prudencial das instituições de crédito. Representantes de outros organismos competentes podem também ser convidados a participar nas reuniões de um comité, quando considerado adequado.

Comités do Eurosistema/SEBC, Comité de Orçamento, Conferência de Recursos Humanos e os respetivos Presidentes (em 1 de janeiro de 2017)

Comité de Questões Contabilísticas e Rendimento Monetário (AMICO) Roberto Schiavi	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) Nathalie Aufauvre	Comité de Desenvolvimento Organizacional (ODC) Steven Keuning
Comité de Comunicação do Eurosistema/SEBC (ECCO) Christine Graeff	Comité de Infraestruturas de Mercado e Pagamentos (MIPC) Marc Bayle
Comité de Estabilidade Financeira (FSC) Vitor 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) Sharon Donnery
Comité de Relações Internacionais (IRC) Frank Moss	Conferência de Recursos Humanos (HRC) Anne-Sylvie Catherin
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. 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.

Organograma do BCE (em 1 de janeiro de 2017)



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

Em janeiro de 2016, foi nomeado um Coordenador-Geral de Serviços. Este novo papel foi criado para reforçar a excelência operacional e analítica, melhorar a eficiência organizacional e ajudar a facilitar a colaboração e orientação das funções de apoio no sentido das necessidades do BCE no seu todo. Além disso, o Coordenador-Geral de Serviços, cujas responsabilidades incluem as áreas de administração e sistemas de informação, deu prioridade ao desenvolvimento de um processo de planeamento estratégico mais holístico, promovendo uma maior colaboração entre as áreas de negócio do Coordenador-Geral de Serviços e as restantes áreas de negócio.

A criação de uma nova área de negócio responsável por todas as questões relacionadas com as finanças em abril de 2016 permitiu que a função reestruturada de recursos humanos incidisse plenamente na prestação de serviços de recursos humanos de elevada qualidade, para que os empregados do BCE possam desenvolver o seu potencial no contexto de uma estrutura organizacional moderna e ágil. Atrair e reter quadros de talento e gerir o seu desempenho é uma prioridade. Além disso, os serviços de recursos humanos do BCE dão particular relevo à questão de assegurar a saúde e o bem-estar dos funcionários do BCE.

Ao longo de 2016, foram estabelecidos os fundamentos para melhorar a função estratégica de Parceiro de Negócio, a fim de reforçar a gestão de questões de pessoal do BCE, bem como traduzir os requisitos de negócio em necessidades de política de recursos humanos.

Reforçar as capacidades do Banco para gerir o talento e desenvolver a liderança e promover uma cultura de excelência em termos de ética profissional e sustentabilidade organizacional a longo prazo estiveram também em destaque na agenda de recursos humanos do BCE em 2016. Foi dado um enfoque especial ao desenvolvimento de um Programa de Crescimento de Liderança, a adotar gradualmente ao longo de 2017 e 2018, à implementação de um programa de “liderança saudável”, e ao apoio ao Gabinete de Conformidade e Governança do BCE, recentemente estabelecido, no desenvolvimento de formação obrigatória sobre ética.

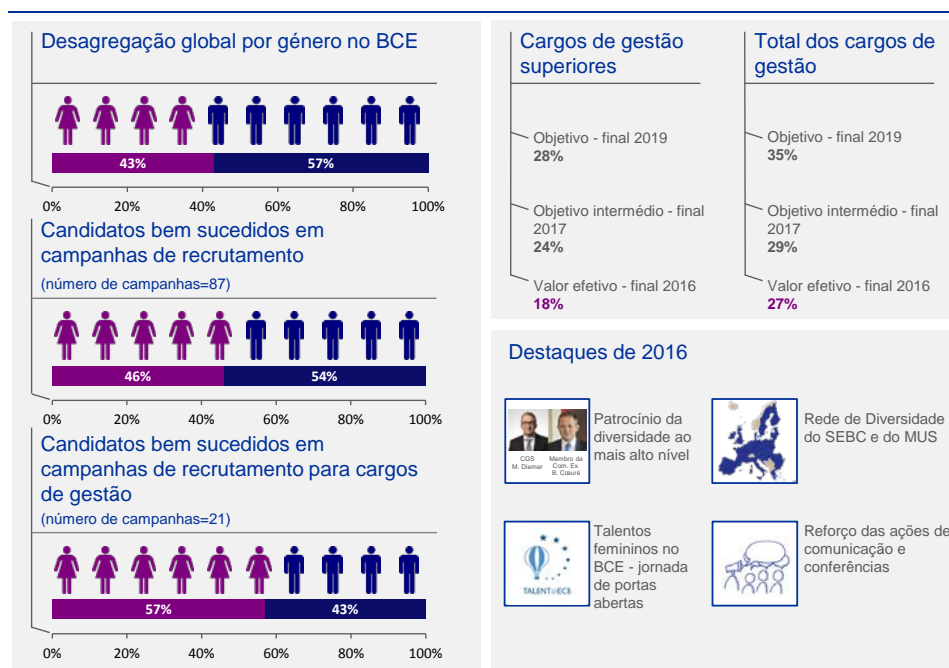
Foram ainda postas em prática diversas iniciativas de recursos humanos destinadas ao reforço da função de supervisão bancária europeia. Estas incluíram um maior desenvolvimento estratégico de um currículo do Mecanismo Único de Supervisão em todo o sistema para efeitos de formação em supervisão (que contou com mais de 1900 participantes), a organização de 28 eventos de promoção do espírito de equipa para reforçar a colaboração entre países em Equipas de Supervisão Conjuntas e a integração com êxito do primeiro grupo de 33 jovens licenciados selecionados para o programa de formação na área da supervisão bancária europeia, que concluíram com sucesso a sua preparação, curso de formação e colocação junto de ANC.

Em 2016, o BCE prosseguiu esforços no sentido de melhorar a diversidade de género entre os seus quadros de liderança. Tendo atingido uma percentagem de

mulheres em 27% em cargos de gestão e de 18% em cargos de gestão superiores no final de 2016, o BCE pretende agora atingir os seus objetivos intermédio e final em 2017 e 2019, respetivamente (ver Figura 3). Desde a introdução de objetivos em termos de igualdade de género em junho de 2013, a par de um plano de ação específico, a questão da diversidade de género tem sido um ponto importante na agenda do BCE, com o propósito de identificar, atrair e desenvolver os talentos femininos. Além disso, o BCE aplicou novas medidas relacionadas com a diversidade em 2016, inclusivamente com o patrocínio ao mais alto nível de Benoît Cœuré, membro da Comissão Executiva, e do Coordenador-Geral de Serviços, uma jornada de portas abertas para o talento feminino dirigida a estudantes universitárias, e o estabelecimento de uma Rede de Diversidade do SEBC e do MUS.

Para além do género, o BCE está empenhado em promover todas as facetas da diversidade, a fim de estabelecer uma cultura de trabalho inclusiva, tendo por base a partilha de responsabilidades entre os patrocinadores, os Embaixadores da Diversidade do BCE, a Direção-Geral de Recursos Humanos, a comunidade de gestão a um nível mais alargado e as redes de diversidade existentes, como a Rede da Mulher, a Rede do Arco-íris e o Grupo Étnico e Cultural do BCE.

Figura 3
Objetivos em termos de igualdade e respetivos níveis no BCE (dados em 31 de dezembro de 2016)



Fonte: BCE.

Em 31 de dezembro de 2016, o número de posições aprovadas com contratos equivalentes a tempo inteiro no BCE era de 2898.5, o que compara com 2650 no final de 2015. O número efetivo de funcionários com contratos equivalentes a tempo

inteiro com o BCE era de 3171 (o que compara com 2871 em 31 de dezembro de 2015)¹⁵⁷. Em 2016, o BCE celebrou, no total, 208 novos contratos a termo (de duração limitada ou convertíveis em contratos permanentes). Além disso, foram assinados 304 contratos de curto prazo, bem como algumas prorrogações, para a substituição de funcionários ausentes por um período inferior a um ano. No decurso de 2016, o BCE continuou a disponibilizar contratos de curto prazo até 36 meses a funcionários de BCN e organizações internacionais. Em 31 de dezembro de 2016, 250 funcionários de BCN e organizações internacionais estavam colocados em diversas áreas de trabalho do BCE, o que significou um aumento de 11% face ao final de 2015. Em setembro de 2016, o BCE recebeu 14 participantes na 11.ª edição do seu Programa de Graduados e, em 31 de dezembro de 2016, 320 estagiários estavam colocados no BCE (aumento de 17% face a 2015). O BCE proporcionou também cinco bolsas de estudo inseridas no *Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*, aberto a economistas de primeiro plano, e seis bolsas de estudo a jovens investigadores no contexto do seu *Programa Lamfalussy Fellowship*.

Embora a organização tenha aumentado ligeiramente de dimensão, 56 funcionários com contratos permanentes ou a termo deixaram o BCE em 2016 (o que compara com 53 em 2015), após terem pedido a exoneração do contrato ou a reforma, e 317 contratos de curto prazo terminaram no decurso do ano.

¹⁵⁷ 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.

Contas anuais

2016

Relatório de gestão relativo ao exercício findo em 31 de dezembro de 2016	C 2
Demonstrações financeiras do BCE	C 20
Balança em 31 de dezembro de 2016	C 20
Conta de resultados do exercício findo em 31 de dezembro de 2016	C 22
Políticas contabilísticas	C 23
Notas ao balanço	C 32
Instrumentos extrapatrimoniais	C 50
Notas à conta de resultados	C 53
Relatório de Auditoria	C 60
Nota sobre a distribuição dos proveitos/repartição dos prejuízos	C 64

Relatório de gestão relativo ao exercício findo em 31 de dezembro de 2016

1 Finalidade do relatório de gestão do BCE

O Banco Central Europeu (BCE) faz parte do Eurosistema, que tem como objetivo primordial a manutenção da estabilidade de preços. As atribuições básicas fundamentais do BCE, tal como descritas nos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e do BCE (a seguir “Estatutos do SEBC”), compreendem a execução 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 o fim de exercer uma supervisão bancária intrusiva e eficaz, contribuindo para a segurança e a solidez do sistema bancário e a estabilidade do sistema financeiro.

Atendendo a que as atividades e operações do BCE são realizadas com vista a apoiar os seus objetivos em termos de políticas, os resultados financeiros da instituição devem ser considerados em conjunto com as suas medidas de política. Nessa medida, o relatório de gestão é parte integrante das contas anuais do BCE, proporcionando aos leitores informação contextual sobre a atividade do BCE e o impacto das suas principais atribuições e operações nos riscos a que está exposto e nas demonstrações financeiras¹.

O presente relatório de gestão informa igualmente sobre os recursos financeiros do BCE, bem como sobre os principais processos relacionados com a elaboração das suas demonstrações financeiras.

2 Principais processos e funções

Os processos internos do BCE asseguram a qualidade e o rigor da informação incluída nas suas demonstrações financeiras. Além disso, são várias as funções essenciais envolvidas na execução das decisões em termos de políticas, que afetam significativamente os valores reportados.

¹ As “demonstrações financeiras” englobam o balanço, a conta de resultados e as notas relacionadas. As “contas anuais” incluem as demonstrações financeiras, o relatório de gestão, o relatório dos auditores externos e a nota sobre a distribuição dos proveitos/repartição dos prejuízos.

2.1 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 para assegurar a eficácia e a eficiência das suas operações e o rigor da informação a incluir nas demonstrações financeiras do BCE. A responsabilidade e a responsabilização pela execução do orçamento também recaem primeiramente sobre as diversas unidades organizacionais.

2.2 Processos orçamentais

A Divisão de Orçamento e Controlo, que faz parte da Direção-Geral de Finanças, desenvolve, prepara e monitoriza o orçamento em consonância com as prioridades estratégicas definidas pelo Conselho do BCE e pela Comissão Executiva. Essas atividades são desenvolvidas em cooperação com as unidades organizacionais, aplicando o princípio da separação². A Divisão de Orçamento e Controlo efetua também o planeamento e o controlo dos recursos, bem como análises da relação custo-benefício e do investimento relativamente a projetos do BCE e contribui para estes processos no caso dos projetos do SEBC, em conformidade com os quadros acordados. A execução das despesas face aos orçamentos aprovados é controlada a intervalos regulares pela Comissão Executiva – tomando em conta o parecer da Divisão de Orçamento e Controlo, sob orientação do Coordenador-Geral de Serviços – e pelo Conselho do BCE, com o apoio do Comité de Orçamento. 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.

2.3 Gestão de carteiras

O BCE detém títulos denominados em euros para fins de política monetária, adquiridos no contexto do programa dos mercados de títulos de dívida (*securities markets programme – SMP*), do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados (*asset-backed securities purchase programme – ABSPP*), do programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme – PSPP*) e dos três programas de compra de obrigações com ativos subjacentes (*covered bond purchase programmes – CBPP*)³. O objetivo dos

² 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.

³ O BCE não detém ativos adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme – CSPP*), iniciado em 8 de junho de 2016. As aquisições relacionadas com esse programa são realizadas por seis bancos centrais nacionais em nome do Eurosistema.

programas de compra⁴ é contribuir para reduzir a restritividade das condições monetárias e financeiras e, desse modo, promover um regresso das taxas de inflação a níveis abaixo, mas próximo, de 2%, no médio prazo. As aquisições ao abrigo destes programas têm por base as decisões do Conselho do BCE sobre o montante global das compras mensais do Eurosistema e estão sujeitas a critérios de elegibilidade predeterminados.

O BCE detém ainda uma carteira de ativos de reserva constituída por dólares dos Estados Unidos, ienes japoneses e direitos de saque especiais, bem como uma carteira de investimento de fundos próprios denominados em euros.

A finalidade dos ativos de reserva do BCE é financiar potenciais intervenções no mercado cambial. Este fim determina os objetivos de alto nível da gestão das carteiras, os quais são, por ordem de prioridade, a liquidez, a segurança e a rentabilidade. O investimento dos ativos de reserva do BCE é gerido por uma função central de gestão do risco, ao passo que as operações de investimento são realizadas de forma descentralizada. No caso das carteiras em dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses, o Conselho do BCE decide sobre uma carteira de referência estratégica, na sequência de uma proposta da função central de gestão do risco. Subsequentemente, os gestores de carteiras a nível do BCE determinam as carteiras de referência táticas. Com base nessas carteiras, as posições efetivas são implementadas pelos gestores de carteiras nos bancos centrais nacionais (BCN).

A carteira de fundos próprios denominados em euros destina-se a proporcionar rendimentos que ajudem o BCE a financiar os seus custos operacionais não relacionados com o desempenho das funções de supervisão⁵. Neste contexto, o objetivo da gestão da carteira de fundos próprios consiste em maximizar a rentabilidade, sob reserva de uma série de limites ao risco.

Além disso, os fundos relacionados com os planos de pensões do BCE são investidos numa carteira gerida a nível externo.

2.4 Funções de controlo dos riscos financeiros

A Direção de Gestão do Risco propõe políticas e procedimentos que asseguram um nível apropriado de proteção contra os riscos financeiros a que o BCE está exposto, relacionados com as suas carteiras de títulos detidos para fins de política monetária, a carteira de ativos de reserva e a carteira de investimento de fundos próprios denominados em euros. Além disso, o Comité de Gestão do Risco, composto por especialistas dos bancos centrais do Eurosistema, ajuda os órgãos de decisão a assegurar um nível de proteção adequado ao Eurosistema, incluindo o BCE,

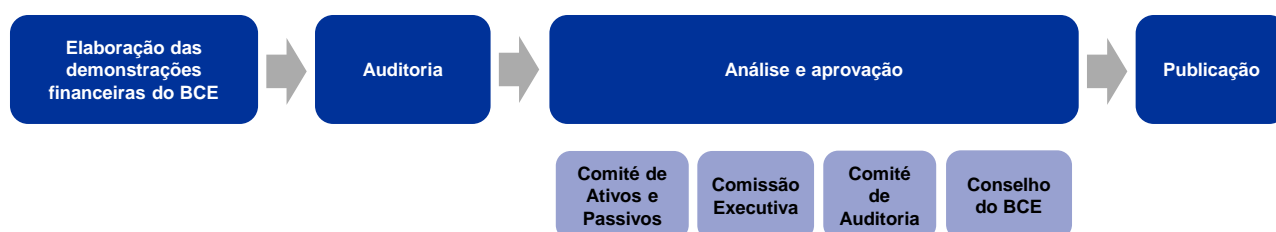
⁴ Presentemente, o BCE adquire títulos no âmbito do terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes, do programa de compra de instrumentos de dívida titularizados e do programa de compra de ativos do setor público. As aquisições no contexto dos dois primeiros programas de compra de obrigações com ativos subjacentes e do programa dos mercados de títulos de dívida cessaram.

⁵ As despesas do BCE associadas ao desempenho das suas funções de supervisão são recuperadas por meio das taxas de supervisão anuais cobradas às entidades supervisionadas.

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

2.5 Elaboração das demonstrações financeiras do BCE

As demonstrações financeiras do BCE são elaboradas de acordo com princípios definidos pelo Conselho do BCE. O processo de elaboração e aprovação das demonstrações financeiras do BCE até à sua publicação é ilustrado no gráfico a seguir.



A Divisão de Informações Financeiras da Direção-Geral de Finanças é responsável por preparar as demonstrações financeiras, 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.

As demonstrações financeiras do BCE são auditadas por auditores externos independentes, recomendados pelo Conselho do BCE e aprovados pelo Conselho da UE⁶. A responsabilidade dos auditores externos consiste em emitir uma opinião sobre se as demonstrações financeiras 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 examinam as contas do BCE, analisam a adequação dos controlos internos aplicados na preparação e apresentação das demonstrações financeiras e avaliam a adequação das políticas contabilísticas utilizadas.

Os processos de prestação de informação financeira e as demonstrações financeiras do BCE também podem ser objeto de auditorias internas. Todos os relatórios elaborados pela Direção de Auditoria Interna, que poderão conter recomendações dirigidas às unidades organizacionais em questão, são apresentados à Comissão Executiva.

O Comité de Ativos e Passivos, composto por representantes de várias unidades organizacionais do BCE, acompanha e avalia de forma sistemática todos os fatores passíveis de ter impacto no balanço e na conta de resultados do BCE. Analisa

⁶ 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.

também as demonstrações financeiras e a documentação associada, antes de estas serem apresentadas à Comissão Executiva para homologação.

Após a Comissão Executiva autorizar a sua emissão, as demonstrações financeiras, acompanhadas da opinião dos auditores externos e de toda a documentação relevante, são apresentadas ao Comité de Auditoria⁷ 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 demonstrações financeiras 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 qualquer questão significativa contabilística ou relacionada com a prestação de informação financeira que possa ter impacto nas demonstrações financeiras do BCE.

As demonstrações financeiras do BCE, o relatório de gestão e a nota sobre a distribuição dos proveitos/repartição dos prejuízos são aprovados pelo Conselho do BCE em fevereiro de cada ano e publicados imediatamente a seguir, acompanhados do relatório dos auditores externos.

3 Gestão do risco

A gestão do risco é 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, assim como as fontes dos mesmos e os quadros de controlo aplicáveis. As secções subsequentes fornecem mais pormenores.

⁷ O Comité de Auditoria é composto por cinco membros: o Vice-Presidente do BCE, dois governadores mais antigos dos BCN da área do euro e dois membros externos, selecionados de entre personalidades com experiência reconhecida no domínio da banca central.

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 ¹	Risco de incumprimento do crédito	<ul style="list-style-type: none"> ativos de reserva carteira de investimento denominado em euros títulos detidos para fins de política monetária 	<ul style="list-style-type: none"> critérios de elegibilidade limites às exposições diversificação constituição de garantias monitorização dos riscos financeiros 	
		Risco de migração do crédito	<ul style="list-style-type: none"> ativos de reserva carteira de investimento denominado em euros 		
	Risco de mercado	Riscos cambial e de matérias-primas ²	<ul style="list-style-type: none"> ativos de reserva ouro 	<ul style="list-style-type: none"> diversificação contas de reavaliação monitorização dos riscos financeiros 	
		Risco de taxa de juro ³	i. Descida dos valores de mercado	<ul style="list-style-type: none"> ativos de reserva carteira de investimento denominado em euros 	<ul style="list-style-type: none"> limites ao risco de mercado políticas de afetação de ativos contas de reavaliação monitorização dos riscos financeiros
			ii. Diminuição do resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados	<ul style="list-style-type: none"> conjunto do balanço do BCE 	
Risco de liquidez ⁴		<ul style="list-style-type: none"> ativos de reserva 	<ul style="list-style-type: none"> políticas de afetação de ativos limites de liquidez monitorização dos riscos financeiros 		
Risco operacional ⁵			<ul style="list-style-type: none"> peçoal, contratação de recursos humanos, políticas de recursos humanos processos operacionais e de governação interna sistemas eventos exógenos 	<ul style="list-style-type: none"> identificação, avaliação, reporte e monitorização dos riscos operacionais quadro de gestão do risco operacional, incluindo política de tolerância ao risco quadro de gestão da continuidade operacional quadro de gestão de crises 	

1) **Risco de crédito** é 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 ou devido a uma refixação dos preços de ativos financeiros, após uma deterioração da sua qualidade e notação de crédito.

2) **Riscos cambial e de matérias-primas** referem-se ao risco de perdas financeiras i) em posições em moeda estrangeira, devido a flutuações nas taxas de câmbio e ii) em detenções de matérias-primas, devido a oscilações nos seus preços de mercado.

3) **Risco de taxa de juro** é 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.

4) **Risco de liquidez** é o risco de perdas financeiras por incapacidade de liquidar um ativo, ao preço de mercado prevalecente, num período de tempo apropriado.

5) **Risco operacional** é o risco de um impacto negativo a nível financeiro, funcional ou reputacional, decorrente da ação de indivíduos, 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).

3.1 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 apropriados, tomando em consideração os objetivos e as finalidades

das várias carteiras e as respetivas exposições financeiras, assim como as preferências de risco dos órgãos de decisão da instituição.

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 fundamentais subjacentes às medidas do risco baseiam-se em normas do mercado e nos dados de mercado disponíveis.

No sentido de adquirir um conhecimento aprofundado dos potenciais eventos de risco passíveis de ocorrer com diferentes frequências e distintos graus de gravidade e para evitar depender apenas de uma única medida do risco, o BCE recorre sobretudo a dois tipos de medidas estatísticas do risco, o valor em risco (*Value at Risk – VaR*) e a perda esperada (*Expected Shortfall*)⁸, os quais são calculados para vários níveis de confiança ao longo de um horizonte de um ano. Estas medidas do risco não consideram i) o risco de liquidez das carteiras do BCE, em particular das suas detenções de ativos de reserva, e ii) o risco a longo prazo de reduções do resultado líquido do BCE. Por esse motivo, para um melhor entendimento das estimativas estatísticas do risco e complemento das mesmas, o BCE também efetua análises de sensibilidade e de cenários de tensão e procede a projeções de mais longo prazo das posições em risco e do rendimento.

Medidos pelo VaR num nível de confiança de 95% ao longo de um horizonte de 1 ano, em 31 dezembro de 2016, os riscos financeiros associados a todas as carteiras do BCE combinadas situavam-se em €10.6 mil milhões, ou seja, eram €0.6 mil milhões mais elevados do que os riscos estimados em 31 de dezembro de 2015. Este aumento deve-se principalmente ao valor mais elevado das detenções de ouro do BCE, na sequência da subida da cotação do ouro em 2016. O risco adicional é mitigado por um aumento das contas de reavaliação correspondentes.

3.1.1 Risco de crédito

Os quadros de controlo do risco e de limites ao risco utilizados pelo BCE para gerir o seu perfil de 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 baixo, dado que estes são investidos em ativos com uma qualidade de crédito elevada.

A carteira de fundos próprios denominados em euros destina-se a proporcionar ao BCE rendimentos que ajudem a financiar os seus custos operacionais não

⁸ O VaR é definido como a perda máxima que, de acordo com um modelo estatístico, não será excedida com uma dada probabilidade (nível de confiança). A perda esperada é definida como um perda média ponderada pela probabilidade passível de ocorrer nos cenários que excedem o limiar do VaR com um dado nível de confiança.

relacionados com o desempenho das funções de supervisão, 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 à carteira de ativos de reserva do BCE. Não obstante, o risco de crédito relacionado com estas detenções é mantido em níveis baixos.

Os títulos adquiridos para fins de política monetária são valorizados ao custo amortizado e estão sujeitos a imparidade. Por conseguinte, qualquer migração do crédito associada aos mesmos não afeta diretamente as demonstrações financeiras do BCE. Contudo, estes títulos permanecem sujeitos ao risco de incumprimento do crédito, o qual, em virtude da aplicação do quadro de gestão do risco, é mantido dentro dos níveis de tolerância ao risco da instituição.

3.1.2 Risco de mercado

Na gestão das suas posições, os principais tipos de risco de mercado a que o BCE está sujeito 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 políticas, o BCE não procura eliminar os riscos cambial e de matérias-primas. Estes riscos são, na realidade, mitigados mediante a diversificação das posições em 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, €13.9 mil milhões (€11.9 mil milhões, em 2015) e €12.0 mil milhões (€10.6 mil milhões, em 2015) em 31 de dezembro de 2016 – podem ser utilizadas para absorver o impacto de futuros movimentos desfavoráveis dos preços 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

As carteiras do BCE de ativos de reserva e de fundos próprios denominados em euros são investidas principalmente em títulos de rendimento fixo. Estes títulos são reavaliados a preços de mercado, estando, portanto, expostos ao risco de mercado

decorrente de oscilações da taxa de juro. O risco de taxa de juro decorrente da avaliação a preços de mercado é gerido através de políticas de afetação de ativos e de limites ao risco de mercado.

O risco de taxa de juro associado aos ativos de reserva do BCE é reduzido, dado que estes são investidos sobretudo em ativos com prazos relativamente curtos, com vista a preservar sempre o valor de mercado dos ativos de reserva, os quais são detidos para possíveis fins de intervenção. Como tal não é uma consideração muito pertinente no caso da carteira de fundos próprios denominados em euros, os ativos nesta carteira têm geralmente prazos mais longos, o que resulta num nível de risco de taxa de juro mais elevado, mas, ainda assim, limitado.

O BCE está igualmente exposto ao risco de um desajustamento entre a taxa de juro que obtém pelos seus ativos e a taxa de juro que paga pelos seus passivos, o que tem impacto no seu resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados. Este risco não está diretamente associado a uma carteira em especial, estando, pelo contrário, relacionado com a estrutura do conjunto do balanço do BCE, em particular com a existência de desfasamentos de prazos e de taxas de rendibilidade entre ativos e passivos. São utilizadas políticas de afetação de ativos, incluindo políticas e procedimentos que asseguram que as aquisições sejam realizadas a preços adequados, para gerir este tipo de risco, sob reserva de considerações de política monetária. O risco é também mitigado pela existência de passivos não remunerados no balanço do BCE.

O BCE monitoriza este risco mediante uma análise prospetiva da respetiva rentabilidade. Essa análise revela que o BCE deverá continuar a apresentar rendimentos líquidos de juros e de custos e proveitos equiparados nos próximos anos, não obstante a quota-parte cada vez maior de ativos para fins de política monetária com taxas de rendibilidade baixas e prazos longos no seu balanço, devido aos programas em curso de compra de ativos para efeitos de política monetária.

3.1.3 Risco de liquidez

Devido à função do euro como uma das principais moedas de reserva, ao papel do BCE como banco central e à estrutura de ativos e passivos da instituição, a 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, políticas de afetação de ativos e 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.

Em 2016, o risco de liquidez das carteiras do BCE continuou a ser baixo.

3.2 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 sobre as estratégias de resposta a riscos e os 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 Secção de Gestão do Risco Operacional/Gestão da Continuidade Operacional, que reporta ao Coordenador-Geral de Serviços, é responsável pelos quadros de gestão do risco e de gestão da continuidade operacional 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 o programa de gestão da continuidade operacional, os testes regulares da mesma e procede a análises dos procedimentos de continuidade de operações críticas do BCE. Presta ainda assistência à equipa de gestão de crises e às estruturas de apoio da mesma, assim como às unidades organizacionais, em situações (excecionais) com potencial para se tornarem crises operacionais.

4 Recursos financeiros

Os recursos financeiros do BCE são i) investidos em ativos que geram rendimento e/ou ii) utilizados para compensar diretamente perdas resultantes de riscos financeiros. Consistem em capital, na provisão para riscos, nas contas de reavaliação e no resultado líquido do exercício.

Capital

O capital realizado do BCE ascendia a €7 740 milhões, em 31 de dezembro de 2016. É fornecida informação detalhada na nota 15.1, “Capital”, nas “Notas ao balanço”.

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

Tendo em conta a considerável exposição da instituição aos riscos financeiros descritos na Secção 3.1, o BCE mantém uma provisão para o risco de taxa de câmbio (risco cambial), o risco de taxa de juro, o risco de crédito e o risco de flutuação do preço do ouro (risco de matérias-primas). A dotação e a necessidade de manutenção da provisão são analisadas anualmente, tendo em consideração uma variedade de fatores, incluindo o nível de ativos de risco detidos, os resultados projetados para o exercício seguinte e uma avaliação do risco. Esta avaliação do risco é descrita na Secção 3.1, sendo 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 BCN da área do euro no capital subscrito do BCE.

Em 31 de dezembro de 2016, a provisão destinada a fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro totalizava €7 620 milhões, montante que corresponde ao valor das participações no capital do BCE realizadas pelos BCN pertencentes à área do euro até à referida data.

Contas de reavaliação

Os ganhos não realizados nas posições em ouro, moeda estrangeira e títulos que estão sujeitas a reavaliação de 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 qualquer futura oscilação desfavorável dos preços e/ou taxas de câmbio correspondentes, reforçando, assim, 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 2016, ascendia a €28.8 mil milhões⁹ (€25.0 mil milhões, em 2015). Para mais informação, ver a secção sobre as políticas contabilísticas e a nota 14, “Contas de reavaliação”, nas “Notas ao balanço”.

Resultado líquido

O resultado líquido decorrente dos ativos e passivos do BCE num dado exercício pode ser utilizado para absorver potenciais perdas incorridas no mesmo exercício, caso os riscos financeiros se concretizem. Por conseguinte, contribui para salvaguardar o capital líquido do BCE.

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

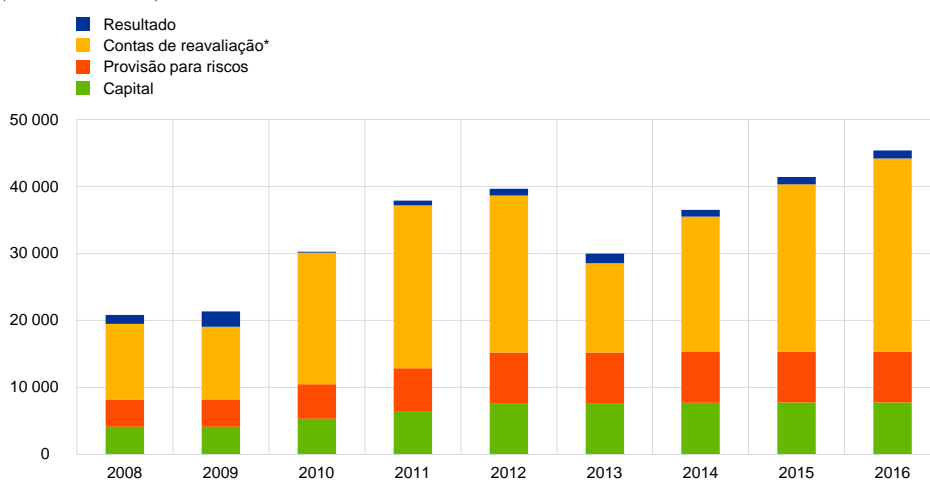
Evolução dos recursos financeiros do BCE

O Gráfico 1 apresenta a evolução dos recursos financeiros do BCE, atrás mencionados, e das principais taxas de câmbio e das cotações do ouro no período de 2008 a 2016. Durante este período: i) o capital realizado do BCE quase duplicou, em resultado da decisão, tomada pelo Conselho do BCE em 2010, de aumentar o capital subscrito; ii) a provisão para riscos aumentou para um montante equivalente ao do capital realizado pelos BCN da área do euro; iii) as contas de reavaliação apresentaram um grau de volatilidade assinalável, principalmente devido a movimentos das taxas de câmbio e do preço do ouro; e iv) o resultado líquido situou-se entre €0.2 mil milhões e €2.3 mil milhões, tendo sido afetado por vários fatores, como as transferências para a provisão do BCE para riscos, a evolução das taxas de juro e as compras de títulos para fins de política monetária.

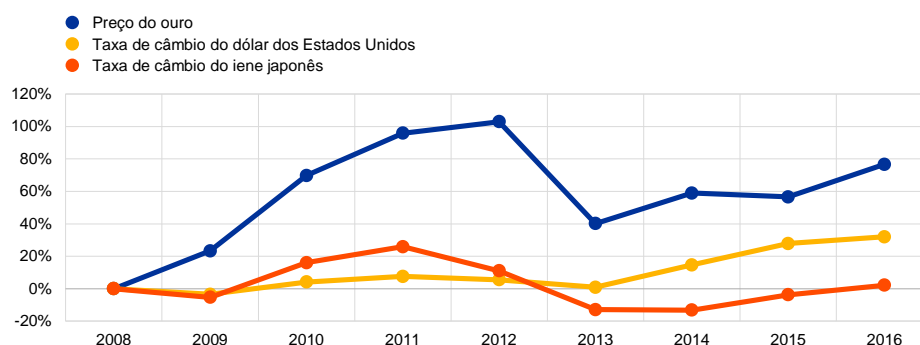
Gráfico 1

Recursos financeiros do BCE, principais taxas de câmbio e cotações do ouro¹⁰ no período de 2008 a 2016

(em milhões de euros)



(variação percentual face a 2008)



Fonte: BCE.

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

¹⁰ 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.

5 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 das mesmas nas demonstrações financeiras. O conjunto das operações de política monetária do Eurosistema é refletido nas demonstrações financeiras do BCE, incluindo as operações realizadas pelos BCN da área do euro, espelhando o princípio da execução descentralizada da política monetária no Eurosistema.

Operação/Função	Impacto nas demonstrações financeiras do BCE
Operações de política monetária	As operações de política monetária que envolvem o conjunto de instrumentos convencionais (ou seja, operações de mercado aberto, facilidades permanentes e requisitos de reservas mínimas para as instituições de crédito) são executadas de forma descentralizada pelos BCN do Eurosistema. Por conseguinte, não são refletidas no balanço 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) ¹¹	Os títulos adquiridos para fins de política monetária são registados na rubrica do balanço “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 ¹² .
Atividades de investimento (gestão dos ativos de reserva e dos fundos próprios)	Os ativos de reserva do BCE são apresentados em contas patrimoniais ¹³ ou refletidos em 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/descontos, é incluído na conta de resultados ¹⁴ . As perdas não realizadas resultantes de reavaliações cambiais e de preço que excedam os ganhos não realizados previamente registados nas mesmas rubricas, bem como os ganhos e perdas realizados decorrentes da venda de títulos são também incluídos na conta de resultados ¹⁵ . Os ganhos não realizados são registados no balanço sob a rubrica “Contas de reavaliação”.
Operações de cedência de liquidez em moeda estrangeira	O BCE atua como intermediário entre os bancos centrais de países não pertencentes à área do euro e os BCN do Eurosistema, por meio de operações de swap destinadas a disponibilizar financiamento de curto prazo em moeda estrangeira a contrapartes do Eurosistema. Estas operações são registadas nas rubricas “Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros” e “Outros créditos/Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema”, não tendo impacto na conta de resultados do BCE.
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 destes 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. Os juros relacionados 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”.

¹¹ O BCE não realiza aquisições de títulos ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial.

¹² São reportados em termos líquidos na rubrica “Outros juros e proveitos equiparados”, se o montante líquido for positivo, ou na rubrica “Outros juros e custos equiparados”, se este for negativo.

¹³ São 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”.

¹⁴ Os proveitos relacionados com os ativos de reserva do BCE são apresentados na rubrica “Juros e outros proveitos equiparados de ativos de reserva”, ao passo que o rendimento e os custos dos fundos próprios são refletidos nas rubricas “Outros juros e proveitos equiparados” e “Outros juros e custos equiparados”.

¹⁵ São registados, respetivamente, nas rubricas “Prejuízos não realizados em operações financeiras” e “Resultados realizados em operações financeiras”.

6 Resultados financeiros de 2016

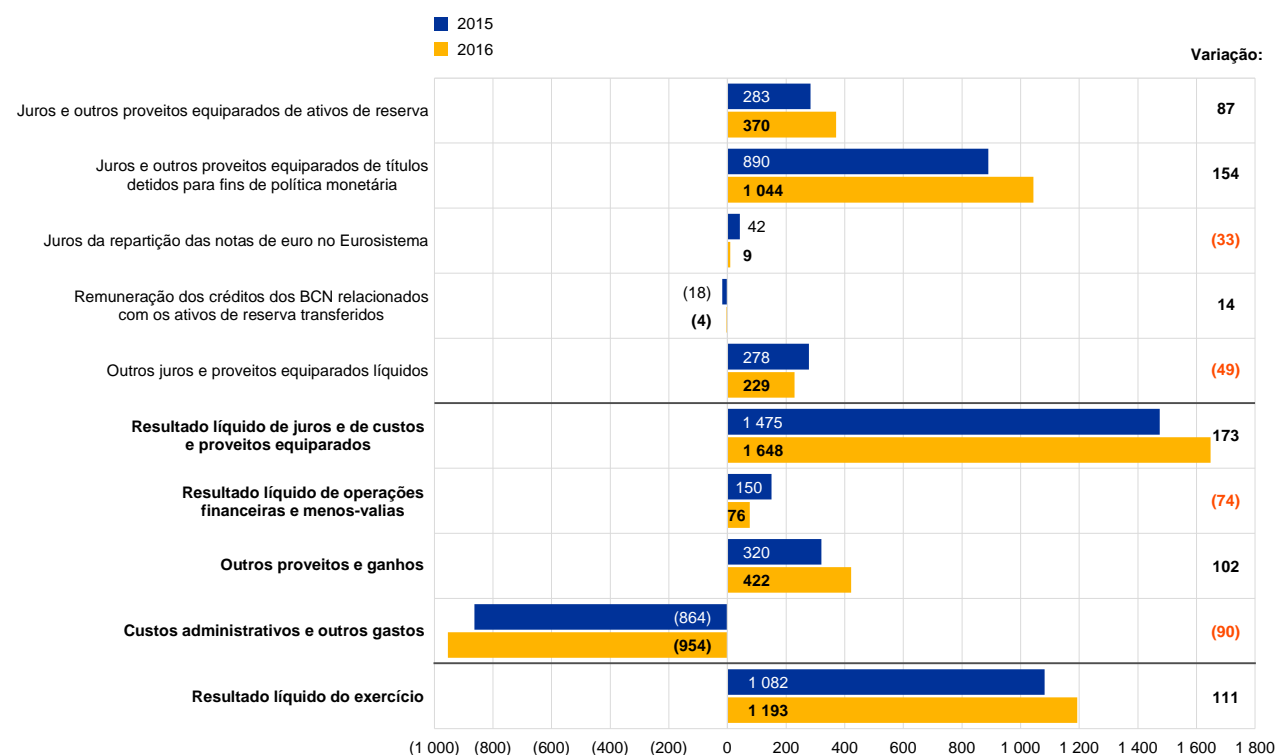
Em 2016, o resultado líquido do BCE foi de €1 193 milhões (€1 082 milhões, em 2015).

O Gráfico 2 apresenta as componentes da conta de resultados do BCE em 2016 e uma comparação com 2015.

Gráfico 2

Desagregação da conta de resultados do BCE em 2016 e 2015

(em milhões de euros)



Fonte: BCE.

Destaques

- O rendimento de juros dos ativos de reserva aumentou €87 milhões, sobretudo devido ao aumento dos juros e outros proveitos equiparados auferidos nos títulos denominados em dólares dos Estados Unidos.
- O rendimento de juros dos títulos detidos para fins de política monetária subiu de €890 milhões em 2015 para €1 044 milhões em 2016. O menor rendimento, em virtude 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 mais do que compensado pelo

rendimento decorrente do programa de compra de ativos (*asset purchase programme – APP*)¹⁶.

- O rendimento de juros decorrente da participação do BCE no total de notas de euro em circulação e a despesa com juros devidos aos BCN relacionados com a remuneração dos ativos de reserva transferidos para o BCE diminuíram respetivamente, €33 milhões e €14 milhões, devido à taxa de juro média mais baixa das operações principais de refinanciamento em 2016.
- Os outros juros e proveitos equiparados líquidos registaram uma redução, principalmente devido aos juros e proveitos equiparados mais reduzidos da carteira de fundos próprios, como consequência de um contexto de taxas de rendibilidade baixas na área do euro.
- O resultado líquido de operações financeiras e menos-valias de ativos financeiros diminuiu €74 milhões, sobretudo em virtude das menos-valias de fim de exercício mais elevadas, resultantes da descida geral dos preços 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 €954 milhões, o que compara com €864 milhões em 2015. Este aumento deveu-se às despesas mais elevadas incorridas com o MUS. Os gastos relacionados com o MUS são integralmente recuperados através da cobrança de taxas de supervisão às entidades supervisionadas. Em resultado, os outros proveitos e ganhos subiram para €422 milhões (€320 milhões, em 2015).

7 Evolução das demonstrações financeiras do BCE num prazo alargado

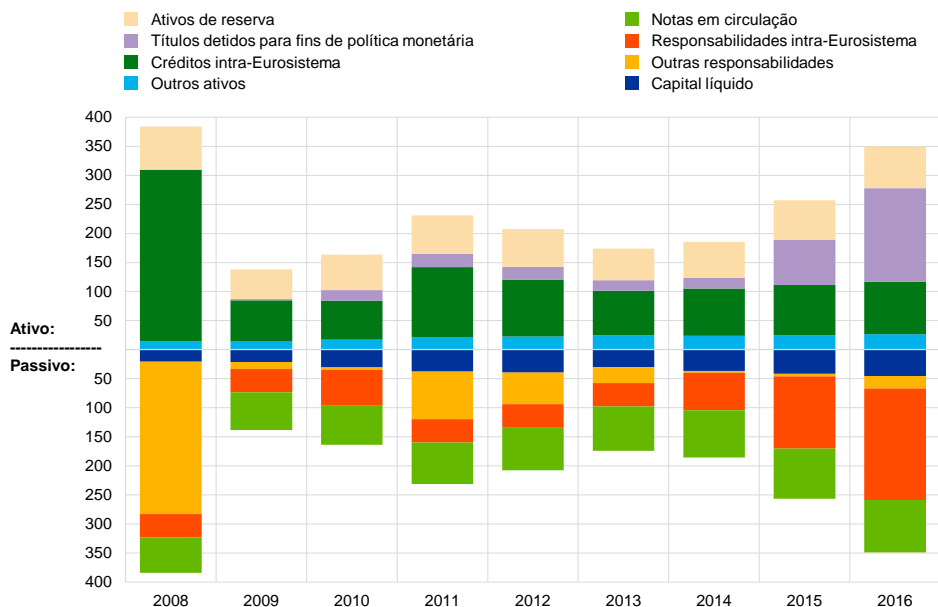
Os Gráficos 3 e 4 apresentam a evolução do balanço e da conta de resultados do BCE, bem como das suas componentes, no período de 2008 a 2016.

¹⁶ O programa de compra de ativos compreende o terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes, o programa de compra de instrumentos de dívida titularizados, o programa de compra de ativos do setor público e o programa de compra de ativos do setor empresarial. O BCE não adquire títulos ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial. Para mais informação, consultar o [sítio do BCE](#).

Gráfico 3

Evolução do balanço do BCE no período de 2008 a 2016¹⁷

(em mil milhões de euros)

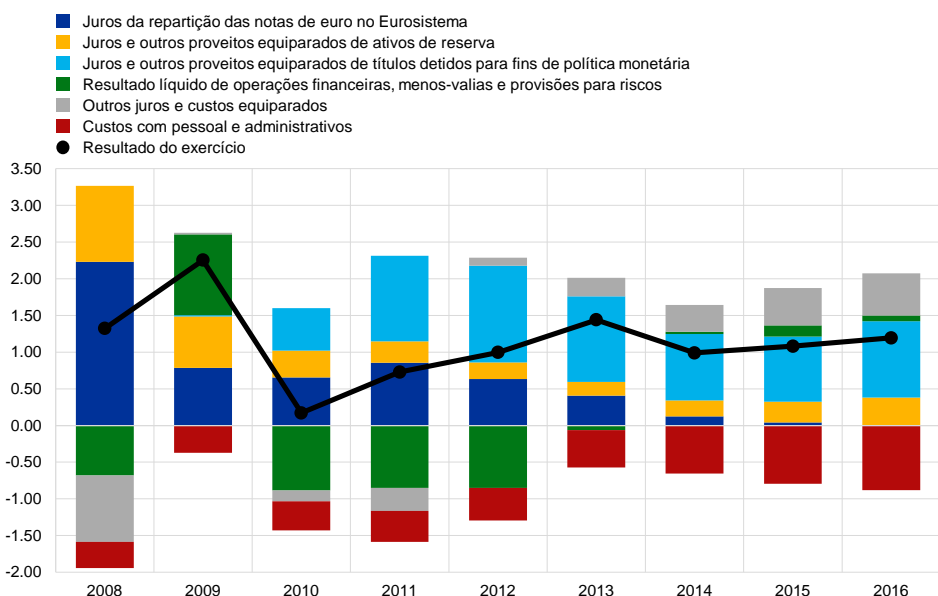


Fonte: BCE.

Gráfico 4

Evolução da conta de resultados do BCE no período de 2008 a 2016

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

A contração do balanço do BCE no período de 2008 a 2014 deveu-se principalmente à melhoria das condições de financiamento em dólares dos Estados

¹⁷ O gráfico apresenta valores de fim de exercício.

Unidos para as contrapartes do Eurosistema e à conseqüente redução gradual das operações de cedência de liquidez nessa moeda oferecidas pelo Eurosistema. Tal levou a uma diminuição dos créditos intra-Eurosistema do BCE e das outras responsabilidades. No último trimestre de 2014, o balanço do BCE começou a expandir-se, impulsionado pela 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. Esta expansão do balanço prosseguiu em 2015 e 2016, com a aquisição de títulos emitidos pelas administrações centrais, regionais ou locais e agências reconhecidas da área do euro, no contexto do programa de compra de ativos do setor público. Os títulos adquiridos ao abrigo de todos os programas foram liquidados através de contas no TARGET2, resultando, por conseguinte, num aumento correspondente das responsabilidades intra-Eurosistema.

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 2016, a taxa de juro média das operações principais de refinanciamento situou-se em 0.01%, 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 €0.01 mil milhões em 2016.
- Procedeu-se a um reforço da 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 conseqüente diminuição dos juros e outros proveitos equiparados gerados pela carteira de ativos nessa moeda. Todavia, esta tendência inverteu-se nos três últimos anos e, em 2016, este rendimento ascendeu a €0.4 mil milhões.
- Os títulos adquiridos ao abrigo dos programas de compra de ativos para fins de política monetária geraram, em média, 57% do resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados do BCE desde 2010.
- O estabelecimento do MUS em 2014 contribuiu para um aumento significativo dos custos com pessoal e administrativos. Contudo, os gastos relacionados com o MUS são recuperados anualmente através das taxas cobradas às entidades supervisionadas.

Demonstrações financeiras do BCE

Balanço em 31 de dezembro de 2016

ATIVO	Nota	2016 €	2015 €
Ouro e ouro a receber	1	17 820 761 460	15 794 976 324
Créditos sobre não residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira	2		
Fundo Monetário Internacional	2.1	716 225 836	714 825 534
Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros ativos externos	2.2	50 420 927 403	49 030 207 257
		51 137 153 239	49 745 032 791
Créditos sobre residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira	2.2	2 472 936 063	1 862 714 832
Outros créditos sobre instituições de crédito da área do euro expressos em euros	3	98 603 066	52 711 983
Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros	4		
Títulos detidos para fins de política monetária	4.1	160 815 274 667	77 808 651 858
Créditos intra-Eurosistema	5		
Créditos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema	5.1	90 097 085 330	86 674 472 505
Outros ativos	6		
Ativos fixos tangíveis e intangíveis	6.1	1 239 325 587	1 263 646 830
Outros ativos financeiros	6.2	20 618 929 223	20 423 917 583
Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais	6.3	839 030 321	518 960 866
Acréscimos e diferimentos	6.4	2 045 522 937	1 320 068 350
Contas diversas e de regularização	6.5	1 799 777 235	1 180 224 603
		26 542 585 303	24 706 818 232
Total do ativo		348 984 399 128	256 645 378 525

PASSIVO	Nota	2016 €	2015 €
Notas em circulação	7	90 097 085 330	86 674 472 505
Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro expressas em euros	8	1 851 610 500	0
Responsabilidades para com outros residentes na área do euro expressas em euros	9		
Outras responsabilidades	9.1	1 060 000 000	1 026 000 000
Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros	10	16 730 644 177	2 330 804 192
Responsabilidades intra-Eurosistema	11		
Responsabilidades equivalentes à transferência de ativos de reserva	11.1	40 792 608 418	40 792 608 418
Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema (líquidas)	11.2	151 201 250 612	83 083 520 309
		191 993 859 030	123 876 128 727
Outras responsabilidades	12		
Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais	12.1	660 781 618	392 788 148
Acréscimos e diferimentos	12.2	69 045 958	95 543 989
Contas diversas e de regularização	12.3	1 255 559 836	891 555 907
		1 985 387 412	1 379 888 044
Provisões	13	7 706 359 686	7 703 394 185
Contas de reavaliação	14	28 626 267 808	24 832 823 174
Capital e reservas	15		
Capital	15.1	7 740 076 935	7 740 076 935
Resultado do exercício		1 193 108 250	1 081 790 763
Total do passivo		348 984 399 128	256 645 378 525

Conta de resultados do exercício findo em 31 de dezembro de 2016

	Nota	2016 €	2015 €
Juros e outros proveitos equiparados de ativos de reserva	22.1	370 441 770	283 205 941
Juros da repartição das notas de euro no Eurosistema	22.2	8 920 896	41 991 105
Outros juros e proveitos equiparados	22.4	1 604 648 023	1 732 919 191
<i>Juros e outros proveitos equiparados</i>		<i>1 984 010 689</i>	<i>2 058 116 237</i>
Remuneração dos créditos dos BCN relacionados com os ativos de reserva transferidos	22.3	(3 611 845)	(17 576 514)
Outros juros e custos equiparados	22.4	(332 020 205)	(565 387 082)
<i>Juros e outros custos equiparados</i>		<i>(335 632 050)</i>	<i>(582 963 596)</i>
Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados	22	1 648 378 639	1 475 152 641
Resultados realizados em operações financeiras	23	224 541 742	214 433 730
Prejuízos não realizados em operações financeiras	24	(148 172 010)	(64 053 217)
Transferência para/de provisões para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro		0	0
Resultado líquido de operações financeiras, menos-valias e provisões para riscos		76 369 732	150 380 513
Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários	25	371 322 769	268 332 261
Rendimento de ações e participações	26	869 976	908 109
Outros proveitos e ganhos	27	50 000 263	51 023 378
Total de proveitos e ganhos líquido		2 146 941 379	1 945 796 902
Custos com pessoal	28	(466 540 231)	(440 844 142)
Custos administrativos	29	(414 207 622)	(351 014 617)
Depreciação e amortização de ativos fixos tangíveis e intangíveis		(64 769 605)	(64 017 361)
Custos de produção de notas	30	(8 315 671)	(8 130 019)
Resultado do exercício		1 193 108 250	1 081 790 763

Frankfurt am Main, 7 de fevereiro de 2017

Banco Central Europeu

Mario Draghi
Presidente

Políticas contabilísticas¹⁸

Forma e apresentação das demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras do BCE foram elaboradas de acordo com as políticas contabilísticas¹⁹, referidas a seguir, consideradas pelo Conselho do BCE como adequadas para reproduzir de forma apropriada a situação financeira do BCE e ao mesmo tempo refletir a natureza das atividades 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.

¹⁸ As políticas contabilísticas do BCE são definidas em pormenor na Decisão (UE) 2016/2247 do BCE, de 3 de novembro de 2016, relativa às contas anuais do BCE (BCE/2016/35) (JO L 347 de 20.12.2016, p. 1).

¹⁹ Estas políticas, que são revistas e atualizadas regularmente na medida do apropriado, são compatíveis com o disposto no artigo 26.º-4 dos Estatutos do SEBC e do BCE, que exige a uniformização dos processos contabilísticos e de prestação de informação financeira sobre as operações do Eurosistema.

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 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 à data do balanço, não sendo efetuada 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 2016, foi calculado a partir da taxa de câmbio do euro face ao dólar dos Estados Unidos em 30 de dezembro de 2016.

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 cinco das principais moedas (dólar dos Estados Unidos, euro, iene japonês, libra esterlina e renminbi chinês) convertida em euros, em 30 de dezembro de 2016.

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 2016, foram utilizados os preços médios de mercado em 30 de dezembro de 2016. As ações sem liquidez e quaisquer outros instrumentos de capital detidos como investimentos permanentes são valorizados ao preço de custo e estão sujeitos a imparidade.

Reconhecimento de resultados

Os proveitos e custos são reconhecidos no período em que são obtidos ou incorridos²⁰. 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, em qualquer item, uma perda não realizada dessa natureza que seja registada na conta de resultados, o custo médio do item 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 amortizados ao longo da vida contratual útil desses títulos.

²⁰ É aplicável um limite mínimo de €100 000 para as provisões e acréscimos administrativos.

Operações reversíveis

As operações reversíveis são as operações 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.

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 oferecido por uma instituição especializada são registadas no balanço apenas quando a garantia é prestada sob a forma de numerário e este permanece por investir.

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 TARGET2²¹, 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

²¹ Em 31 de dezembro de 2016, 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, Hrvatska narodna banka, Narodowy Bank Polski e Banca Națională a României.

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.

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 tangíveis e intangíveis de custo inferior a €10 000 são totalmente depreciados ou 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 contrato 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, 20.7% e 7.4% 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 adicionais²². Esses benefícios adicionais são determinados pelo montante de contribuições voluntárias e pelo rendimento do investimento das contribuições.

²² 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.

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 contrato 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.

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 valor atual da mesma 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 euro²³. 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 banco²⁴.

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. Esses créditos, que vencem juros²⁵, 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 repartido no mês de janeiro do exercício seguinte mediante uma distribuição intercalar de proveitos, salvo decisão em contrário do Conselho do BCE²⁶. É distribuído na totalidade, exceto se for superior ao resultado líquido do

²³ 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.

²⁴ 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.

²⁵ Decisão (UE) 2016/2248 do BCE, de 3 de novembro de 2016, relativa à repartição dos proveitos monetários dos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros cuja moeda é o euro (BCE/2016/36), JO L 347 de 20.12.2016, p. 26.

²⁶ Decisão (UE) 2015/298 do BCE, de 15 de dezembro de 2014, relativa à distribuição intercalar dos proveitos do Banco Central Europeu (reformulação) (BCE/2014/57), JO L 53 de 25.2.2015, p. 24, com as alterações que lhe foram introduzidas.

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, ao montante da distribuição intercalar de proveitos, os custos incorridos pelo BCE relacionados com a emissão e o tratamento de notas de euro.

Reclassificações

O rendimento de juros (por exemplo, juros de cupão) e a despesa com juros (por exemplo, amortização de prémios) decorrentes de títulos detidos para fins de política monetária eram anteriormente reportados em termos brutos, respetivamente, nas rubricas “Outros juros e proveitos equiparados” e “Outros juros e custos equiparados”. A fim de harmonizar, ao nível do Eurosistema, o reporte do rendimento e da despesa com juros decorrentes de operações de política monetária, o BCE decidiu que, a partir de 2016, estes serão apresentados em termos líquidos na rubrica “Outros juros e proveitos equiparados”, se o montante líquido for positivo, ou na rubrica “Outros juros e custos equiparados”, se este for negativo. Os montantes comparáveis para 2015 foram ajustados da seguinte forma:

	Montante divulgado em 2015 €	Ajustamento decorrente de reclassificação €	Montante após reclassificação €
Outros juros e proveitos equiparados	2 168 804 955	(435 885 764)	1 732 919 191
Outros juros e custos equiparados	(1 001 272 846)	435 885 764	(565 387 082)

Esta reclassificação não teve impacto no resultado líquido reportado para 2015.

Outras questões

Tendo em consideração o papel do BCE como banco central, 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, Estugarda (República Federal da Alemanha) 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 2016, o BCE detinha 16 229 522 onças de ouro fino²⁷. Em 2016, não foram efetuadas transações em ouro, tendo o ouro detido pelo BCE permanecido, assim, inalterado em comparação com 31 de dezembro de 2015. O aumento do valor equivalente em euros do ouro fino detido pelo BCE deveu-se a uma subida da cotação do ouro em 2016 (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 DSE detidos pelo BCE em 31 de dezembro de 2016. 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).

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	2016 €	2015 €	Variação €
Depósitos à ordem	6 844 526 120	4 398 616 340	2 445 909 780
Aplicações no mercado monetário	2 005 810 644	1 666 345 182	339 465 462
Compras com acordo de revenda	503 747 273	831 266 648	(327 519 375)
Investimentos em títulos	41 066 843 366	42 133 979 087	(1 067 135 721)
Total	50 420 927 403	49 030 207 257	1 390 720 146

²⁷ Correspondentes a 504.8 toneladas.

Créditos sobre residentes na área do euro	2016 €	2015 €	Varição €
Depósitos à ordem	1 211 369	953 098	258 271
Aplicações no mercado monetário	1 964 182 715	1 861 761 734	102 420 981
Compras com acordo de revenda	507 541 979	0	507 541 979
Investimentos em títulos	0	0	0
Total	2 472 936 063	1 862 714 832	610 221 231

O aumento observado nestas rubricas em 2016 deveu-se sobretudo à apreciação do dólar dos Estados Unidos e do iene japonês face ao euro.

Em 31 de dezembro de 2016, as posições líquidas em moeda estrangeira do BCE em dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses²⁸ eram as seguintes:

	2016 Milhões da unidade monetária	2015 Milhões da unidade monetária
Dólares dos Estados Unidos	46 759	46 382
Ienes japoneses	1 091 844	1 085 596

3 Outros créditos sobre instituições de crédito da área do euro expressos em euros

Em 31 de dezembro de 2016, 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 2016, 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.

²⁸ 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, "Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais" e "Acréscimos e diferimentos", tendo igualmente em conta os *swaps* e operações a prazo em moeda estrangeira registados em rubricas extrapatrimoniais. Não incluem ganhos resultantes de reavaliações do preço de instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira.

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 2016, os programas do Eurosistema que formam o programa de compra de ativos²⁹ – designadamente, 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 – foram complementados por uma quarta componente, o programa de compra de ativos do setor empresarial³⁰.

Em 2016, o Conselho do BCE tomou decisões com um impacto direto no ritmo de aquisições mensais e na duração do programa de compra de ativos³¹, tendo decidido i) aumentar o valor combinado das compras mensais líquidas realizadas pelos BCN e pelo BCE ao abrigo do programa de, em média, €60 mil milhões para €80 mil milhões a partir de abril de 2016 e, ii) a partir de março de 2017, prosseguir com as compras líquidas de ativos a um ritmo mensal de €60 mil milhões até ao final de dezembro de 2017, ou até mais tarde, se necessário, e, em qualquer caso, até que o Conselho do BCE considere que se verifica um ajustamento sustentado da trajetória de inflação, compatível com o seu objetivo para a inflação³².

As compras líquidas serão realizadas a par de reinvestimentos dos montantes dos pagamentos do capital dos títulos vencidos adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos.

Os títulos adquiridos no âmbito de todos estes programas são valorizados ao custo amortizado e estão sujeitos a imparidade (ver “Títulos”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

O custo amortizado dos títulos detidos pelo BCE e o seu valor de mercado³³ (não registado no balanço nem na conta de resultados e disponibilizado apenas para fins comparativos) são os indicados no quadro a seguir.

²⁹ Para mais informação sobre o programa de compra de ativos, consultar o [sítio do BCE](#).

³⁰ Ao abrigo deste programa, os BCN podem adquirir obrigações com grau de investimento denominadas em euros emitidas por entidades não bancárias estabelecidas na área do euro. O BCE não compra títulos no contexto deste programa.

³¹ Ver os comunicados do BCE de [10 de março de 2016](#) e [8 de dezembro de 2016](#).

³² Na prossecução da estabilidade de preços, o BCE visa manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

³³ 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 estimativa dos preços de mercado utilizando modelos internos do Eurosistema.

	2016 €		2015 €		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	1 032 305 522	1 098 106 253	1 786 194 503	1 898 990 705	(753 888 981)	(800 884 452)
Segundo programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	690 875 649	743 629 978	933 230 549	1 013 540 352	(242 354 900)	(269 910 374)
Terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes	16 550 442 553	16 730 428 857	11 457 444 451	11 396 084 370	5 092 998 102	5 334 344 487
Programa dos mercados de títulos de dívida	7 470 766 415	8 429 995 853	8 872 443 668	10 045 312 608	(1 401 677 253)	(1 615 316 755)
Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados	22 800 124 065	22 786 088 513	15 321 905 622	15 220 939 054	7 478 218 443	7 565 149 459
Programa de compra de ativos do setor público	112 270 760 463	112 958 545 591	39 437 433 065	39 372 318 024	72 833 327 398	73 586 227 567
Total	160 815 274 667	162 746 795 045	77 808 651 858	78 947 185 113	83 006 622 809	83 799 609 932

A redução do custo amortizado das carteiras detidas ao abrigo do primeiro e segundo programas de compra de obrigações com ativos subjacentes e 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.

Os testes de imparidade são efetuados anualmente, com base em dados de final do exercício, e são aprovados pelo Conselho do BCE. No âmbito destes testes, os indicadores de imparidade são avaliados separadamente para cada programa. Nos casos em que foram observados indicadores de imparidade, foi realizada uma análise ulterior para confirmar que os fluxos de caixa dos títulos subjacentes não foram afetados por um evento de imparidade. Com base nos resultados dos testes de imparidade deste ano, não foram registadas perdas relativas aos títulos detidos nas carteiras de política monetária em 2016.

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 refinanciamento³⁴ (ver a nota 22.2, “Juros da repartição das notas de euro no Eurosistema”).

³⁴ A partir de 16 de março de 2016, a taxa de juro aplicada pelo Eurosistema nas operações principais de refinanciamento passou a ser de 0.00%.

6 Outros ativos

6.1 Ativos fixos tangíveis e intangíveis

Em 31 de dezembro de 2016, estes ativos eram constituídos pelas seguintes rubricas:

	2016 €	2015 €	Variação €
Custo			
Terrenos e edifícios	1 011 662 911	1 027 242 937	(15 580 026)
Instalações	221 888 762	219 897 386	1 991 376
Equipamento e programas informáticos	88 893 887	77 350 193	11 543 694
Equipamento, mobiliário e veículos motorizados	96 197 706	92 000 437	4 197 269
Imobilizações em curso	3 024 459	244 590	2 779 869
Outras imobilizações	9 713 742	9 453 181	260 561
Custo total	1 431 381 467	1 426 188 724	5 192 743
Depreciações acumuladas			
Terrenos e edifícios	(72 284 513)	(79 468 891)	7 184 378
Instalações	(31 590 282)	(15 827 521)	(15 762 761)
Equipamento e programas informáticos	(57 935 440)	(45 530 493)	(12 404 947)
Equipamento, mobiliário e veículos motorizados	(29 107 438)	(20 831 615)	(8 275 823)
Outras imobilizações	(1 138 207)	(883 374)	(254 833)
Total de depreciações acumuladas	(192 055 880)	(162 541 894)	(29 513 986)
Valor de balanço líquido	1 239 325 587	1 263 646 830	(24 321 243)

A diminuição líquida do custo da categoria “Terrenos e edifícios” e a correspondente depreciação acumulada deveu-se principalmente ao desreconhecimento dos custos de renovação capitalizados relacionados com itens já não em utilização.

6.2 Outros ativos financeiros

Esta rubrica consiste sobretudo no investimento dos fundos próprios do BCE³⁵ detidos como contrapartida direta do capital, das reservas e da provisão destinada a cobrir riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro. Inclui igualmente 3 211 ações do Banco de Pagamentos Internacionais (*Bank for International Settlements – BIS*) ao custo de aquisição de €41.8 milhões.

As componentes desta rubrica são as apresentadas no quadro seguinte.

³⁵ 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”).

	2016 €	2015 €	Varição €
Depósitos à ordem em euros	30 000	30 000	–
Títulos denominados em euros	19 113 074 101	19 192 975 459	(79 901 358)
Compras com acordo de revenda em euros	1 463 994 460	1 188 997 789	274 996 671
Outros ativos financeiros	41 830 662	41 914 335	(83 673)
Total	20 618 929 223	20 423 917 583	195 011 640

O aumento líquido desta rubrica em 2016 deveu-se principalmente ao reinvestimento dos juros e outros proveitos equiparados gerados pela carteira de fundos próprios.

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 2016 (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).

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”).

6.4 Acréscimos e diferimentos

Em 2016, esta rubrica do ativo compreendia juros especializados de títulos, incluindo juros corridos e não vencidos pagos aquando da aquisição, no montante de €1 924.5 milhões (€1 186.6 milhões, em 2015) (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 igualmente i) juros especializados decorrentes de projetos comuns do Eurosistema (ver a nota 27, “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 2016, 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 Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro expressas em euros

Em 8 de dezembro de 2016, o Conselho do BCE decidiu que os bancos centrais do Eurosistema terão a possibilidade de também aceitar numerário como garantia no âmbito das facilidades de cedência de títulos previstas no contexto do programa de compra de ativos do setor público, sem a necessidade de o reinvestir. No caso do BCE, estas operações são realizadas por uma instituição especializada.

Em 31 de dezembro de 2016, permaneciam por liquidar operações de cedência de títulos, realizadas com instituições de crédito da área do euro ao abrigo do referido programa, num valor de €1.9 mil milhões. O numerário recebido como garantia foi transferido para contas no TARGET2 (ver a nota 11.2, “Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema (líquidas)”). Como o numerário permaneceu por investir no final do exercício, estas operações foram registadas no balanço (ver “Operações reversíveis”, nas notas sobre as políticas contabilísticas)³⁶.

9 Responsabilidades para com outros residentes na área do euro expressas em euros

9.1 Outras responsabilidades

Esta rubrica inclui depósitos de membros da Associação Bancária do Euro, que servem como um fundo de garantia para as liquidações através do EURO1³⁷ no âmbito do TARGET2.

³⁶ As operações de cedência de títulos que não resultam em montantes de numerário depositado a título de garantia não investidos no final do exercício são registadas em contas extrapatrimoniais (ver a nota 16, “Programas de cedência de títulos”).

³⁷ O EURO1 é um sistema de pagamentos operado pela Associação Bancária do Euro.

10 Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros

Em 31 de dezembro de 2016, esta rubrica incluía um montante de €9.5 mil milhões (€1.5 mil milhões, em 2015), 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 2016 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)”).

Esta rubrica compreendia também um montante de €4.1 mil milhões (€0.8 mil milhões, em 2015), 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)”).

Além disso, as operações de *swap* conduzidas com o Sistema de Reserva Federal e os BCN da área do euro resultam em créditos e responsabilidades a prazo, os quais são registados em contas extrapatrimoniais (ver a nota 19, “Swaps e operações a prazo em moeda estrangeira”).

O remanescente da rubrica compreendia um montante de €3.1 mil milhões (€0, em 2015), decorrente de operações de cedência de títulos em curso no âmbito do programa de compra de ativos do setor público conduzidas com não residentes na área do euro, em que foi recebido numerário como garantia e o mesmo foi transferido para contas no TARGET2 (ver a nota 8, “Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro expressas em euros”).

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. Não se registaram alterações em 2016.

	Desde 1 de janeiro de 2015 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1 435 910 943
Deutsche Bundesbank	10 429 623 058
Eesti Pank	111 729 611
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	672 637 756
Bank of Greece	1 178 260 606
Banco de España	5 123 393 758
Banque de France	8 216 994 286
Banca d'Italia	7 134 236 999
Central Bank of Cyprus	87 679 928
Latvijas Banka	163 479 892
Lietuvos bankas	239 453 710
Banque centrale du Luxembourg	117 640 617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37 552 276
De Nederlandsche Bank	2 320 070 006
Oesterreichische Nationalbank	1 137 636 925
Banco de Portugal	1 010 318 483
Banka Slovenije	200 220 853
Národná banka Slovenska	447 671 807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728 096 904
Total	40 792 608 418

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 2016, 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 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) pela liquidação, através do TARGET2, de pagamentos de residentes na área do euro a não residentes na área do euro (ver a nota 10, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros”); ii) pelo numerário recebido como garantia em operações de cedência de títulos adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos do setor público (ver a nota 8, “Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro expressas em euros” e a nota 10, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros”); iii) 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 iv) por reembolsos de títulos adquiridos no contexto 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.

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).

	2016 €	2015 €
Responsabilidades para com BCN da área do euro relacionadas com o TARGET2	1 058 484 156 256	812 734 808 529
Créditos sobre BCN da área do euro relacionados com o TARGET2	(908 249 140 203)	(730 463 422 714)
Responsabilidades para com BCN da área do euro relacionadas com a distribuição intercalar dos proveitos do BCE	966 234 559	812 134 494
Outras responsabilidades no âmbito do Eurosistema (líquidas)	151 201 250 612	83 083 520 309

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 2016 (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 2016, esta rubrica compreendia diferimentos relacionados com o Mecanismo Único de Supervisão (MUS) (ver a nota 25, “Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários”), acréscimos administrativos e acréscimos de custos relativos a instrumentos financeiros.

Incluía também juros especializados, devidos aos BCN e relativos ao conjunto de 2016, decorrentes da remuneração dos ativos de reserva transferidos para o BCE (ver a nota 11.1, “Responsabilidades equivalentes à transferência de ativos de reserva”). Estes montantes foram liquidados em janeiro de 2017.

	2016 €	2015 €	Varição €
Acréscimos administrativos	20 723 173	20 455 723	267 450
Instrumentos financeiros	3 621 142	2 191 753	1 429 389
Diferimentos relacionados com o MUS	41 089 798	18 926 078	22 163 720
Ativos de reserva transferidos para o BCE	3 611 845	17 576 514	(13 964 669)
TARGET2	–	36 393 921	(36 393 921)
Total	69 045 958	95 543 989	(26 498 031)

12.3 Contas diversas e de regularização

Em 2016, esta rubrica incluía saldos relacionados com *swaps* e operações a prazo em moeda estrangeira por liquidar em 31 de dezembro de 2016 (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).

Esta rubrica compreendia ainda a responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos referente 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 contrato com o BCE.

*Planos de pensões do BCE, outros benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo*³⁸

Balanço

Os montantes reconhecidos no balanço relativos aos benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo foram os apresentados no quadro a seguir.

³⁸ Em todos os quadros desta secção, os totais podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos. As colunas com a referência a “Comissão Executiva e Conselho de Supervisão” dizem respeito, como o nome indica, aos montantes relativos à Comissão Executiva e ao Conselho de Supervisão.

	2016 Membros do pessoal (em milhões de euros)	2016 Comissão Executiva e Conselho de Supervisão (em milhões de euros)	2016 Total (em milhões de euros)	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)
Valor atual da responsabilidade	1 361.3	27.7	1 388.9	1 116.7	24.1	1 140.8
Justo valor dos ativos do fundo	(878.0)	–	(878.0)	(755.3)	–	(755.3)
Responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos reconhecida no balanço	483.3	27.7	510.9	361.4	24.1	385.5

Em 2016, o valor atual da responsabilidade relativa aos benefícios definidos referentes aos membros do pessoal, no montante de €1 361.3 milhões (€1 116.7 milhões, em 2015), incluía benefícios não fundeados no montante de €187.0 milhões (€155.9 milhões, em 2015), 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 2016 foram os seguintes:

	2016 Membros do pessoal (em milhões de euros)	2016 Comissão Executiva e Conselho de Supervisão (em milhões de euros)	2016 Total (em milhões de euros)	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)
Custo do serviço corrente	104.4	1.6	106.0	120.0	1.9	121.9
Juros líquidos sobre a responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos	9.7	0.6	10.3	9.5	0.5	10.0
<i>Dos quais:</i>						
<i>Custo dos juros</i>	29.1	0.6	29.8	22.9	0.5	23.4
<i>Rendimento esperado dos ativos do fundo</i>	(19.5)	–	(19.5)	(13.4)	–	(13.4)
(Ganhos)/Perdas atuariais relativas a outros benefícios de longo prazo	0.6	0.1	0.7	2.6	(0.1)	2.5
Total incluído em “Custos com pessoal”	114.6	2.4	117.0	132.1	2.3	134.4

O custo do serviço corrente diminuiu em 2016 para €106.0 milhões (€121.9 milhões, em 2015), devido principalmente ao aumento da taxa de desconto de 2% em 2014 para 2.5% em 2015³⁹.

³⁹ 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:

	2016 Membros do pessoal (em milhões de euros)	2016 Comissão Executiva e Conselho de Supervisão (em milhões de euros)	2016 Total (em milhões de euros)	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)
Responsabilidade inicial relativa aos benefícios definidos	1 116.7	24.1	1 140.8	1 087.1	24.5	1 111.6
Custo do serviço corrente	104.4	1.6	106.0	120.0	1.9	121.9
Custo dos juros da responsabilidade	29.1	0.6	29.8	22.9	0.5	23.4
Contribuições pagas pelos participantes nos planos	19.5	0.2	19.8	21.7	0.2	21.9
Benefícios pagos	(8.6)	(0.8)	(9.5)	(7.5)	(0.8)	(8.3)
(Ganhos)/Perdas atuariais	100.2	1.9	102.1	(127.5)	(2.2)	(129.7)
Responsabilidade final relativa aos benefícios definidos	1 361.3	27.7	1 388.9	1 116.7	24.1	1 140.8

O total de perdas atuariais em 2016, no montante de €102.1 milhões, na responsabilidade relativa aos benefícios definidos deve-se principalmente à redução da taxa de desconto de 2.5% em 2015 para 2% em 2016.

Em 2016, as variações no justo valor dos ativos do fundo no pilar de benefícios definidos referentes aos membros do pessoal foram as seguintes:

	2016 (em milhões de euros)	2015 (em milhões de euros)
Justo valor inicial dos ativos do fundo	755.3	651.9
Rendimento esperado dos ativos do fundo	19.5	13.4
Desvios no rendimento esperado dos ativos do fundo	44.7	26.8
Contribuições pagas pelo empregador	45.0	46.9
Contribuições pagas pelos participantes no plano	19.5	21.7
Benefícios pagos	(6.0)	(5.4)
Justo valor final dos ativos do fundo	878.0	755.3

Os ganhos atuariais face aos rendimentos esperados dos ativos do fundo em 2016 e 2015 refletiram o facto de os rendimentos efetivamente verificados das unidades do fundo terem sido mais elevados do que os rendimentos estimados inicialmente.

Em 2016, na sequência de uma avaliação do financiamento do plano de pensões dos membros do pessoal do BCE, realizada pelos atuários da instituição em 31 de dezembro de 2015, o Conselho do BCE decidiu, entre outros aspetos, i) descontinuar as contribuições anuais suplementares do BCE no montante de €6.8 milhões, e ii) aumentar as contribuições efetuadas pelo BCE para o plano de pensões dos membros do pessoal de 19.5% para 20.7% da remuneração de

base, a partir de setembro de 2016⁴⁰. Estas decisões resultaram numa redução líquida do total de contribuições pagas pelo BCE em 2016, não obstante o aumento do número de participantes no plano (ver a nota 28, “Custos com pessoal”).

Em 2016, as variações nos ganhos e perdas atuariais (ver a nota 14, “Contas de reavaliação”) foram as seguintes:

	2016 (em milhões de euros)	2015 (em milhões de euros)
Ganhos/(Perdas) atuariais iniciais	(148.4)	(305.6)
Contribuições dos BCN que passaram a integrar o Eurosistema ⁴¹	0.0	(1.8)
Ganhos em ativos do fundo	44.7	26.8
Ganhos/(Perdas) na responsabilidade	(102.1)	129.7
Perdas reconhecidas na conta de resultados	0.7	2.5
Perdas atuariais finais incluídas na rubrica “Contas de reavaliação”	(205.1)	(148.4)

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.

	2016 %	2015 %
Taxa de desconto	2.00	2.50
Rendimento esperado dos ativos do fundo ⁴²	3.00	3.50
Aumentos futuros da remuneração ⁴³	2.00	2.00
Aumentos futuros das pensões de reforma ⁴⁴	1.40	1.40

Além disso, em 2016, as contribuições voluntárias dos membros do pessoal no pilar de contribuições definidas, cifraram-se em €133.2 milhões (€123.3 milhões, em 2015). Estas contribuições são investidas nos ativos do fundo, mas originam também uma responsabilidade correspondente de valor igual.

⁴⁰ Além disso, o Conselho do BCE decidiu aumentar a contribuição paga pelo pessoal do BCE de 6.7% para 7.4% da remuneração de base.

⁴¹ Com a adoção da moeda única pela Lituânia, o Lietuvos bankas contribuiu para os saldos de todas as contas de reavaliação do BCE, com efeitos a partir de 1 de janeiro de 2015. Os saldos de perdas atuariais incluídos nas contas de reavaliação em 31 de dezembro de 2014 resultaram numa redução das contribuições do Lietuvos bankas.

⁴² 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.

⁴³ Além disso, são tomados em consideração aumentos prospetivos da remuneração individual até 1.8% por ano, dependendo da idade dos participantes no plano.

⁴⁴ Em conformidade com as regras dos planos de pensões do BCE, as pensões serão aumentadas anualmente. Se a correção da remuneração em geral do pessoal do BCE for inferior à inflação dos preços, os aumentos de pensões serão em conformidade com a correção da remuneração em geral. Se for superior à inflação dos preços, a correção da remuneração em 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 superiores às respetivas contas de reavaliação. A dotação e a necessidade de manutenção desta provisão são analisadas anualmente, com base na avaliação do BCE da 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.

Em 31 de dezembro de 2016, a provisão para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito e de flutuação do preço do ouro ascendia a €7 619 884 851, permanecendo inalterada face a 2015. O seu montante corresponde ao valor das participações no capital do BCE realizadas pelos BCN da área do euro na referida data.

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”).

	2016 €	2015 €	Varição €
Ouro	13 926 380 231	11 900 595 095	2 025 785 136
Moeda estrangeira	14 149 471 665	12 272 562 352	1 876 909 313
Títulos e outros instrumentos	755 494 021	808 078 836	(52 584 815)
Responsabilidade líquida relativa aos benefícios definidos referentes aos benefícios pós-emprego	(205 078 109)	(148 413 109)	(56 665 000)
Total	28 626 267 808	24 832 823 174	3 793 444 634

O aumento da dimensão das contas de reavaliação deve-se à depreciação do euro face ao ouro, ao dólar dos Estados Unidos e ao iene japonês em 2016.

As taxas de câmbio utilizadas na reavaliação de fim de exercício foram as seguintes:

Taxas de câmbio	2016	2015
Dólares dos Estados Unidos por euros	1.0541	1.0887
Ienes japoneses por euros	123.40	131.07
Euros por DSE	1.2746	1.2728
Euros por onça de ouro fino	1 098.046	973.225

15 Capital e reservas

15.1 Capital

O capital subscrito do BCE corresponde a €10 825 007 069. O capital realizado pelos BCN pertencentes e não pertencentes à área do euro ascende a €7 740 076 935.

A subscrição do capital pelos BCN pertencentes à área do euro foi realizada na totalidade e, desde 1 de janeiro de 2015, cifra-se em €7 619 884 851, como indicado no quadro a seguir⁴⁵.

⁴⁵ Os montantes individuais foram arredondados para o euro mais próximo. Por conseguinte, os totais apresentados nos quadros da presente nota podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

	Tabela de repartição para subscrição do capital desde 1 de janeiro de 2015 ⁴⁶ %	Capital realizado desde 1 de janeiro de 2015 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2.4778	268 222 025
Deutsche Bundesbank	17.9973	1 948 208 997
Eesti Pank	0.1928	20 870 614
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1.1607	125 645 857
Bank of Greece	2.0332	220 094 044
Banco de España	8.8409	957 028 050
Banque de France	14.1792	1 534 899 402
Banca d'Italia	12.3108	1 332 644 970
Central Bank of Cyprus	0.1513	16 378 236
Latvijas Banka	0.2821	30 537 345
Lietuvos bankas	0.4132	44 728 929
Banque centrale du Luxembourg	0.2030	21 974 764
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0.0648	7 014 605
De Nederlandsche Bank	4.0035	433 379 158
Oesterreichische Nationalbank	1.9631	212 505 714
Banco de Portugal	1.7434	188 723 173
Banka Slovenije	0.3455	37 400 399
Národná banka Slovenska	0.7725	83 623 180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1.2564	136 005 389
Total	70.3915	7 619 884 851

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 2016, esta contribuição ascendia a um total de €120 192 083, sem alterações face a 2015. Estes BCN não têm direito a qualquer participação nos lucros distribuíveis do BCE, incluindo os proveitos monetários decorrentes da repartição de notas de euro no Eurosistema, nem estão obrigados a financiar quaisquer perdas incorridas pelo BCE.

Os montantes realizados pelos BCN não pertencentes à área do euro foram os apresentados no quadro a seguir.

⁴⁶ As participações de cada BCN na tabela de repartição do capital do BCE foram alteradas pela última vez em 1 de janeiro de 2014. No entanto, em 1 de janeiro de 2015, devido à adesão da Lituânia à área do euro, o total das ponderações dos BCN pertencentes à área do euro na tabela de repartição do capital do BCE aumentou, enquanto o total das ponderações dos BCN não pertencentes à área do euro diminuiu. Em 2016, não se verificaram quaisquer ajustamentos.

	Tabela de repartição para subscrição do capital desde 1 de janeiro de 2015 %	Capital realizado desde 1 de janeiro de 2015 €
Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária)	0.8590	3 487 005
Česká národní banka	1.6075	6 525 450
Danmarks Nationalbank	1.4873	6 037 512
Hrvatska narodna banka	0.6023	2 444 963
Magyar Nemzeti Bank	1.3798	5 601 129
Narodowy Bank Polski	5.1230	20 796 192
Banca Națională a României	2.6024	10 564 124
Sveriges riksbank	2.2729	9 226 559
Bank of England	13.6743	55 509 148
Total	29.6085	120 192 083

Instrumentos extrapatrimoniais

16 Programas de cedência de títulos

No contexto da gestão dos seus fundos próprios, o BCE dispõe de um programa de cedência de títulos, através do qual uma instituição especializada efetua operações de cedência de títulos em seu nome.

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 público⁴⁷.

Se nenhum montante em numerário depositado a título de garantia permanecer por investir no final do exercício, as operações de cedência de títulos associadas são registadas em contas extrapatrimoniais⁴⁸. Em 31 de dezembro de 2016, encontravam-se por liquidar tais operações de cedência de títulos no valor de €10.9 mil milhões (€4.5 mil milhões, em 2015). Desse montante, €3.9 mil milhões (€0.3 mil milhões, em 2015) diziam respeito a empréstimos de títulos detidos para fins de política monetária.

17 Futuros de taxas de juro

Em 31 de dezembro de 2016, 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	2016 Valor contratual €	2015 Valor contratual €	Variação €
Aquisições	558 770 515	694 406 172	(135 635 657)
Vendas	2 258 798 975	690 554 100	1 568 244 875

Estas operações foram conduzidas no contexto da gestão dos ativos de reserva do BCE.

⁴⁷ O BCE não adquire títulos ao abrigo do programa de compra de ativos do setor empresarial, não dispondo, conseqüentemente, de títulos relacionados para empréstimo.

⁴⁸ Quando montantes em numerário depositados a título de garantia de operações de cedência de títulos permanecem por investir no final do exercício, as operações associadas são registadas em contas patrimoniais (ver a nota 8, "Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro expressas em euros" e a nota 10, "Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros").

18 *Swaps de taxa de juro*

Em 31 de dezembro de 2016, estavam em curso operações de *swap* de taxa de juro com um valor nominal de €378.3 milhões (€274.5 milhões, em 2015), às taxas de mercado de final de ano. Estas operações foram conduzidas no contexto da gestão dos ativos de reserva do BCE.

19 *Swaps e operações a prazo em moeda estrangeira*

Gestão dos ativos de reserva

Em 2016, 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 2016 são a seguir apresentados às taxas de mercado de final de ano.

<i>Swaps e operações a prazo em moeda estrangeira</i>	2016 €	2015 €	Variação €
Créditos	3 123 544 615	2 467 131 004	656 413 611
Responsabilidades	2 855 828 167	2 484 517 472	371 310 695

Operações de cedência de liquidez

Operações de cedência de liquidez em dólares dos Estados Unidos a contrapartes do Eurosistema deram origem a ativos e passivos denominados em dólares dos Estados Unidos com data de liquidação em 2017 (ver a nota 10, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros”).

20 *Gestão de operações de empréstimo ativas e passivas*

Em 2016, 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 2016, 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.

Responsabilidades contingentes de processos judiciais pendentes

Vários depositantes, acionistas e obrigacionistas de instituições de crédito cipriotas instauraram quatro 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, em 2016, o Tribunal de Justiça da UE ou confirmou a improcedência dos casos ou pronunciou-se a favor do BCE nos recursos em questão. 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 destes 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.

	2016 €	2015 €	Variação €
Juros e proveitos equiparados de depósitos à ordem	1 499 288	552 459	946 829
Juros e proveitos equiparados de aplicações no mercado monetário	18 095 835	6 306 443	11 789 392
Juros e proveitos/(custos) equiparados de acordos de recompra	(34 017)	38 311	(72 328)
Juros e proveitos equiparados de compras com acordo de revenda	12 745 338	2 920 201	9 825 137
Juros e proveitos equiparados de títulos	304 958 993	261 121 900	43 837 093
Juros e proveitos/(custos) equiparados de <i>swaps</i> de taxa de juro	19 080	(861 355)	880 435
Juros e proveitos equiparados de <i>swaps</i> e operações a prazo em moeda estrangeira	33 157 253	13 127 982	20 029 271
Juros e outros proveitos equiparados de ativos de reserva (líquidos)	370 441 770	283 205 941	87 235 829

O aumento global do resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados em 2016 deveu-se principalmente ao aumento dos juros e outros proveitos equiparados gerados pela carteira de ativos denominados em dólares dos Estados Unidos.

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 um aumento de 4.7% do valor médio das notas em circulação, verificou-se uma diminuição dos proveitos em 2016, em virtude de a taxa média das operações principais de refinanciamento ter sido mais baixa do que em 2015 (situando-se em 0.01% em 2016, face a 0.05% em 2015).

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 relacionados com ativos de reserva transferidos para o BCE (ver a nota 11.1, “Responsabilidades equivalentes à transferência de ativos de reserva”) é apresentada nesta rubrica. A diminuição desta remuneração em 2016 refletiu o facto de a taxa média das operações principais de refinanciamento do Eurosistema ter sido mais baixa do que em 2015.

22.4 Outros juros e proveitos equiparados/Outros juros e custos equiparados⁴⁹

Em 2016, estas rubricas incluíram sobretudo proveitos de juros líquidos, no montante de €1.0 mil milhões (€0.9 mil milhões, em 2015), decorrentes de títulos adquiridos pelo BCE para fins de política monetária. Deste montante, €0.5 mil milhões (€0.6 mil milhões, em 2015) dizem respeito a proveitos de juros líquidos relacionados com títulos adquiridos ao abrigo do programa dos mercados de títulos de dívida e €0.4 mil milhões (€0.2 mil milhões, em 2015) referem-se a proveitos de juros líquidos de títulos adquiridos no contexto do programa de compra de ativos.

A parte restante destas rubricas consistiu principalmente em proveitos e custos de juros da carteira de fundos próprios do BCE (ver a nota 6.2, “Outros ativos financeiros”) e de vários outros saldos com juros.

23 Resultados realizados em operações financeiras

Os ganhos realizados líquidos resultantes de operações financeiras em 2016 foram os seguintes:

	2016 €	2015 €	Varição €
Ganhos realizados líquidos de preço	159 456 244	175 959 137	(16 502 893)
Ganhos realizados líquidos cambiais e do preço do ouro	65 085 498	38 474 593	26 610 905
Ganhos realizados líquidos em operações financeiras	224 541 742	214 433 730	10 108 012

Os ganhos realizados líquidos incluíram ganhos e perdas realizados decorrentes de títulos, futuros de taxa de juro e *swaps* de taxa de juro. A diminuição dos ganhos realizados líquidos em 2016 deveu-se sobretudo a ganhos realizados mais reduzidos na carteira de títulos denominados em dólares dos Estados Unidos.

⁴⁹ Com efeito a partir de 2016, os proveitos e os custos de juros decorrentes de títulos detidos para fins de política monetária passam a ser reportados em termos líquidos sob a rubrica “Outros juros e proveitos equiparados”, se o montante líquido for positivo, e sob a rubrica “Outros juros e custos equiparados”, se o mesmo for negativo (ver “Reclassificações”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

O aumento global dos ganhos realizados líquidos cambiais e do preço do ouro deveu-se principalmente a saídas de DSE, no contexto do acordo bidirecional com o FMI para compra e venda destes instrumentos (ver a nota 2.1, “Fundo Monetário Internacional”).

24 Prejuízos não realizados em operações financeiras

Os prejuízos não realizados em operações financeiras em 2016 foram os seguintes:

	2016 €	2015 €	Varição €
Perdas não realizadas decorrentes do preço de títulos	(148 159 250)	(63 827 424)	(84 331 826)
Perdas não realizadas decorrentes do valor de <i>swaps</i> de taxa de juro	–	(223 892)	223 892
Perdas cambiais não realizadas	(12 760)	(1 901)	(10 859)
Total de menos-valias	(148 172 010)	(64 053 217)	(84 118 793)

As menos-valias mais elevadas em comparação com 2015 deveram-se sobretudo às taxas de rendibilidade de mercado mais altas dos títulos detidos na carteira de ativos denominados em dólares dos Estados Unidos, a par da diminuição geral do seu valor de mercado.

25 Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários

	2016 €	2015 €	Varição €
Comissões recebidas e outros proveitos bancários	382 191 051	277 324 169	104 866 882
Comissões pagas e outros custos bancários	(10 868 282)	(8 991 908)	(1 876 374)
Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários	371 322 769	268 332 261	102 990 508

Em 2016, os proveitos registados nesta rubrica consistiram principalmente em taxas de supervisão. Os custos compreenderam maioritariamente comissões de custódia, bem como comissões a pagar a serviços externos de gestão de ativos que efetuam operações de compra de instrumentos de dívida titularizados elegíveis sob as instruções explícitas, e por conta, do Eurosistema.

Receitas e despesas relacionadas com as funções de supervisão

Em novembro de 2014, o BCE assumiu as suas funções de supervisão, em consonância com o artigo 33.º do Regulamento 1024/2013/UE do Conselho, de 15 de outubro de 2013. Para cobrir as despesas relativas ao desempenho das suas funções de supervisão, o BCE cobra taxas de supervisão anuais às entidades

supervisionadas. Em abril de 2016, o BCE anunciou que as taxas de supervisão anuais relativas a 2016 ascenderiam a €404.5 milhões⁵⁰. Este montante baseava-se numa despesa anual estimada de €423.2 milhões em 2016, após correção i) do excedente de €18.9 milhões de taxas de supervisão cobradas em 2015; ii) dos montantes reembolsados devido a alterações em termos do número ou do estatuto das entidades supervisionadas⁵¹ (€0.3 milhões); e iii) dos juros, no valor de €0.1 milhões, cobrados por pagamentos em atraso em 2015.

Com base na despesa efetiva incorrida pelo BCE relacionada com as atribuições de supervisão bancária, as receitas de taxas de supervisão para 2016 cifraram-se em €382.2 milhões.

	2016 €	2015 €	Variação €
Taxas de supervisão	382 151 355	277 086 997	105 064 358
<i>Das quais:</i>			
<i>Taxas cobradas a entidades significativas ou grupos significativos</i>	338 418 328	245 620 964	92 797 364
<i>Taxas cobradas a entidades menos significativas ou grupos menos significativos</i>	43 733 027	31 466 033	12 266 994
Total de receitas relacionadas com as funções de supervisão bancária	382 151 355	277 086 997	105 064 358

O excedente de €41.1 milhões decorrente da diferença entre a despesa estimada (€423.2 milhões) e a despesa efetiva (€382.2 milhões) em 2016 é registado na rubrica “Acréscimos e diferimentos” (ver a nota 12.2, “Acréscimos e diferimentos”) e reduzirá as taxas de supervisão a cobrar em 2017.

Além disso, o BCE tem o direito de aplicar multas ou sanções pecuniárias temporárias por incumprimento das obrigações estabelecidas nos seus regulamentos e decisões. Em 2016, não foram aplicadas multas ou sanções desta natureza.

A despesa relacionada com o MUS resulta da supervisão direta das entidades significativas, do controlo geral da supervisão das entidades menos significativas e da prestação de serviços horizontais e especializados. Inclui também a despesa decorrente de áreas de apoio, incluindo instalações, gestão de recursos humanos, serviços administrativos, orçamento e controlo, contabilidade, serviços jurídicos, auditoria interna e serviços de estatística e tecnologias de informação, necessárias para que o BCE possa exercer as suas responsabilidades em matéria de supervisão.

Em 2016, esta despesa pode ser desagregada sob as seguintes rubricas:

⁵⁰ Este montante foi faturado em outubro de 2016, com um prazo de pagamento de 18 de novembro de 2016.

⁵¹ Em conformidade com o artigo 7.º do Regulamento BCE/2014/41 relativo às taxas de supervisão, nos casos em que i) uma entidade supervisionada ou um grupo supervisionado está sob supervisão apenas durante parte do período de taxa ou que ii) o estatuto de uma entidade supervisionada ou grupo supervisionado muda de “significativo” para “menos significativo”, ou vice-versa, a taxa de supervisão anual é corrigida. Quaisquer montantes recebidos ou reembolsados são tomados em conta no cálculo do montante total das taxas de supervisão anuais a cobrar nos anos subsequentes.

	2016 €	2015 €	Varição €
Remuneração e benefícios	180 655 666	141 262 893	39 392 773
Rendas e manutenção de edifícios	58 103 644	25 513 220	32 590 424
Outras despesas operacionais	143 392 045	110 310 884	33 081 161
Total de despesas relacionadas com as funções de supervisão bancária	382 151 355	277 086 997	105 064 358

O aumento do número total do pessoal afeto à Supervisão Bancária do BCE, a mudança para novas instalações e o estabelecimento de uma infraestruturas informática e estatística necessária ao desempenho das funções de supervisão contribuíram para a subida da despesa total do MUS em 2016.

26 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.

27 Outros proveitos e ganhos

Os outros proveitos diversos em 2016 decorreram principalmente das contribuições especializadas dos BCN da área do euro para os custos incorridos pelo BCE, relacionados com projetos conjuntos do Eurosistema.

28 Custos com pessoal

O número médio mais elevado de pessoas ao serviço do BCE em 2016 levou a um aumento global dos custos com pessoal. Este aumento foi parcialmente compensado por um decréscimo da despesa líquida associada a benefícios pós-emprego e a outros benefícios de longo prazo.

Esta rubrica inclui a remuneração, subsídios, custos com seguros e outros custos diversos no montante de €349.5 milhões (€306.4 milhões, em 2015). Inclui igualmente um montante de €117.0 milhões (€134.4 milhões, em 2015), 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”).

A remuneração e os 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.

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 uma remuneração adicional baseada no 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 suplementares 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. A remuneração está sujeita 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 2016, os montantes da remuneração de base auferida 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 os seguintes⁵²:

	2016 €	2015 €
Mario Draghi (Presidente do BCE)	389 760	385 860
Vitor Constâncio (Vice-Presidente do BCE)	334 080	330 744
Peter Praet (Membro da Comissão Executiva)	277 896	275 604
Benoît Cœuré (Membro da Comissão Executiva)	277 896	275 604
Yves Mersch (Membro da Comissão Executiva)	277 896	275 604
Sabine Lautenschläger (Membro da Comissão Executiva)	277 896	275 604
Total relativo aos membros da Comissão Executiva	1 835 424	1 819 020
Total relativo aos membros do Conselho de Supervisão (com contrato com o BCE)⁵³	631 254	635 385
<i>Do qual:</i>		
<i>Danièle Nouy (Presidente do Conselho de Supervisão)</i>	277 896	275 604
Total	2 466 678	2 454 405

Além disso, a remuneração adicional auferida pelos membros do Conselho de Supervisão com contrato a tempo parcial ascendeu a €343 341 (€352 256, em 2015).

Os subsídios ou abonos pagos aos membros da Comissão Executiva e do Conselho de Supervisão e as contribuições do BCE, em nome dos mesmos, para os seguros de saúde e de acidentes ascenderam a €807 475 (€625 021, em 2015). Em dezembro de 2015, o Conselho do BCE decidiu que, no tocante aos membros do pessoal e aos membros da Comissão Executiva e do Conselho de Supervisão que suportam a totalidade dos custos com seguros de saúde privados, o BCE pagaria um montante equivalente à contribuição a efetuar se as pessoas em questão beneficiassem do seguro de saúde disponibilizado pela instituição. Além disso, a decisão contempla uma cláusula de retroatividade para pagamentos

⁵² Os montantes são apresentados em termos brutos, ou seja, antes da dedução dos impostos que revertem em benefício da UE.

⁵³ Exclui a remuneração de Sabine Lautenschläger, que é reportada em conjunto com a dos restantes membros da Comissão Executiva.

relativos a seguros de saúde desde 1 de janeiro de 2013. Em virtude desta cláusula, espera-se que os pagamentos de subsídios ou abonos em 2017 sejam inferiores aos de 2016.

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 2016, não foram efetuados pagamentos desta natureza. 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 €834 668 (€783 113, em 2015).

No final de 2016, o número efetivo, em equivalência a tempo inteiro, de pessoas com contratos com o BCE correspondia a 3 171⁵⁴, incluindo 320 em cargos de gestão. No que se refere a alterações no número de membros do pessoal em 2016, há a registar:

	2016	2015
Total de pessoal em 1 de janeiro (excluindo pessoas que iniciaram o serviço nessa data)	2 871	2 577
Novos membros/alteração de contrato	725	648
Demissões/fim de contrato	(380)	(299)
Aumento líquido/(redução líquida) devido a variações no trabalho a tempo parcial	(45)	(55)
Total de pessoal em 31 de dezembro	3 171	2 871
Média de pessoal empregado	3 007	2 722

29 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 recrutamento, mudança, instalação, formação profissional e reafetação.

30 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.

⁵⁴ 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

8 February 2017

Independent auditor's report

Opinion

We have audited the financial statements of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2016, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

In our opinion, the accompanying financial statements of the European Central Bank give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2016 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35).

Basis for Opinion

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements section of our report. We are independent of the European Central Bank in accordance with the German ethical requirements that are relevant to our audit of the financial statements, which are consistent with the International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants (IESBA Code) and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with these requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

Responsibilities of the European Central Bank's Executive Board and Those Charged with Governance for the Financial Statements

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, the Executive Board is responsible for using the going concern basis of accounting in accordance with Article 4 of the applicable Decision (ECB/2016/35).

Those charged with governance are responsible for overseeing the European Central Bank's financial reporting process.

Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit 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.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.
- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the entity's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

We also provide those charged with governance with a statement that we have complied with relevant ethical requirements regarding independence, and to communicate with them all relationships and other matters that may reasonably be thought to bear on our independence, and where applicable, related safeguards.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer



Victor Veger
Certified Public Accountant

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

8 de fevereiro de 2017

Relatório dos auditores independentes

Opinião

Auditámos as demonstrações financeiras do Banco Central Europeu, que incluem o balanço em 31 de dezembro de 2016, a conta de resultados do exercício findo na mesma data e um resumo das políticas contabilísticas pertinentes e outras notas explicativas. Na nossa opinião, as demonstrações financeiras do Banco Central Europeu apresentam uma imagem verdadeira e apropriada da situação financeira do Banco Central Europeu, em 31 de dezembro de 2016, e dos resultados das suas operações referentes ao exercício encerrado nessa mesma data, em conformidade com os princípios definidos pelo Conselho do Banco Central Europeu, enunciados na Decisão (UE) 2016/2247 do Banco Central Europeu, de 3 de novembro de 2016, relativa às contas anuais do Banco Central Europeu (BCE/2016/35).

Base da opinião

A nossa auditoria foi conduzida de acordo com as Normas Internacionais de Auditoria (*International Standards on Auditing* – ISA). As nossas responsabilidades de acordo com essas normas são descritas em pormenor na secção do nosso relatório intitulada “*Auditor’s Responsibilities for the Audit of the Financial Statements*”. Somos independentes do Banco Central Europeu em conformidade com os requisitos deontológicos alemães relevantes para a nossa auditoria das demonstrações financeiras, os quais são coerentes com o Código de Ética do IESBA (*International Ethics Standards Board for Accountants*/Conselho Internacional de Normas Éticas para Revisores de Contas) e cumprimos as nossas restantes responsabilidades deontológicas em consonância com esses requisitos. Estamos convictos de que as provas de auditoria que obtivemos são suficientes e adequadas para proporcionar a base da nossa opinião.

Responsabilidades da Comissão Executiva do Banco Central Europeu e dos responsáveis pela governação relativamente às demonstrações financeiras

A Comissão Executiva é responsável pela preparação e apresentação apropriada das demonstrações financeiras, em conformidade com os princípios definidos pelo Conselho do Banco Central Europeu e enunciados na Decisão (UE) 2016/2247 do Banco Central Europeu, de 3 de novembro de 2016, relativa às contas anuais do Banco Central Europeu (BCE/3016/35), e pelos controlos internos que a Comissão Executiva determine serem necessários, a fim de permitir a elaboração das demonstrações financeiras, sem distorções materialmente relevantes, quer devido a fraude quer a erro.

Na preparação das demonstrações financeiras, a Comissão Executiva é responsável pela aplicação do princípio contabilístico da continuidade, como disposto no artigo 4.º da Decisão (BCE/2016/35) aplicável.

Aos responsáveis pela governação compete controlar o processo de prestação de informação financeira do Banco Central Europeu.

Responsabilidades dos auditores pela auditoria das demonstrações financeiras

Os nossos objetivos consistem em determinar com uma segurança razoável se as demonstrações financeiras, no seu todo, apresentam, ou não, distorções materialmente relevantes, quer devido a fraude quer a erro, e emitir um relatório de auditoria que inclua a nossa opinião. Uma segurança razoável significa um nível elevado de segurança, mas não é uma garantia de que uma auditoria realizada em consonância com as ISA detetará sempre distorções materialmente relevantes, caso estas existam. As distorções podem dever-se a fraude ou erro e são consideradas materialmente relevantes se, numa base individual ou a nível agregado, existir uma probabilidade razoável de influenciarem as decisões económicas dos utilizadores tomadas com base nessas demonstrações financeiras.

Como parte de uma auditoria em conformidade com as ISA, aplicamos o nosso juízo profissional e mantemos o ceticismo profissional ao longo da auditoria. Além disso:

- Identificamos e avaliamos os riscos de distorções materialmente relevantes das demonstrações financeiras, devido quer a fraude quer a erro, concebemos e levamos a cabo procedimentos de auditoria em resposta a esses riscos e obtemos provas de auditoria suficientes e apropriadas que proporcionem uma base para a nossa opinião. O risco de não deteção de uma distorção materialmente relevante devida a fraude é mais elevado do que de uma devida a erro, na medida em que a fraude pode envolver conluio, falsificação, omissões intencionais, deturpações ou a sobreposição aos controlos internos.

- Adquirimos um conhecimento dos controlos internos relevantes para a auditoria, a fim de conceber os procedimentos de auditoria adequados às circunstâncias, mas não com o objetivo de expressar uma opinião sobre a eficácia dos controlos internos da entidade.
- Avaliamos a adequação das políticas contabilísticas utilizadas e a razoabilidade das estimativas contabilísticas e divulgações associadas realizadas pelos quadros de direção.
- Retiramos conclusões sobre a adequação da utilização pelos quadros de direção do princípio contabilístico da continuidade e, com base nas provas de auditoria obtidas, sobre se existe incerteza materialmente relevante no tocante a eventos ou condições que possam suscitar dúvidas significativas quanto à capacidade da entidade para dar continuidade às suas atividades. Se concluirmos que existe incerteza materialmente relevante, cabe-nos chamar a atenção, no nosso relatório de auditoria, para as divulgações relacionadas com as demonstrações financeiras ou, caso essas divulgações sejam inadequadas, alterar a nossa opinião. As nossas conclusões baseiam-se nas provas de auditoria obtidas até à data do relatório de auditoria.
- Avaliamos a apresentação, estrutura e conteúdo gerais das demonstrações financeiras, incluindo das divulgações, e se as demonstrações financeiras representam as operações e eventos subjacentes de uma forma que proporciona uma apresentação apropriada.

Comunicamos com os responsáveis pela governação, entre outros aspetos, sobre o âmbito e o calendário planeados da auditoria e sobre os resultados significativos da auditoria, incluindo quaisquer deficiências assinaláveis a nível dos controlos internos identificadas durante a auditoria.

Fornecemos também aos responsáveis pela governação uma declaração de que cumprimos os requisitos deontológicos relevantes no tocante à independência e comunicamos-lhes todas as relações e outras questões que se possam razoavelmente considerar passíveis de afetar a nossa independência, bem como, sempre que aplicável, as salvaguardas associadas.

Com os melhores cumprimentos,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Victor Veger
Certified Public Accountant

Nota sobre a distribuição dos proveitos/repartição dos prejuízos

Esta nota não é parte integrante das demonstrações financeiras do BCE para o exercício de 2016.

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 realizado⁵⁵.

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 SEBC⁵⁶.

O resultado líquido do BCE em 2016 cifrou-se em €1 193.1 milhões. Em 31 de janeiro de 2017, no seguimento de uma decisão do Conselho do BCE, foi efetuada uma distribuição intercalar de proveitos, no montante de €966.2 milhões, aos BCN da área do euro. Além disso, o Conselho do BCE decidiu distribuir os lucros remanescentes, no montante de €226.9 milhões, pelos BCN da área do euro.

	2016 €	2015 €
Resultado do exercício	1 193 108 250	1 081 790 763
Distribuição intercalar de proveitos	(966 234 559)	(812 134 494)
Resultado do exercício após a distribuição intercalar de proveitos	226 873 691	269 656 269
Distribuição dos lucros remanescentes	(226 873 691)	(269 656 269)
Total	0	0

⁵⁵ 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.

⁵⁶ 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 2016¹

(em milhões de euros)²

ATIVO	31 de dezembro de 2016	31 de dezembro de 2015
1 Ouro e ouro a receber	382 061	338 713
2 Créditos sobre não residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira	327 854	307 243
2.1 Fundo Monetário Internacional (FMI)	78 752	80 384
2.2 Depósitos, investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros ativos externos	249 102	226 860
3 Créditos sobre residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira	30 719	31 110
4 Créditos sobre não residentes na área do euro expressos em euros	19 082	20 242
4.1 Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos	19 082	20 242
4.2 Facilidade de crédito no âmbito do MTC II	0	0
5 Empréstimos a instituições de crédito da área do euro relacionados com operações de política monetária denominados em euros	595 873	558 989
5.1 Operações principais de refinanciamento	39 131	88 978
5.2 Operações de refinanciamento de prazo alargado	556 570	469 543
5.3 Operações ocasionais de regularização reversíveis	0	0
5.4 Operações estruturais reversíveis	0	0
5.5 Facilidade permanente de cedência de liquidez	172	468
5.6 Créditos relacionados com o valor de cobertura adicional	0	0
6 Outros créditos sobre instituições de crédito da área do euro expressos em euros	69 104	107 864
7 Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros	1 974 899	1 161 004
7.1 Títulos detidos para fins de política monetária	1 654 026	803 135
7.2 Outros títulos	320 873	357 869
8 Crédito às Administrações Públicas expresso em euros	26 460	25 145
9 Outros ativos	236 847	230 236
Total do ativo	3 662 901	2 780 546

¹ Com base em dados provisórios não auditados. As contas anuais de todos os BCN serão finalizadas até ao fim de maio de 2017 e o balanço anual consolidado final do Eurosistema será publicado subsequentemente.

² Os totais e subtotais poderão não corresponder devido a arredondamentos.

PASSIVO	31 de dezembro de 2016	31 de dezembro de 2015
1 Notas em circulação	1 126 216	1 083 539
2 Responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro relacionadas com operações de política monetária expressas em euros	1 313 264	768 419
2.1 Depósitos à ordem (incluindo reservas obrigatórias)	888 988	555 864
2.2 Facilidade permanente de depósito	424 208	212 415
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	69	140
3 Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro expressas em euros	9 427	5 200
4 Certificados de dívida emitidos	0	0
5 Responsabilidades para com outros residentes na área do euro expressas em euros	220 760	141 805
5.1 Administrações Públicas	114 880	59 295
5.2 Outras responsabilidades	105 880	82 510
6 Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em euros	205 678	54 529
7 Responsabilidades para com residentes na área do euro expressas em moeda estrangeira	3 644	2 803
8 Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em moeda estrangeira	9 301	3 677
8.1 Depósitos, saldos e outras responsabilidades	9 301	3 677
8.2 Responsabilidades decorrentes da facilidade de crédito no âmbito do MTC II	0	0
9 Atribuição de contrapartidas de direitos de saque especiais pelo FMI	59 263	59 179
10 Outras responsabilidades	221 402	217 492
11 Contas de reavaliação	394 418	345 703
12 Capital e reservas	99 527	98 199
Total do passivo	3 662 901	2 780 546

Statistical section

1. Financial and monetary developments	S2
2. Economic activity	S14
3. Prices and costs	S28
4. Exchange rates and balance of payments	S35
5. Fiscal developments	S40

Further information

ECB statistics:	http://sdw.ecb.europa.eu/
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Specific methodological note

Multi-annual averages of growth rates are calculated using the geometric mean. For all the other indicators included in this section, the multi-annual averages are computed using the arithmetic mean.

Cut-off date for the Statistical section

The cut-off date for the statistics included in the Statistical section was 15 March 2017.

Conventions used in the table

- data do not exist/data are not applicable	(p) provisional
. data are not yet available	s.a. seasonally adjusted
... nil or negligible	n.s.a. non-seasonally adjusted

1 Financial and monetary developments

1.1 Key ECB interest rates

(levels in percentages per annum; changes in percentage points)

With effect from: ¹⁾	Deposit facility		Main refinancing operations			Marginal lending facility	
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders			
	Level	Change	Fixed rate	Minimum bid rate	Change	Level	Change
			Level	Level			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
4 Jan. ²⁾	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25
22 Jan.	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25
9 Apr.	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 Feb.	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 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
28 June ³⁾	3.25	...	-	4.25	...	5.25	...
1 Sep.	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25
6 Oct.	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25
2001 11 May	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25
31 Aug.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25
18 Sep.	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 Dec.	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 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
2005 6 Dec.	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 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
9 Aug.	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25
11 Oct.	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25
13 Dec.	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 June	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25
2008 9 July	3.25	0.25	-	4.25	0.25	5.25	0.25
8 Oct.	2.75	-0.50	-	-	-	4.75	-0.50
9 Oct. ⁴⁾	3.25	0.50	-	-	-	4.25	-0.50
15 Oct. ⁵⁾	3.25	...	3.75	-	-0.50	4.25	...
12 Nov.	2.75	-0.50	3.25	-	-0.50	3.75	-0.50
10 Dec.	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 Apr.	0.25	-0.25	1.25	-	-0.25	2.25	-0.25
13 May	0.25	...	1.00	-	-0.25	1.75	-0.50
2011 13 Apr.	0.50	0.25	1.25	-	0.25	2.00	0.25
13 July	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 Dec.	0.25	-0.25	1.00	-	-0.25	1.75	-0.25
2012 11 July	0.00	-0.25	0.75	-	-0.25	1.50	-0.25
2013 8 May	0.00	...	0.50	-	-0.25	1.00	-0.50
13 Nov.	0.00	...	0.25	-	-0.25	0.75	-0.25
2014 11 June	-0.10	-0.10	0.15	-	-0.10	0.40	-0.35
10 Sep.	-0.20	-0.10	0.05	-	-0.10	0.30	-0.10
2015 9 Dec.	-0.30	-0.10	0.05	-	...	0.30	...
2016 16 Mar.	-0.40	-0.10	0.00	-	-0.05	0.25	-0.05

Source: ECB.

- 1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 the date refers both to the deposit and marginal lending facilities, and to the main refinancing operations (with changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council decision), unless otherwise indicated.
- 2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new monetary regime by market participants.
- 3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.
- 4) As of 9 October 2008 the ECB reduced the standing facilities corridor from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operations. The standing facilities corridor was restored to 200 basis points as of 21 January 2009.
- 5) On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. This change overrode the previous decision (made on the same day) to cut by 50 basis points the minimum bid rate on the main refinancing operations conducted as variable rate tenders.

1 Financial and monetary developments

1.2 Eurosystem monetary policy operations allotted through tender procedures ¹⁾

(EUR millions; interest rates in percentages per annum)

1.2.1 Main and longer-term refinancing operations ^{2), 3)}

Date of settlement	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days
				Fixed rate	Minimum bid rate	Marginal rate ⁴⁾	Weighted average rate	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Main refinancing operations								
2016 26 Oct.	36,027	77	36,027	0.00	-	-	-	6
1 Nov.	32,728	59	32,728	0.00	-	-	-	8
9 Nov.	31,449	69	31,449	0.00	-	-	-	7
16 Nov.	32,639	72	32,639	0.00	-	-	-	7
23 Nov.	33,719	79	33,719	0.00	-	-	-	7
30 Nov.	35,952	86	35,952	0.00	-	-	-	7
7 Dec.	35,762	77	35,762	0.00	-	-	-	7
14 Dec.	36,822	76	36,822	0.00	-	-	-	7
21 Dec.	32,877	53	32,877	0.00	-	-	-	7
28 Dec.	39,131	74	39,131	0.00	-	-	-	7
Longer-term refinancing operations ⁵⁾								
2016 29 June ⁶⁾	399,289	514	399,289	0.00	-	-	-	1,456
30 June	7,726	55	7,726	0.00	-	-	-	91
28 July	7,010	70	7,010	0.00	-	-	-	91
1 Sep.	5,015	58	5,015	0.00	-	-	-	91
28 Sep. ⁶⁾	45,270	249	45,270	0.00	-	-	-	1,463
29 Sep.	4,570	40	4,570	0.00	-	-	-	84
27 Oct.	5,427	55	5,427	0.00	-	-	-	91
1 Dec.	3,270	46	3,270	0.00	-	-	-	84
21 Dec. ⁶⁾	62,161	200	62,161	0.00	-	-	-	1,456
22 Dec. ⁷⁾	2,671	36	2,671	-	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2016 are displayed in each category.

2) With effect from April 2002, split tender operations (i.e. operations with a one-week maturity conducted as standard tender procedures in parallel with a main refinancing operation) are classified as main refinancing operations.

3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tender procedures. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids. On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October 2008, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. On 4 March 2010 the ECB decided to return to variable rate tender procedures in the regular three-month longer-term refinancing operations, starting with the operation to be allotted on 28 April 2010 and settled on 29 April 2010.

4) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

5) For the operations settled on 22 December 2011 and 1 March 2012, after one year counterparties have the option to repay any part of the liquidity that they have been allotted in these operations, on any day that coincides with the settlement day of a main refinancing operation.

6) Targeted longer-term refinancing operation. Further information can be found in the "Monetary Policy" section of the ECB's website (<https://www.ecb.europa.eu>) under "Instruments" then "Open market operations".

7) In this longer-term refinancing operation, the rate at which all bids are satisfied is indexed to the average minimum bid rate in the main refinancing operations over the life of the operation. The interest rates displayed for these indexed longer-term refinancing operations have been rounded to two decimal places. For the precise calculation method, please refer to the Technical Notes.

1.2.2 Other tender operations

Date of settlement	Type of operation	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days		
					Fixed rate	Minimum bid rate	Maximum bid rate	Marginal rate ²⁾		Weighted average rate	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 9 Apr.	Collection of fixed-term deposits	192,515	156	172,500	-	-	0.25	0.24	0.22	7	
16 Apr.	Collection of fixed-term deposits	153,364	139	153,364	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
23 Apr.	Collection of fixed-term deposits	166,780	139	166,780	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
30 Apr.	Collection of fixed-term deposits	103,946	121	103,946	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
7 May	Collection of fixed-term deposits	165,533	158	165,533	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
14 May	Collection of fixed-term deposits	144,281	141	144,281	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
21 May	Collection of fixed-term deposits	137,465	148	137,465	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
28 May	Collection of fixed-term deposits	102,878	119	102,878	-	-	0.25	0.25	0.25	7	
4 June	Collection of fixed-term deposits	119,200	140	119,200	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
11 June	Collection of fixed-term deposits	108,650	122	108,650	-	-	0.15	0.15	0.13	7	

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2016 are displayed in each category.

2) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

1 Financial and monetary developments

1.3 Long-term government bond yields

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.6	4.5	2.5	2.4	1.7	0.8	0.5
Germany	3.1	4.3	1.7	1.6	1.2	0.5	0.1
Estonia ²⁾
Ireland	4.4	4.4	4.4	3.8	2.4	1.2	0.7
Greece	7.5	4.8	11.0	10.1	6.9	9.7	8.4
Spain	4.1	4.4	3.7	4.6	2.7	1.7	1.4
France	3.4	4.4	2.2	2.2	1.7	0.8	0.5
Italy	4.2	4.6	3.7	4.3	2.9	1.7	1.5
Cyprus	5.3	5.3	5.3	6.5	6.0	4.5	3.8
Latvia	5.2	5.3	5.1	3.3	2.5	1.0	0.5
Lithuania	5.0	5.2	4.8	3.8	2.8	1.4	0.9
Luxembourg	3.1	4.1	2.0	1.9	1.3	0.4	0.3
Malta	4.1	5.0	3.2	3.4	2.6	1.5	0.9
Netherlands	3.3	4.4	2.0	2.0	1.5	0.7	0.3
Austria	3.4	4.4	2.2	2.0	1.5	0.7	0.4
Portugal	5.1	4.5	5.8	6.3	3.8	2.4	3.2
Slovenia	4.5	5.1	3.9	5.8	3.3	1.7	1.1
Slovakia	4.2	5.3	3.0	3.2	2.1	0.9	0.5
Finland	3.3	4.4	2.0	1.9	1.4	0.7	0.4
Euro area	3.7	4.4	2.9	3.0	2.0	1.2	0.9
Bulgaria	4.6	5.0	4.3	3.5	3.3	2.5	2.3
Czech Republic	3.5	4.6	2.5	2.1	1.6	0.6	0.4
Denmark	3.3	4.5	1.8	1.7	1.3	0.7	0.3
Croatia	5.3	5.1	5.3	4.7	4.1	3.6	3.5
Hungary	6.7	7.3	6.2	5.9	4.8	3.4	3.1
Poland	5.6	6.6	4.5	4.0	3.5	2.7	3.0
Romania	6.4	7.3	6.0	5.4	4.5	3.5	3.3
Sweden	3.4	4.5	1.9	2.1	1.7	0.7	0.5
United Kingdom	3.7	4.8	2.3	2.0	2.1	1.8	1.2
European Union	3.8	4.6	2.9	3.0	2.2	1.4	1.1
United States	3.7	4.7	2.5	2.3	2.5	2.1	1.8
Japan	1.2	1.5	0.8	0.7	0.6	0.4	0.0

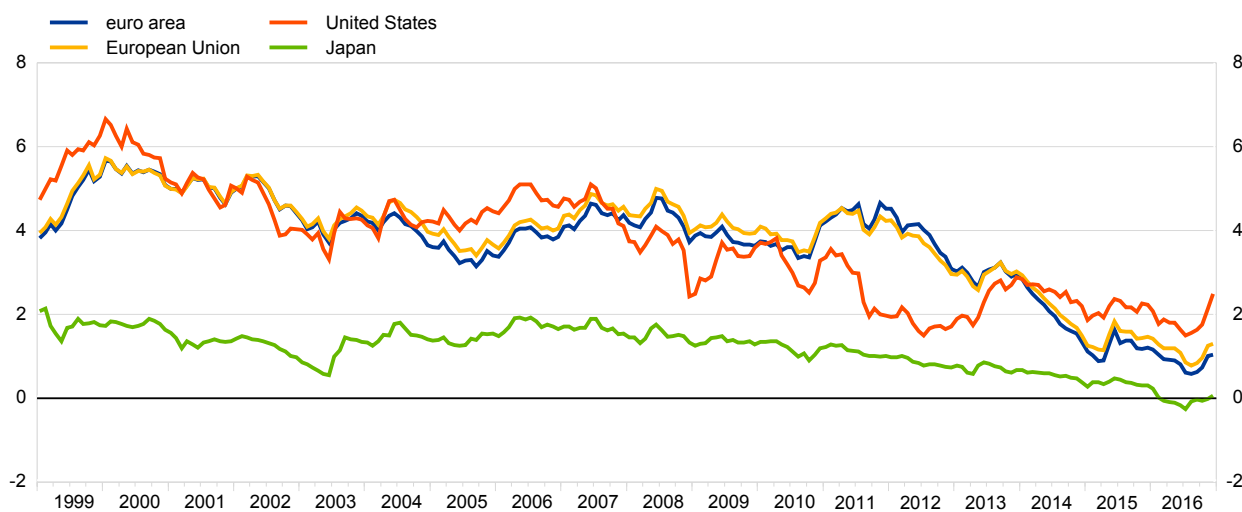
Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

2) There are no Estonian sovereign debt securities that comply with the definition of long-term interest rates for convergence purposes. No suitable proxy indicator has been identified.

Chart 1.3 Long-term government bond yields ¹⁾

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

1 Financial and monetary developments

1.4 Selected stock market indices

(percentage changes)

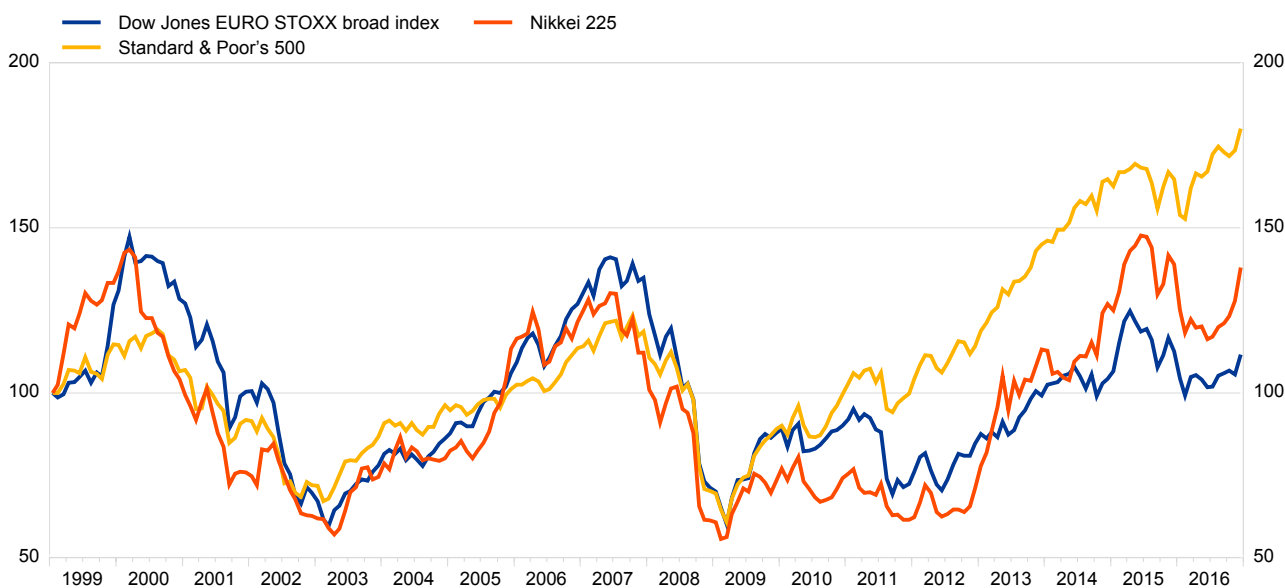
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium - BEL 20 Index	8.0	-42.9	43.6	18.1	12.4	12.6	-2.5
Germany - DAX 30 Index	65.0	-30.9	92.7	25.5	2.7	9.6	6.9
Estonia - OMXT Index	756.9	119.0	165.8	11.4	-7.7	19.1	19.6
Ireland - ISEQ Index	29.9	-53.3	119.1	33.6	15.1	30.0	-4.0
Greece - ASE Index	-88.7	-68.7	-70.7	28.1	-28.9	-23.6	1.9
Spain - IBEX 35 Index	-19.7	-21.0	-21.7	21.4	3.7	-7.2	-2.0
France - CAC 40 Index	-18.4	-46.0	23.5	18.0	-0.5	8.5	4.9
Italy - FTSEMIB Index	-54.9	-54.3	-17.3	16.6	0.2	12.7	-10.2
Cyprus - CSE Index	-93.4	9.4	-95.8	-10.1	-17.0	-20.9	-2.0
Latvia - OMXR Index	371.0	74.1	163.1	16.2	-11.3	45.7	23.5
Lithuania - OMXV Index	458.5	79.3	113.4	18.7	7.3	7.4	14.9
Luxembourg - LuxX Index	19.5	-29.8	21.7	16.1	4.9	-8.5	20.0
Malta - MSE Index	34.5	-6.8	33.8	14.8	-9.6	33.0	4.5
Netherlands - AEX Index	-28.0	-63.4	44.1	17.2	5.6	4.1	9.4
Austria - ATX Index	118.6	46.2	4.9	6.1	-15.2	11.0	9.2
Portugal - PSI 20 Index	-60.9	-47.0	-44.7	16.0	-26.8	10.7	-11.9
Slovenia - SBITOP Index	-51.3	-42.0	-27.0	3.2	19.6	-11.2	3.1
Slovakia - SAX Index	313.4	366.0	19.3	2.9	12.4	31.5	9.0
Finland - OMXH Index	-38.9	-62.9	37.9	26.5	5.7	10.8	3.6
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-15.9	-46.5	27.5	20.5	1.7	8.0	1.5
Bulgaria - SOFIX Index	449.5	236.0	37.3	42.3	6.2	-11.7	27.2
Czech Republic - PX 50 Index	88.2	75.3	-17.5	-4.8	-4.3	1.0	-3.6
Denmark - OMXC 20 Index	245.7	-3.1	162.5	24.1	20.9	36.2	-12.8
Croatia - CROBEX Index	70.1	46.9	-0.5	3.1	-2.7	-3.2	18.1
Hungary - BUX Index	262.9	38.8	50.8	2.2	-10.4	43.8	33.8
Poland - WIG Index	186.2	50.6	29.4	8.1	0.3	-9.6	11.4
Romania - BET Index	1,479.6	546.8	51.0	26.1	9.1	-1.1	1.2
Sweden - OMXS 30 Index	26.5	-44.8	59.4	20.7	9.9	-1.2	4.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	3.1	-36.0	32.0	14.4	-2.7	-4.9	14.4
United States - S&P 500 Index	52.4	-38.5	100.8	29.6	11.4	-0.7	9.5
Japan - Nikkei 225 Index	1.0	-53.2	81.2	56.7	7.1	9.1	0.4

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1) Data for Latvia and Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002; for Cyprus since 2004; and for Slovenia since 2007.

Chart 1.4 Dow Jones EURO STOXX broad index, Standard & Poor's 500 and Nikkei 225

(index: January 1999 = 100; monthly averages)



Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1 Financial and monetary developments

1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates ¹⁾

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Euro area - EURIBOR	2.09	3.35	0.52	0.22	0.21	-0.02	-0.26
Bulgaria - SOFIBOR	3.19	4.57	2.31	1.14	0.78	0.54	0.15
Czech Republic - PRIBOR	2.45	3.70	0.89	0.46	0.36	0.31	0.29
Denmark - CIBOR	2.36	3.64	0.76	0.27	0.31	-0.12	-0.15
Croatia - ZIBOR	5.44	7.54	2.81	1.52	0.97	1.23	0.85
Hungary - BUBOR	7.42	9.70	4.58	4.32	2.41	1.61	0.99
Poland - WIBOR	6.55	9.11	3.35	3.03	2.52	1.75	1.70
Romania - ROBOR	15.46	24.65	4.82	4.23	2.54	1.33	0.78
Sweden - STIBOR	2.33	3.44	0.93	1.19	0.66	-0.19	-0.49
United Kingdom - LIBOR	2.08	3.35	0.48	0.15	0.18	-0.02	-0.28
United States - LIBOR	2.26	3.73	0.42	0.27	0.23	0.32	0.74
Japan - LIBOR	0.24	0.29	0.18	0.15	0.13	0.09	-0.02

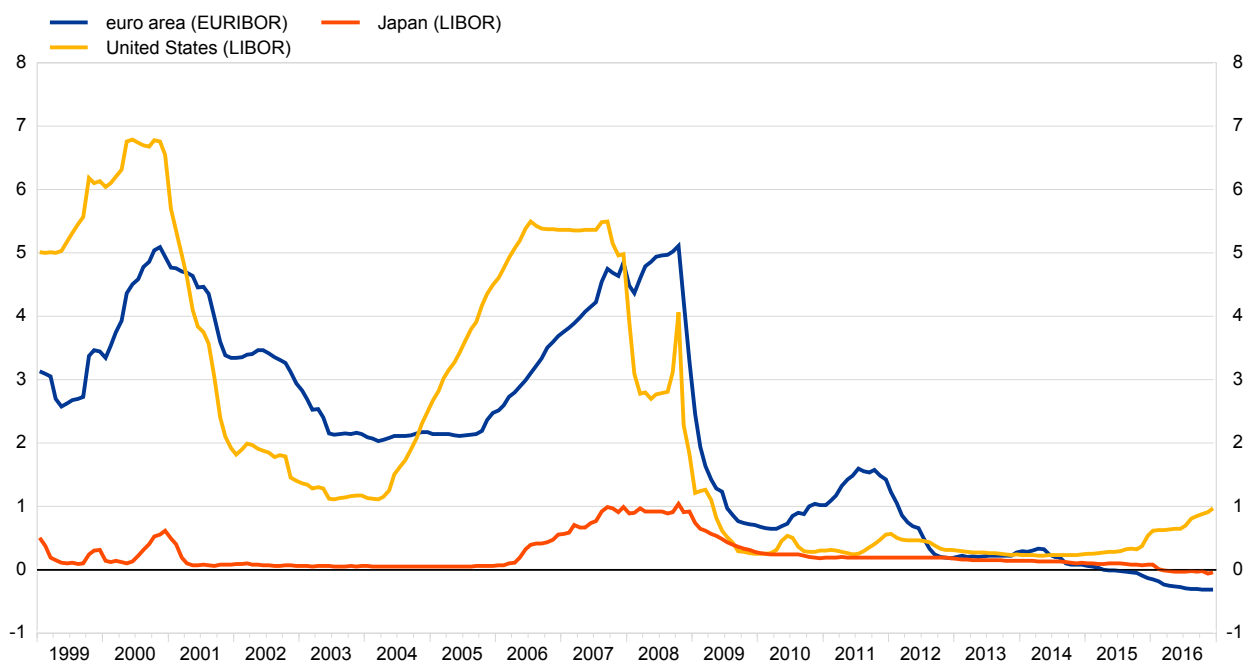
Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

1) Interbank offered rates for the currency of each reference area.

2) Data for Bulgaria available since 2003.

Chart 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculation based on Thomson Reuters daily data.

1 Financial and monetary developments

1.6 Composite cost of borrowing

(percentages per annum; new business; period averages)

1.6.1 Non-financial corporations ¹⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.28	2.26	1.98	1.77
Germany	3.62	4.75	2.78	2.57	2.48	2.09	1.88
Estonia	-	-	3.61	3.16	2.97	2.51	2.49
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.60	3.69	3.06	2.80
Greece	5.71	5.78	5.66	6.25	5.83	5.13	4.92
Spain	3.58	4.21	3.10	3.58	3.36	2.61	2.12
France	3.10	4.11	2.33	2.18	2.11	1.74	1.60
Italy	4.00	4.90	3.34	4.00	3.56	2.67	2.15
Cyprus	-	-	5.92	6.30	5.82	4.78	4.19
Latvia	-	-	-	-	3.51	3.33	2.87
Lithuania	-	-	-	-	-	2.50	2.32
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.77	1.65	1.56	1.34
Malta	-	-	4.39	4.48	4.26	3.94	3.47
Netherlands	3.21	4.30	2.39	2.36	2.32	1.84	1.48
Austria	3.08	4.26	2.20	2.01	1.97	1.82	1.71
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.64	5.00	3.96	3.29
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.85	4.39	3.12	2.43
Slovakia	-	-	2.87	2.62	2.66	2.41	2.24
Finland	2.96	4.05	2.14	2.08	2.13	1.85	1.71
Euro area ²⁾	3.56	4.51	2.85	2.98	2.78	2.25	1.92

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations combines interest rates on all loans to corporations, including overdrafts. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1.6.2 Households for house purchase ¹⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.45	3.17	2.49	2.11
Germany	3.77	4.81	2.98	2.76	2.50	1.96	1.76
Estonia	-	-	2.96	2.72	2.52	2.30	2.32
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.42	3.44	3.41	3.25
Greece	3.86	4.53	3.36	2.81	2.93	2.63	2.69
Spain	3.39	4.16	2.81	2.99	2.93	2.23	1.94
France	3.67	4.25	3.24	3.18	2.95	2.31	1.87
Italy	3.78	4.49	3.26	3.69	3.20	2.51	2.13
Cyprus	-	-	4.54	4.88	4.42	3.63	3.08
Latvia	-	-	-	-	3.33	3.08	2.88
Lithuania	-	-	-	-	-	1.88	1.94
Luxembourg	2.94	4.02	2.12	2.13	2.03	1.86	1.69
Malta	-	-	3.17	3.22	2.93	2.79	2.81
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.78	3.35	2.90	2.59
Austria	3.30	4.28	2.57	2.39	2.29	2.01	1.90
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.25	3.19	2.38	1.90
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.20	3.21	2.53	2.20
Slovakia	-	-	4.12	4.10	3.42	2.74	2.04
Finland	2.74	3.85	1.90	2.01	1.81	1.36	1.16
Euro area ²⁾	3.66	4.42	3.09	3.07	2.80	2.26	1.97

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The cost of borrowing indicator for new loans to households combines interest rates on loans to households for house purchase. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.7 Aggregated deposit rate

(percentages per annum; period averages)

1.7.1 Non-financial corporations ¹⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.34	0.35	0.15	-0.03
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.24	0.16	0.02
Estonia	-	-	0.65	0.30	0.31	0.23	0.17
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.57	0.41	0.15	0.05
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	1.55	0.80	0.36	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.81	0.74	0.31	0.21
Italy	1.99	2.88	1.33	1.80	1.22	0.87	1.04
Cyprus	-	-	2.74	2.68	2.44	1.72	1.41
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.36	0.22	0.17	0.19
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	1.55	1.97	1.25	0.89	0.78
Netherlands	-	-	-	0.19	0.17	0.06	-0.03
Austria	1.67	2.92	0.74	0.45	0.44	0.32	0.26
Portugal	2.10	2.97	1.46	1.57	0.96	0.46	0.25
Slovenia	-	-	1.29	1.66	0.72	0.27	0.11
Slovakia	-	-	0.55	0.44	0.39	0.24	0.18
Finland	1.48	2.80	0.50	0.29	0.42	0.30	0.39
Euro area ⁽²⁾	1.72	2.86	0.87	0.94	0.61	0.32	0.18

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1.7.2 Households ¹⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.29	1.17	1.00	0.65
Germany	1.79	2.80	1.04	0.86	0.69	0.47	0.42
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.53	0.55	0.58	0.54
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.94	0.64	0.29	0.16
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	1.83	0.99	0.46	0.21
France	2.39	2.89	2.01	2.18	2.19	1.68	1.24
Italy	1.88	2.07	1.73	2.14	1.59	1.20	1.08
Cyprus	-	-	3.21	2.95	2.56	1.77	1.53
Latvia	-	-	1.23	0.49	0.50	0.56	0.56
Lithuania	-	-	1.01	0.54	0.43	0.28	0.24
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	2.01	2.26	1.83	1.34	1.17
Netherlands	-	-	-	2.33	2.09	1.92	1.68
Austria	1.88	2.89	1.11	0.89	0.74	0.45	0.37
Portugal	2.25	2.67	1.94	2.16	1.59	0.75	0.39
Slovenia	-	-	1.80	2.25	1.25	0.58	0.33
Slovakia	-	-	1.86	1.71	1.67	1.68	1.34
Finland	2.03	2.97	1.32	1.10	1.09	0.96	0.56
Euro area ⁽²⁾	2.24	2.81	1.80	1.99	1.35	0.81	0.56

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.8 Debt securities issued by euro area residents in all currencies

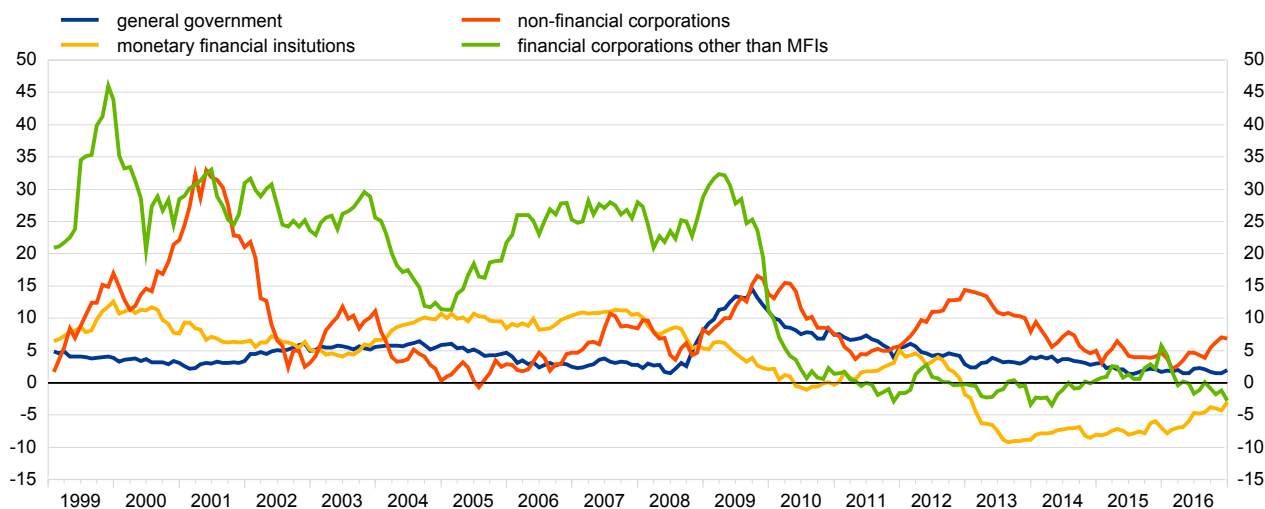
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.5	2.6	3.0	1.4	1.4	1.3	4.2
Germany	2.1	4.8	-1.2	-4.1	-2.6	-0.6	-1.3
Estonia	-	-	6.7	9.9	10.4	-0.5	2.4
Ireland	5.1	9.9	-2.2	-3.0	-3.5	-0.5	-3.3
Greece	2.0	12.6	-11.7	-25.6	-11.4	-4.6	-28.1
Spain	8.5	15.6	-0.7	-4.1	-6.9	-4.5	-0.7
France	6.2	8.4	3.2	0.1	2.7	0.6	1.4
Italy	4.1	6.4	0.4	1.5	-1.3	-3.8	-2.3
Cyprus	-	-	1.4	2.5	-5.6	-2.9	4.7
Latvia	-	-	21.2	34.4	34.9	8.9	10.9
Lithuania	-	-	1.2	-	3.7	-2.1	6.7
Luxembourg	6.0	0.2	12.5	20.8	13.3	16.6	2.3
Malta	-	-	9.4	6.8	14.3	13.1	11.1
Netherlands	7.1	12.6	0.6	-0.6	-0.6	0.9	0.2
Austria	4.7	9.6	-1.0	-2.0	-1.7	-3.3	-0.7
Portugal	6.8	10.4	0.2	-2.1	-7.5	-6.7	1.1
Slovenia	-	-	8.6	11.9	29.6	3.6	1.6
Slovakia	11.8	13.7	9.4	13.7	7.7	1.6	3.1
Finland	4.9	3.6	5.7	8.5	7.2	-0.9	1.3
Euro area	4.9	7.7	0.9	-0.6	-0.7	-0.6	-0.3

Source: ECB.

Chart 1.8 Debt securities issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

1 Financial and monetary developments

1.9 Listed shares issued by euro area residents

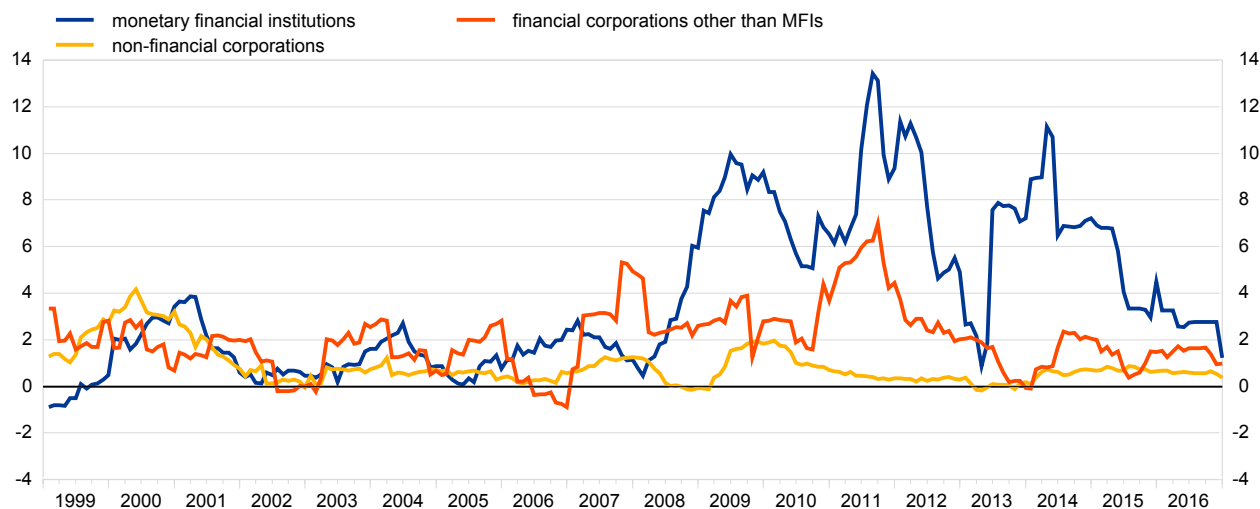
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.2	0.1	0.4	0.9	1.3	1.0	1.1
Germany	1.2	1.4	0.9	0.3	0.7	0.9	0.3
Estonia	-	-	-7.3	-4.5	-3.8	-4.8	-4.0
Ireland	2.6	1.0	0.5	-6.1	-0.7	0.3	-0.1
Greece	7.8	1.5	16.9	39.6	35.1	6.8	33.9
Spain	1.2	1.1	1.2	0.8	0.3	2.5	1.1
France	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	0.8	0.5
Italy	1.6	1.1	1.8	0.7	1.4	1.8	1.4
Cyprus	-	-	16.2	9.3	13.8	23.1	9.2
Latvia	-	-	0.5	0.0	0.1	0.6	1.7
Lithuania	-	-	-0.4	-	-0.7	-3.9	0.3
Luxembourg	6.0	5.7	7.3	2.7	9.6	6.9	11.5
Malta	-	-	4.6	2.2	5.1	8.0	6.0
Netherlands	0.3	0.3	0.3	-0.6	0.7	0.0	0.6
Austria	5.6	8.7	2.1	1.3	5.2	2.3	0.4
Portugal	2.3	2.3	2.2	2.3	3.2	3.4	0.3
Slovenia	-	-	0.9	2.8	1.1	0.5	0.0
Slovakia	-	-	0.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.2
Finland	0.2	-0.5	1.1	1.4	2.3	0.9	0.8
Euro area	1.2	1.1	1.1	0.6	1.4	1.2	0.9

Source: ECB.

Chart 1.9 Listed shares issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

1 Financial and monetary developments

1.10 Monetary aggregates, components and counterparts ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; seasonally adjusted)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Components of M3							
M3	5.3	7.5	2.5	0.9	3.8	4.7	5.0
M2	5.5	7.3	3.3	2.4	3.7	5.2	4.8
M1	7.5	7.8	7.2	5.6	8.0	10.5	8.8
Currency in circulation	7.3	9.0	5.2	5.3	6.5	6.8	3.5
Overnight deposits	7.6	7.6	7.6	5.7	8.4	11.3	9.8
M2-M1 (other short-term deposits)	2.9	7.1	-2.0	-1.8	-2.3	-3.3	-2.6
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.9	10.3	-7.7	-6.4	-5.4	-8.6	-7.6
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.6	3.3	4.0	2.2	0.2	0.6	0.7
M3-M2 (marketable instruments)	2.7	8.8	-4.5	-16.1	4.4	-3.5	8.8
Repurchase agreements	-0.5	6.2	-8.3	-8.9	2.9	-39.1	-5.8
Money market fund shares	4.2	9.4	-2.0	-10.4	2.5	12.0	8.8
Debt securities issued with a maturity of up to two years	0.2	11.9	-12.8	-38.0	19.9	-25.3	23.8
Counterparts of M3 ²⁾							
MFI liabilities:							
Central government holdings	3.9	7.2	0.0	-14.2	-1.6	3.6	10.9
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.8	6.6	0.3	-1.1	-2.2	-3.1	-2.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.9	5.8	-0.6	-0.8	-5.1	-4.8	-3.4
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.2	-0.9	-6.1	-13.5	2.2	-14.5	-11.5
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.6	7.3	-3.0	-5.1	-6.1	-8.6	-5.4
Capital and reserves	6.4	7.4	5.3	3.8	4.5	4.3	2.0
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.5	-2.0	-0.2	2.3	4.7
Credit to general government	3.2	0.6	6.6	-0.7	2.1	7.9	11.7
of which: loans	0.3	-0.1	0.8	-6.3	1.5	-1.9	-3.1
Credit to the private sector ³⁾	4.8	8.7	0.2	-2.4	-0.8	0.7	2.5
of which: loans ⁴⁾	4.7	8.3	0.3	-2.4	-0.3	0.7	2.3

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

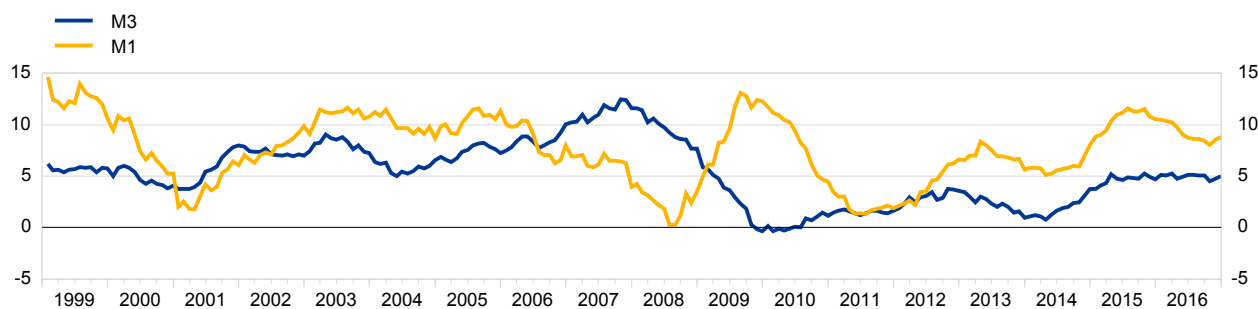
2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

3) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Chart 1.10 Monetary aggregates ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.11 MFI loans to non-financial corporations ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

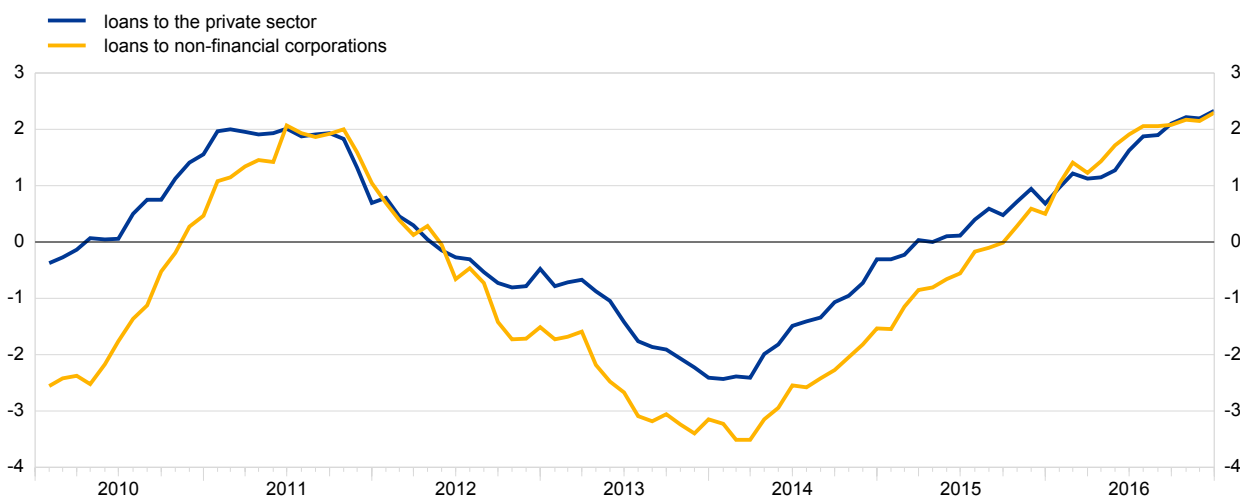
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.9	4.9	2.1	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9
Germany	0.3	-0.8	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5
Estonia	1.8	-5.1	-4.9	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6
Ireland	-4.5	-6.5	-2.4	-4.0	-5.7	-6.5	-5.3	-0.7
Greece	-2.3	0.0	-2.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	0.0
Spain	-4.5	-0.9	-4.0	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8
France	2.7	1.5	4.7	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3
Italy	-0.9	1.9	2.5	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3
Cyprus	0.0	2.6	8.2	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.4
Latvia	-0.5	-	-5.3	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9
Lithuania	0.1	-9.5	0.3	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8
Luxembourg	-0.3	-6.8	-5.4	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0
Malta	-1.4	-2.0	2.8	-1.7	-9.1	4.2	-10.3	7.9
Netherlands	0.4	1.7	3.7	2.8	1.7	-3.6	-3.8	0.5
Austria	1.4	1.9	3.8	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.1
Portugal	-2.8	1.7	-2.7	-5.2	-3.0	-6.8	-1.3	-1.9
Slovenia	-5.5	-0.1	-3.4	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	-0.1
Slovakia	3.1	1.6	7.6	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2
Finland	5.6	4.2	9.9	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4
Euro area	-0.3	0.4	1.0	-1.6	-3.2	-1.5	0.5	2.3
Bulgaria	2.8	2.7	6.0	5.4	1.4	2.4	-0.3	2.2
Czech Republic	4.0	1.7	6.3	2.4	2.4	1.7	6.3	7.5
Denmark	-0.6	-1.9	-4.5	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.1
Croatia	-1.8	-	7.2	-12.3	0.5	-3.4	-3.2	1.5
Hungary	-2.1	-3.0	-5.9	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.8
Poland	5.3	-1.2	14.0	5.8	1.5	5.1	7.9	4.9
Romania	0.8	9.4	9.9	1.2	-5.7	-3.5	-2.9	-1.8
Sweden	3.2	3.4	6.6	2.3	1.0	2.5	2.6	4.4
United Kingdom	-3.5	-7.1	-5.7	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2

Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area non-financial corporations, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic non-financial corporations. Data for euro area countries are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Chart 1.11 MFI loans to the private sector and to non-financial corporations ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

1 Financial and monetary developments

1.12 MFI loans to households ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

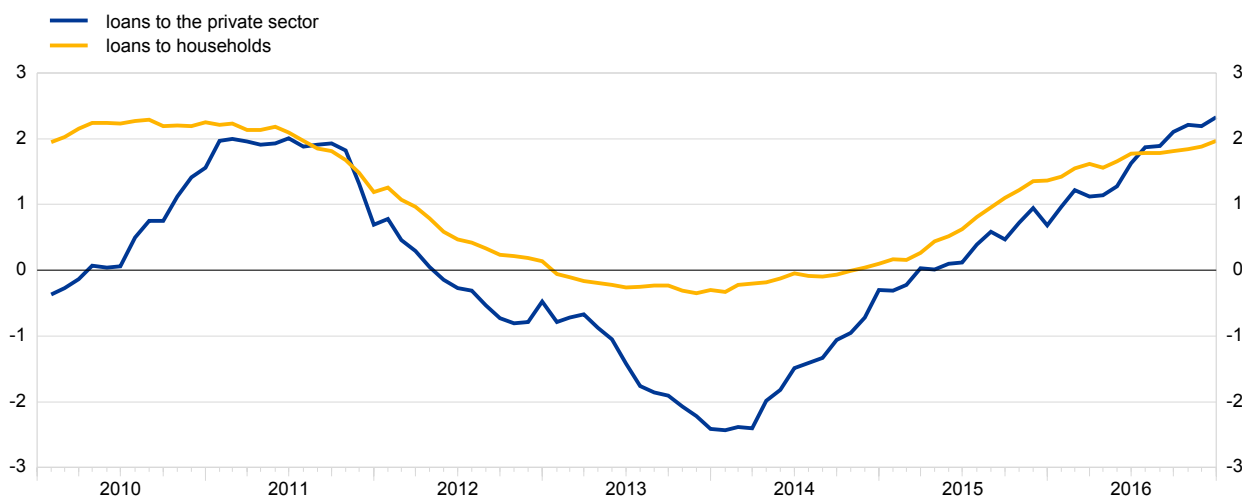
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	4.4	6.3	5.3	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1
Germany	1.5	0.7	0.7	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8
Estonia	0.6	-3.0	-2.2	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3
Ireland	-3.8	-5.4	-3.8	-3.8	-3.9	-3.6	-3.7	-2.6
Greece	-3.0	-0.6	-4.3	-4.2	-3.0	-3.0	-2.8	-2.8
Spain	-2.8	-0.3	-2.7	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.4
France	3.6	6.1	4.5	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4
Italy	1.2	4.9	3.4	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9
Cyprus	0.7	9.1	4.7	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-1.2
Latvia	-3.7	-	-6.2	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6
Lithuania	0.8	-5.2	-1.7	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2
Luxembourg	4.3	2.2	5.2	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0
Malta	5.7	6.5	6.2	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0
Netherlands	-0.3	1.6	0.8	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.6
Austria	1.3	0.7	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	2.9
Portugal	-2.5	2.1	-2.2	-4.4	-4.1	-3.5	-2.8	-2.2
Slovenia	1.3	8.0	1.7	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9
Slovakia	12.0	12.5	11.1	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4
Finland	3.7	6.1	5.6	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6
Euro area	0.9	2.2	1.2	0.1	-0.3	0.1	1.4	2.0
Bulgaria	0.5	0.2	0.3	-0.3	0.4	-1.0	-0.3	4.1
Czech Republic	6.1	7.2	6.4	4.5	5.0	4.5	6.8	8.2
Denmark	0.5	1.4	0.8	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.3
Croatia	-1.2	-	-2.3	-1.5	-1.3	-1.0	-1.8	0.6
Hungary	-7.6	-4.4	-16.7	-6.0	-5.8	-7.1	-12.0	-0.2
Poland	5.1	10.3	2.7	7.0	3.9	4.1	4.6	3.6
Romania	2.1	3.6	4.6	-2.0	-1.4	0.3	4.1	6.0
Sweden	6.1	8.0	5.3	4.4	4.9	5.8	7.5	7.1
United Kingdom	0.7	-5.6	-0.2	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0

Source: ECB.

¹⁾ Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area households, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic households. Data for euro area countries are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Chart 1.12 MFI loans to the private sector and to households ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

¹⁾ Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

2 Economic activity

2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	2.3	0.8	-0.1	1.7	1.5	1.2
Germany	1.3	1.6	1.0	0.5	1.6	1.7	1.9
Estonia	3.4	5.7	0.6	1.4	2.8	1.4	1.6
Ireland	4.8	5.3	4.2	1.1	8.5	26.3	.
Greece	0.2	3.5	-3.7	-3.2	0.4	-0.2	0.0
Spain	1.9	3.6	-0.2	-1.7	1.4	3.2	3.2
France	1.4	2.0	0.6	0.6	0.6	1.3	1.2
Italy	0.3	1.2	-0.8	-1.7	0.1	0.8	0.9
Cyprus	1.9	4.1	-0.8	-6.0	-1.5	1.7	2.8
Latvia	3.6	6.6	0.0	2.6	2.1	2.7	2.0
Lithuania	3.7	6.1	0.8	3.5	3.5	1.8	2.3
Luxembourg	2.8	3.6	2.1	4.2	4.7	3.5	.
Malta	3.1	2.4	3.7	4.5	8.3	7.4	5.0
Netherlands	1.6	2.5	0.4	-0.2	1.4	2.0	2.1
Austria	1.6	2.4	0.6	0.1	0.6	1.0	1.5
Portugal	0.7	1.6	-0.5	-1.1	0.9	1.6	1.4
Slovenia	2.3	4.3	-0.3	-1.1	3.1	2.3	2.5
Slovakia	3.6	5.1	1.9	1.5	2.6	3.8	3.3
Finland	1.6	3.3	-0.5	-0.8	-0.6	0.3	1.6
Euro area	1.3	2.1	0.3	-0.3	1.2	2.0	1.7
Bulgaria	3.1	4.7	1.1	0.9	1.3	3.6	3.4
Czech Republic	2.7	4.0	0.9	-0.5	2.7	4.5	2.4
Denmark	1.2	1.8	0.5	0.9	1.7	1.6	1.1
Croatia	1.5	3.7	-1.1	-1.1	-0.5	1.6	2.9
Hungary	2.2	3.4	0.6	2.1	4.0	3.1	2.0
Poland	3.7	4.2	3.1	1.4	3.3	3.9	2.8
Romania	3.5	5.4	1.1	3.5	3.1	3.9	4.8
Sweden	2.4	3.0	1.8	1.2	2.6	4.1	3.3
United Kingdom	1.9	2.5	1.2	1.9	3.1	2.2	1.8
European Union	1.5	2.3	0.6	0.2	1.6	2.2	1.9
United States	2.1	2.6	1.5	1.7	2.4	2.6	1.6
Japan	0.8	1.0	0.6	2.0	0.3	1.2	1.0

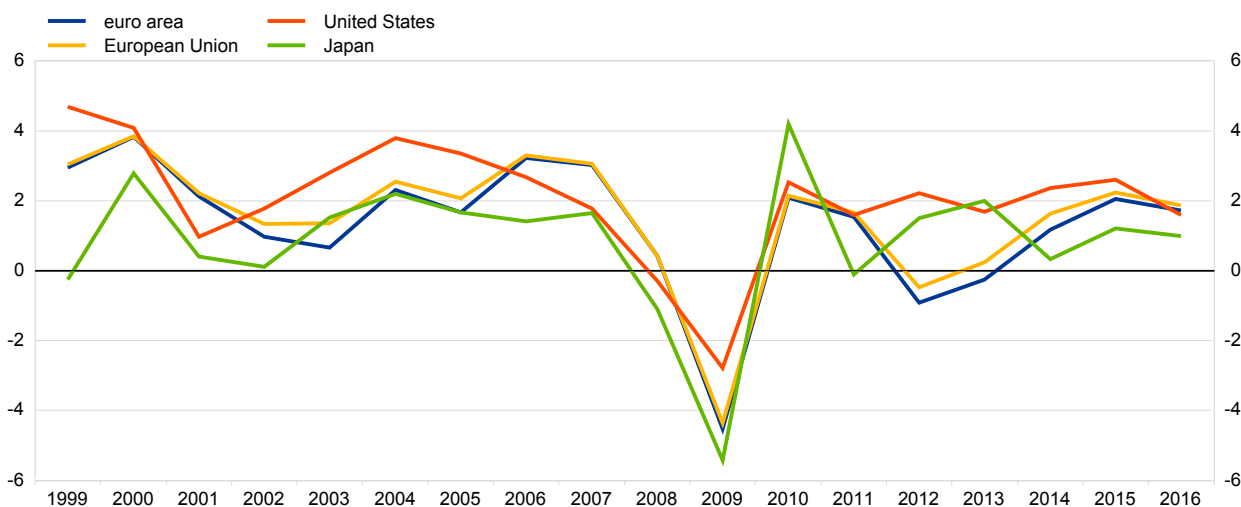
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.2	1.4	0.9	0.7	0.6	1.1	0.7
Germany	1.0	0.9	1.1	0.7	0.9	2.0	2.0
Estonia	3.9	6.6	0.7	3.8	3.3	4.7	4.1
Ireland	3.1	5.5	-0.2	-0.3	1.8	5.0	.
Greece	0.4	3.7	-3.4	-2.6	0.4	-0.2	1.4
Spain	1.5	3.3	-0.6	-3.1	1.6	2.9	3.2
France	1.7	2.3	0.9	0.5	0.7	1.5	1.9
Italy	0.4	1.0	-0.5	-2.5	0.3	1.6	1.4
Cyprus	2.6	5.3	-0.7	-5.9	0.7	1.9	2.9
Latvia	3.8	6.5	0.5	5.0	1.3	3.5	3.4
Lithuania	4.6	8.1	0.4	4.3	4.3	4.1	5.6
Luxembourg	2.2	2.3	2.1	2.6	2.7	1.8	.
Malta	2.0	1.7	2.3	2.3	2.8	5.2	3.8
Netherlands	0.9	1.6	0.0	-1.0	0.3	1.8	1.8
Austria	1.2	1.8	0.6	-0.1	-0.3	0.0	1.5
Portugal	0.9	2.0	-0.4	-1.2	2.3	2.6	2.3
Slovenia	1.7	3.1	0.1	-4.0	2.0	0.5	2.8
Slovakia	2.8	4.6	0.6	-0.8	1.4	2.2	2.9
Finland	2.2	3.2	0.9	-0.5	0.8	1.5	2.0
Euro area	1.1	1.8	0.3	-0.6	0.8	1.8	2.0
Bulgaria	4.5	7.3	1.0	-2.5	2.7	4.5	2.1
Czech Republic	2.2	3.3	0.9	0.5	1.8	3.0	2.9
Denmark	1.1	1.7	0.4	0.3	0.5	1.9	2.1
Croatia	1.3	3.5	-1.4	-1.8	-1.6	1.2	3.3
Hungary	2.0	3.7	0.0	0.3	2.5	3.4	5.0
Poland	3.3	3.9	2.5	0.3	2.4	3.2	3.6
Romania	4.9	7.9	1.3	0.7	4.7	6.0	7.4
Sweden	2.4	2.7	2.0	1.9	2.1	2.7	2.2
United Kingdom	2.1	3.1	0.9	1.6	2.2	2.4	3.0
European Union	1.5	2.2	0.5	-0.1	1.2	2.1	2.3
United States	2.5	3.1	1.8	1.5	2.9	3.2	2.7
Japan	0.8	1.0	0.6	2.4	-0.9	-0.4	0.4

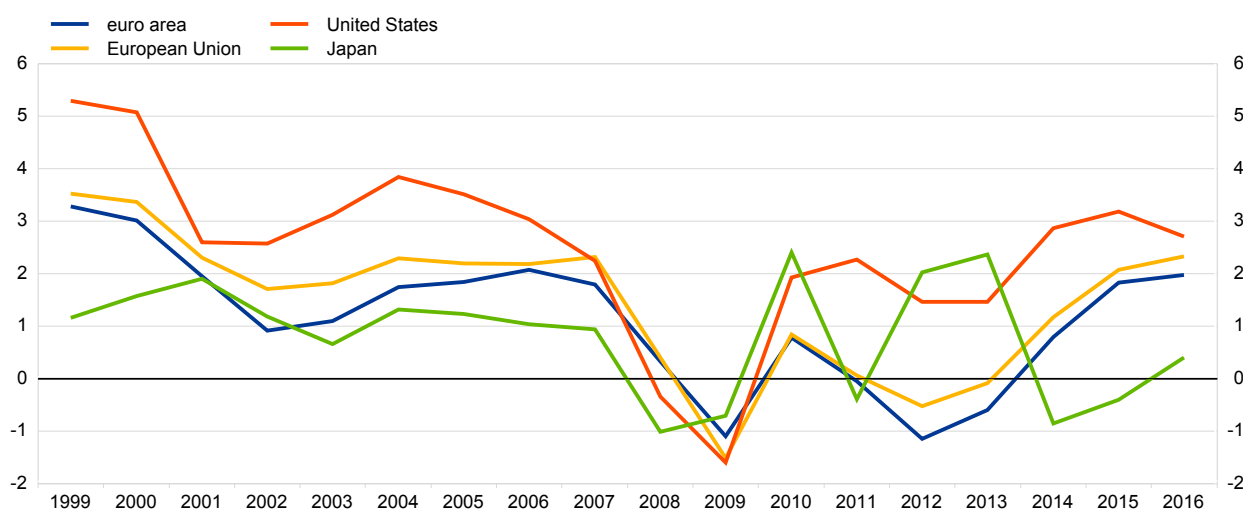
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.1	1.4	0.5	0.2
Germany	1.4	1.0	1.9	1.2	1.2	2.7	4.0
Estonia	2.2	3.0	1.2	1.9	2.7	3.4	1.0
Ireland	2.7	5.3	-1.0	-1.3	4.5	0.3	.
Greece	0.5	3.5	-3.2	-6.4	-1.4	0.0	-2.1
Spain	2.8	5.0	0.1	-2.1	-0.3	2.0	0.8
France	1.5	1.6	1.5	1.5	1.2	1.4	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7	0.6
Cyprus	1.4	3.8	-1.5	-8.2	-7.9	-0.6	-1.4
Latvia	1.2	2.8	-0.9	1.6	2.1	3.1	2.7
Lithuania	0.8	1.4	-0.1	0.7	0.3	0.9	1.3
Luxembourg	2.9	2.8	3.0	1.9	0.0	2.3	.
Malta	2.3	2.8	1.7	-0.3	6.5	3.8	-3.1
Netherlands	2.2	3.4	0.6	-0.1	0.3	0.2	0.8
Austria	1.4	1.7	1.0	0.7	0.8	2.1	1.3
Portugal	0.8	2.2	-0.8	-2.0	-0.5	0.8	0.8
Slovenia	1.8	3.2	0.1	-2.1	-1.2	2.5	2.6
Slovakia	2.8	3.2	2.3	2.2	5.3	5.4	1.6
Finland	1.0	1.6	0.3	1.1	-0.5	0.1	0.0
Euro area	1.5	2.0	0.8	0.3	0.6	1.3	1.8
Bulgaria	2.2	4.2	-0.2	0.6	0.1	1.4	0.6
Czech Republic	1.5	2.1	0.8	2.5	1.1	2.0	1.5
Denmark	1.5	2.0	0.8	-0.1	1.2	0.6	-0.2
Croatia	1.1	2.0	0.0	0.3	-0.8	-0.3	1.7
Hungary	1.6	1.9	1.2	4.1	4.5	1.0	0.1
Poland	3.2	4.0	2.1	2.5	4.1	2.3	3.8
Romania	0.6	1.2	-0.2	-4.6	0.8	0.1	2.5
Sweden	1.2	0.7	1.7	1.3	1.5	2.5	3.1
United Kingdom	2.2	3.1	1.0	0.3	2.3	1.3	0.8
European Union	1.6	2.1	0.9	0.4	1.0	1.4	1.7
United States	1.0	2.0	-0.1	-2.4	-0.7	1.6	0.8
Japan	1.7	1.8	1.6	1.5	0.5	1.6	1.5

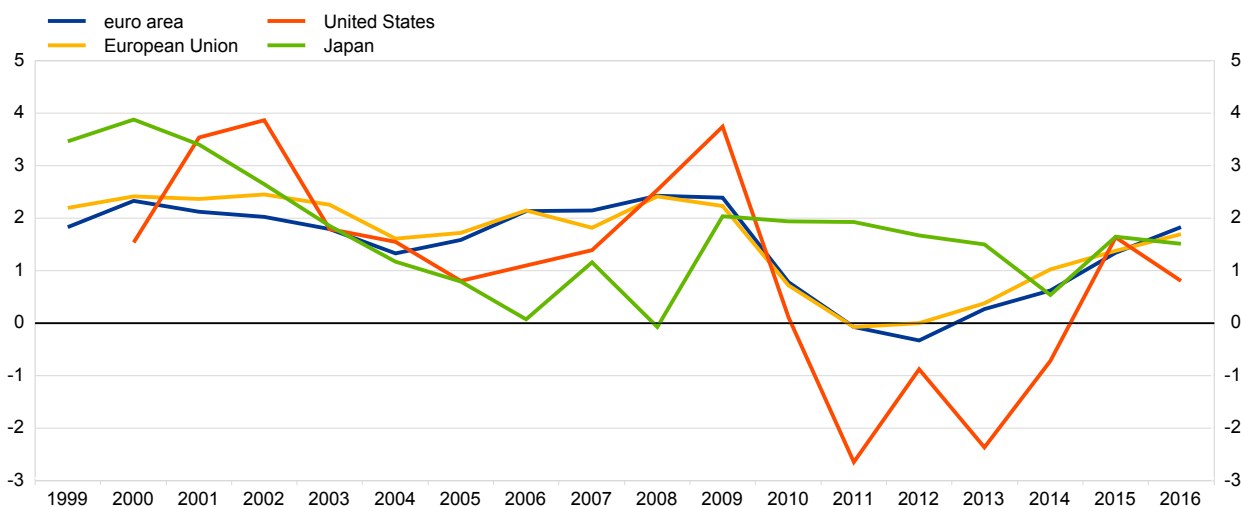
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.0	3.6	0.2	-3.9	6.9	3.6	0.3
Germany	0.3	0.8	-0.2	1.3	3.2	-0.6	1.3
Estonia	3.4	7.7	-1.8	-2.8	0.8	-9.0	0.7
Ireland	4.4	5.1	3.3	-6.0	24.9	26.7	.
Greece	-3.7	4.4	-13.0	-9.9	4.2	-8.9	-0.8
Spain	1.2	5.3	-3.6	-4.6	5.4	6.5	3.8
France	1.8	3.4	-0.1	0.3	2.1	1.5	2.6
Italy	-0.4	2.4	-3.7	-5.6	1.0	2.9	-0.1
Cyprus	1.1	8.5	-7.5	-25.5	-3.2	13.4	14.3
Latvia	3.5	11.1	-5.3	-5.8	-4.3	-0.9	2.3
Lithuania	3.3	8.9	-3.2	1.8	3.0	22.7	-8.5
Luxembourg	3.3	4.9	1.8	-1.4	8.9	3.3	.
Malta	2.1	0.9	3.4	9.0	-2.3	49.1	-2.1
Netherlands	1.0	2.3	-0.8	-3.9	3.2	6.2	4.7
Austria	1.0	1.7	0.2	-0.1	0.4	0.5	2.6
Portugal	-2.1	0.4	-5.1	-5.1	5.1	4.6	-0.9
Slovenia	0.7	6.9	-6.5	4.3	4.3	2.8	1.0
Slovakia	1.4	3.6	-1.4	1.8	6.2	10.8	-4.2
Finland	1.1	3.2	-1.5	-4.9	-1.8	2.7	4.0
Euro area	0.8	2.6	-1.5	-1.7	3.2	2.5	2.1
Bulgaria	4.7	15.8	-5.4	-3.3	4.4	2.0	0.9
Czech Republic	2.6	5.4	-0.8	-5.1	8.6	10.0	-1.2
Denmark	1.1	2.5	-0.7	3.4	4.3	0.9	3.0
Croatia	1.5	7.9	-5.9	-0.4	-3.8	2.6	4.1
Hungary	-0.2	2.3	-3.2	5.8	9.8	-2.5	-5.0
Poland	3.6	5.0	1.8	-5.8	12.8	4.9	-0.2
Romania	5.4	12.2	-2.5	0.5	1.7	7.5	2.6
Sweden	3.3	4.3	2.1	1.6	6.1	8.0	6.1
United Kingdom	1.7	1.1	2.5	10.0	9.4	1.1	-2.6
European Union	1.1	2.7	-0.8	-0.1	4.5	2.8	1.8
United States	1.6	1.9	1.3	4.0	3.4	4.5	-1.2
Japan	-0.5	-0.9	0.0	3.2	3.3	2.5	-0.2

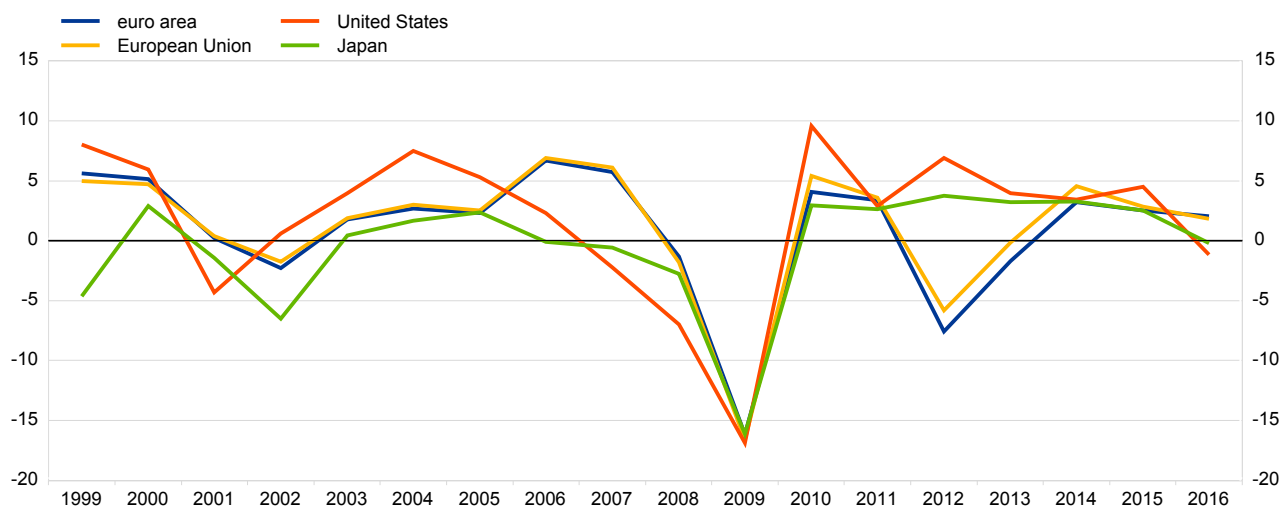
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.9	4.6	3.1	0.8	5.1	4.3	6.1
Germany	5.2	7.2	2.8	1.9	4.1	5.2	2.6
Estonia	5.8	7.0	4.3	2.3	3.1	-0.6	3.6
Ireland	8.3	7.6	9.2	3.1	14.4	34.4	.
Greece	3.9	7.5	-0.5	1.5	7.8	3.4	-2.0
Spain	3.8	4.5	2.9	4.3	4.2	4.9	4.4
France	3.1	3.8	2.3	1.9	3.3	6.1	1.2
Italy	2.1	2.9	1.1	0.7	2.7	4.4	2.4
Cyprus	1.7	1.8	1.6	2.1	4.2	0.0	3.6
Latvia	6.3	8.4	3.8	1.1	3.9	2.6	2.6
Lithuania	7.8	9.6	5.7	9.6	3.5	-0.4	2.9
Luxembourg	5.6	7.0	4.3	6.3	12.1	12.8	.
Malta	5.0	6.2	3.8	1.4	5.3	4.1	4.0
Netherlands	4.3	5.3	3.0	2.1	4.5	5.0	3.7
Austria	4.1	6.2	1.5	0.5	2.3	3.6	1.7
Portugal	4.1	4.4	3.8	7.0	4.3	6.1	4.4
Slovenia	5.9	8.8	2.3	3.1	5.7	5.6	5.9
Slovakia	9.1	12.6	4.9	6.7	3.7	7.0	4.8
Finland	3.2	7.1	-1.5	1.1	-2.7	2.0	0.7
Euro area	4.3	5.5	2.8	2.1	4.4	6.5	2.9
Bulgaria	4.0	3.7	4.5	9.6	3.1	5.7	5.7
Czech Republic	8.4	11.4	4.7	0.2	8.7	7.7	4.3
Denmark	3.7	5.8	1.2	1.6	3.6	1.8	1.4
Croatia	4.7	6.5	2.4	3.1	7.6	10.0	6.7
Hungary	8.8	12.9	3.8	4.2	9.8	7.7	5.8
Poland	7.5	8.8	5.9	6.1	6.7	7.7	8.4
Romania	9.4	10.9	7.7	19.7	8.0	5.4	7.6
Sweden	4.0	5.7	2.0	-0.8	5.3	5.6	3.4
United Kingdom	3.1	4.4	1.6	1.1	1.5	6.1	1.4
European Union	4.4	5.6	2.8	2.2	4.4	6.4	3.0
United States	3.6	4.4	2.5	3.5	4.3	0.1	0.4
Japan	4.1	6.6	1.1	0.8	9.3	3.0	1.2

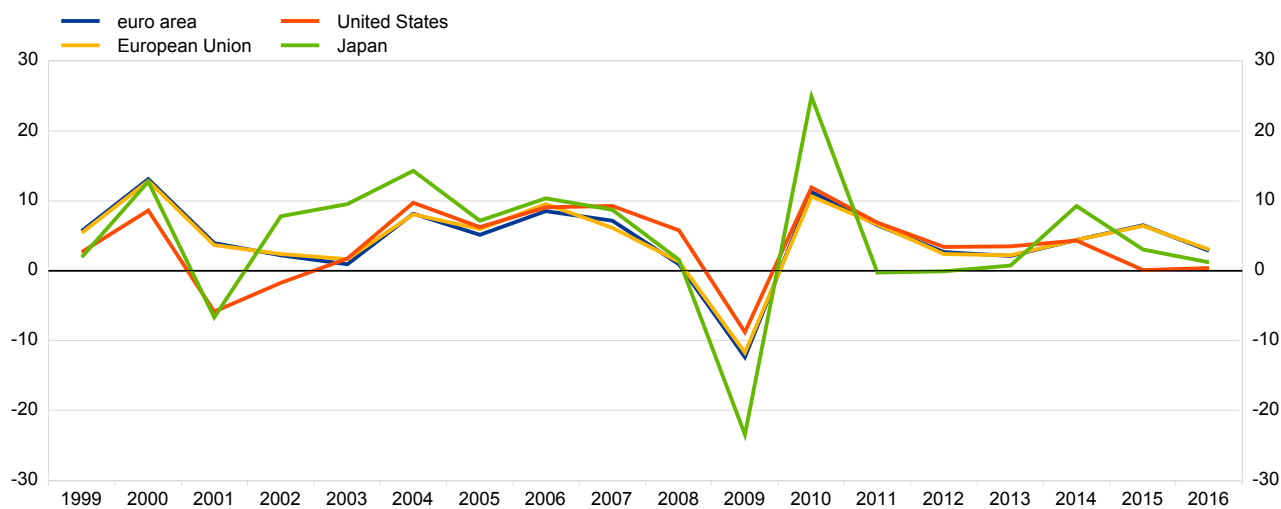
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.8	4.4	3.0	0.3	5.9	4.3	5.3
Germany	4.5	5.6	3.1	3.1	4.0	5.5	3.7
Estonia	6.0	8.4	3.1	3.2	2.2	-1.4	4.9
Ireland	7.1	7.8	6.2	1.1	15.3	21.7	.
Greece	1.6	7.2	-5.0	-2.4	7.6	0.3	-0.4
Spain	3.1	6.3	-0.8	-0.5	6.5	5.6	3.3
France	4.1	5.2	2.8	2.1	4.7	6.6	3.7
Italy	2.0	3.5	0.0	-2.4	3.2	6.8	2.9
Cyprus	2.0	4.6	-1.2	-4.8	4.6	2.1	5.3
Latvia	5.1	8.8	0.7	-0.2	0.5	2.1	4.4
Lithuania	7.4	11.0	3.1	9.3	3.3	6.2	2.6
Luxembourg	6.1	7.3	4.8	5.3	13.1	14.0	.
Malta	4.2	5.6	2.9	0.4	1.6	7.5	1.1
Netherlands	4.1	5.3	2.7	1.0	4.2	5.8	3.9
Austria	3.5	4.9	1.7	0.7	1.3	3.4	2.8
Portugal	2.7	4.0	1.1	4.7	7.8	8.2	4.4
Slovenia	4.8	8.4	0.4	2.1	4.2	4.6	6.2
Slovakia	7.1	10.2	3.2	5.6	4.4	8.1	2.9
Finland	3.8	7.0	-0.1	0.5	-1.3	3.1	2.0
Euro area	4.0	5.4	2.1	1.4	4.9	6.5	3.5
Bulgaria	6.9	12.0	0.9	4.3	5.2	5.4	2.8
Czech Republic	7.8	10.9	4.1	0.1	10.1	8.2	3.2
Denmark	4.0	6.6	0.8	1.5	3.6	1.3	2.4
Croatia	3.9	7.3	-0.3	3.1	4.5	9.4	7.3
Hungary	7.7	12.0	2.6	4.5	10.9	6.1	5.7
Poland	6.2	7.9	4.0	1.7	10.0	6.6	8.7
Romania	10.5	16.0	4.0	8.8	8.7	9.2	9.3
Sweden	3.9	5.0	2.4	-0.1	6.3	5.5	3.7
United Kingdom	3.6	4.9	2.0	3.4	2.5	5.5	2.5
European Union	4.1	5.7	2.2	1.7	5.0	6.3	3.6
United States	3.7	5.1	2.0	1.1	4.4	4.6	1.1
Japan	3.0	3.9	1.8	3.3	8.3	0.1	-1.7

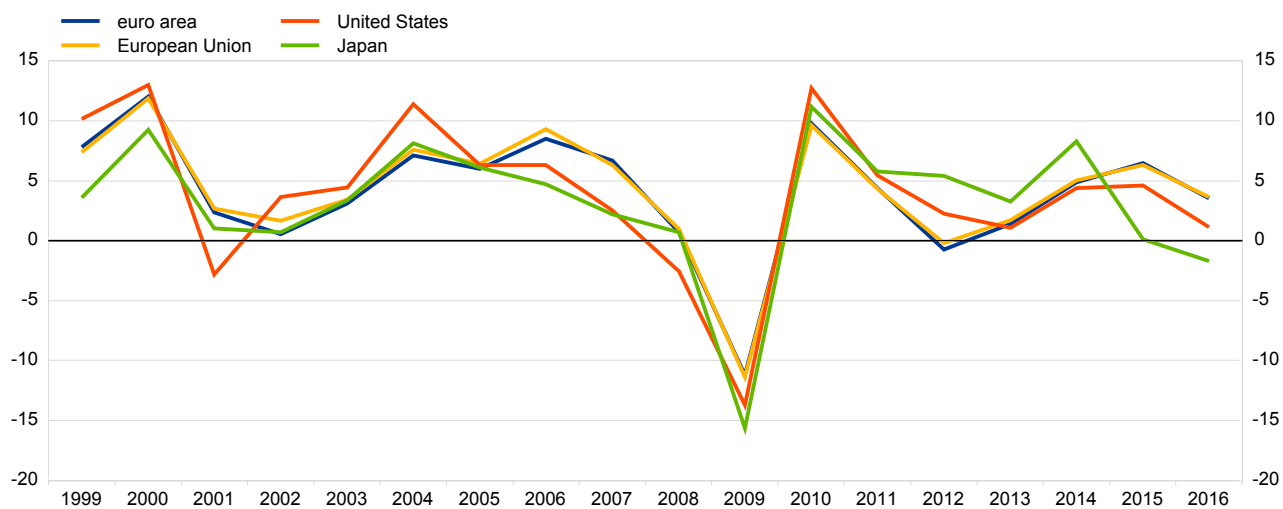
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.7 Nominal GDP

(current prices; EUR billions)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008	2009-2016 ¹⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	337.1	296.2	388.2	391.7	400.8	410.4	422.0
Germany	2,513.8	2,283.0	2,802.2	2,826.2	2,923.9	3,032.8	3,132.7
Estonia	13.6	10.2	17.9	18.9	19.8	20.3	20.9
Ireland	165.6	150.1	187.8	180.2	193.2	255.8	.
Greece	190.8	186.3	196.5	180.7	177.9	175.7	175.9
Spain	945.1	849.0	1,065.3	1,025.6	1,037.0	1,075.6	1,113.9
France	1,871.8	1,694.7	2,093.2	2,115.3	2,140.0	2,181.1	2,225.3
Italy	1,508.2	1,417.5	1,621.6	1,604.6	1,621.8	1,645.4	1,672.4
Cyprus	16.0	13.9	18.5	18.1	17.6	17.6	17.9
Latvia	17.2	13.5	21.8	22.8	23.6	24.4	25.0
Lithuania	25.6	19.3	33.4	35.0	36.6	37.3	38.6
Luxembourg	34.9	28.3	44.3	46.4	49.3	51.2	.
Malta	6.2	5.0	7.7	7.6	8.4	9.3	9.9
Netherlands	581.6	524.2	653.3	652.7	663.0	676.5	696.9
Austria	276.6	242.9	318.6	322.5	330.4	339.9	349.5
Portugal	161.8	150.4	176.0	170.3	173.1	179.5	185.0
Slovenia	32.0	27.9	37.1	35.9	37.3	38.6	39.8
Slovakia	52.7	36.4	73.1	74.2	75.9	78.7	81.0
Finland	176.7	158.3	199.7	203.3	205.5	209.5	214.4
Euro area	8,933.4	8,107.3	9,966.1	9,932.1	10,135.2	10,459.6	10,733.2
Bulgaria	30.9	22.0	42.0	42.0	42.8	45.3	47.4
Czech Republic	127.3	100.5	160.8	157.7	156.7	167.0	174.5
Denmark	226.6	202.8	256.2	258.7	265.2	271.8	277.3
Croatia	38.2	33.3	44.3	43.5	43.0	43.8	45.6
Hungary	88.9	77.9	102.6	101.5	105.0	109.7	112.4
Poland	304.2	236.7	388.6	394.7	411.0	429.8	424.6
Romania	103.7	73.0	142.2	144.3	150.4	160.0	169.1
Sweden	351.5	304.2	410.6	435.8	432.7	447.0	462.4
United Kingdom	1,988.9	1,906.3	2,092.1	2,048.3	2,260.8	2,580.1	2,367.6
European Union	12,193.9	11,064.0	13,606.3	13,558.6	14,002.6	14,714.0	14,819.6
United States	11,660.1	10,584.4	13,004.6	12,567.8	13,092.3	16,256.4	16,772.6
Japan	4,111.2	4,072.2	4,160.0	3,880.7	3,661.3	3,949.4	4,470.1

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

2 Economic activity

2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	28.9	26.5	32.4	33.0	33.1	33.7	34.4
Germany	29.1	26.4	33.2	33.7	34.2	35.3	36.0
Estonia	14.9	11.9	19.3	20.1	20.7	21.4	21.7
Ireland	33.6	30.8	37.6	36.0	36.5	38.5	51.4
Greece	20.5	20.4	21.3	19.6	19.7	19.8	19.7
Spain	23.1	21.8	25.5	24.8	24.6	25.2	26.0
France	26.5	24.7	29.2	29.2	29.9	30.1	30.8
Italy	25.9	24.9	27.6	27.7	27.1	27.2	27.9
Cyprus	23.0	21.9	25.2	24.7	23.1	22.8	23.6
Latvia	12.9	10.9	16.1	16.6	17.2	17.9	18.7
Lithuania	13.6	10.4	18.4	19.1	20.2	21.1	21.7
Luxembourg	62.8	56.5	70.7	70.5	71.7	75.0	76.5
Malta	20.0	17.8	23.1	22.8	23.6	25.4	26.9
Netherlands	32.4	30.1	36.3	36.2	36.8	36.7	37.2
Austria	30.7	27.9	34.8	35.8	36.1	36.4	37.1
Portugal	19.3	18.1	21.3	20.5	21.1	21.6	22.3
Slovenia	20.8	19.7	22.8	22.3	22.3	23.2	24.0
Slovakia	14.2	10.2	20.3	20.6	21.1	21.8	22.4
Finland	27.9	25.8	31.3	31.4	31.2	31.1	31.7
Euro area	26.3	24.4	29.2	29.2	29.5	30.0	30.9
Bulgaria	9.5	7.6	12.3	12.5	12.6	13.0	13.6
Czech Republic	19.3	17.0	22.9	22.5	23.0	24.3	25.3
Denmark	30.3	27.4	34.6	34.7	35.3	35.8	36.8
Croatia	14.2	12.7	16.3	16.4	16.4	16.5	16.8
Hungary	14.9	12.9	17.9	17.8	18.4	19.1	19.8
Poland	13.7	11.0	17.5	18.2	18.4	19.0	19.9
Romania	10.3	7.6	14.4	14.7	15.0	15.6	16.5
Sweden	30.2	27.8	34.0	34.6	34.5	34.8	35.9
United Kingdom	26.8	25.3	29.2	29.0	29.5	30.5	31.3
European Union	24.1	22.1	27.2	27.2	27.5	28.1	29.0
United States	36.4	34.5	39.5	39.8	39.8	40.8	42.0
Japan	25.5	24.3	27.3	27.7	28.0	28.0	28.8

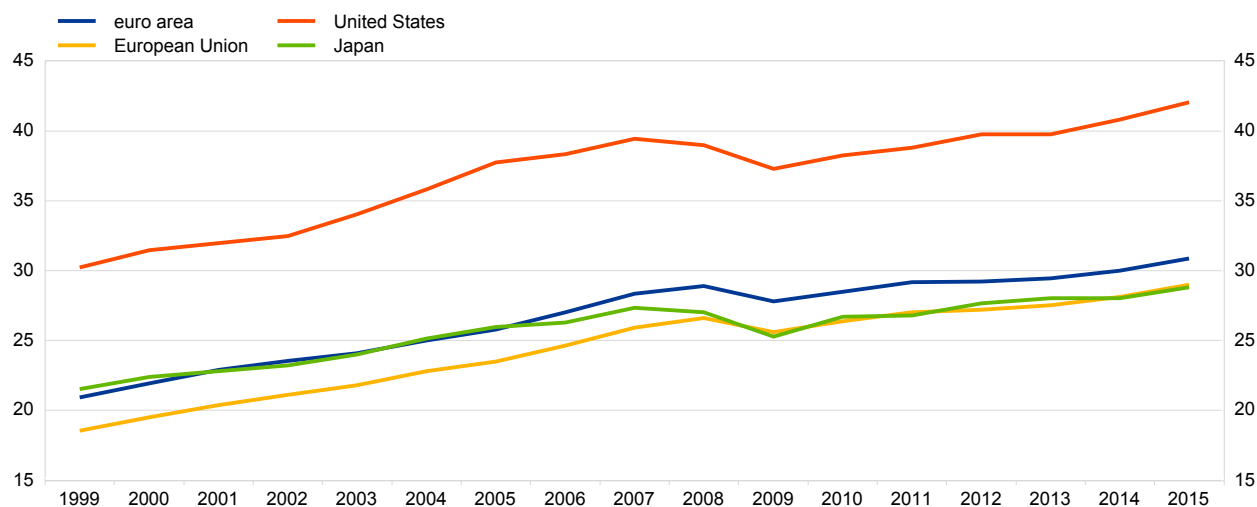
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2) Data for Croatia available since 2000.

Chart 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2 Economic activity

2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.9	1.1	0.6	-0.3	0.4	0.9	1.3
Germany	0.7	0.6	0.8	0.6	0.8	0.9	1.0
Estonia	0.2	0.6	-0.3	1.2	0.8	2.9	0.3
Ireland	1.6	3.4	-0.5	2.5	1.7	2.5	2.7
Greece	-0.4	1.2	-2.7	-2.6	0.0	0.5	.
Spain	1.2	3.4	-1.5	-2.6	0.9	2.5	2.7
France	0.7	1.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.7
Italy	0.6	1.3	-0.3	-1.8	0.1	0.7	1.3
Cyprus	1.2	2.9	-0.8	-5.9	-1.8	1.9	2.7
Latvia	-0.5	0.8	-2.1	2.3	-1.3	1.3	-0.1
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	1.3	2.0	1.3	2.0
Luxembourg	3.2	3.9	2.2	1.8	2.6	2.6	.
Malta	1.8	0.9	2.9	3.7	5.1	3.8	3.7
Netherlands	0.7	1.3	0.0	-1.2	-0.2	0.9	1.2
Austria	1.0	1.1	0.8	0.3	0.9	0.6	1.3
Portugal	-0.2	0.4	-1.1	-2.9	1.4	1.4	1.6
Slovenia	0.4	1.2	-0.5	-1.1	0.4	1.1	2.0
Slovakia	0.5	0.6	0.4	-0.8	1.4	2.0	2.4
Finland	0.8	1.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.3	0.6
Euro area	0.7	1.3	-0.1	-0.6	0.6	1.0	1.3
Bulgaria	0.0	1.0	-1.2	-0.4	0.4	0.4	0.5
Czech Republic	0.3	0.4	0.2	0.3	0.6	1.4	1.8
Denmark	0.3	0.8	-0.3	0.0	1.0	1.3	1.7
Croatia	0.9	3.0	-1.5	-2.6	2.7	1.5	0.6
Hungary	0.4	0.1	0.8	1.1	4.8	2.3	2.2
Poland	0.6	1.0	0.3	-0.1	1.7	1.5	0.6
Romania	-1.5	-1.6	-1.3	-0.9	0.8	-0.9	.
Sweden	1.0	1.1	0.9	1.0	1.4	1.5	1.7
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	1.2	2.4	1.8	1.4
European Union	0.6	1.0	0.0	-0.3	1.0	1.1	1.2
United States	0.7	1.0	0.3	1.0	1.6	1.7	.
Japan	-0.2	-0.2	-0.2	0.6	0.6	.	.

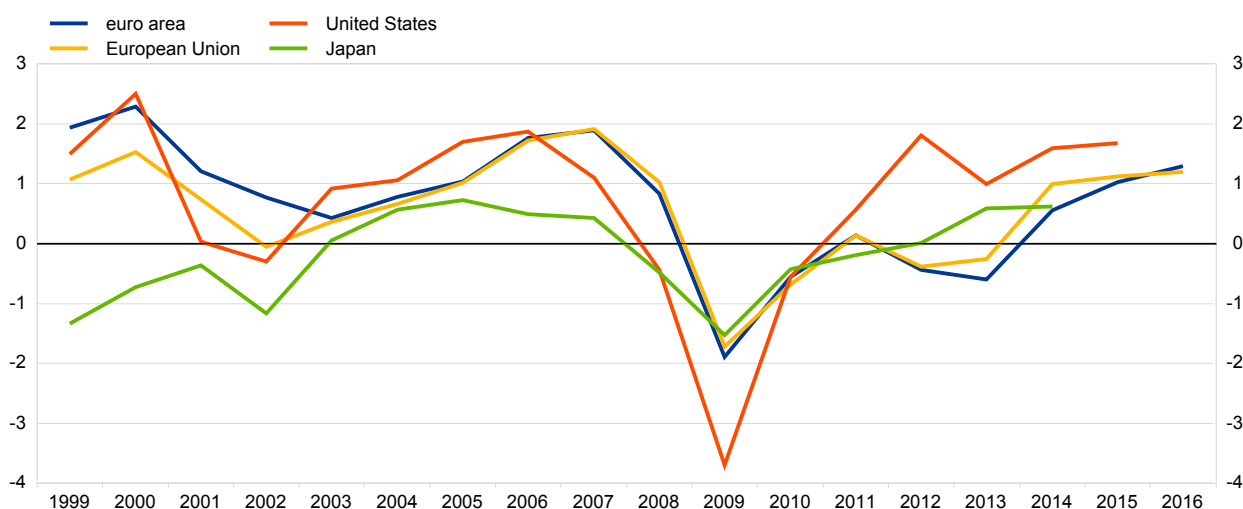
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

Chart 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.3	1.2	0.6	-0.1
Germany	0.6	1.0	0.2	-0.1	0.8	0.8	0.9
Estonia	3.2	5.1	1.0	0.2	2.0	-1.3	1.3
Ireland	3.2	1.8	5.2	-1.4	6.7	23.2	.
Greece	0.5	2.2	-1.6	-0.6	0.3	-0.7	-1.3
Spain	0.6	0.1	1.3	0.9	0.5	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.4	0.3	0.2	0.8	0.5
Italy	-0.2	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.1	-0.4
Cyprus	0.7	1.2	-0.1	0.0	0.2	-0.2	0.1
Latvia	4.2	5.8	2.2	0.3	3.5	1.4	2.0
Lithuania	4.3	6.6	1.4	2.1	1.5	0.5	0.3
Luxembourg	-0.1	-0.2	-0.1	2.3	2.0	0.9	.
Malta	1.0	1.2	0.8	0.8	3.0	3.5	1.3
Netherlands	0.8	1.2	0.5	1.0	1.7	1.0	0.9
Austria	0.6	1.3	-0.2	-0.2	-0.3	0.3	0.1
Portugal	0.9	1.2	0.6	1.8	-0.5	0.2	-0.2
Slovenia	1.8	3.1	0.2	0.0	2.7	1.2	0.5
Slovakia	3.1	4.5	1.5	2.3	1.1	1.8	0.9
Finland	0.8	1.7	-0.3	0.0	-0.2	0.6	1.0
Euro area	0.6	0.8	0.4	0.3	0.6	1.0	0.4
Bulgaria	3.1	3.7	2.3	1.3	1.0	3.3	2.9
Czech Republic	2.4	3.6	0.8	-0.8	2.2	3.1	0.6
Denmark	0.8	0.9	0.8	1.0	0.7	0.4	-0.6
Croatia	0.7	1.2	0.2	1.6	-3.1	0.1	2.3
Hungary	1.7	3.3	-0.2	1.0	-0.7	0.9	-0.2
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	1.5	2.4	2.2
Romania	4.9	7.1	1.9	4.4	2.3	4.9	.
Sweden	1.5	1.9	0.9	0.3	1.1	2.5	1.6
United Kingdom	1.0	1.5	0.3	0.7	0.7	0.4	0.4
European Union	1.0	1.3	0.6	0.5	0.6	1.1	0.7
United States	1.4	1.5	1.2	0.7	0.8	0.9	.
Japan	0.9	1.3	0.4	0.8	-0.6	.	.

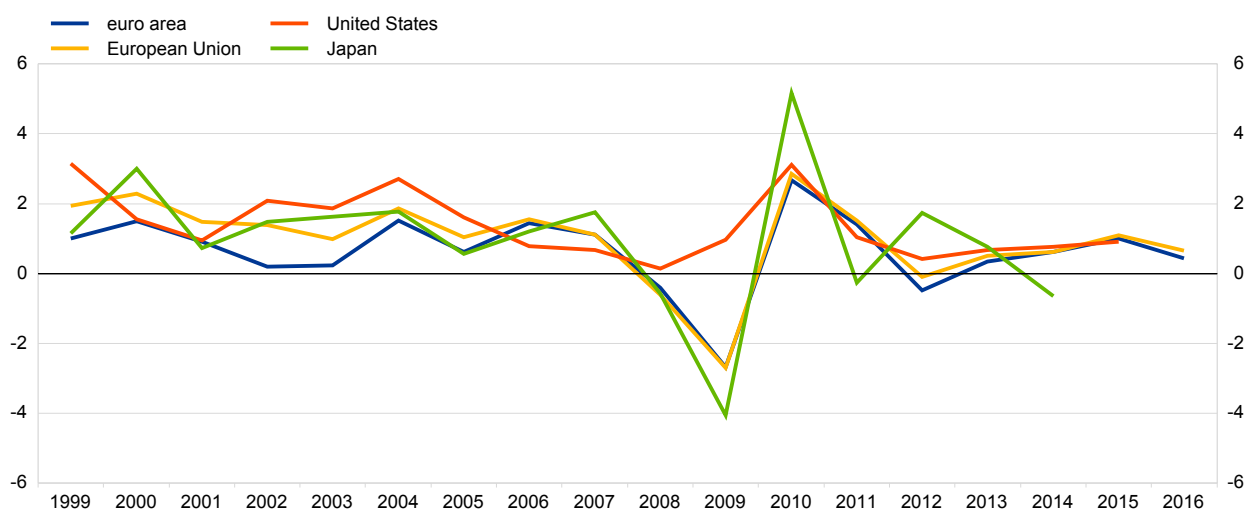
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

Chart 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)

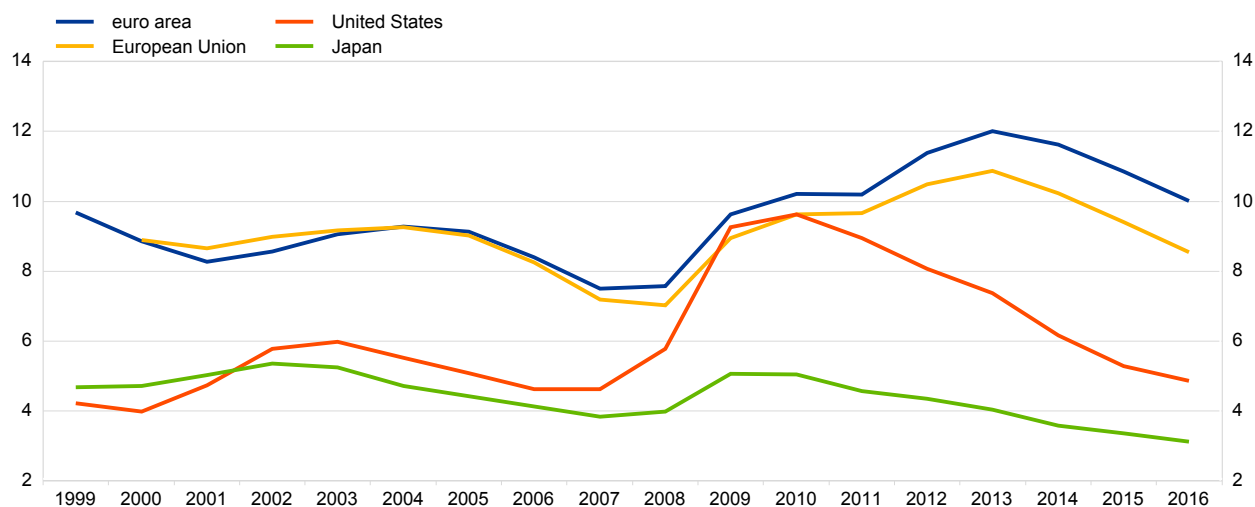
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	7.9	7.7	8.1	8.4	8.5	8.5	8.0
Germany	7.7	9.1	5.8	5.2	5.0	4.6	4.1
Estonia	9.9	9.3	10.7	8.6	7.4	6.2	6.8
Ireland	8.0	4.7	12.7	13.1	11.3	9.4	7.9
Greece	14.3	10.0	20.5	27.5	26.5	24.9	23.5
Spain	15.5	10.7	22.4	26.1	24.5	22.1	19.6
France	9.2	8.9	9.8	10.3	10.3	10.4	10.0
Italy	9.1	8.2	10.3	12.1	12.7	11.9	11.7
Cyprus	7.3	4.3	11.2	15.9	16.1	14.9	13.3
Latvia	12.3	10.9	14.4	11.9	10.8	9.9	9.6
Lithuania	11.9	11.0	13.2	11.8	10.7	9.1	7.9
Luxembourg	4.4	3.6	5.4	5.9	6.0	6.5	6.3
Malta	6.7	7.0	6.3	6.4	5.8	5.4	4.8
Netherlands	5.0	4.4	6.0	7.3	7.4	6.9	6.0
Austria	4.9	4.7	5.2	5.4	5.6	5.7	6.0
Portugal	9.8	7.3	13.5	16.4	14.1	12.6	11.2
Slovenia	7.1	6.1	8.4	10.1	9.7	9.0	7.9
Slovakia	14.9	16.0	13.3	14.2	13.2	11.5	9.7
Finland	8.4	8.5	8.3	8.2	8.7	9.4	8.8
Euro area	9.5	8.6	10.8	12.0	11.6	10.9	10.0
Bulgaria	11.6	12.4	10.6	13.0	11.4	9.2	7.7
Czech Republic	7.0	7.3	6.5	7.0	6.1	5.1	4.0
Denmark	5.5	4.5	6.9	7.0	6.5	6.2	6.2
Croatia	13.7	13.1	14.5	17.3	17.3	16.3	12.8
Hungary	7.9	6.6	9.7	10.1	7.7	6.8	5.1
Poland	12.9	15.5	9.2	10.4	9.0	7.5	6.2
Romania	7.1	7.2	6.9	7.1	6.8	6.8	5.9
Sweden	7.1	6.5	8.0	8.0	7.9	7.4	6.9
United Kingdom	6.0	5.2	7.2	7.6	6.1	5.3	4.8
European Union	9.1	8.5	9.9	10.9	10.2	9.4	8.5
United States	6.2	5.0	7.8	7.4	6.2	5.3	4.9
Japan	4.5	4.6	4.3	4.0	3.6	3.4	3.1

Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

2 Economic activity

2.12 Household debt ¹⁾ (percentages of GDP)

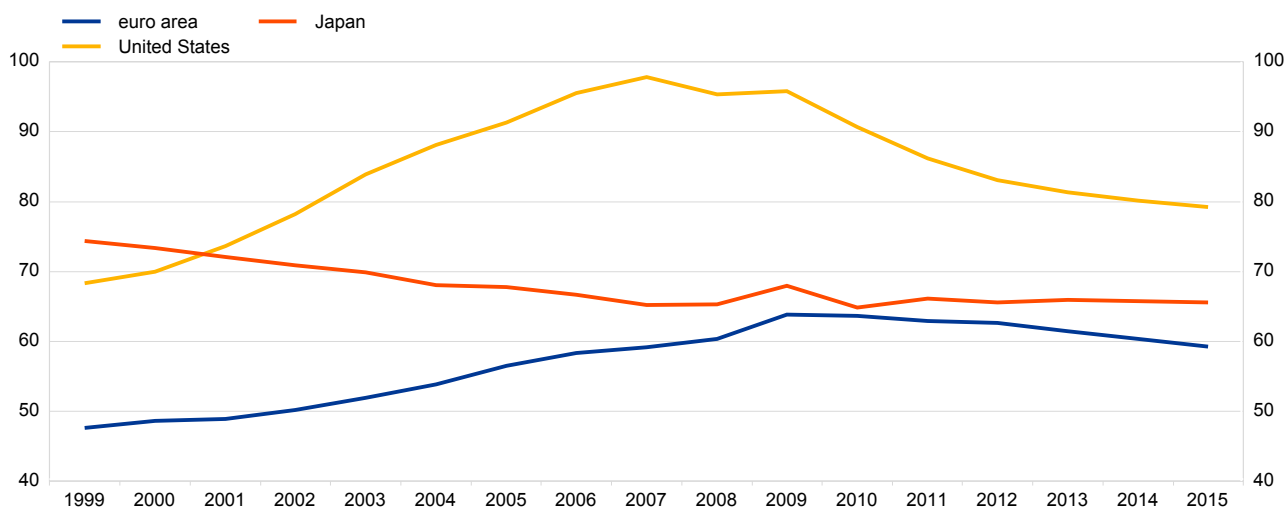
	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	46.9	41.5	54.6	54.7	55.8	57.7	58.7
Germany	62.9	67.3	56.7	56.3	55.4	54.3	53.5
Estonia	33.7	25.4	45.5	41.9	40.2	39.7	40.7
Ireland	85.1	76.5	94.8	98.8	93.5	82.3	58.5
Greece	42.1	28.3	61.7	64.6	65.1	63.4	62.4
Spain	68.3	61.4	78.2	80.6	77.1	72.7	67.8
France	45.8	39.4	54.9	55.2	55.7	56.0	56.6
Italy	35.2	29.7	43.2	44.0	43.5	42.7	42.2
Cyprus	99.5	82.4	123.7	126.5	127.5	131.0	129.2
Latvia	35.6	34.5	36.4	33.2	29.8	26.4	24.5
Lithuania	17.0	11.2	25.4	23.7	22.4	21.5	22.2
Luxembourg	49.4	43.1	55.8	56.2	56.1	56.8	58.5
Malta	54.4	48.3	58.8	60.3	59.1	57.6	55.5
Netherlands	106.7	100.1	116.3	118.4	114.7	113.1	112.0
Austria	50.3	48.6	52.8	52.4	51.6	51.6	51.8
Portugal	78.8	72.9	87.1	90.7	86.3	82.3	77.5
Slovenia	23.9	19.1	29.4	30.9	30.0	28.5	27.8
Slovakia	17.6	10.0	28.4	27.7	29.6	32.2	34.7
Finland	50.2	41.2	63.1	63.6	64.0	65.5	66.8
Euro area	57.0	53.5	62.0	62.7	61.5	60.4	59.3
Bulgaria	17.2	11.9	24.0	23.2	23.1	23.1	21.7
Czech Republic	20.9	14.4	30.2	30.9	31.7	30.5	30.7
Denmark	117.9	105.9	135.0	135.7	132.8	131.4	128.3
Croatia	34.4	29.0	40.7	41.2	40.5	40.4	39.1
Hungary	23.8	18.3	31.7	31.7	28.1	25.6	21.5
Poland	27.3	18.8	34.6	34.1	35.1	35.6	36.1
Romania	13.0	7.9	20.2	20.6	19.2	18.1	17.5
Sweden	66.3	56.6	80.3	80.5	82.3	83.3	83.9
United Kingdom	84.1	79.9	90.2	90.0	87.6	85.8	86.0
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	84.6	84.2	85.2	83.1	81.3	80.2	79.2
Japan	68.0	69.4	66.0	65.6	66.0	65.8	65.6

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans received by households and non-profit institutions serving households.

2) Data for the European Union are not available. Data for Greece and Lithuania since 1999; for Bulgaria available since 2000; for Ireland, Croatia and Slovenia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and for Latvia and Malta since 2004.

Chart 2.12 Household debt
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

2 Economic activity

2.13 Household savings ratio

(percentages of adjusted disposable income¹⁾)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	15.0	16.0	13.6	12.9	12.3	12.1	11.7
Germany	16.3	16.1	16.6	16.4	16.3	16.7	17.0
Estonia	4.7	1.3	9.4	8.9	6.2	9.4	8.8
Ireland	8.8	7.0	11.4	11.8	10.3	10.9	10.7
Greece	3.6	6.7	-0.9	-0.2	-4.1	-5.6	-5.8
Spain	9.7	9.5	9.9	8.6	9.6	9.0	8.2
France	14.8	14.9	14.8	14.7	14.0	14.1	14.1
Italy	12.9	14.3	11.1	9.5	11.0	11.1	10.4
Cyprus	4.7	7.2	1.2	3.6	-3.3	-7.9	-5.7
Latvia	0.9	1.6	-0.1	-3.8	-4.5	-3.5	-2.2
Lithuania	2.6	2.5	2.7	1.8	2.1	-0.6	-1.9
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.9	12.4	13.5	14.1	14.1	13.1	12.7
Austria	14.8	15.6	13.8	14.0	12.6	12.6	13.0
Portugal	8.6	9.5	7.5	7.7	7.8	5.2	4.4
Slovenia	14.2	16.0	13.2	10.8	13.4	13.3	14.8
Slovakia	7.5	7.9	7.1	6.2	5.9	7.2	8.8
Finland	8.5	8.5	8.4	7.8	8.6	7.2	6.8
Euro area	13.3	13.6	12.9	12.3	12.5	12.5	12.3
Bulgaria	-8.1	-9.8	-5.3	-8.5	-1.5	-14.3	.
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	11.1	10.9	11.8	11.8
Denmark	6.5	5.6	7.9	7.0	8.8	5.2	10.5
Croatia	9.6	7.9	11.6	12.1	10.5	11.8	.
Hungary	9.5	9.5	9.5	8.2	9.8	10.9	9.6
Poland	6.3	8.8	2.9	1.5	2.5	1.9	2.1
Romania	-3.0	-6.5	2.0	-14.6	13.3	13.2	15.1
Sweden	12.7	9.8	16.7	17.9	17.7	18.3	18.7
United Kingdom	7.8	7.6	8.2	8.3	6.7	6.8	6.5
European Union	11.5	11.7	11.2	10.9	10.8	10.6	10.3
United States	8.0	7.2	9.2	10.7	8.2	8.8	9.0
Japan	10.8	12.1	8.8	9.2	6.9	6.0	7.0

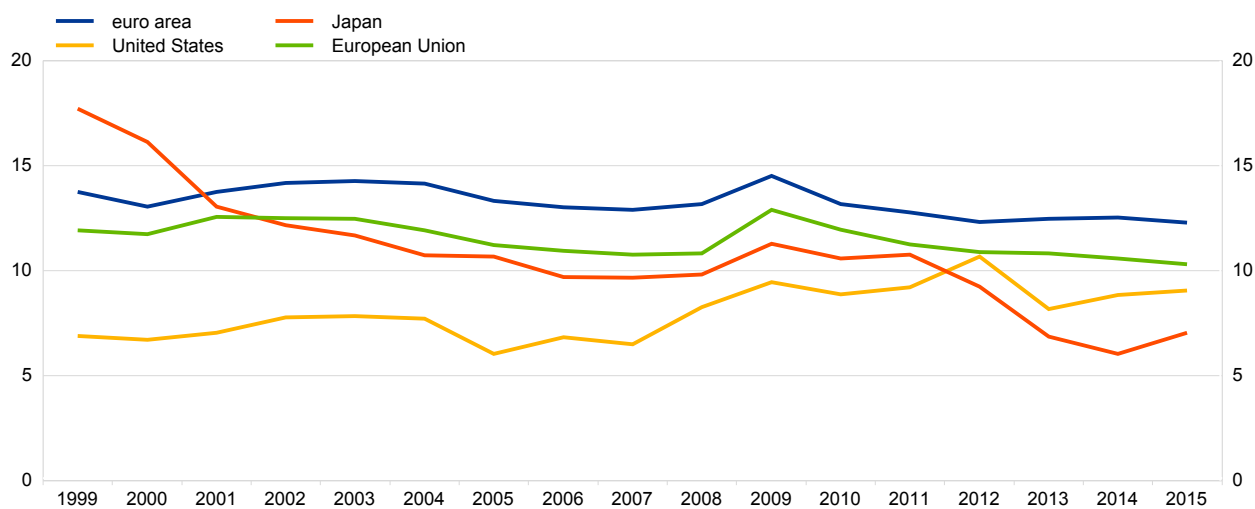
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Disposable income adjusted for the change in the net equity of households in pension fund reserves.

2) Data for Luxembourg and Malta are not available. Data for Ireland and Poland available since 1999; for Croatia since 2002; for Lithuania since 2004; and for Slovenia since 2005.

Chart 2.13 Household savings

(percentages of adjusted disposable income)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

2 Economic activity

2.14 Non-financial corporations' debt ¹⁾ (percentages of GDP)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	127.7	114.2	147.1	147.9	149.1	150.6	154.9
Germany	64.5	65.8	62.7	61.9	63.5	61.0	60.7
Estonia	88.3	85.0	93.1	87.3	87.3	90.4	90.2
Ireland	147.0	97.8	203.3	207.7	197.3	223.9	265.1
Greece	54.9	47.5	65.5	66.9	64.1	65.1	63.9
Spain	106.1	94.4	122.9	126.1	120.2	112.8	105.5
France	108.5	101.1	119.0	120.6	118.8	125.9	126.6
Italy	77.6	70.5	87.7	89.7	87.6	86.8	83.9
Cyprus	200.9	193.9	211.0	203.9	215.5	225.1	226.1
Latvia	78.3	66.6	86.7	84.8	79.6	77.1	77.5
Lithuania	43.2	44.2	42.5	41.6	38.3	36.1	35.9
Luxembourg	307.3	259.5	355.0	359.3	339.5	345.3	367.4
Malta	139.0	121.9	151.2	156.7	150.0	145.1	138.9
Netherlands	121.4	119.0	125.0	125.2	124.1	125.0	124.3
Austria	93.2	90.9	96.6	96.7	99.1	95.8	96.0
Portugal	113.4	101.3	130.7	143.3	136.7	128.3	120.7
Slovenia	81.3	71.8	88.1	93.7	89.4	79.6	68.2
Slovakia	44.8	43.2	47.1	46.0	47.5	48.0	49.1
Finland	98.3	89.7	110.5	109.0	113.1	112.2	116.1
Euro area	100.2	95.2	106.5	107.0	104.4	106.4	108.3
Bulgaria	86.7	66.6	112.5	111.6	119.4	113.6	99.9
Czech Republic	45.4	44.7	46.5	46.0	52.5	50.1	46.3
Denmark	86.2	80.5	94.3	97.5	94.6	91.6	89.6
Croatia	81.4	64.3	100.9	102.4	103.5	101.5	101.2
Hungary	72.2	62.0	86.7	87.4	83.4	82.2	77.6
Poland	38.2	33.1	42.5	42.5	43.7	46.1	47.2
Romania	49.3	44.5	56.1	52.1	48.6	45.1	43.7
Sweden	134.3	122.4	151.3	149.8	150.4	150.9	151.4
United Kingdom	116.3	110.3	124.9	129.7	118.1	135.5	122.2
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States ³⁾	66.3	64.9	68.3	66.9	67.6	68.9	70.9
Japan ⁴⁾	109.2	112.4	104.7	104.0	103.6	102.8	100.2

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans taken, debt securities issued and pension scheme liabilities.

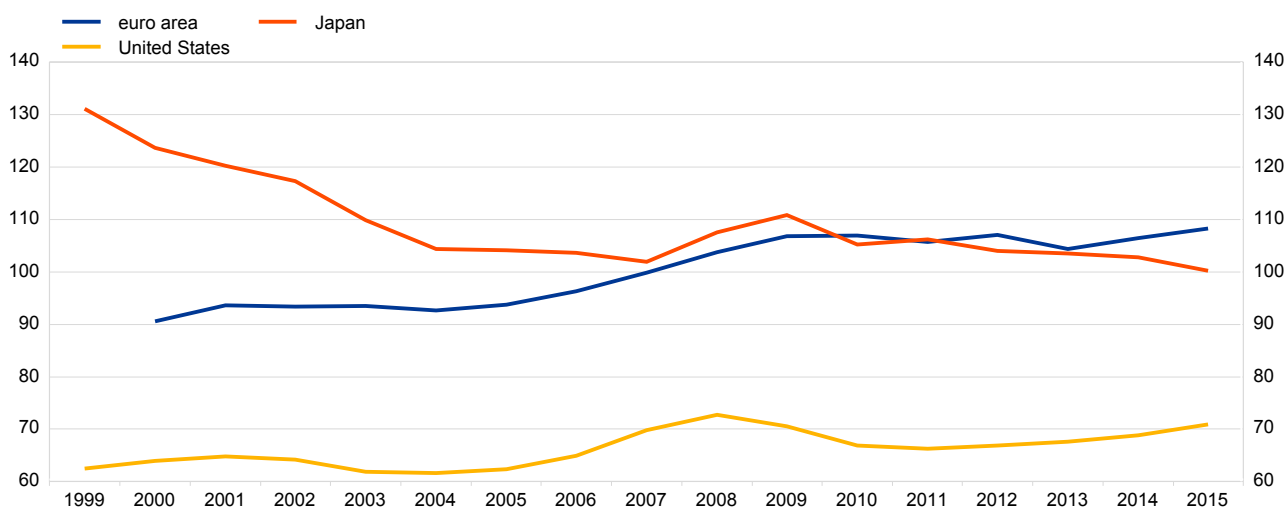
2) Data for the European Union are not available. Data for Austria and Denmark available since 1999; for Bulgaria since 2000; for Ireland and Croatia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

4) Figures for Japan do not include pension scheme liabilities.

Chart 2.14 Non-financial corporations' debt

(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

3 Prices and costs

3.1 HICP

(annual percentage changes)

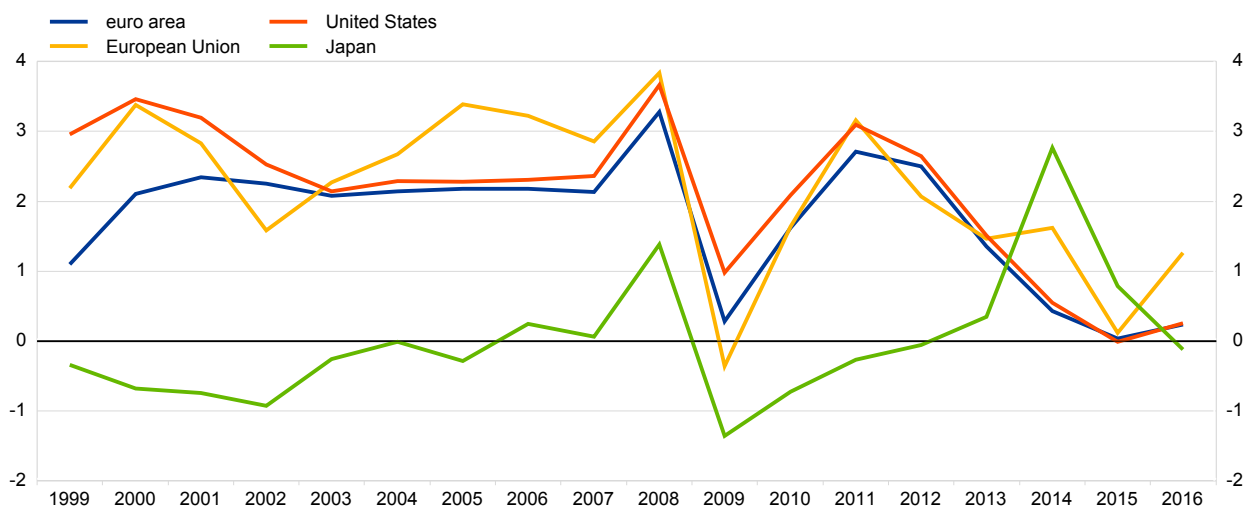
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.9	2.2	1.5	1.2	0.5	0.6	1.8
Germany	1.4	1.7	1.1	1.6	0.8	0.1	0.4
Estonia	3.5	4.6	2.1	3.2	0.5	0.1	0.8
Ireland	1.9	3.4	0.0	0.5	0.3	0.0	-0.2
Greece	2.2	3.3	0.8	-0.9	-1.4	-1.1	0.0
Spain	2.2	3.2	0.9	1.5	-0.2	-0.6	-0.3
France	1.5	1.9	1.0	1.0	0.6	0.1	0.3
Italy	1.9	2.4	1.3	1.2	0.2	0.1	-0.1
Cyprus	1.9	2.7	0.8	0.4	-0.3	-1.5	-1.2
Latvia	3.6	5.6	1.2	0.0	0.7	0.2	0.1
Lithuania	2.3	2.7	1.7	1.2	0.2	-0.7	0.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.5	1.7	0.7	0.1	0.0
Malta	2.2	2.6	1.7	1.0	0.8	1.2	0.9
Netherlands	1.9	2.4	1.3	2.6	0.3	0.2	0.1
Austria	1.8	1.9	1.7	2.1	1.5	0.8	1.0
Portugal	2.1	2.9	1.0	0.4	-0.2	0.5	0.6
Slovenia	3.5	5.4	1.1	1.9	0.4	-0.8	-0.2
Slovakia	3.9	6.2	1.2	1.5	-0.1	-0.3	-0.5
Finland	1.7	1.8	1.7	2.2	1.2	-0.2	0.4
Euro area	1.7	2.2	1.1	1.4	0.4	0.0	0.2
Bulgaria	4.1	6.7	0.9	0.4	-1.6	-1.1	-1.3
Czech Republic	2.1	2.7	1.3	1.4	0.4	0.3	0.6
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.5	0.4	0.2	0.0
Croatia	2.5	3.4	1.3	2.3	0.2	-0.3	-0.6
Hungary	4.8	6.7	2.5	1.7	0.0	0.1	0.4
Poland	2.9	3.9	1.8	0.8	0.1	-0.7	-0.2
Romania	11.8	19.5	3.0	3.2	1.4	-0.4	-1.1
Sweden	1.4	1.7	1.1	0.4	0.2	0.7	1.1
United Kingdom	1.9	1.8	2.2	2.6	1.5	0.0	0.7
European Union	2.1	2.7	1.4	1.5	0.5	0.0	0.3
United States ⁽¹⁾	2.2	2.8	1.4	1.5	1.6	0.1	1.3
Japan ⁽¹⁾	0.0	-0.2	0.2	0.3	2.8	0.8	-0.1

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.1 HICP 1)

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

3 Prices and costs

3.2 HICP excluding food and energy (annual percentage changes)

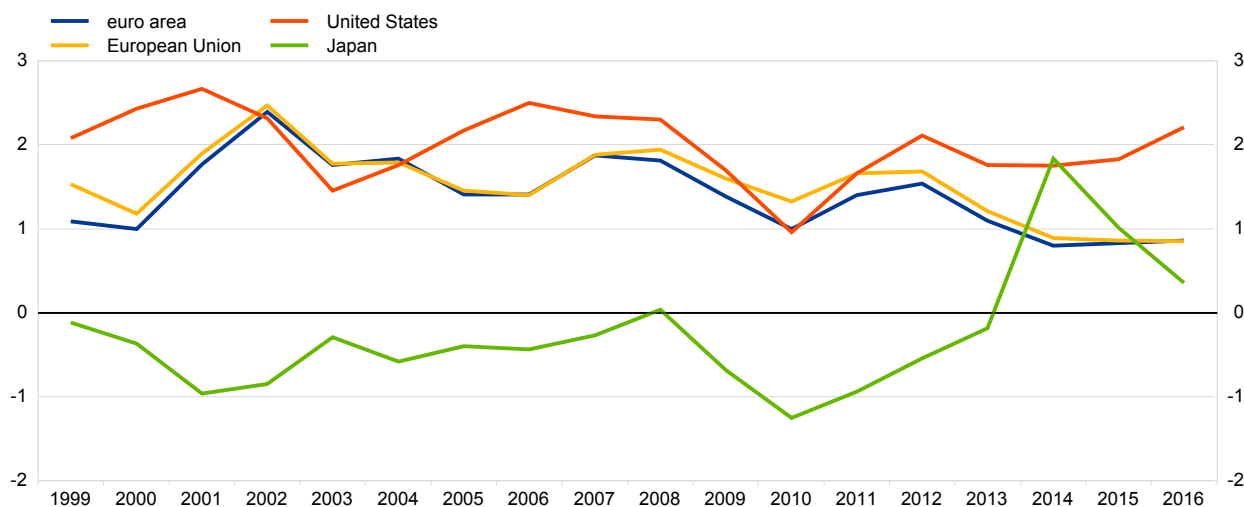
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.8
Germany	1.0	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
Estonia	2.8	3.8	1.5	1.9	1.3	1.2	1.2
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.1	0.7	1.6	0.7
Greece	1.7	2.9	0.2	-2.4	-1.5	-0.4	0.6
Spain	1.8	2.7	0.8	1.3	-0.1	0.3	0.7
France	1.2	1.4	1.0	0.7	1.0	0.6	0.6
Italy	1.8	2.1	1.3	1.2	0.7	0.7	0.5
Cyprus	0.9	1.3	0.5	-0.3	0.1	-0.4	-0.8
Latvia	2.5	4.3	0.3	-0.1	1.7	1.5	1.2
Lithuania	1.4	1.7	1.1	1.4	0.7	1.9	1.7
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	2.0	1.3	1.7	1.0
Malta	1.7	2.1	1.2	0.1	1.5	1.5	1.0
Netherlands	1.6	1.9	1.4	2.5	0.6	0.9	0.6
Austria	1.7	1.5	1.9	2.2	1.7	1.7	1.6
Portugal	1.8	2.7	0.7	0.1	0.2	0.6	0.9
Slovenia	2.9	4.9	0.5	0.9	0.6	0.3	0.7
Slovakia	3.4	5.1	1.3	1.4	0.5	0.5	0.9
Finland	1.6	1.5	1.6	1.8	1.6	0.8	1.1
Euro area	1.4	1.6	1.1	1.1	0.8	0.8	0.9
Bulgaria	3.8	6.5	0.5	0.0	-1.6	-0.6	-1.0
Czech Republic	1.3	1.9	0.6	0.3	0.5	0.7	1.2
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.5	0.6	1.2	0.5
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.9	0.5	0.8	0.2
Hungary	3.3	4.3	2.4	2.3	1.4	1.7	1.5
Poland	2.5	3.5	1.2	0.7	0.2	0.5	0.2
Romania	5.8	9.3	2.8	2.3	2.3	1.6	0.0
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.3	0.4	0.9	1.2
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	2.0	1.6	1.0	1.2
European Union	1.5	1.7	1.3	1.2	0.9	0.9	0.9
United States ²⁾	2.0	2.4	1.7	1.8	1.7	1.8	2.2
Japan ²⁾	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	1.8	1.0	0.4

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Slovenia and Czech Republic available since 2001; for Hungary and Romania since 2002; and for Croatia since 2006.

2) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.2 HICP excluding food and energy ¹⁾
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

3 Prices and costs

3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.7	1.9	1.4	1.2	0.7	0.9	1.6
Germany	1.1	0.8	1.6	2.0	1.8	2.0	1.4
Estonia	4.8	6.5	2.4	3.9	1.7	1.0	1.7
Ireland	2.1	3.4	0.3	1.4	-1.2	4.9	.
Greece	1.7	3.2	-0.2	-2.4	-1.8	-1.0	0.1
Spain	2.0	3.6	0.2	0.4	-0.3	0.5	0.3
France	1.4	1.8	0.7	0.8	0.5	0.6	0.8
Italy	1.9	2.4	1.1	1.2	1.0	0.7	0.8
Cyprus	2.1	3.4	0.3	-1.0	-1.5	-1.3	-1.3
Latvia	4.7	7.8	0.3	1.5	1.6	0.4	0.7
Lithuania	2.5	3.3	1.3	1.4	1.0	0.2	1.2
Luxembourg	2.8	3.3	2.4	1.3	1.5	0.4	.
Malta	2.5	2.5	2.5	2.0	2.0	2.4	1.6
Netherlands	1.7	2.5	0.6	1.4	0.1	0.1	0.8
Austria	1.7	1.6	1.7	1.6	1.8	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.2	0.9	2.3	0.7	2.1	1.6
Slovenia	3.3	4.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.6
Slovakia	2.8	4.6	0.3	0.5	-0.2	-0.2	-0.4
Finland	1.7	1.5	2.0	2.6	1.7	1.7	0.8
Euro area	1.6	2.0	1.0	1.2	0.9	1.1	0.9
Bulgaria	4.3	6.0	2.1	-0.7	0.5	2.2	1.1
Czech Republic	1.8	2.3	1.1	1.4	2.5	1.0	1.1
Denmark	2.0	2.5	1.3	0.9	0.8	0.9	0.7
Croatia	2.8	4.1	1.1	0.8	0.0	0.1	-0.1
Hungary	4.9	6.4	2.8	2.9	3.4	1.7	1.0
Poland	-	-	1.9	0.3	0.5	0.6	0.2
Romania	15.1	23.6	3.9	3.4	1.7	2.4	1.9
Sweden	1.7	1.8	1.5	1.1	1.8	2.0	1.4
United Kingdom	1.9	2.2	1.5	1.9	1.6	0.6	1.7
European Union	1.7	2.0	1.3	0.6	1.6	2.8	-1.1
United States	2.0	2.3	1.5	1.6	1.8	1.1	1.3
Japan	-0.8	-1.2	-0.2	-0.3	1.7	2.0	0.3

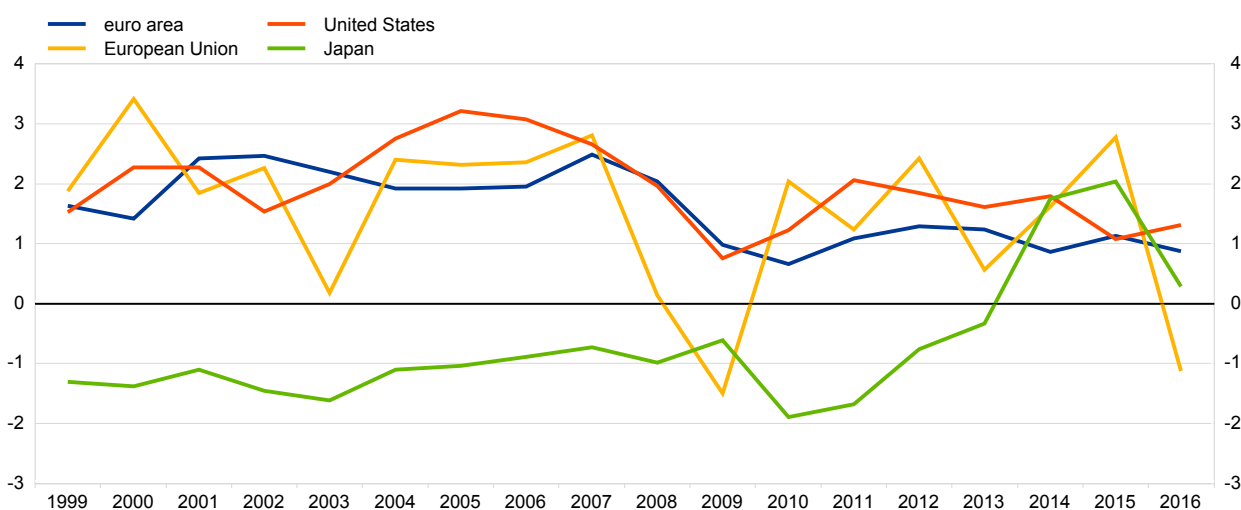
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.4 Industrial producer prices (annual percentage changes)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.8	3.4	-0.1	0.6	-4.6	-4.2	-1.8
Germany	1.3	2.4	0.0	0.0	-0.9	-1.8	-1.7
Estonia	2.8	4.7	1.4	9.9	-2.3	-2.8	-2.1
Ireland	1.2	4.0	0.1	1.5	-0.3	-4.4	-2.8
Greece	2.5	4.7	-0.1	-0.7	-0.8	-5.8	-5.4
Spain	2.1	3.3	0.6	0.6	-1.3	-2.1	-3.1
France	1.3	2.4	0.0	0.3	-1.3	-2.2	-2.3
Italy	1.6	3.0	-0.3	-1.2	-1.8	-3.4	-2.2
Cyprus	2.4	4.8	0.1	-2.1	-3.1	-5.7	-3.8
Latvia	4.4	8.4	1.0	1.1	0.1	-1.4	-3.3
Lithuania	2.3	4.8	-0.8	-0.3	-5.1	-9.1	-3.3
Luxembourg	2.4	5.5	-1.3	1.3	-4.8	-0.5	-6.0
Malta	3.9	5.2	2.6	0.9	-1.1	-3.2	-0.3
Netherlands	1.9	4.7	-1.4	-1.3	-3.2	-7.3	-5.2
Austria	1.1	1.8	0.1	-1.0	-1.5	-2.1	-2.5
Portugal	2.2	3.8	0.2	-0.4	-1.5	-4.2	-1.7
Slovenia	2.8	4.7	0.5	0.3	-1.1	-0.5	-1.4
Slovakia	2.1	5.1	-1.5	-0.2	-3.6	-4.3	-4.4
Finland	1.6	2.6	0.5	0.9	-0.9	-2.2	-1.7
Euro area	1.5	2.8	-0.1	-0.2	-1.5	-2.7	-2.3
Bulgaria	4.5	7.2	1.2	-1.3	-0.9	-1.7	-2.8
Czech Republic	1.4	2.6	-0.1	0.8	-0.8	-3.2	-3.2
Denmark	3.0	5.3	0.1	2.2	-2.3	-6.5	-1.5
Croatia	2.5	3.8	0.8	0.4	-2.7	-3.8	-3.9
Hungary	5.0	8.0	1.3	-0.5	-2.1	-3.0	-3.1
Poland	2.5	3.5	1.5	-1.2	-1.4	-2.4	-0.2
Romania	9.8	18.0	2.1	3.7	0.2	-1.8	-2.3
Sweden	1.8	3.1	0.2	-0.7	0.1	-1.1	0.0
United Kingdom	2.6	4.3	0.5	1.0	-2.3	-7.6	-0.3
European Union	1.7	3.1	0.1	0.0	-1.5	-3.3	-2.0
United States ⁽²⁾	2.2	3.1	1.0	1.2	1.9	-3.3	-1.0
Japan ⁽³⁾	-0.1	0.5	-0.8	1.2	3.2	-2.3	-3.5

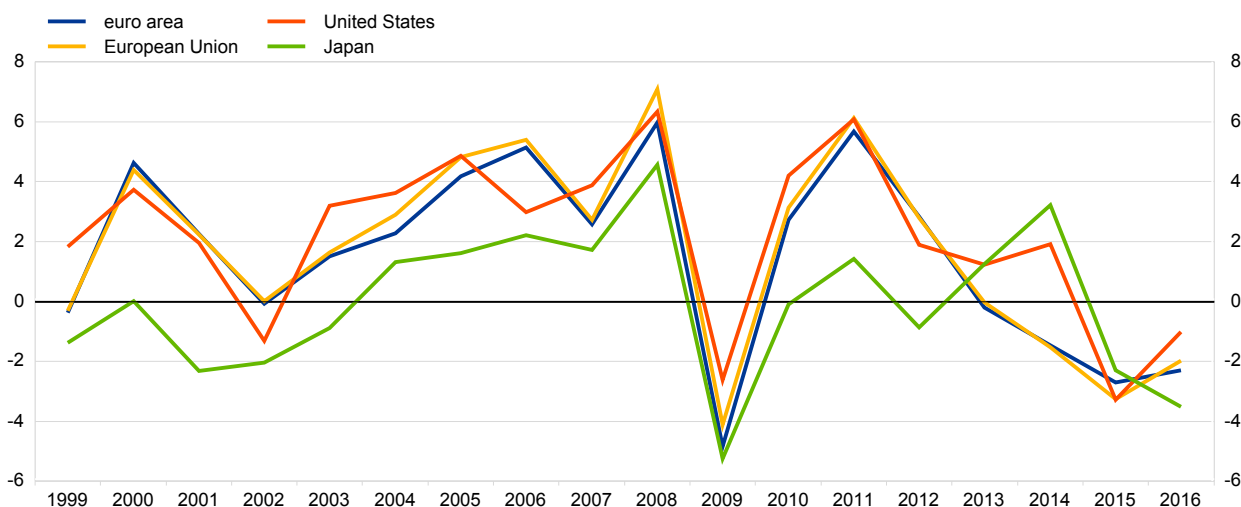
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Cyprus, Malta, Bulgaria, Poland and Romania available since 2001; for Latvia since 2002; for Estonia since 2003; and for Ireland since 2006.

2) Data refer to finished goods.

3) Data refer to the output price index in the manufacturing sector.

Chart 3.4 Industrial producer prices ¹⁾
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States refer to finished goods; data for Japan refer to the output price index in the manufacturing sector.

3 Prices and costs

3.5 Unit labour costs

(annual percentage changes)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.8	1.3	2.2	-0.2	-0.5	0.2
Germany	1.0	0.2	2.0	1.9	2.0	1.6	1.4
Estonia	4.9	7.0	2.4	4.4	2.1	7.2	4.3
Ireland	0.2	3.8	-4.6	2.8	-4.5	-16.5	.
Greece	1.7	3.6	-0.6	-6.9	-2.4	-2.2	2.1
Spain	1.6	3.3	-0.6	-0.6	-0.3	0.2	-0.4
France	1.6	1.9	1.4	1.2	0.9	0.3	0.8
Italy	2.0	2.7	1.1	0.7	0.0	0.9	0.8
Cyprus	1.7	3.2	-0.1	-5.4	-4.0	-0.9	-0.7
Latvia	4.9	8.8	0.1	5.1	4.9	5.4	4.8
Lithuania	2.1	2.8	1.2	3.1	3.2	4.8	4.7
Luxembourg	2.9	3.6	2.1	0.0	0.5	0.1	.
Malta	2.2	2.6	1.8	1.3	-1.5	-0.2	1.1
Netherlands	1.7	2.0	1.1	1.1	-0.1	-0.8	.
Austria	1.4	1.0	2.0	2.3	2.1	1.5	1.2
Portugal	1.3	2.6	-0.3	1.8	-1.3	-0.5	1.7
Slovenia	3.1	4.6	1.2	0.4	-1.3	0.3	1.7
Slovakia	2.6	3.6	1.3	0.3	0.7	1.3	0.9
Finland	1.8	1.6	2.2	1.4	1.1	1.0	-0.1
Euro area	1.5	1.7	1.2	1.2	0.7	0.3	0.8
Bulgaria	4.9	5.2	4.5	7.4	4.6	2.3	0.2
Czech Republic	2.1	2.8	1.2	0.5	0.4	-0.5	3.1
Denmark	2.0	2.7	1.2	0.6	0.8	1.2	2.6
Croatia	1.9	4.0	-0.2	-2.2	-2.4	-0.5	-2.7
Hungary	4.2	6.0	2.0	0.6	2.1	0.6	5.5
Poland	0.9	0.9	1.0	0.2	0.6	-1.2	.
Romania	12.4	21.6	0.4	-0.6	4.3	-3.8	.
Sweden	2.0	2.2	1.8	1.7	1.0	0.9	0.9
United Kingdom	2.3	2.8	1.6	1.4	0.0	0.7	2.4
European Union	1.6	1.9	1.2	1.1	0.6	0.2	1.0
United States	-0.5	-0.8	0.0	0.0	2.6	2.2	2.7
Japan	-1.7	-2.3	-0.8	-0.9	1.5	.	.

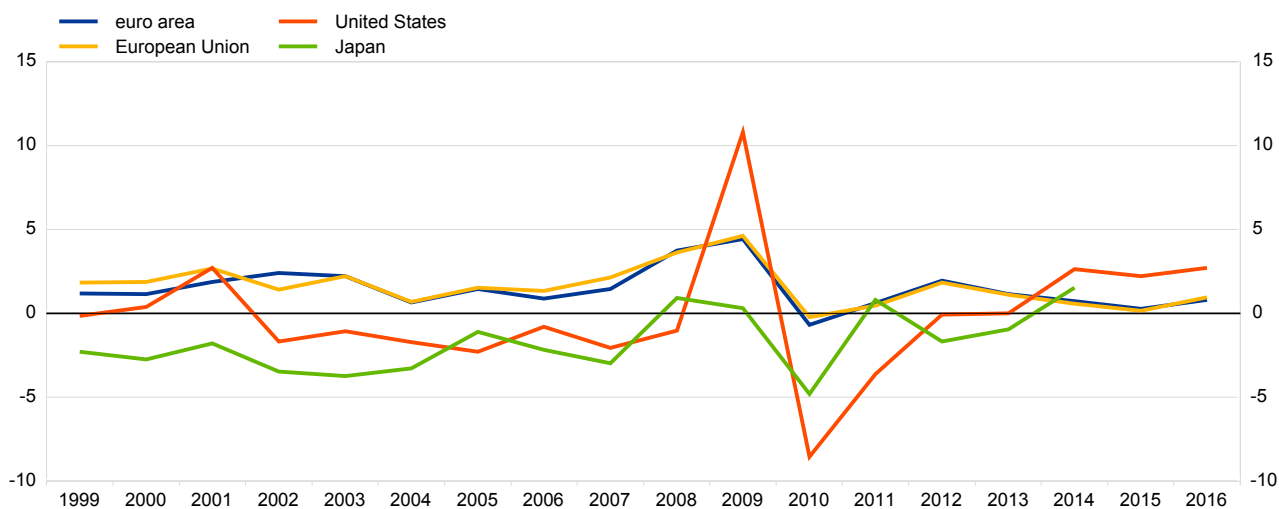
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

Chart 3.5 Unit labour costs

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.6 Compensation per employee (annual percentage changes)

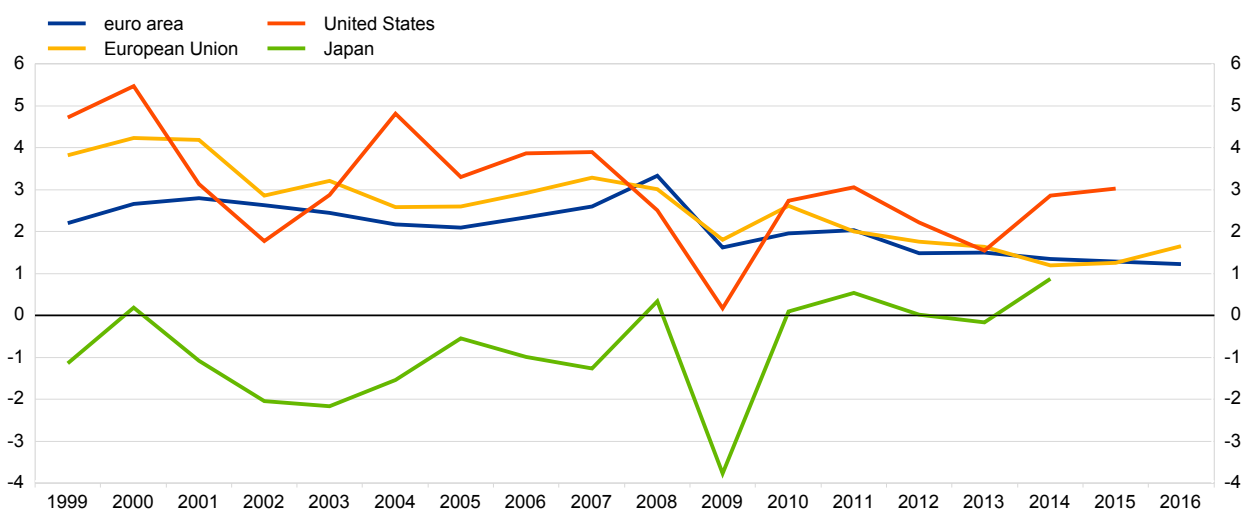
	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.3	2.9	1.5	2.5	1.0	0.0	0.1
Germany	1.6	1.2	2.2	1.8	2.8	2.4	2.3
Estonia	8.3	12.4	3.4	4.6	4.2	5.8	5.6
Ireland	3.5	5.7	0.3	1.4	1.8	2.8	.
Greece	2.2	6.0	-2.2	-7.5	-2.1	-2.9	0.8
Spain	2.2	3.5	0.7	0.3	0.1	0.9	0.1
France	2.4	2.8	1.7	1.6	1.1	1.1	1.3
Italy	1.7	2.6	0.6	0.8	0.1	1.0	0.4
Cyprus	2.4	4.5	-0.2	-5.4	-3.8	-1.1	-0.6
Latvia	9.2	15.1	2.3	5.5	8.6	6.9	6.9
Lithuania	6.4	9.6	2.6	5.4	4.7	5.3	5.0
Luxembourg	2.8	3.5	2.0	2.3	2.6	0.9	.
Malta	3.3	3.9	2.6	2.0	1.5	3.3	2.4
Netherlands	2.5	3.2	1.5	2.1	1.6	0.2	.
Austria	2.1	2.3	1.8	2.1	1.9	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.8	0.3	3.6	-1.8	-0.3	1.5
Slovenia	5.0	7.9	1.5	0.5	1.3	1.4	2.2
Slovakia	5.8	8.3	2.7	2.6	1.8	3.1	1.8
Finland	2.7	3.3	1.9	1.3	1.0	1.6	0.9
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2
Bulgaria	8.1	9.1	6.9	8.8	5.6	5.6	3.1
Czech Republic	4.5	6.5	2.0	-0.3	2.6	2.6	3.7
Denmark	2.9	3.6	2.0	1.6	1.5	1.5	2.0
Croatia	2.6	5.3	-0.1	-0.7	-5.4	-0.3	-0.5
Hungary	6.0	9.6	1.8	1.6	1.3	1.5	5.3
Poland	3.7	3.5	3.9	1.7	2.2	1.1	.
Romania	17.9	30.2	2.3	3.8	6.7	0.9	.
Sweden	3.5	4.1	2.7	2.0	2.2	3.5	2.5
United Kingdom	3.3	4.4	1.9	2.1	0.7	1.1	2.8
European Union	2.6	3.3	1.7	1.6	1.2	1.3	1.6
United States	3.0	3.6	2.1	1.5	2.9	3.0	.
Japan	-0.8	-1.0	-0.4	-0.2	0.9	.	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

Chart 3.6 Compensation per employee
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.7 Residential property prices (annual percentage changes)

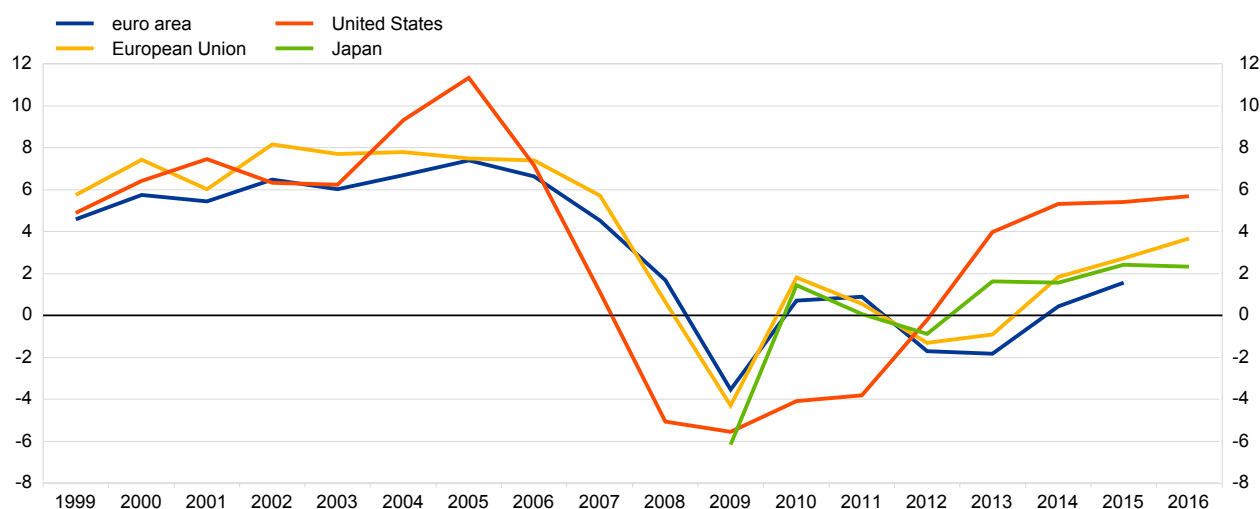
	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	5.5	7.8	2.4	1.7	0.7	3.7	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.2	3.1	4.5	6.0
Estonia	5.4	17.7	0.5	10.7	13.7	6.9	.
Ireland	3.8	10.6	-4.1	3.5	17.1	8.0	6.6
Greece	1.7	8.6	-6.4	-10.8	-7.5	-5.0	-2.3
Spain	3.7	10.5	-5.4	-10.6	0.3	3.6	.
France	5.0	9.3	-0.2	-2.1	-1.8	-1.9	1.0
Italy	2.2	5.6	-2.4	-5.7	-4.4	-2.6	.
Cyprus	3.9	15.3	-4.9	-6.5	-8.8	-4.3	.
Latvia	-0.5	17.4	-5.1	6.8	6.0	-3.4	.
Lithuania	8.5	20.6	-5.2	3.6	7.6	4.8	.
Luxembourg	3.8	3.3	3.8	5.0	4.4	5.4	.
Malta	5.4	17.2	0.8	-0.4	2.6	5.0	.
Netherlands	3.3	7.4	-1.6	-6.5	0.9	2.8	5.0
Austria	2.8	1.0	5.5	4.7	3.4	4.2	.
Portugal	-1.0	-	-1.0	-1.9	4.3	3.1	.
Slovenia	1.5	14.4	-3.6	-5.2	-6.6	0.8	.
Slovakia	2.8	9.9	-2.9	-0.9	-0.8	0.9	.
Finland	2.6	4.1	2.0	1.2	-0.4	0.0	.
Euro area	3.0	5.5	-0.5	-1.8	0.4	1.6	.
Bulgaria	2.2	22.7	-5.4	-2.2	1.4	2.8	.
Czech Republic	-0.1	-	-0.1	0.0	2.4	4.0	.
Denmark	4.0	10.0	0.0	3.9	3.7	7.0	.
Croatia	-3.0	-	-3.0	-4.0	-1.6	-2.9	.
Hungary	-0.1	2.3	-0.4	-2.6	4.3	11.0	.
Poland	-1.1	-	-1.1	-4.4	1.0	1.5	.
Romania	-4.7	-	-4.7	-0.2	-2.3	3.7	.
Sweden	7.5	8.5	6.0	5.5	9.4	13.1	.
United Kingdom	6.2	9.5	1.6	2.6	8.0	6.0	7.5
European Union	3.7	6.4	0.0	-0.9	1.9	2.7	.
United States	3.2	5.4	0.1	4.0	5.3	5.4	5.7
Japan	1.0	-	1.0	1.6	1.6	2.4	.

Sources: National sources and ECB.

1) Data for Cyprus and Denmark available since 2002; for Germany since 2003; for Estonia, Ireland, Spain, Malta, Finland and Bulgaria since 2005; for Latvia since 2006; for Luxembourg and Slovenia since 2007; for Portugal, the Czech Republic, Croatia and Japan since 2008; for Romania since 2009; and for Poland since 2010.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015

Chart 3.7 Residential property prices
(annual percentage changes)



Sources: National sources and ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.1 Effective exchange rates

(period averages; index: 1999 Q1=100)

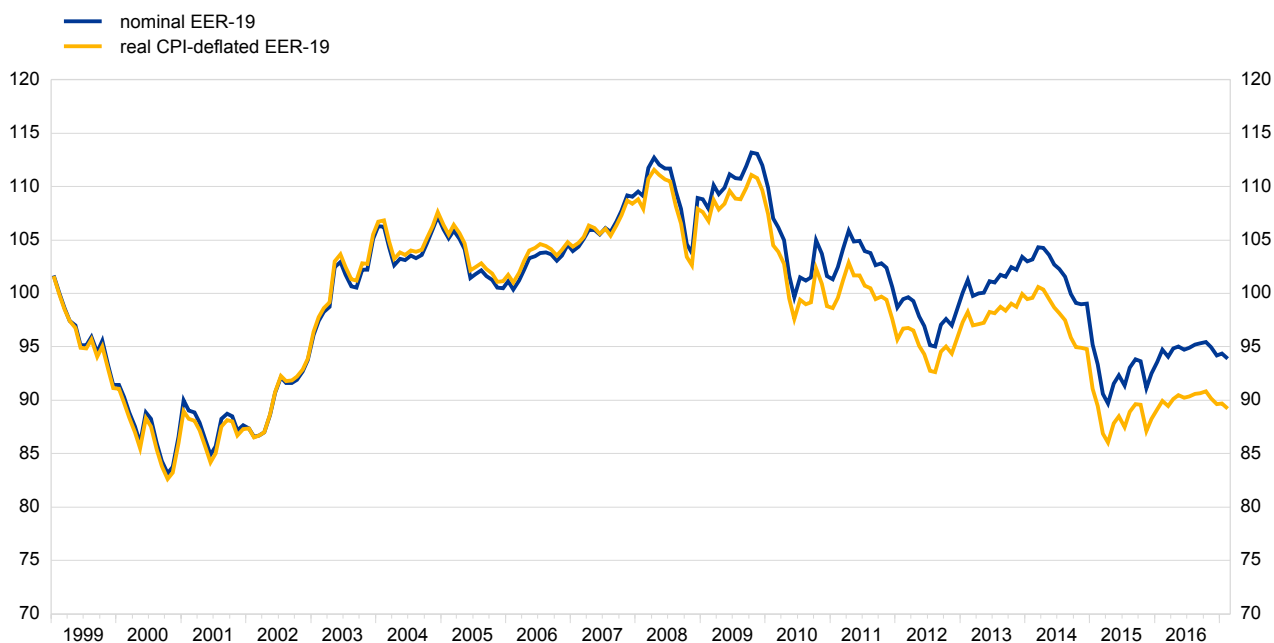
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
EER-19							
Nominal	99.6	98.8	100.7	101.2	101.8	92.4	94.8
Real CPI	98.2	98.8	97.5	98.2	97.8	88.4	90.1
Real PPI	97.6	98.6	96.3	97.1	97.0	89.3	91.4
Real GDP deflator	95.3	96.9	93.0	91.7	91.9	83.7	
Real ULCM ⁽¹⁾	99.2	97.3	102.0	101.0	98.5	85.0	
Real ULCT	98.7	97.6	100.4	99.0	100.0	90.9	
EER-38							
Nominal	107.3	103.7	111.8	111.9	114.7	106.5	110.4
Real CPI	96.8	97.9	95.5	95.5	96.1	87.8	90.0

Source: ECB.

1) ULCM-deflated series are available only for the EER-18 trading partner group.

Chart 4.1 Effective exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.2 Bilateral exchange rates

(units of national currency per euro; period averages)

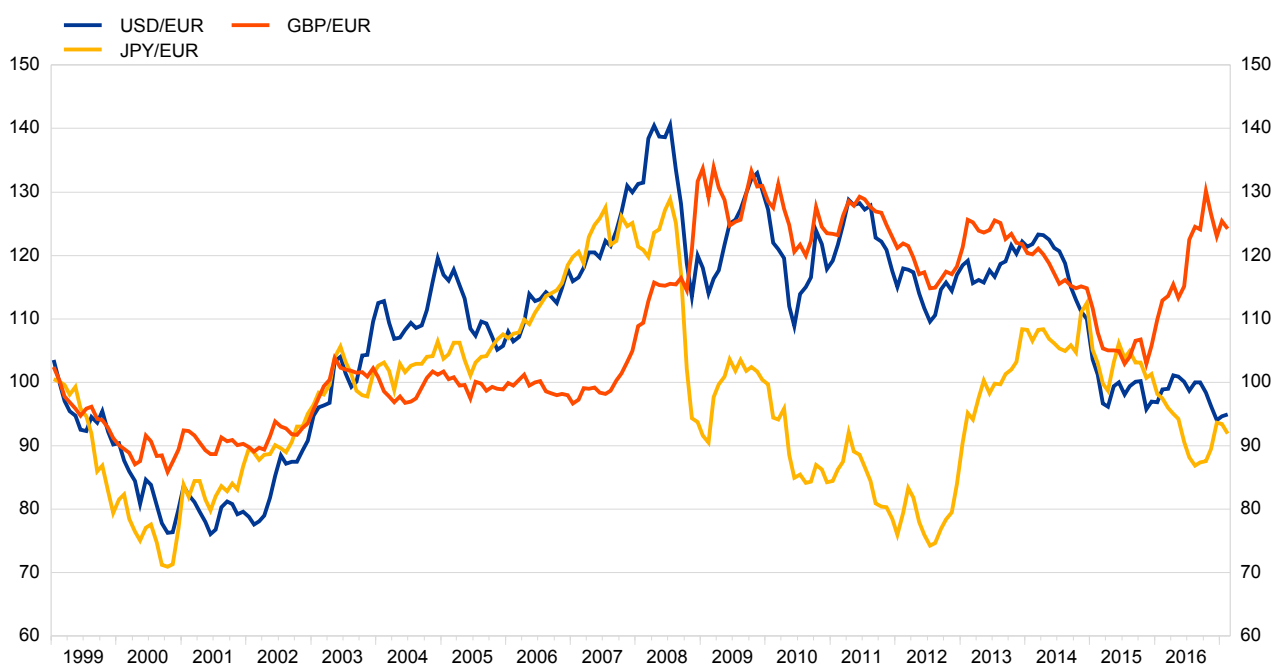
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Chinese renminbi	8.876	9.468	8.285	8.165	8.186	6.973	7.352
Croatian kuna	7.450	7.406	7.494	7.579	7.634	7.614	7.533
Czech koruna	28.956	31.193	26.161	25.980	27.536	27.279	27.034
Danish krone	7.448	7.446	7.451	7.458	7.455	7.459	7.445
Hungarian forint	271.348	253.282	293.930	296.873	308.706	309.996	311.438
Japanese yen	127.446	130.952	123.063	129.663	140.306	134.314	120.197
Polish zloty	4.081	3.991	4.195	4.197	4.184	4.184	4.363
Pound sterling	0.742	0.674	0.829	0.849	0.806	0.726	0.819
Romanian leu	3.682	3.132	4.369	4.419	4.444	4.445	4.490
Swedish krona	9.210	9.132	9.308	8.652	9.099	9.353	9.469
Swiss franc	1.416	1.555	1.241	1.231	1.215	1.068	1.090
US dollar	1.212	1.155	1.284	1.328	1.329	1.110	1.107

Source: ECB.

1) Data for Chinese renminbi and Croatian kuna available since 2001.

Chart 4.2 Bilateral exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.3 Real effective exchange rates ¹⁾

(deflated by consumer price indices; period averages; index: 1999 Q1 = 100)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	99.7	99.2	100.3	100.5	100.7	96.6	99.1
Germany	93.1	95.2	95.2	90.3	90.9	86.2	87.5
Estonia	114.1	106.4	123.7	124.4	126.2	124.9	126.9
Ireland	108.2	108.9	107.2	106.8	106.0	97.9	99.3
Greece	101.2	99.7	102.9	102.5	100.7	95.7	96.6
Spain	106.1	104.8	107.8	108.7	108.1	102.7	103.5
France	96.3	97.6	94.7	94.4	94.7	90.4	91.5
Italy	99.8	100.2	99.3	99.8	99.8	95.1	96.0
Cyprus	104.6	104.0	105.3	106.4	105.7	100.1	100.0
Latvia	109.3	104.7	114.9	112.5	114.0	113.2	114.2
Lithuania	121.9	115.7	129.7	128.7	130.1	127.5	129.7
Luxembourg	106.1	104.4	108.1	109.0	109.2	104.7	105.4
Malta	105.8	105.1	106.6	106.7	106.7	101.4	103.3
Netherlands	101.4	102.5	99.9	100.6	100.7	95.3	96.3
Austria	96.5	97.1	95.7	95.7	97.0	94.5	96.0
Portugal	102.7	103.1	102.2	102.2	101.6	99.2	100.5
Slovenia	99.9	99.3	100.6	100.9	101.3	97.6	98.0
Slovakia	162.6	139.4	191.7	193.1	193.4	187.2	188.5
Finland	96.2	96.9	95.2	94.8	96.6	93.3	94.5
Euro area	96.8	97.9	95.5	95.5	96.1	87.8	90.0
Bulgaria	132.8	120.9	147.8	148.8	146.9	140.7	139.9
Czech Republic	132.6	122.4	145.4	146.1	138.1	134.4	137.9
Denmark	98.9	99.5	98.1	97.1	97.7	93.8	95.0
Croatia	104.5	103.5	105.7	105.2	104.7	100.3	101.5
Hungary	129.0	125.4	133.5	134.4	129.2	123.5	124.6
Poland	117.2	117.4	116.9	117.5	118.1	113.4	109.3
Romania	133.0	127.5	140.0	141.5	142.9	137.7	135.8
Sweden	93.3	95.2	90.8	96.1	91.5	85.8	86.6
United Kingdom	90.3	97.9	80.7	79.4	84.9	88.7	79.5
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	94.5	99.3	88.5	84.2	86.1	95.3	99.2
Japan	83.5	89.4	76.2	68.8	64.9	60.7	68.9

Source: ECB.

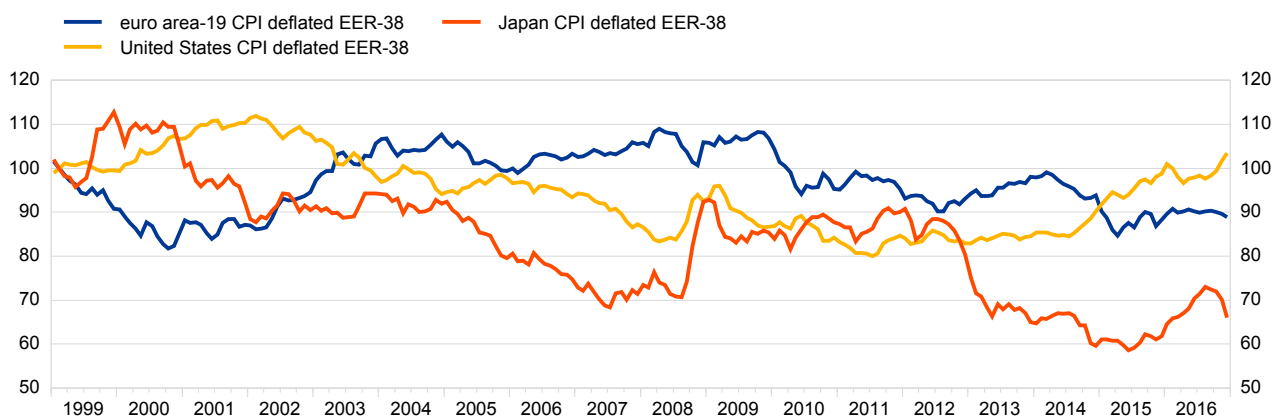
1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

For individual euro area countries, the table shows the harmonised competitiveness indicators calculated vis-à-vis these same trading partners plus the other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed. A positive change points to a decrease in price competitiveness.

Chart 4.3 Real effective exchange rates

(deflated by consumer price indices; monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.4 Balance of payments: net current account

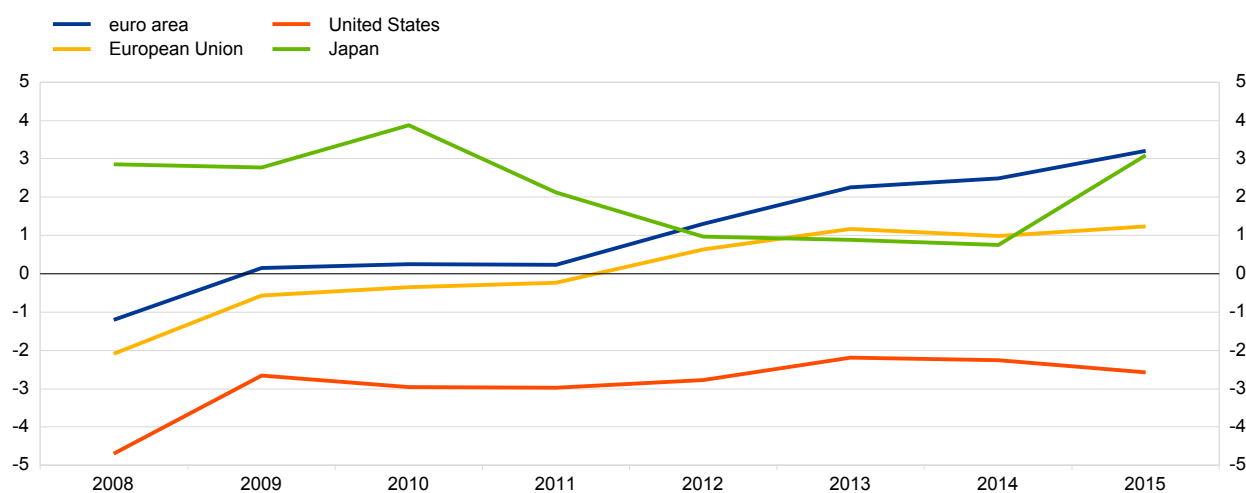
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2015	2008-2011	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.7	0.5
Germany	6.7	5.7	7.8	7.2	7.1	7.8	9.0
Estonia	-0.2	-0.7	0.3	-2.1	-0.4	1.1	2.6
Ireland	-0.5	-4.1	3.2	-2.8	2.3	1.8	11.4
Greece	-7.0	-12.1	-1.8	-3.8	-2.0	-1.6	0.1
Spain	-2.1	-5.1	0.9	-0.2	1.5	1.1	1.4
France	-0.9	-0.9	-0.9	-1.2	-0.9	-1.1	-0.2
Italy	-0.8	-2.8	1.1	-0.4	1.0	2.0	1.7
Cyprus	-7.1	-9.5	-4.6	-6.2	-5.1	-4.4	-2.9
Latvia	-2.2	-1.8	-2.6	-4.0	-3.1	-2.2	-0.9
Lithuania	-1.8	-4.0	0.5	-1.3	1.7	4.0	-2.6
Luxembourg	6.4	6.9	6.0	6.4	6.1	5.6	5.8
Malta	0.7	-3.0	4.5	1.8	3.0	7.3	5.8
Netherlands	8.1	6.5	9.7	10.5	10.2	9.2	8.9
Austria	2.5	2.9	2.0	1.5	2.1	2.6	2.0
Portugal	-4.8	-9.6	0.1	-1.8	1.6	0.1	0.4
Slovenia	1.7	-1.4	4.8	2.6	4.9	6.4	5.4
Slovakia	-1.9	-4.9	1.1	1.0	1.9	1.2	0.2
Finland	-0.2	0.9	-1.4	-2.0	-1.7	-1.2	-0.5
Euro area	1.1	-0.1	2.3	1.3	2.3	2.5	3.2
Bulgaria	-3.7	-7.6	0.2	-0.9	1.4	0.1	0.4
Czech Republic	-1.4	-2.5	-0.3	-1.6	-0.5	0.2	0.9
Denmark	6.5	4.8	8.2	6.5	7.3	9.3	9.7
Croatia	-1.0	-3.9	2.0	-0.1	0.9	2.1	5.0
Hungary	0.5	-1.7	2.7	1.8	3.8	2.0	3.3
Poland	-3.6	-5.3	-2.0	-3.8	-1.3	-2.1	-0.6
Romania	-4.3	-6.7	-2.0	-5.0	-1.2	-0.7	-1.3
Sweden	5.9	6.2	5.6	6.3	6.0	5.1	5.2
United Kingdom	-3.8	-2.7	-4.9	-4.0	-4.7	-5.4	-5.4
European Union	0.1	-0.8	1.0	0.6	1.2	1.0	1.2
United States	-2.9	-3.3	-2.4	-2.8	-2.2	-2.3	-2.6
Japan	2.2	2.9	1.4	1.0	0.9	0.8	3.1

Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

Chart 4.4 Balance of payments: net current account

(percentages of GDP, non-working day and non-seasonally adjusted)



Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

4 Exchange rates and balance of payments

4.5 Net international investment position

(chain-linked volumes; percentages of GDP; end-of-period averages)

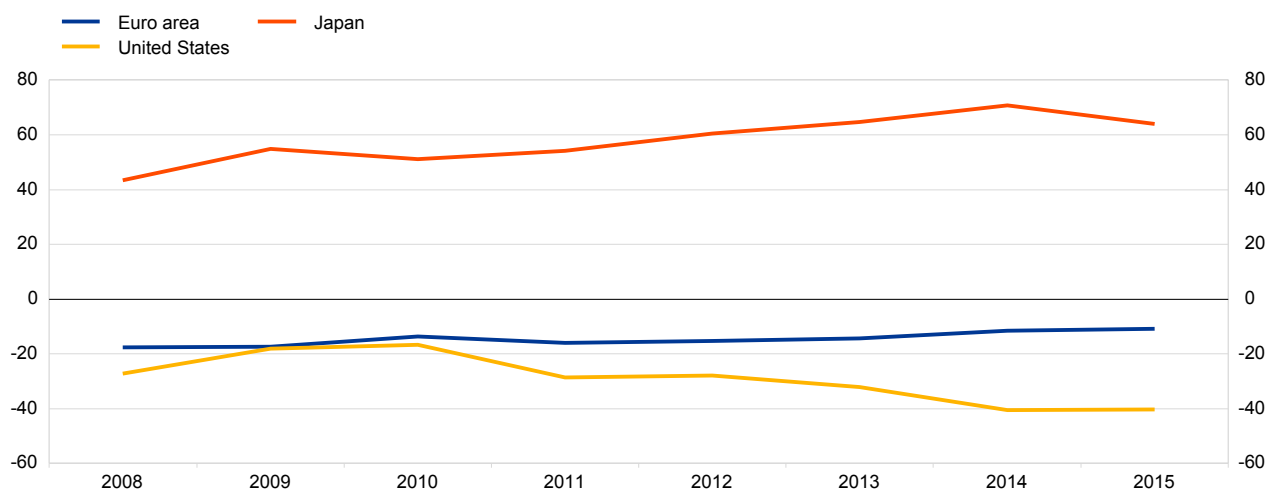
	2008-2015 ¹⁾	2008-2011 ¹⁾	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	58.9	58.5	59.2	53.9	54.8	62.9	65.4
Germany	31.4	22.9	39.9	28.7	35.3	42.8	52.9
Estonia	-61.8	-70.3	-53.3	-55.5	-56.5	-53.6	-47.4
Ireland	-147.2	-121.0	-173.4	-146.0	-142.1	-172.9	-232.6
Greece	-106.1	-87.2	-125.0	-116.4	-127.9	-127.5	-128.2
Spain	-90.8	-88.5	-93.2	-90.0	-94.8	-97.7	-90.6
France	-13.9	-11.6	-16.2	-13.1	-17.1	-17.5	-17.1
Italy	-23.1	-20.9	-25.4	-24.5	-26.4	-25.7	-24.9
Cyprus	-121.9	-104.9	-139.0	-134.2	-142.7	-149.1	-130.2
Latvia	-78.2	-82.5	-73.9	-75.4	-75.0	-73.5	-71.8
Lithuania	-53.7	-55.1	-52.4	-57.7	-51.5	-50.7	-49.6
Luxembourg	22.4	-0.7	45.4	56.3	48.5	37.1	39.8
Malta	21.9	8.7	35.1	20.5	21.7	43.0	55.3
Netherlands	26.2	6.3	46.2	27.4	32.0	59.6	65.9
Austria	-2.3	-5.5	0.9	-3.3	1.4	2.4	3.2
Portugal	-108.9	-101.4	-116.4	-115.8	-118.1	-117.6	-114.3
Slovenia	-44.9	-43.8	-46.0	-50.6	-47.7	-45.6	-40.3
Slovakia	-63.3	-62.5	-64.1	-63.2	-64.4	-65.9	-62.9
Finland	5.6	7.7	3.6	12.4	4.2	-2.9	0.7
Euro area	-14.6	-16.2	-13.0	-15.4	-14.4	-11.5	-10.9
Bulgaria	-81.4	-89.8	-77.2	-83.8	-78.4	-80.7	-65.8
Czech Republic	-40.1	-42.2	-38.0	-46.8	-39.3	-35.2	-30.6
Denmark	24.3	9.2	39.5	37.1	38.7	46.2	35.9
Croatia	-85.3	-85.0	-85.6	-90.4	-88.5	-86.0	-77.3
Hungary	-91.3	-104.3	-78.2	-93.7	-84.2	-74.4	-60.6
Poland	-62.3	-57.2	-67.4	-67.7	-70.2	-68.8	-62.7
Romania	-61.7	-59.4	-64.1	-70.1	-66.9	-62.1	-57.2
Sweden	-6.7	-7.0	-6.4	-16.6	-14.0	1.3	3.7
United Kingdom	-10.1	-3.1	-17.1	-24.3	-17.6	-20.8	-5.8
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	-29.0	-22.7	-35.3	-28.0	-32.2	-40.5	-40.4
Japan	57.9	50.9	65.0	60.5	64.7	70.7	64.0

Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

1) Data for Bulgaria available since 2010.

Chart 4.5 Net international investment position

(percentages of GDP)



Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

5 Fiscal developments

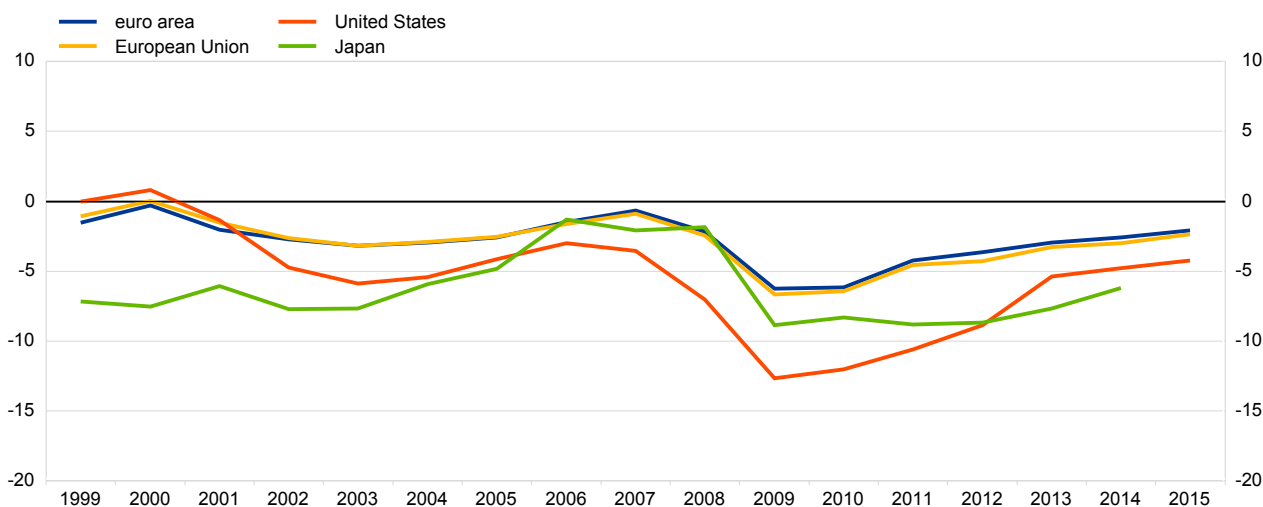
5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-1.9	-0.6	-3.8	-4.2	-3.0	-3.1	-2.5
Germany	-1.7	-2.1	-1.1	0.0	-0.2	0.3	0.7
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.3	-0.2	0.7	0.1
Ireland	-4.1	0.7	-11.1	-8.0	-5.7	-3.7	-1.9
Greece	-8.0	-6.7	-10.0	-8.8	-13.2	-3.6	-7.5
Spain	-3.6	-0.3	-8.4	-10.5	-7.0	-6.0	-5.1
France	-3.6	-2.6	-5.1	-4.8	-4.0	-4.0	-3.5
Italy	-3.1	-2.9	-3.5	-2.9	-2.7	-3.0	-2.6
Cyprus	-3.4	-2.1	-5.2	-5.8	-4.9	-8.8	-1.1
Latvia	-2.6	-1.9	-3.6	-0.8	-0.9	-1.6	-1.3
Lithuania	-3.0	-1.9	-4.5	-3.1	-2.6	-0.7	-0.2
Luxembourg	1.6	2.5	0.5	0.3	1.0	1.5	1.6
Malta	-4.0	-4.9	-2.7	-3.6	-2.6	-2.1	-1.4
Netherlands	-1.7	-0.5	-3.6	-3.9	-2.4	-2.3	-1.9
Austria	-2.4	-2.1	-2.8	-2.2	-1.4	-2.7	-1.0
Portugal	-5.5	-4.2	-7.2	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4
Slovenia	-3.9	-2.2	-6.4	-4.1	-15.0	-5.0	-2.7
Slovakia	-4.8	-5.0	-4.6	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7
Finland	1.2	3.8	-2.4	-2.2	-2.6	-3.2	-2.8
Euro area	-2.8	-2.0	-4.0	-3.6	-3.0	-2.6	-2.1
Bulgaria	-0.7	0.6	-2.4	-0.3	-0.4	-5.5	-1.7
Czech Republic	-3.3	-3.6	-2.9	-3.9	-1.2	-1.9	-0.6
Denmark	0.7	2.4	-1.8	-3.5	-1.1	1.5	-1.7
Croatia	-4.7	-3.7	-5.6	-5.3	-5.3	-5.4	-3.3
Hungary	-4.9	-6.0	-3.3	-2.3	-2.6	-2.1	-1.6
Poland	-4.2	-3.9	-4.7	-3.7	-4.1	-3.4	-2.6
Romania	-3.4	-2.8	-4.2	-3.7	-2.1	-0.8	-0.8
Sweden	0.4	1.2	-0.7	-1.0	-1.4	-1.6	0.2
United Kingdom	-4.2	-2.0	-7.3	-8.3	-5.7	-5.7	-4.3
European Union	-2.9	-1.9	-4.4	-4.3	-3.3	-3.0	-2.4
United States	-5.5	-3.4	-8.4	-8.9	-5.4	-4.8	-4.2
Japan	-6.3	-5.2	-8.1	-8.7	-7.7	-6.2	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; for Croatia since 2002.

Chart 5.1 General government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

5.2 Primary general government balance ¹⁾ (percentages of GDP)

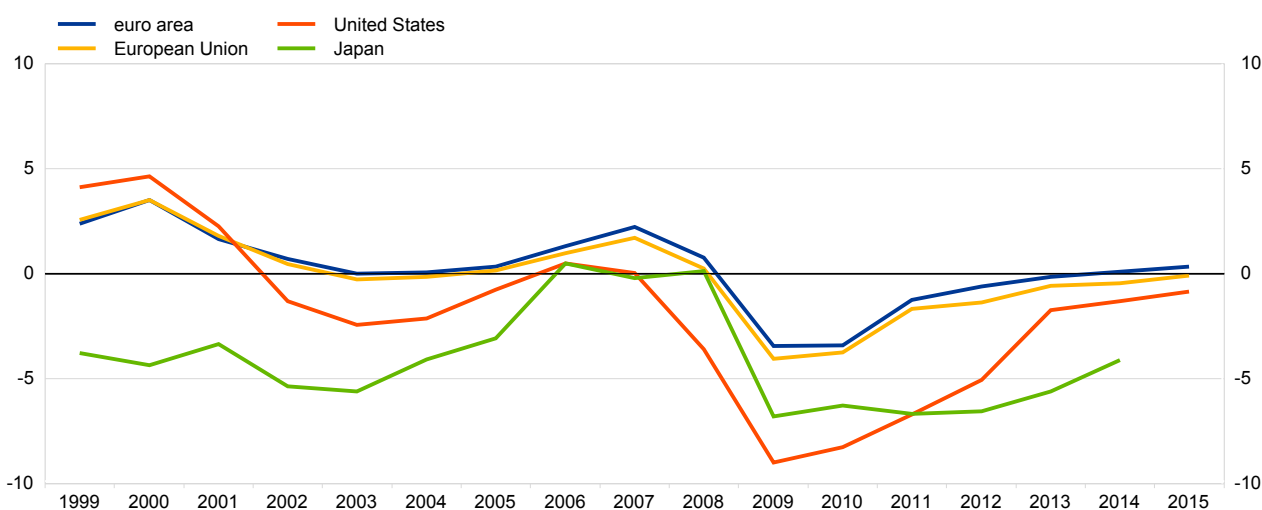
	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	2.6	4.7	-0.3	-0.6	0.3	0.2	0.5
Germany	0.9	0.8	1.1	2.3	1.8	2.1	2.2
Estonia	0.5	0.8	0.1	-0.1	-0.1	0.8	0.2
Ireland	-2.0	2.1	-7.8	-3.9	-1.4	0.1	0.7
Greece	-2.8	-1.3	-5.0	-3.7	-9.1	0.4	-3.9
Spain	-1.1	2.0	-5.6	-7.5	-3.5	-2.5	-2.0
France	-1.0	0.1	-2.7	-2.2	-1.8	-1.8	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	2.3	2.1	1.6	1.5
Cyprus	-0.6	0.9	-2.6	-2.9	-1.8	-6.0	1.7
Latvia	-1.6	-1.3	-2.1	0.8	0.6	-0.1	0.1
Lithuania	-1.6	-0.8	-2.8	-1.2	-0.9	0.9	1.3
Luxembourg	2.0	2.8	1.0	0.9	1.5	1.9	2.0
Malta	-0.6	-1.2	0.3	-0.6	0.3	0.8	1.2
Netherlands	0.4	2.1	-2.0	-2.2	-0.9	-0.8	-0.6
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.5	1.2	-0.3	1.3
Portugal	-2.1	-1.4	-3.0	-0.8	0.0	-2.3	0.2
Slovenia	-1.9	-0.4	-4.2	-2.1	-12.5	-1.9	0.3
Slovakia	-2.6	-2.4	-2.9	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0
Finland	2.9	5.8	-1.1	-0.8	-1.4	-1.9	-1.6
Euro area	0.3	1.3	-1.2	-0.6	-0.2	0.1	0.3
Bulgaria	1.0	2.9	-1.6	0.5	0.3	-4.6	-0.8
Czech Republic	-2.2	-2.6	-1.6	-2.5	0.1	-0.6	0.4
Denmark	3.0	5.0	0.0	-1.7	0.6	3.0	-0.1
Croatia	-2.1	-1.8	-2.5	-1.9	-1.8	-1.9	0.3
Hungary	-0.5	-1.5	0.9	2.3	2.0	1.9	2.0
Poland	-1.7	-1.2	-2.4	-1.0	-1.5	-1.5	-0.8
Romania	-1.4	-0.7	-2.5	-1.9	-0.3	0.8	0.9
Sweden	2.2	3.5	0.2	0.0	-0.6	-0.9	0.7
United Kingdom	-1.9	0.1	-4.7	-5.4	-2.8	-3.0	-2.0
European Union	-0.1	1.1	-1.7	-1.4	-0.6	-0.5	-0.1
United States	-1.9	0.1	-4.7	-5.1	-1.7	-1.3	-0.8
Japan	-4.1	-2.9	-6.0	-6.6	-5.6	-4.1	.

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

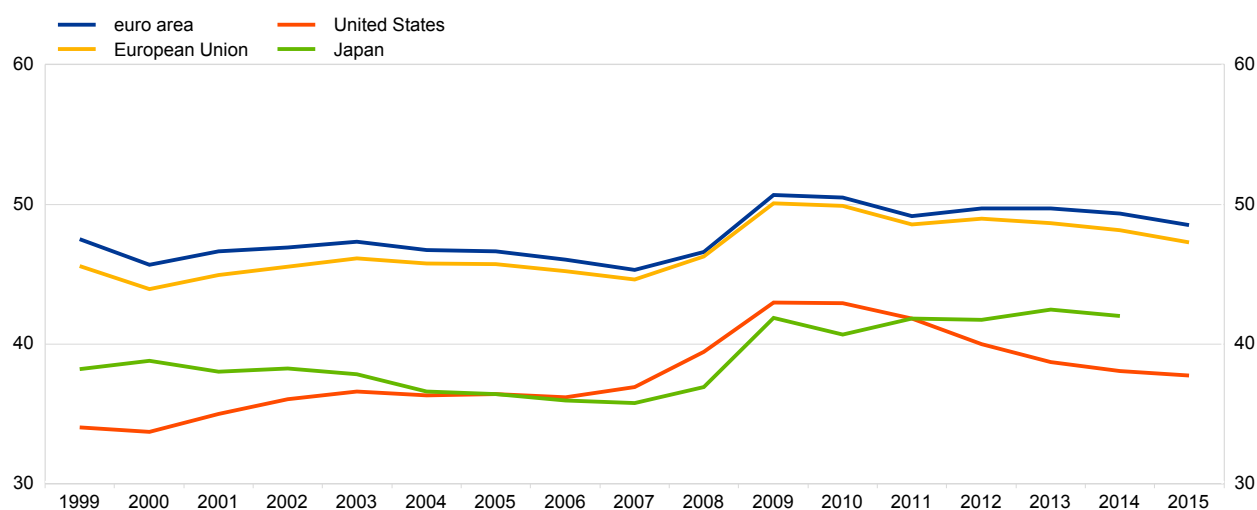
5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	51.7	49.6	54.6	55.8	55.7	55.1	53.9
Germany	45.6	45.8	45.3	44.3	44.7	44.4	44.0
Estonia	37.6	35.9	40.1	39.3	38.5	38.5	40.3
Ireland	38.1	34.0	43.9	41.8	39.8	37.8	29.4
Greece	50.1	46.7	54.9	55.4	62.3	50.6	55.4
Spain	41.7	39.0	45.6	48.1	45.6	44.9	43.8
France	54.1	52.3	56.7	56.8	57.0	57.3	57.0
Italy	48.5	47.1	50.5	50.8	50.8	50.9	50.4
Cyprus	39.4	37.2	42.5	41.9	41.3	48.2	40.1
Latvia	37.3	35.8	39.5	37.1	37.0	37.5	37.1
Lithuania	37.2	36.2	38.7	36.1	35.5	34.7	35.1
Luxembourg	42.1	41.0	43.6	44.3	43.4	42.3	42.1
Malta	42.1	42.1	42.1	42.5	41.8	43.2	43.4
Netherlands	44.7	43.2	46.9	47.1	46.3	46.2	45.1
Austria	51.7	51.3	52.2	51.5	51.2	52.8	51.6
Portugal	46.9	44.6	50.1	48.5	49.9	51.8	48.4
Slovenia	47.4	45.1	50.6	48.6	60.3	50.0	47.8
Slovakia	42.1	41.9	42.4	40.6	41.4	42.0	45.6
Finland	51.7	48.6	56.2	56.2	57.5	58.1	57.7
Euro area	47.8	46.5	49.7	49.7	49.7	49.4	48.5
Bulgaria	38.1	38.4	37.7	34.5	37.6	42.1	40.7
Czech Republic	42.5	42.2	43.0	44.5	42.6	42.2	42.0
Denmark	54.0	52.1	56.7	58.3	56.5	56.0	55.7
Croatia	46.9	46.0	47.8	47.1	48.3	48.3	46.9
Hungary	49.3	49.2	49.5	48.6	49.3	49.0	50.0
Poland	43.8	44.2	43.4	42.7	42.4	42.1	41.5
Romania	36.6	36.0	37.5	37.2	35.4	34.4	35.7
Sweden	52.3	52.9	51.6	51.7	52.4	51.5	50.3
United Kingdom	42.0	39.4	45.7	46.3	44.7	43.7	42.8
European Union	46.8	45.4	48.8	49.0	48.7	48.1	47.3
United States	37.8	36.1	40.3	40.0	38.7	38.1	37.7
Japan	39.0	37.3	41.8	41.8	42.5	42.0	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia since 2002.

Chart 5.3 General government expenditure
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

5.4 General government debt ¹⁾ (percentages of GDP)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	101.3	99.8	103.3	104.1	105.4	106.5	105.8
Germany	68.3	62.6	76.5	79.9	77.5	74.9	71.2
Estonia	6.5	5.0	8.6	9.7	10.2	10.7	10.1
Ireland	58.9	32.1	97.2	119.5	119.5	105.2	78.6
Greece	128.6	104.6	162.7	159.6	177.4	179.7	177.4
Spain	61.0	47.3	80.5	85.7	95.4	100.4	99.8
France	73.6	63.1	88.5	89.5	92.3	95.3	96.2
Italy	111.2	102.9	123.0	123.3	129.0	131.9	132.3
Cyprus	67.3	57.3	81.5	79.3	102.2	107.1	107.5
Latvia	24.3	12.8	40.6	41.3	39.0	40.7	36.3
Lithuania	27.0	19.6	37.6	39.8	38.7	40.5	42.7
Luxembourg	13.6	8.1	20.7	21.8	23.5	22.7	22.1
Malta	66.2	65.3	67.5	67.6	68.4	67.0	64.0
Netherlands	55.6	49.9	63.6	66.4	67.7	67.9	65.1
Austria	73.2	66.6	82.7	82.0	81.3	84.4	85.5
Portugal	83.2	60.8	115.1	126.2	129.0	130.6	129.0
Slovenia	38.9	25.3	58.4	53.9	71.0	80.9	83.2
Slovakia	42.8	39.4	47.7	52.2	54.7	53.6	52.5
Finland	45.3	39.8	53.1	53.9	56.5	60.2	63.6
Euro area	75.9	67.9	87.4	89.5	91.3	92.0	90.4
Bulgaria	29.7	38.3	18.7	16.7	17.0	27.0	26.0
Czech Republic	31.4	25.0	40.6	44.5	44.9	42.2	40.3
Denmark	43.0	42.7	43.5	45.2	44.7	44.8	40.4
Croatia	55.1	38.9	71.2	70.7	82.2	86.6	86.7
Hungary	67.3	60.0	77.7	78.2	76.6	75.7	74.7
Poland	47.0	43.1	52.5	53.7	55.7	50.2	51.1
Romania	25.2	18.8	34.2	37.3	37.8	39.4	37.9
Sweden	45.1	48.2	40.6	37.8	40.4	45.2	43.9
United Kingdom	56.8	39.5	81.5	85.1	86.2	88.1	89.1
European Union	69.2	60.3	81.9	83.8	85.7	86.7	85.0
United States	70.6	55.5	92.1	95.1	97.0	96.9	97.2
Japan	182.9	156.3	221.0	225.8	232.5	236.2	233.4

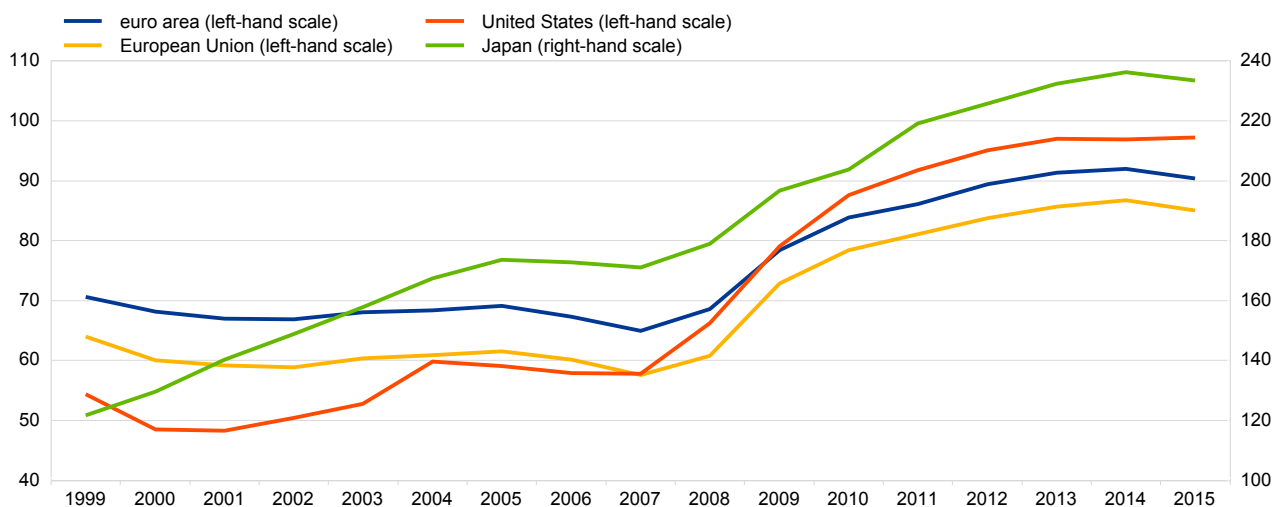
Sources: ESCB and OECD.

1) Gross debt (includes currency, deposits, debt securities and loans). The data are consolidated between the sub-sectors of general government, except for Japan.

2) Data for Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002.

Chart 5.4 General government debt

(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

Códigos

Países

BE	Bélgica	HR	Croácia	PL	Polónia
BG	Bulgária	IT	Itália	PT	Portugal
CZ	República Checa	CY	Chipre	RO	Roménia
DK	Dinamarca	LV	Letónia	SI	Eslovénia
DE	Alemanha	LT	Lituânia	SK	Eslováquia
EE	Estónia	LU	Luxemburgo	FI	Finlândia
IE	Irlanda	HU	Hungria	SE	Suécia
GR	Grécia	MT	Malta	UK	Reino Unido
ES	Espanha	NL	Países Baixos	US	Estados Unidos
FR	França	AT	Áustria		

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.

Siglas e acrónimos

ANC	autoridade nacional competente	OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
BCE	Banco Central Europeu	PDE	procedimento relativo aos défices excessivos
BCN	banco central nacional	PIB	produto interno bruto
CERS	Comité Europeu do Risco Sistémico	SEBC	Sistema Europeu de Bancos Centrais
EUR	euro	SNF	sociedade não financeira
FMI	Fundo Monetário Internacional	TCEN	taxa de câmbio efetiva nominal
IFM	instituição financeira monetária	UE	União Europeia
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor	UEM	União Económica e Monetária
IPC	índice de preços no consumidor		
MTC	mecanismo de taxas de câmbio		
MUS	Mecanismo Único de Supervisão		

Convenções utilizadas nos quadros

“-” dados não existentes/dados não aplicáveis

“.” dados ainda não disponíveis

© Banco Central Europeu, 2017

Endereço postal 60640 Frankfurt am Main, Alemanha
Telefone +49 69 1344 0
Sítio Web 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 10 de fevereiro de 2017. A data de fecho das estatísticas incluídas na Secção estatística foi 15 de março de 2017. Nem todas as hiperligações indicadas no presente relatório estão disponíveis em língua portuguesa. Se uma página ou documento não estiver disponível em português, a hiperligação remete para a versão em inglês.

Fotografias Andreas Böttcher
Luis Felipe Torrego
Andreas Varnhorn

ISSN	1725-292X (html)	Identificador de Objeto Digital	10.2866/234013 (html)
ISSN	1725-292X (pdf)	Identificador de Objeto Digital	10.2866/57624 (pdf)
ISBN	978-92-899-2694-2 (html)	N.º de catálogo da UE	QB-AA-17-001-PT-Q (html)
ISBN	978-92-899-2711-6 (pdf)	N.º de catálogo da UE	QB-AA-17-001-PT-N (pdf)