



BANCO CENTRAL EUROPEU

RELATÓRIO ANUAL 2004

RELATÓRIO ANUAL
2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

BANCO CENTRAL EUROPEU

ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEU



RELATÓRIO ANUAL 2004

Em 2005, todas as publicações do BCE apresentam um motivo retirado da nota de €50.

© Banco Central Europeu, 2005

Morada

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemanha

Endereço postal

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

Tradução elaborada pelo Banco de Portugal, com excepção da Secção 4 do Capítulo 7 (Contas Anuais), efectuada pelo BCE.

Todos os direitos reservados.

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

Fotografias:

Claudio Hils

Martin Joppen

Stefan Laub

Constantin Meyer

Marcus Thelen

Parlamento Europeu

A data limite dos dados incluídos neste Relatório foi 25 de Fevereiro de 2005.

ISSN 1561-4549 (impresso)

ISSN 1725-292X (online)

ÍNDICE

PREFÁCIO	12	4 ESTATÍSTICAS	110
CAPÍTULO 1		4.1 Novas melhorias no enquadramento estatístico para a área do euro	110
EVOLUÇÃO ECONÓMICA E POLÍTICA MONETÁRIA		4.2 Estatísticas novas ou melhoradas	111
		4.3 Estatísticas das finanças públicas	112
1 DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA	18	5 ESTUDOS ECONÓMICOS	113
2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA, FINANCEIRA E ECONÓMICA	22	5.1 Agenda dos estudos	113
2.1 Enquadramento macroeconómico mundial	22	5.2 Redes de investigação	114
2.2 Evolução monetária e financeira	25	5.3 Modelos macroeconómicos da área do euro	115
2.3 Evolução dos preços	48	6 OUTRAS ATRIBUIÇÕES E ACTIVIDADES	117
2.4 Evolução do produto, procura e mercado de trabalho	56	6.1 Cumprimento das proibições de financiamento monetário e de acesso privilegiado	117
2.5 Evolução orçamental	66	6.2 Funções consultivas	117
2.6 Taxas de câmbio e evolução da balança de pagamentos	74	6.3 Administração das operações activas e passivas da Comunidade Europeia	118
3 EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA NOS ESTADOS-MEMBROS DA UE NÃO PERTENCENTES À ÁREA DO EURO	79		
		CAPÍTULO 3	
CAPÍTULO 2		ESTABILIDADE E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS	
OPERAÇÕES E ACTIVIDADES DOS BANCOS CENTRAIS		1 ESTABILIDADE FINANCEIRA	124
1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA, OPERAÇÕES CAMBIAIS E ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO	92	1.1 Acompanhamento da estabilidade financeira	124
1.1 Operações de política monetária	92	1.2 Cooperação em situações de crise	127
1.2 Operações cambiais	98	2 REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS	128
1.3 Actividades de investimento	98	2.1 Sector bancário	128
2 SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS	100	2.2 Valores mobiliários	128
2.1 O sistema TARGET	100	2.3 Contabilidade	129
2.2 TARGET2	102	3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA	130
2.3 Utilização transfronteiras de activos de garantia	103	4 SUPERINTENDÊNCIA DE INFRA-ESTRUTURAS DE MERCADO	135
3 NOTAS E MOEDAS	105	4.1 Superintendência de infra-estruturas e de sistemas de pagamentos de importâncias avultadas em euros	135
3.1 Circulação de notas e moedas	105	4.2 Serviços de pagamentos de retalho	137
3.2 Contrafacção de notas e dissuasão da contrafacção	106	4.3 Sistemas de compensação e de liquidação de títulos	137
3.3 Emissão e produção de notas	108		

CAPÍTULO 4		CAPÍTULO 8	
RELAÇÕES EUROPEIAS E INTERNACIONAIS		ENQUADRAMENTO INSTITUCIONAL,	
		ORGANIZAÇÃO E CONTAS ANUAIS	
I QUESTÕES EUROPEIAS	146	I ÓRGÃOS DE DECISÃO E GESTÃO DO BCE	179
1.1 Questões de política	146	1.1 O Eurosistema e o Sistema Europeu	
1.2 Questões institucionais	148	de Bancos Centrais	179
2 QUESTÕES INTERNACIONAIS	150	1.2 O Conselho do BCE	181
2.1 Desenvolvimentos importantes		1.3 A Comissão Executiva	184
no sistema monetário e financeiro		1.4 O Conselho Geral	186
internacional	150	1.5 Comitês do Eurosistema/SEBC	
2.2 Cooperação com países fora da UE	153	e Comité de Orçamento	187
		1.6 Gestão	187
CAPÍTULO 5		2 EVOLUÇÃO ORGANIZACIONAL	190
RESPONSABILIZAÇÃO		2.1 Recursos humanos	190
		2.2 Novas instalações do BCE	191
I RESPONSABILIZAÇÃO PERANTE O		3 DIÁLOGO SOCIAL DO SEBC	193
PÚBLICO EM GERAL E O PARLAMENTO			
EUROPEU	158	4 CONTAS ANUAIS DO BCE	195
2 OPINIÕES DO BCE SOBRE QUESTÕES		Relatório de gestão	196
ESPECÍFICAS ABORDADAS NAS REUNIÕES		Balanço em 31 de Dezembro de 2004	200
COM O PARLAMENTO EUROPEU	159	Conta de resultados do exercício findo	
		em 31 de Dezembro de 2004	202
CAPÍTULO 6		Políticas contabilísticas	203
COMUNICAÇÃO EXTERNA		Notas ao Balanço	207
		Notas à Conta de Resultados	215
I POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO	164	Nota sobre a distribuição das perdas	218
2 ACTIVIDADES DE COMUNICAÇÃO	165	Relatório de Auditoria	219
		5 BALANÇO CONSOLIDADO DO	
CAPÍTULO 7		EUROSISTEMA EM 31 DE DEZEMBRO	
ALARGAMENTO DA UNIÃO EUROPEIA		DE 2004	220
I ADESAO BEM SUCEDIDA DE DEZ NOVOS		ANEXOS	
ESTADOS-MEMBROS	170	INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS	
2 RELAÇÕES COM PAÍSES CANDIDATOS		PELO BCE	224
À UE	175	PARCERES ADOPTADOS PELO BCE	227
		DOCUMENTOS PUBLICADOS PELO	
		BANCO CENTRAL EUROPEU DESDE	
		JANEIRO DE 2004	231

CRONOLOGIA DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA	237	Quadro: Aumentos dos preços do petróleo bruto Brent em períodos específicos	52
GLOSSÁRIO	239	Gráfico B: Preços do petróleo e contributo das componentes energéticas para a inflação medida pelo IHPC	52
LISTA DE CAIXAS		Gráfico C: Preços do petróleo e contributo das componentes de transportes para a inflação medida pelo IHPC	52
1 Tendências do investimento financeiro do sector não financeiro da área do euro em 2004	28	6 Progressos das reformas estruturais nos mercados de trabalho e do produto na UE	58
Quadro: Investimento financeiro do sector não financeiro da área do euro	28	7 Efeitos potenciais das alterações demográficas na área do euro	62
2 O que poderá acontecer com o excesso de liquidez na área do euro?	31	Gráfico: Principais desenvolvimentos demográficos na área do euro	63
Gráfico: Apresentação esquemática do modo como a liquidez excedentária pode ser utilizada	32	8 Evolução dos títulos de dívida das administrações públicas na área do euro	68
3 Tendências comuns da volatilidade implícita no mercado financeiro	37	Gráfico A: Saldo de títulos de dívida pública da área do euro por país emitente em 2004	68
Gráfico A: Volatilidade implícita nos mercados financeiros na área do euro	37	Quadro: Estrutura dos saldos de títulos de dívida emitidos por administrações públicas da área do euro	68
Gráfico B: Volatilidade implícita nos mercado obrigacionistas e bolsistas na área do euro e nos Estados Unidos	38	Gráfico B: Diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo face à Alemanha	69
4 Foram as pequenas e médias empresas sujeitas a condições de financiamento menos favoráveis do que as grandes empresas na área do euro em 2004?	44	Gráfico C: Variações dos rácios relativos da dívida em relação ao PIB face à Alemanha e variações dos diferenciais das taxas de rendibilidade entre 2001 e 2004	70
Gráfico A: Alterações aos critérios de concessão de crédito aplicados à aprovação de empréstimos ou linhas de crédito a sociedades não financeiras	45	9 Política orçamental e estabilidade macroeconómica	72
Gráfico B: Diferenciais de taxas de juro de IFM entre empréstimos de pequena e de grande dimensão a sociedades não financeiras	46	10 Principais elementos do mecanismo de taxas de câmbio II	84
5 Preços do petróleo e economia da área do euro	51	11 Serviços de gestão de reservas do Eurosistema	119
Gráfico A: Preços do petróleo bruto Brent	51	12 Rede de investigação sobre mercados de capitais e integração financeira na Europa	131

13	Integração financeira no mercado de crédito da área do euro	134	4	M3 e M3 corrigido do impacto estimado de ajustamentos de carteira	26
14	Padrões para a compensação e liquidação de valores mobiliários na União Europeia	139	5	Contributos para o crescimento homólogo do M3	27
15	A Declaração sobre a Missão do Eurosistema	180	6	Taxas de juro de curto prazo das IFM sobre depósitos	27
			7	Movimentos no M3 e suas contrapartidas	29
			8	Estimativas do desvio monetário	30

LISTA DE QUADROS

1	Evolução dos preços	48	9	Taxas de juro de curto prazo e inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário	34
2	Indicadores de custos do trabalho	55	10	Taxas de futuros da EURIBOR a três meses e volatilidade implícita derivada das opções de futuros da EURIBOR a três meses	34
3	Composição do crescimento do PIB real	57	11	Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo	35
4	Evolução do mercado de trabalho	61	12	Taxas de rendibilidade reais das obrigações de longo prazo e taxas de inflação implícitas na área do euro	36
5	Posições orçamentais na área do euro	66	13	Principais índices bolsistas	40
6	Crescimento do PIB real nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro	79	14	Crescimento dos lucros empresariais observados e previstos	40
7	Inflação medida pelo IHPC nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro	80	15	Dinamismo do mercado da habitação e crédito à habitação nos países da área do euro	41
8	Posições orçamentais nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro	82	16	Taxas de juro das IFM aplicadas aos empréstimos a famílias e a sociedades não financeiras	42
9	Balança de pagamentos dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e da área do euro	83	17	Rácio da dívida em relação ao PIB e crescimento dos empréstimos a famílias	42
10	Evolução no MTC II	85	18	Indicadores de custos de financiamento com base no mercado das sociedades não financeiras	43
11	Estratégias de política monetária oficiais dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro	87	19	Contributo para a taxa de crescimento homóloga da dívida das sociedades não financeiras	47
12	Tráfego de pagamentos no TARGET	101	20	Indicadores de balanço para sociedades não financeiras	47
13	Disponibilidade global do TARGET	101	21	Desagregação da inflação medida pelo IHPC: principais subcomponentes	49
14	Distribuição de contrafacções por denominação	106	22	Contributos das subcomponentes para a inflação medida pelo IHPC	49
15	Distribuição da produção de notas de euros em 2004	108	23	Evolução dos preços dos edifícios residenciais na área do euro	55
16	Principais características da economia da UE incluindo e excluindo os novos Estados-Membros	171	24	Desagregação dos preços da produção industrial	55

LISTA DE GRÁFICOS

1	Taxas de juro do BCE e taxas do mercado monetário	18
2	Principais desenvolvimentos nas maiores economias industrializadas	22
3	Principais desenvolvimentos nos mercados de matérias-primas	25

25 Remuneração por empregado, por sector	56
26 Contributos para o crescimento trimestral do PIB real	56
27 Produtividade do trabalho	62
28 Desemprego	62
29 Taxas de câmbio efectivas nominais e reais do euro	76
30 Saldo da balança corrente e suas componentes	76
31 Saldo da balança financeira e suas componentes	77
32 Variações cambiais do euro face às moedas da UE fora do MTC II	86
33 Montantes de propostas e de colocação em OPR semanais em 2004	93
34 Factores de liquidez e evolução das notas na área do euro em 2004	94
35 Activos de garantia transaccionáveis elegíveis	96
36 Utilização de activos de garantia transaccionáveis	96
37 Valor total de notas em circulação entre 2000 e 2004	105
38 Número total de notas de euros em circulação entre 2002 e 2004	105
39 Número de notas de euros em circulação entre 2002 e 2004	106
40 Número de contrafacções de notas de euros retiradas de circulação entre 2002 e 2004	107
41 Série de Documentos de Trabalho do BCE: Classificação do <i>Journal of Economic Literature</i>	114

ABREVIATURAS

PAÍSES

BE	Bélgica
CZ	República Checa
DK	Dinamarca
DE	Alemanha
EE	Estónia
GR	Grécia
ES	Espanha
FR	França
IE	Irlanda
IT	Itália
CY	Chipre
LV	Letónia
LT	Lituânia
LU	Luxemburgo
HU	Hungria
MT	Malta
NL	Países Baixos
AT	Áustria
PL	Polónia
PT	Portugal
SI	Eslovénia
SK	Eslováquia
FI	Finlândia
SE	Suécia
UK	Reino Unido
JP	Japão
EUA	Estados Unidos

OUTRAS

BCE	Banco Central Europeu
BCN	banco central nacional
BIS	<i>Bank for International Settlements</i> – Banco de Pagamentos Internacionais
c.i.f.	<i>cost, insurance and freight at the importer's border</i>
CUTIT	Custos unitários do trabalho na indústria transformadora
ECU	<i>European Currency Unit</i> (Unidade de Conta Europeia)
EEE	Espaço Económico Europeu
EUR	euro
FMI	Fundo Monetário Internacional
f.o.b.	<i>free on board at the exporter's border</i>
IFM	Instituição Financeira Monetária
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
IME	Instituto Monetário Europeu
IPC	Índice de Preços no Consumidor
IPP	Índice de Preços no Produtor
MBP5	Manual da Balança de Pagamentos do FMI (5.ª edição)
OIT	Organização Internacional do Trabalho
PIB	Produto Interno Bruto
SEBC	Sistema Europeu de Bancos Centrais
SEC 95	Sistema Europeu de Contas 1995
TCE	taxa de câmbio efectiva
UE	União Europeia
UEM	União Económica e Monetária

De acordo com a prática corrente na Comunidade, os Estados-Membros da UE e os países aderentes encontram-se listados no presente relatório segundo a ordem alfabética dos nomes dos países nas línguas nacionais.

Desde 1998 que o BCE tem organizado uma série de exposições intituladas “Arte contemporânea dos Estados-Membros da União Europeia”. Cada exposição tem como objectivo proporcionar aos funcionários e visitantes do BCE uma visão aprofundada da arte de um determinado país da UE. A arte contemporânea foi escolhida por reflectir o período em que a União Monetária se tornou uma realidade.

Algumas das obras de arte foram adquiridas para a colecção de arte do BCE, que será alargada. As oito páginas que separam os capítulos do presente Relatório Anual mostram uma selecção de trabalhos desta colecção.

Artista: Stephan Jung

Título: P.WP1, 2002

Material: Óleo sobre tela, Formato: 230 × 265 cm 16

Artista: Isa Dahl

Título: “eben still”, 2004

Material: Óleo sobre tela, Formato: ø 190 cm 90

Artista: Jacob Dahlgren

Título: Krakow, 2002

Material: Copos de iogurte empilhados em alumínio, Formato: 184 × 148 × 10 cm 122

Artista: Ana Luísa Ribeiro

Título: Sem título, 2002

Material: Óleo sobre tela, Formato: 150 × 230 cm 144

Artista: Xenia Hausner

Título: Traumspiel, 2004

Material: Cromolitografia sobre papel de fabrico manual (ed. 16/25),
Formato: 96 × 129 cm 156

Artista: Philippe Cognée

Título: Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

Material: Encáustica sobre tela, Formato: 154 × 153 cm 162

Artista: Jan Fabre

Título: Sem título, 1987

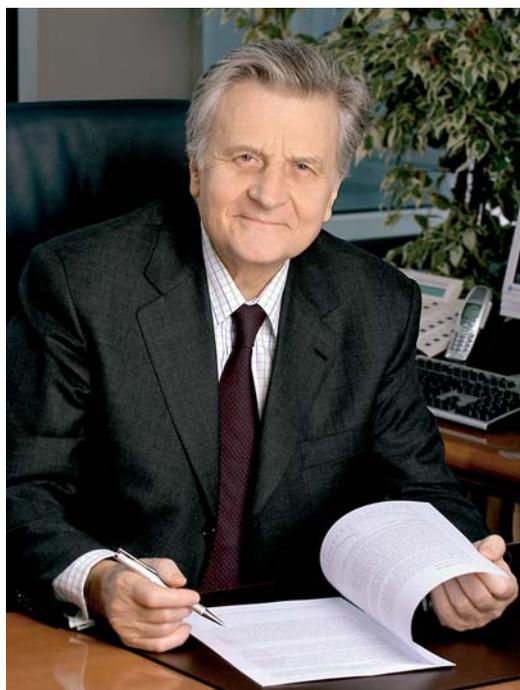
Material: Tinta esferográfica sobre papel, Formato: 200 × 158 cm 168

Artista: Reinhold A. Goelles

Título: Sem título

Material: Acrílico sobre tela, Formato: 152 × 100 cm 176

PREFÁCIO



Numa retrospectiva dos acontecimentos do ano passado, o alargamento da UE, que teve lugar no dia 1 de Maio de 2004, destaca-se como um importante feito histórico. Tínhamo-nos preparado para este alargamento com bastante tempo de antecedência nas nossas áreas de competência, em particular através do envolvimento, tão cedo quanto possível, dos nossos colegas governadores dos bancos centrais dos dez novos Estados-Membros, na qualidade de observadores nas reuniões do Conselho Geral; o sucesso deste alargamento também resultou dos intensos trabalhos preparatórios levados a cabo pelo BCE e respectivos funcionários. Além disso, abrimos os comités do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) a técnicos desses bancos centrais, que também participaram na qualidade de observadores. A natureza rigorosa e favorável destes preparativos permitiram a entrada harmoniosa destes países e bancos centrais na UE e no SEBC. A primeira reunião do Conselho Geral realizada após o alargamento foi uma ocasião comovente para todos nós, enquanto a primeira teleconferência

do Conselho Geral também constituiu um marco significativo: conseguimos assegurar o funcionamento perfeito da nossa nova rede de comunicações segura e demonstrar a nossa capacidade de realizar discussões efectivas através de teleconferência de um extremo ao outro da Europa.

Os dez novos Estados-Membros aderiram à UE sem uma cláusula de “opção de não participação”. Comprometeram-se, assim, a aderir, em última instância, à área do euro. Estamos todos de acordo que, em total conformidade com os requisitos do Tratado, é da maior importância que haja a melhor preparação possível para a adopção do euro, nomeadamente um nível elevado de convergência sustentável de acordo com os critérios de Maastricht.

Durante o ano 2004, três outras moedas, as da Estónia, Lituânia e Eslovénia, entraram no mecanismo de taxas de câmbio II (MTC II), anteriormente composto pela sua âncora, o euro, e a coroa dinamarquesa. Os três novos participantes comprometeram-se a participar no MTC II de uma forma que assegurasse tanto o bom funcionamento do sistema, como o melhor contributo possível para a consecução de uma convergência sustentável.

Os membros da UE estão em processo de ratificação do Tratado que estabelece uma Constituição para a Europa que foi recentemente assinado. A Constituição ilustra de forma poderosa a vontade da Europa de prosseguir o aprofundamento histórico da União, juntamente com o seu alargamento. O Eurosistema, cujo objectivo primordial é a responsabilidade pela apresentação da estabilidade de preços, está plenamente consciente do seu papel, confirmado pela Constituição, no aprofundamento da UE. A Constituição também confirma todos os elementos essenciais do enquadramento de política da UEM, a nível quer do pilar monetário, quer do pilar económico e

orçamental. O BCE aguarda com expectativa a ratificação da Constituição.

2004 foi um ano de crescimento moderado na área do euro, com o crescimento do PIB real para o conjunto do ano a situar-se em 1.8%, face a 0.5% em 2003. O perfil de crescimento do ano foi marcado por um primeiro semestre relativamente dinâmico, seguido de um crescimento lento no terceiro e quarto trimestres. Em termos gerais, confirmou-se o diagnóstico de uma recuperação gradual no contexto de diversas incertezas a nível interno e internacional.

O Conselho do BCE manteve a taxa das operações principais de refinanciamento no nível excepcionalmente baixo de 2% ao longo de 2004. Prosseguiu uma política monetária com o objectivo de preservar a estabilidade de preços numa conjuntura internacional complexa marcada, em particular, por aumentos dos preços das matérias-primas e do petróleo, episódios de volatilidade nos mercados bolsistas, a persistência de desequilíbrios significativos a nível mundial e a contribuição significativa para o crescimento mundial proveniente do desenvolvimento muito rápido de diversas economias emergentes. Ao longo do ano, uma das principais mensagens do Conselho do BCE foi de vigilância relativamente aos riscos inflacionistas associados aos possíveis “efeitos de segunda ordem” de aumentos de salários e de preços após os saltos da inflação global que resultaram, em particular, dos choques sobre os preços das matérias-primas e do petróleo. Mais, dado que os agentes económicos e parceiros sociais compreenderam claramente a nossa mensagem, os efeitos de segunda ordem mantêm-se contidos.

Durante a primeira metade de 2004, observámos uma certa tendência ascendente nas estimativas de médio e longo prazo para as expectativas de inflação, extraídas de vários inquéritos e de obrigações indexadas. Esta tendência adversa terminou em meados de 2004, tendo começado a inverter-se durante a

segunda metade do ano. A expressão firme do Conselho do BCE quanto à sua vigilância durante este período certamente contribuiu para a preservação de expectativas de inflação ancoradas, no geral, num nível em linha com a nossa definição de estabilidade de preços: inferior a 2% e próximo de 2%.

Este ancorar das expectativas para a inflação a médio e longo prazo na área do euro, que reflecte a credibilidade do Conselho do BCE, é essencial. É esta credibilidade que permite ao BCE apresentar a estabilidade de preços, de acordo com o mandato que lhe foi atribuído pelo Tratado, mesmo em circunstâncias difíceis, fornecendo aos agentes económicos uma referência clara no processo de fixação de preços e salários. Também permite que a área do euro beneficie de uma conjuntura financeira favorável ao crescimento e à criação de emprego, através de taxas de juro de médio e longo prazo do mercado historicamente baixas, que incorporam expectativas de inflação em linha com a nossa definição de estabilidade de preços.

Uma boa política monetária é uma condição necessária para o crescimento sustentável e a criação de emprego. Contudo, não é suficiente por si só. Terá de ser acompanhada por uma política orçamental sólida e um conjunto apropriado de reformas estruturais.

É por esta razão que o Eurosistema tem sempre argumentado de forma tão veemente a favor da correcta aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento, tendo consistentemente enfatizado a necessidade de total preservação da integridade da vertente correctiva do Pacto, em particular da âncora nominal de 3% do PIB como limite para os défices orçamentais, bem como do próprio procedimento relativo aos défices excessivos.

É também por esta razão que o Eurosistema apelou tão decididamente para que a área do euro empreenda de forma resoluta a

implementação de reformas estruturais nos mercados de trabalho, na educação e formação, na investigação e desenvolvimento, nos mercados de bens e serviços, bem como na gestão da despesa da segurança social. Estas reformas são da maior importância para o aumento do potencial de crescimento da economia europeia, o fomento da criação de emprego e a redução significativa do desemprego. Ao longo de 2004, o BCE apoiou as iniciativas da Comissão Europeia e do Conselho da UE destinadas a relançar e acelerar a implementação das reformas estruturais consagradas na agenda de Lisboa. Também nos congratulámos pelas propostas incluídas no relatório do grupo de alto nível presidido por Wim Kok, publicado no final de 2004, segundo as quais a agenda de Lisboa deveria incidir num número limitado de áreas prioritárias de apoio a um maior crescimento e emprego .

No que respeita à organização e funcionamento do BCE, 2004 foi um ano de desafios para a instituição. O BCE registou perdas líquidas no valor de €1 636 milhões, em comparação com €477 milhões em 2003. Estas perdas líquidas ficaram a dever-se novamente à evolução das taxas de câmbio que afectaram o valor, em euros, das detenções do BCE denominadas em moeda estrangeira. Os nossos princípios contabilísticos baseiam-se na máxima prudência. Por esta razão, estas perdas cambiais não realizadas são tratadas como realizadas e levadas à conta de resultados no final do exercício: em 2004, a apreciação do euro resultou em perdas líquidas de reavaliação cambial de quase €2.1 mil milhões. Em contraste, ganhos não realizados de reavaliações cambiais e de preços de mercado não são reconhecidos como lucro, mas transferidos directamente para contas de reavaliação.

O rendimento regular do BCE resulta sobretudo dos lucros de investimento da sua detenção de activos de reserva e do respectivo capital

realizado de €4.1 mil milhões e de receitas de juros da sua percentagem de 8% das notas de euros em circulação. As receitas de juros em 2004 foram novamente baixas, devido, em particular, ao nível excepcionalmente baixo das taxas de juro, tendo a taxa das operações principais de refinanciamento sido mantida em 2% durante 2004. O BCE ganhou receitas de juros líquidas num total de €690 milhões, em comparação com €715 milhões em 2003. Os custos administrativos do BCE relativos a remunerações e outros custos relacionados, rendas de instalações e bens e serviços ascenderam a €340 milhões. No final de 2004, o BCE tinha ao serviço 1 314 funcionários, face a 1 217 no ano anterior.

No ano passado concluiu-se o projecto BCE em Movimento, cujo objectivo era a melhoria da eficácia e eficiência do BCE, o fortalecimento da gestão de recursos humanos e o reforço dos valores de banca central entre todos os funcionários. A maioria das medidas contidas no programa e aprovadas pela Comissão Executiva já foi concluída, enquanto algumas ainda estão a ser implementadas. O BCE em Movimento foi um programa notável que ajudou a melhorar a nossa cultura de trabalho e a consolidar o espírito de equipa no Banco. A Comissão Executiva está totalmente empenhada na implementação do programa e na preservação do espírito do BCE em Movimento.

O ano 2004 foi marcado por dois outros desenvolvimentos importantes. Primeiro, a adopção dos valores básicos do BCE: competência, eficácia e eficiência, integridade, espírito de equipa, transparência e responsabilização, e trabalho para a Europa. O segundo desenvolvimento principal foi a decisão de prosseguir um exercício de orçamentação de base zero. Desde a sua criação em 1 de Junho de 1998, o BCE cresceu a um ritmo rápido a fim de cumprir com êxito os desafios históricos com que se deparou; tendo provado a sua eficácia, o BCE sentiu que era altura de analisar com rigor a eficiência do seu funcionamento. A Comissão Executiva lançou,

assim, em 2004 um exercício de orçamentação de base zero com vista a examinar todas as atribuições da instituição e a afectação de pessoal relacionada. O projecto está em curso e estará concluído em meados de 2005.

A Comissão Executiva, o Conselho do BCE e o Conselho Geral do BCE inspiram-se num espírito de equipa excepcional. Na área do euro, o BCE e os 12 bancos centrais nacionais constituem uma única equipa, o Eurosistema. O ano de 2004 testemunhou a criação da “Declaração sobre a Missão do Eurosistema” (incluída na Caixa 15 do presente Relatório Anual), declaração única para 13 instituições e respectivos funcionários em toda a área do euro. Esta declaração ilustra de forma assinalável a nossa vontade colectiva de um maior reforço da equipa do Eurosistema ao serviço da Europa e da sua moeda única. O BCE orgulha-se de estar na vanguarda desta equipa singular.

Frankfurt, Março de 2005



Jean-Claude Trichet

Artista

Stephan Jung

Título

P.WP1, 2002

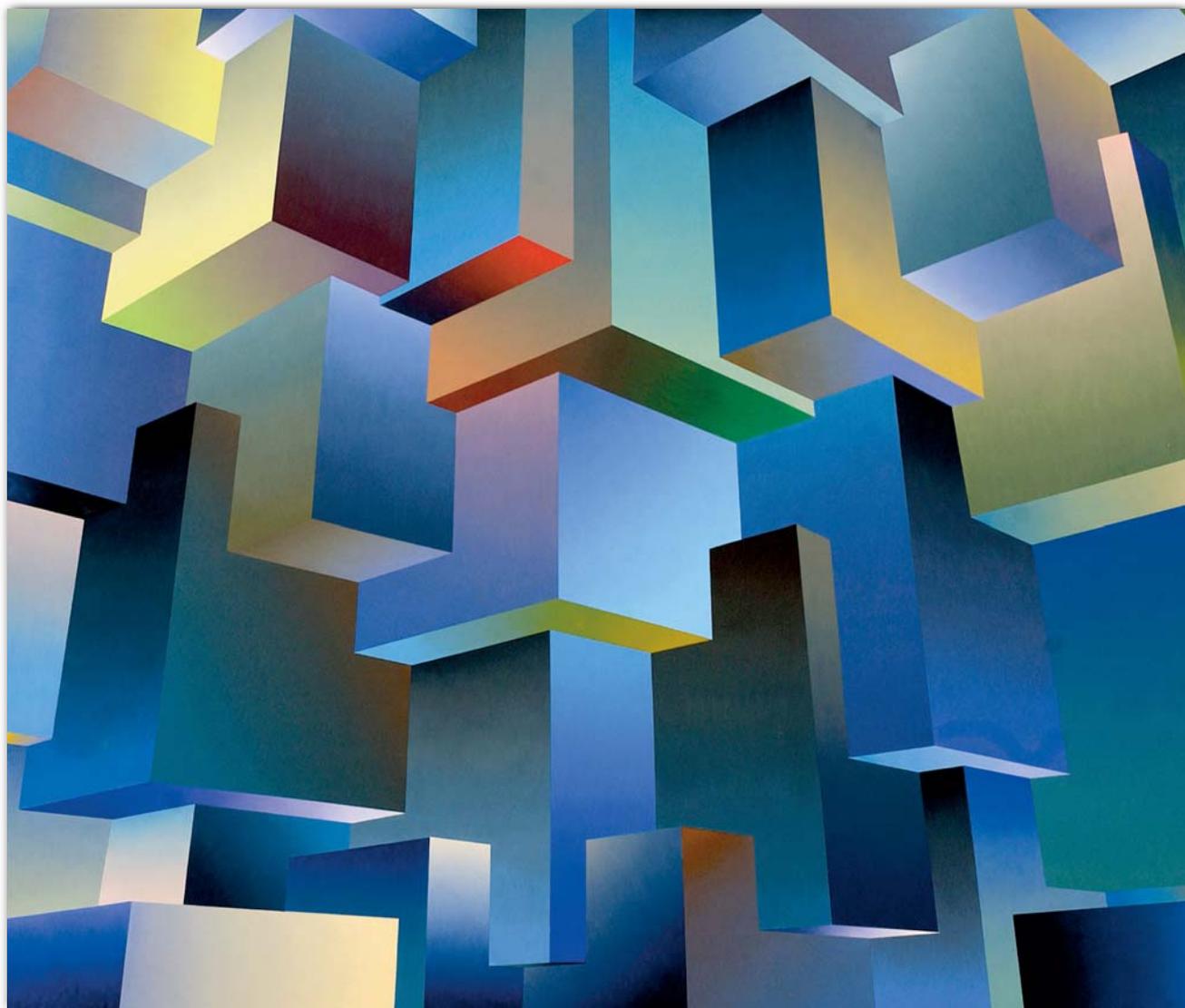
Material

Óleo sobre tela

Formato

230 × 265 cm

© VG Bild-Kunst, Bona 2005



CAPÍTULO I

EVOLUÇÃO ECONÓMICA E POLÍTICA MONETÁRIA

I DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

A recuperação da actividade económica na área do euro, iniciada na segunda metade de 2003, continuou em 2004. A economia da área do euro registou um fortalecimento no primeiro semestre do ano, beneficiando do forte crescimento económico mundial. Na segunda metade de 2004, a actividade económica na área do euro enfraqueceu ligeiramente, em parte devido ao aumento dos preços do petróleo. Em termos globais, o PIB real corrigido de dias úteis cresceu 1.8% em 2004, face a 0.5% em 2003 e 0.9% em 2002.

Neste contexto de recuperação económica gradual, as pressões inflacionistas internas subjacentes mantiveram-se moderadas, beneficiando significativamente dos aumentos moderados da remuneração do trabalho. A ligeira apreciação do euro em termos efectivos nominais também contribuiu para pressões inflacionistas ligeiramente mais baixas. Contudo, em 2004, a inflação global foi significativamente afectada por aumentos dos preços administrados e dos impostos indirectos

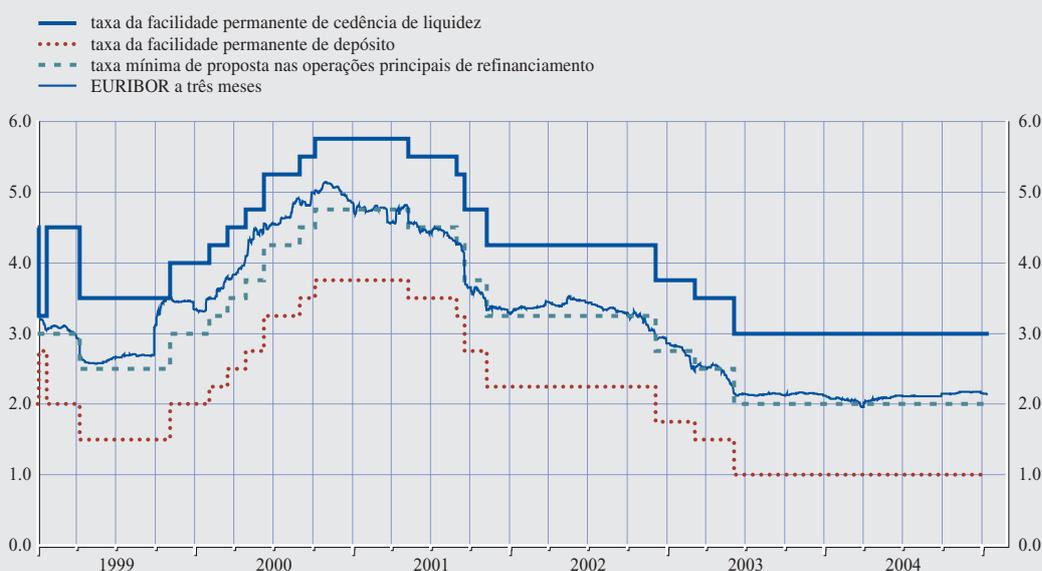
e, em especial na segunda metade do ano, pelos aumentos do preço do petróleo. Assim, em termos globais, a inflação homóloga medida pelo IHPC situouse em 2.1% em 2004, mantendo-se inalterada face ao ano anterior.

Nesta conjuntura de pressões moderadas sobre os preços internos e de perspectivas positivas para a estabilidade de preços a médio prazo, o Conselho do BCE manteve inalteradas as taxas directoras do BCE ao longo de 2004 em níveis historicamente baixos. A taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema foi mantida em 2%, e as taxas da facilidade permanente de depósito e da facilidade permanente de cedência de liquidez foram mantidas em 1% e 3%, respectivamente (ver Gráfico 1).

Analisando com maior pormenor as decisões de política monetária, os dados relativos aos primeiros meses de 2004 confirmaram a continuação da recuperação gradual da economia, iniciada na segunda metade de 2003.

Gráfico 1 Taxas de juro do BCE e taxas do mercado monetário

(percentagens por ano; dados diários)



Fonte: BCE.

Nota: A taxa das operações principais de refinanciamento é a taxa aplicável a leilões de taxa fixa para operações liquidadas antes de 28 de Junho de 2000. A partir dessa data, a taxa reflecte a taxa mínima de proposta aplicável a leilões de taxa variável.

A nível externo, o crescimento das exportações foi dinâmico, para o que contribuiu o forte vigor da economia mundial. Para além disso, as condições de financiamento muito favoráveis na área do euro e as melhores perspectivas relativamente aos lucros das empresas, reflectindo ajustamentos nos balanços, transmitiram um cenário positivo para o investimento. No que respeita ao consumo privado, previa-se uma recuperação gradual com base no aumento esperado do rendimento disponível real e uma melhoria gradual nas condições do mercado de trabalho. Em relação aos preços, a inflação medida pelo IHPC desceu para um valor inferior a 2% no início de 2004, devido, em grande parte, à redução das pressões inflacionistas decorrentes da apreciação do euro nos últimos meses de 2003 e a efeitos de base resultantes dos fortes aumentos dos preços dos produtos energéticos no início de 2003.

O crescimento homólogo do M3 no primeiro trimestre de 2004 continuou a tendência descendente iniciada no Verão de 2003. Esta situação reflectiu principalmente o desvanecimento de movimentos de carteira anteriores, uma vez que os investidores alteraram gradualmente a estrutura das respectivas carteiras, privilegiando activos financeiros a mais longo prazo e com maior risco fora do M3, após um período de preferência excepcional por liquidez associada à maior incerteza económica e financeira observada entre 2001 e meados de 2003. Não obstante a normalização observada no crescimento do M3, a área do euro ficou com um nível significativamente mais elevado de liquidez do que o necessário para financiar um crescimento económico não inflacionista. Embora tal tenha implicado que os riscos ascendentes para a estabilidade de preços fossem cuidadosamente acompanhados, em termos gerais, o Conselho do BCE fez uma avaliação favorável das perspectivas para a estabilidade de preços no primeiro trimestre de 2004.

A evolução económica no segundo trimestre de 2004 sugeriu dois possíveis cenários opostos. Por um lado, os dados disponíveis apontavam para a continuação do crescimento robusto da

economia mundial e para uma conjuntura muito favorável às exportações da área do euro. Por outro lado, os preços do petróleo começaram a aumentar acentuadamente depois de Março de 2004, criando gradualmente riscos descendentes mais fortes para a recuperação em curso. Em termos globais, no decorrer do segundo trimestre, manteve-se o primeiro cenário e os indicadores económicos confirmaram cada vez mais que a recuperação estava a ganhar dinamismo. De facto, no final do segundo trimestre, os dados divulgados indicavam que a recuperação económica observada na área do euro no primeiro semestre de 2004 tinha sido mais acentuada do que inicialmente esperado, encorajando o optimismo acerca das perspectivas de crescimento económico. O PIB real cresceu, em média, 0.6% em termos trimestrais em cadeia no primeiro trimestre do ano, ou seja, a taxa mais elevada na área do euro desde o primeiro semestre de 2000. O dinamismo da recuperação reflectiu principalmente exportações mais fortes e, após um longo período de estagnação, um fortalecimento inicial do consumo privado. Face a este cenário, as projecções de Junho de 2004 elaboradas por especialistas do Eurosistema indicavam que o crescimento do PIB real da área do euro se situaria entre 1.4% e 2.0%, em média, em 2004 e entre 1.7% e 2.7% em 2005. As previsões efectuadas por organizações internacionais e privadas estavam igualmente em linha com as expectativas de um fortalecimento da recuperação económica na segunda metade de 2004.

O aumento dos preços do petróleo exerceu pressões ascendentes de curto prazo consideráveis sobre os preços no consumidor e teve um efeito significativo sobre a inflação. As taxas homólogas da inflação medida pelo IHPC voltaram a aumentar no segundo trimestre de 2004, em parte devido aos aumentos dos preços administrados e dos impostos indirectos. Contudo, quando avaliou as tendências dos preços a médio prazo, o Conselho do BCE considerou que as pressões inflacionistas provavelmente se manteriam contidas, em particular, dadas as condições moderadas no

mercado de trabalho e a expectativa de que os aumentos salariais permaneceriam moderados, no contexto de uma melhoria apenas gradual nos mercados de trabalho e do ritmo gradual da recuperação económica. Esta opinião estava em conformidade com as projecções de Junho de 2004 elaboradas por especialistas do Eurosistema, segundo as quais a inflação homóloga média medida pelo IHPC se deveria situar entre 1.9% e 2.3% em 2004 e entre 1.1% e 2.3% em 2005, sendo consistente com as previsões de organizações internacionais e privadas. Contudo, foram identificados alguns riscos ascendentes para estas projecções, resultantes da evolução do preço do petróleo, da incerteza em torno das alterações nos impostos indirectos e nos preços administrados e de potenciais efeitos de segunda ordem através do comportamento dos salários e da formação dos preços. Para além disso, as expectativas de inflação a médio e longo prazo nos mercados financeiros aumentaram ligeiramente neste período.

A taxa de crescimento homóloga do M3, de um modo geral, manteve a sua tendência descendente no segundo trimestre de 2004, reflectindo uma nova normalização do comportamento de carteira dos detentores de moeda. Não obstante, este processo de normalização progrediu muito lentamente e o crescimento do M3 manteve-se relativamente elevado, devido igualmente ao efeito estimulante de taxas de juro baixas sobre a procura de activos líquidos. Por conseguinte, o Conselho do BCE continuou a manifestar a sua preocupação acerca da persistência de um elevado excesso de liquidez na área do euro, o qual, numa recuperação económica, pode levar a pressões inflacionistas a médio prazo.

Embora o cenário principal de uma recuperação em curso basicamente não se tenha alterado no segundo semestre de 2004, tornou-se cada vez mais claro que a recuperação da actividade da área do euro iria prosseguir a um ritmo ligeiramente mais moderado do que esperado. Esta evolução resultou principalmente de uma desaceleração temporária do crescimento

económico mundial, de um novo aumento substancial dos preços do petróleo no terceiro trimestre e de uma apreciação acentuada do euro no quarto trimestre. Na verdade, ao longo do segundo semestre do ano, os dados confirmaram que o impacto dos preços mais elevados do petróleo tinha continuado a fazer-se sentir, atenuando o crescimento da procura quer dentro quer fora da área do euro. O crescimento do PIB real na área do euro foi de apenas 0.2% em termos trimestrais em cadeia no terceiro e quarto trimestres de 2004. As projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema, publicadas em Dezembro de 2004, apontavam para um crescimento do PIB real entre 1.4% e 2.4% em 2005 e entre 1.7% e 2.7% em 2006. Para além disso, o Conselho do BCE salientou que existiam riscos descendentes para estas projecções, relacionados com uma evolução potencialmente desfavorável do mercado do petróleo.

No que respeita à evolução dos preços, no segundo semestre de 2004, as taxas homólogas da inflação medida pelo IHPC continuaram a situar-se num valor ligeiramente superior a 2%, principalmente devido ao aumento dos preços do petróleo. Contudo, não existiam indicações da formação de pressões inflacionistas internas mais fortes. Os aumentos salariais mantiveram-se moderados a partir do último trimestre de 2003, tendência que segundo as expectativas iria continuar, no contexto do crescimento moderado em curso e do enfraquecimento contínuo do mercado de trabalho. Neste contexto, as projecções dos especialistas do Eurosistema, publicadas em Dezembro de 2004, previram um crescimento homólogo do IHPC entre 1.5% e 2.5% em 2005 e entre 1.0% e 2.2% em 2006. Contudo, o saldo dos riscos para estas projecções continuou a ser ascendente. Os riscos estavam relacionados principalmente com a evolução dos preços do petróleo, com a incerteza acerca de novos aumentos dos impostos indirectos e dos preços administrados e com potenciais efeitos de segunda ordem no comportamento dos salários e da formação dos preços.

Os referidos riscos foram também cada vez mais assinalados pela análise monetária do BCE. Na segunda metade de 2004, o impacto ascendente no crescimento do M3 – em especial, das suas componentes mais líquidas – resultante da continuação de baixas taxas de juro acabou por prevalecer sobre o impacto descendente gradual resultante da normalização do comportamento de carteira. As baixas taxas de juro também voltaram a impulsionar a procura de crédito por parte do sector privado. Em particular, a procura de empréstimos para compra de habitação aumentou face a níveis já robustos, contribuindo para a forte dinâmica dos preços da habitação em vários países da área do euro. Neste contexto, o Conselho do BCE salientou que a persistência de um elevado excesso de liquidez e o forte crescimento do crédito eram considerados não só como riscos ascendentes para a estabilidade de preços mas também como possível fonte de aumentos insustentáveis nos preços dos activos, em especial nos mercados imobiliários. No início de 2005, este cenário basicamente não se alterou. O forte crescimento monetário registado a partir de meados de 2004 prosseguiu, sendo que a liquidez na área do euro continuou a ser significativamente superior à necessária para financiar um crescimento não inflacionista.

De um modo geral, na segunda metade de 2004 e no início de 2005, o Conselho do BCE expressou de forma crescente a sua preocupação acerca da evolução desfavorável da inflação a curto prazo. Ao mesmo tempo, notou que não existiam indicações de formação de pressões inflacionistas internas. Neste contexto, as taxas de juro directoras do BCE foram mantidas sem alteração ao longo deste período. Contudo, o Conselho do BCE salientou que a existência de vários riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo exigia uma vigilância contínua.

2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA, FINANCEIRA E ECONÓMICA

2.1 ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO MUNDIAL

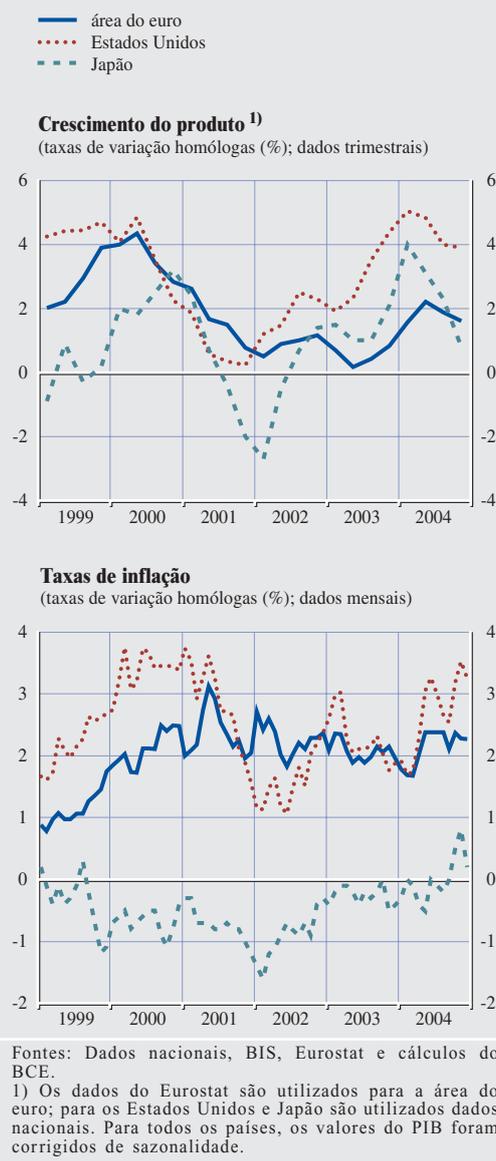
ECONOMIA MUNDIAL REGISTOU O CRESCIMENTO MAIS FORTE DURANTE MAIS DE DUAS DÉCADAS

Em 2004, a economia mundial expandiu-se à taxa mais rápida registada desde 1976, com um crescimento relativamente generalizado nas várias regiões (ver Gráfico 2). O crescimento na região asiática foi particularmente robusto, com a economia chinesa a apresentar sinais de sobreaquecimento. O forte crescimento económico mundial foi apoiado por condições de financiamento favoráveis e políticas macroeconómicas estimulantes em muitos países, tendo sido acompanhado por uma expansão robusta do comércio mundial, o qual, em 2004, atingiu o nível mais elevado registado desde 2000.

A expansão da economia mundial foi especialmente forte nos primeiros meses do ano, desacelerando posteriormente na maioria dos países. Este abrandamento reflectiu, em parte, uma normalização da forte dinâmica observada nos trimestres anteriores e o início de uma retirada gradual de estímulos de política. O aumento significativo dos preços do petróleo, que atingiram um valor máximo em Outubro de 2004, exerceu uma influência atenuante adicional. A subida dos preços do petróleo contribuiu para um aumento moderado das taxas de inflação em muitos países, em grande parte como resultado da evolução das componentes dos preços relacionados com a energia. As tendências de inflação subjacente mantiveram-se, no entanto, relativamente estáveis, sugerindo que os efeitos de segunda ordem foram relativamente bem contidos (ver Gráfico 2).

A continuação do crescimento robusto nos Estados Unidos (comparativamente a alguns dos seus parceiros comerciais) contribuiu para um novo aumento do défice da balança corrente dos EUA. Este facto, aliado às incertezas em torno das perspectivas para a política orçamental do país, reacendeu as preocupações do mercado relativamente à sustentabilidade dos

Gráfico 2 Principais desenvolvimentos nas maiores economias industrializadas



desequilíbrios a nível mundial. Reflectindo em parte estas preocupações, o dólar dos EUA registou uma depreciação relativamente generalizada nos últimos meses do ano.

Nos Estados Unidos, o crescimento económico continuou a um ritmo geralmente vigoroso em 2004, com o PIB real a aumentar 4.4% no conjunto do ano (de acordo com estimativas

preliminares). Esta expansão também se alargou mais, para incluir a melhoria há muito aguardada no mercado de trabalho. O crescimento do PIB real foi apoiado pela continuação da robustez do consumo das famílias e do investimento empresarial (particularmente em equipamento e *software*), enquanto o comércio líquido deu um contributo negativo para o crescimento.

O crescimento do consumo privado manteve-se sólido na maior parte do ano, reflectindo os efeitos continuados de políticas macro-económicas acomodatórias, uma forte subida dos preços residenciais e uma melhoria significativa do emprego. Embora o crescimento do emprego tenha aumentado após vários anos de fragilidade, as pressões ascendentes sobre os salários mantiveram-se, no geral, contidas, sobretudo devido à manutenção de uma folga no mercado de trabalho. O crescimento moderado dos custos do trabalho, juntamente com os preços elevados do petróleo, contribuiu para restringir o crescimento subjacente do rendimento disponível real na segunda metade de 2004. Na ausência de um impulso pontual ao rendimento proveniente de um elevado pagamento extraordinário de dividendos em Dezembro, tal teria contribuído para uma redução ainda maior da taxa de poupança dos particulares. Ao mesmo tempo, a dívida das famílias subiu para um nível historicamente elevado em percentagem do rendimento disponível em 2004.

O investimento empresarial registou um crescimento vigoroso em 2004, dinamizado por um maior investimento em equipamento e *software*, numa conjuntura de condições de financiamento favoráveis, incentivos orçamentais temporários e níveis baixos de existências, acompanhados de uma forte procura. Embora os preços mais elevados do petróleo tenham contribuído para um aumento do custo das matérias-primas, a rentabilidade das empresas manteve-se forte. Em parte reflectindo a melhoria no mercado de trabalho, o crescimento da produtividade diminuiu durante 2004, embora ainda tenha permanecido relativamente forte no conjunto do ano.

O saldo das contas externas dos Estados Unidos continuou a deteriorar-se em 2004, com o défice comercial e da balança corrente norte-americana a aumentar para níveis historicamente elevados em percentagem do PIB. Em termos reais, o crescimento das importações continuou a ultrapassar o das exportações, apesar da depreciação acumulada do dólar dos EUA desde o início de 2002, com a forte procura interna nos Estados Unidos a ultrapassar significativamente a dos principais parceiros comerciais. O desequilíbrio relacionado entre poupança e investimento internos reflectiu a continuação da poupança negativa do sector público e uma taxa de poupança dos particulares historicamente baixa.

A inflação medida pelos preços no consumidor recuperou em 2004, em grande medida em resposta a preços mais elevados da energia, com o crescimento anual do IPC a situar-se em 3.3% no final do ano. A inflação excluindo produtos alimentares e produtos energéticos também inverteu a tendência descendente dos últimos anos, aumentando para 2.2%. Contudo, as pressões ascendentes sobre os preços mantiveram-se relativamente moderadas devido à absorção gradual do enfraquecimento do mercado de trabalho, à continuação do forte crescimento da produtividade e a uma repercussão apenas limitada da depreciação do dólar dos EUA nos preços no consumidor. Neste sentido, as medidas obtidas através de inquéritos e as medidas do mercado das expectativas de inflação a mais longo prazo mantiveram-se contidas, apesar de uma subida moderada nas últimas.

Após um período de taxas de juro historicamente baixas, o Comité de Operações de Mercado Aberto (FOMC) do Sistema da Reserva Federal aumentou o objectivo para a taxa dos fundos federais em 125 pontos base em 2004. Este aumento teve lugar em cinco etapas sucessivas de 25 pontos base com início em Junho de 2004, levando o objectivo para a taxa dos fundos federais até 2.25% no final do ano (no início de Fevereiro de 2005 atingiu 2.5%). Embora o FOMC tenha referido que a orientação

acomodatícia da política poderia ser eliminada a um ritmo que se poderia medir com uma certa probabilidade, sublinhou que reagiria a alterações nas perspectivas económicas como e quando necessário de modo a cumprir a sua obrigação de manutenção da estabilidade de preços. No que respeita à política orçamental, o défice orçamental do governo federal deteriorou-se para 3.6% do PIB no exercício de 2004, apesar da recuperação da actividade económica.

A recuperação económica no Japão perdeu dinâmica no decurso de 2004. Após uma forte expansão no primeiro trimestre do ano, a actividade económica desacelerou significativamente até ao final de 2004. Esta desaceleração da actividade económica reflectiu, em particular, a redução da despesa pública e o enfraquecimento da procura interna privada, bem como uma moderação da dinâmica das exportações. Não obstante, em resultado de efeitos de base e do forte primeiro trimestre, em 2004 o crescimento anual do PIB real subiu para a taxa mais elevada registada desde 1996 (2.6%). Observaram-se algumas melhorias graduais nas condições do mercado de trabalho. Entretanto, a reestruturação dos balanços das empresas, juntamente com esforços de redução de custos, contribuíram para uma forte recuperação do crescimento da rentabilidade empresarial, enquanto o sector bancário reduziu o nível do crédito mal parado.

As preocupações acerca da deflação diminuíram ligeiramente durante o ano, mas não se dissiparam totalmente. Os preços dos bens empresariais aumentaram, sobretudo em reflexo de subidas nos preços das matérias-primas, enquanto os preços dos bens finais continuaram a diminuir de forma moderada. A taxa de variação homóloga dos preços no consumidor para o conjunto do ano situou-se em 0%, em comparação com -0.3% em 2003. Em Outubro, sinais de desvanecimento das pressões deflacionistas levaram alguns membros do Conselho de Política do Banco do Japão a prever um ligeiro aumento do IPC excluindo produtos alimentares frescos no exercício de 2005. Contudo, as pressões deflacionistas reapareceram

perto do final de 2004, em resultado da descida dos preços dos serviços de utilidade pública liberalizados. O Banco do Japão aumentou o objectivo para o saldo das contas correntes detidas no Banco para JPY 30-35 biliões em Janeiro de 2004. A orientação da política monetária manteve-se inalterada durante o resto do ano.

Sustentando o forte dinamismo do ano anterior, as economias da Ásia excluindo o Japão registaram outro ano de crescimento bastante robusto em 2004, beneficiando, em particular, da forte procura externa, da recuperação da procura interna e da forte expansão do investimento da China. A integração regional na Ásia fortaleceu-se, como indicado pelo rápido crescimento do comércio intra-regional e dos fluxos de investimento. Não obstante, o dinamismo do crescimento atenuou-se perto do final de 2004, num contexto de moderação da procura externa e preços elevados do petróleo. A nível dos países, a economia chinesa continuou a registar um forte crescimento, com alguns sinais de sobreaquecimento no primeiro semestre do ano. As medidas de política abrandaram o dinamismo do investimento na segunda metade do ano, mas não atenuaram a actividade económica global. No conjunto do ano, o PIB chinês cresceu 9.5%.

Na América Latina, a situação económica apresentou uma melhoria considerável, apoiada pela actividade de exportações e pela procura interna. O crescimento no Brasil e no México intensificou-se no decurso do ano, sustentado principalmente pela robustez das exportações e pelo reforço da actividade de investimento. Na Argentina, a recuperação da actividade económica manteve-se forte, embora tenha registado uma ligeira moderação no decurso do ano.

FORTE AUMENTO DOS PREÇOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS EM 2004

Os preços do petróleo aumentaram durante a maior parte do ano, num contexto de considerável volatilidade. O preço do petróleo bruto Brent atingiu um pico de USD 51 no final

de Outubro, face a USD 30 no início do ano (ver Gráfico 3). No conjunto de 2004, o preço médio do petróleo bruto Brent foi de USD 38, 33% acima da média de 2003. Em euros, o preço do Brent aumentou 20% ao longo do mesmo período. Os principais factores subjacentes ao aumento dos preços do petróleo em 2004 foram a robustez da procura mundial de petróleo, preocupações de segurança relativamente aos fornecimentos de petróleo e um desajustamento entre oferta e procura de diferentes qualidades de petróleo.

A procura de petróleo subiu em flecha, particularmente na Ásia e na América do Norte, tendo continuado a exceder as expectativas ao longo de 2004, num contexto de crescimento económico mundial robusto. De acordo com a Agência Internacional de Energia, a procura mundial de petróleo aumentou 3.4% em 2004, a taxa de crescimento mais elevada registada em quase três décadas.

No que respeita às condições de oferta, no início de 2004 os participantes no mercado esperavam – em reacção a declarações da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) – cortes iminentes na produção da OPEP, embora estes não se tenham posteriormente concretizado. Ao invés, tanto os produtores pertencentes à OPEP como os não pertencentes aumentaram significativamente a produção de petróleo bruto em 2004. Com o aumento da oferta mundial de petróleo, a produção disponível e a capacidade de refinação diminuíram consideravelmente, deixando apenas uma margem muito limitada para perturbações inesperadas no fornecimento de petróleo. Consequentemente, em 2004 os preços do petróleo tornaram-se bastante sensíveis a alterações imprevistas no equilíbrio entre oferta e procura, a percepções do mercado relativamente à segurança dos fornecimentos de petróleo bruto e a preocupações quanto à adequação das existências de petróleo. Além disso, o rápido aumento da procura de produtos petrolíferos finais e os crescentes fornecimentos de petróleo bruto levaram a um desequilíbrio de qualidade, resultando em prémios

Gráfico 3 Principais desenvolvimentos nos mercados de matérias-primas



historicamente elevados para petróleos brutos de elevada qualidade, como o Brent.

Os preços das matérias-primas não energéticas, com dinamismo desde o segundo semestre de 2003, atingiram um pico no primeiro semestre de 2004 (ver Gráfico 3), devido à forte recuperação económica mundial. Os preços globais das matérias-primas não energéticas abrandaram ligeiramente na segunda metade de 2004, com a queda dos preços dos produtos alimentares e das matérias-primas agrícolas face aos picos atingidos no início do ano. Contudo, os preços dos produtos metálicos continuaram a subir. Em termos de dólares dos EUA, os preços globais das matérias-primas não energéticas foram, em média, 22% mais elevados em 2004 do que no ano anterior.

2.2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA

CRESCIMENTO DO M3 INFLUENCIADO POR DOIS FACTORES OPOSTOS

No contexto da orientação da política monetária e da evolução do mercado de capitais, a dinâmica monetária em 2004 foi influenciada por dois factores opostos: por um lado, o nível baixo das taxas de juro e, por outro lado, a

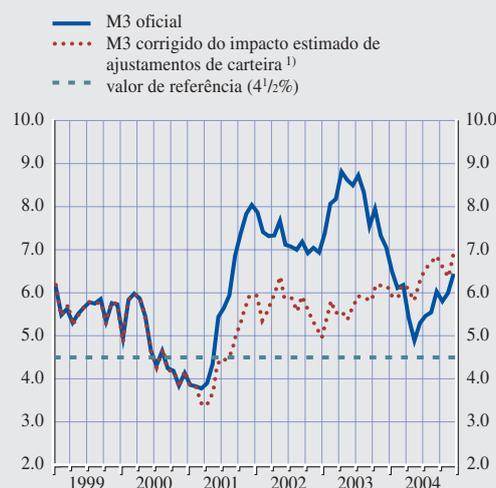
normalização do comportamento de afectação de carteira dos residentes na área do euro, na sequência da sua forte preferência por liquidez entre 2001 e meados de 2003. Na primeira metade de 2004, dominou o impacto moderador sobre o crescimento do M3 da normalização do comportamento de afectação de carteira, e a taxa de crescimento homóloga do M3 continuou o abrandamento iniciado no Verão de 2003, descendo para 5.3% em Junho de 2004. A taxa de crescimento homóloga do M3 voltou a fortalecer-se na segunda metade de 2004, situando-se em 6.4% no final do ano, uma vez que o impacto estimulante do nível baixo das taxas de juro e os baixos custos de oportunidade de detenção de moeda daí resultantes começaram a prevalecer, reforçados por uma nova descida das taxas de juro de longo prazo. Ao mesmo tempo, a dinâmica monetária em 2004 também reflectiu o facto de o crescimento do produto ser mais forte do que no ano anterior.

A normalização do comportamento de afectação de carteira observada em 2004 prosseguiu apenas lentamente. Embora a excepcional incerteza económica e no mercado financeiro dos anos anteriores tenha diminuído, a aversão ao risco, nomeadamente por parte das famílias da área do euro, parece ter continuado acentuada após um período prolongado de perdas de capital nos mercados bolsistas entre 2000 e meados de 2003. Tal pode explicar a preferência por liquidez por parte dos investidores, que foi superior ao considerado normal nesta fase do ciclo económico. Para além disso, o impacto estimulante do nível baixo das taxas de juro sobre a detenção de moeda pode ser particularmente forte quando as taxas de juro são muito baixas. Tal pode dever-se à existência de custos de transacção associados a saídas de activos líquidos, que podem baixar ainda mais os custos de oportunidade de detenção desses activos.

O predomínio crescente do nível baixo das taxas de juro na dinâmica do M3 pode ser ilustrado com a ajuda de uma medida do M3 corrigida do impacto estimado das alterações de carteira que privilegiaram o M3¹ durante o período de

Gráfico 4 M3 e M3 corrigido do impacto estimado de ajustamentos de carteira

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



Fonte: BCE.

1) As estimativas da magnitude dos ajustamentos de carteira para o M3 são construídas utilizando a abordagem discutida na Secção 4 do artigo intitulado "Análise monetária em tempo real", na edição de Outubro de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

excepcional incerteza no mercado financeiro entre 2001 e meados de 2003. Por construção, esta medida também não é afectada pela posterior normalização do comportamento de afectação de carteira, devendo, assim, dar indicações mais claras do efeito das taxas de juro do que as séries oficiais do M3. Convém salientar que a estimativa do crescimento do M3 corrigida do impacto de alterações de carteira está rodeada de um grau considerável de incerteza, pelo que deve ser interpretada com cuidado. Nos últimos três trimestres de 2004 a taxa de crescimento do M3 oficial situou-se abaixo da taxa de crescimento homóloga da série corrigida do M3, sugerindo que a normalização do comportamento de afectação de carteira teve um impacto moderador. Contudo, o facto de tanto a taxa de crescimento da série oficial do M3 como da série corrigida do M3 terem registado um fortalecimento na segunda metade de 2004 pode indicar que a principal força

¹ Para mais pormenores, ver Secção 4 do artigo intitulado "Análise monetária em tempo real", na edição de Outubro de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

Gráfico 5 Contributos para o crescimento homólogo do M3

(em pontos percentuais; crescimento do M3 em percentagem; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

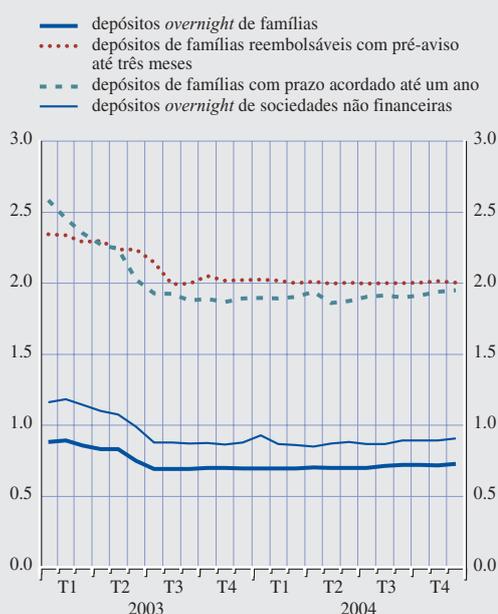
impulsionadora da dinâmica do M3 tenha sido sobretudo o impacto estimulante associado ao nível baixo das taxas de juro, e não a normalização do comportamento de afectação de carteira (ver Gráfico 4).

À semelhança de 2003, o principal contributo para o crescimento homólogo do M3 em 2004 foi dado pelas componentes mais líquidas, ou seja, as contidas no agregado monetário estreito M1 (ver Gráfico 5). Esse contributo resultou de aumentos substanciais na detenção quer de moeda em circulação quer de depósitos *overnight*. O crescimento da circulação monetária reflectiu a continuação da forte procura de notas de euros dentro e fora da área do euro (ver também a Secção 3 do Capítulo 2 sobre notas e moedas).

A taxa de crescimento dos depósitos *overnight* manteve-se num nível bastante elevado em 2004, suportada por custos de oportunidade mais baixos de detenção desses depósitos. As taxas de juro médias dos depósitos *overnight* das famílias e das sociedades não financeiras

Gráfico 6 Taxas de juro de curto prazo das IFM sobre depósitos

(percentagens por ano; taxas de novas operações; com ponderadores ajustados)¹⁾



Fonte: BCE.

1) Para o período a partir de Dezembro de 2003, as taxas de juro das IFM com ponderadores ajustados são calculadas utilizando pesos dos países construídos a partir de uma média móvel de doze meses dos volumes de novas operações. Relativamente ao período anterior, de Janeiro a Novembro de 2003, as taxas de juro das IFM com ponderadores ajustados são calculadas utilizando pesos dos países construídos a partir da média dos volumes de novas operações em 2003. Para mais informações, ver a caixa intitulada "Análise das taxas de juro das IFM a nível da área do euro", na edição de Agosto de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

mantiveram-se praticamente inalteradas em relação ao final de 2003, com níveis de 0.73% e 0.90%, respectivamente, no final de 2004 (ver Gráfico 6). Esta situação reflectiu a evolução das taxas de juro do mercado monetário em 2004.

O contributo para o crescimento homólogo do M3 dos depósitos de curto prazo excepto depósitos *overnight* foi de cerca de 1.1 pontos percentuais em 2004, ou seja, consideravelmente abaixo do valor registado em 2003. Este contributo menor reflectiu principalmente a evolução dos depósitos de curto prazo (isto é, depósitos com prazo acordado até dois anos, inclusive), cuja taxa de

crescimento homóloga foi negativa, enquanto os depósitos de poupança de curto prazo (isto é, depósitos reembolsáveis com pré-aviso até três meses, inclusive) cresceram fortemente. A diferente evolução destas duas subcomponentes pode reflectir o facto de, em 2004, não existir a

típica vantagem remunerativa dos depósitos a prazo até um ano em relação aos depósitos de poupança (ver Gráfico 6). Numa tal situação, os depósitos de poupança de curto prazo são relativamente atractivos, uma vez que têm um grau mais elevado de liquidez.

Caixa I

TENDÊNCIAS DO INVESTIMENTO FINANCEIRO DO SECTOR NÃO FINANCEIRO DA ÁREA DO EURO EM 2004

Nos três primeiros trimestres de 2004, a taxa de crescimento homóloga do investimento financeiro do sector não financeiro manteve-se praticamente inalterada em comparação com a taxa de crescimento média em 2003 (ver quadro). Esta estabilidade ocultou desenvolvimentos algo heterogéneos nas várias categorias de investimento financeiro. Embora entre 2003 e 2004 tenha havido uma recuperação da taxa de crescimento do investimento em títulos de dívida de longo prazo e acções cotadas, a taxa de crescimento do investimento em acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário desceu significativamente. Além disso, embora o investimento em acções e fundos associados a acções tenha crescido a um ritmo mais rápido em 2004 do que em anos anteriores, as aquisições de obrigações e de fundos associados a

Investimento financeiro do sector não financeiro da área do euro

	Saldo em percentagem dos activos financeiros ¹⁾	Taxas de crescimento homólogas								
		1999	2000	2001	2002	2003	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4
Investimento financeiro	100	5.6	6.5	4.6	3.8	4.4	4.3	4.6	4.5	.
Numerário e depósitos	37.8	3.0	3.3	4.6	4.9	5.5	5.3	5.3	5.6	.
Títulos excepto acções	12.2	8.0	9.0	8.1	0.7	-2.4	-0.6	3.7	3.2	.
<i>dos quais:</i> de curto prazo	1.2	2.8	29.8	4.9	-13.8	-16.1	-4.7	15.4	11.9	.
<i>dos quais:</i> de longo prazo	11.0	4.4	6.4	8.6	2.7	-0.7	-0.2	2.6	2.4	.
Participações em fundos de investimento	11.9	2.3	6.3	6.0	4.6	6.9	4.6	2.3	1.3	.
<i>das quais:</i> participações em fundos de investimento, excluindo participações em fundos do mercado monetário	9.2	4.7	7.1	4.1	3.4	6.5	5.2	2.4	1.6	.
<i>das quais:</i> participações em fundos do mercado monetário	2.6	13.1	0.1	21.4	12.0	8.5	2.8	1.7	0.5	.
Acções cotadas	13.0	14.4	8.5	-0.9	-0.1	1.1	1.3	3.3	2.6	.
Provisões técnicas de seguros	25.2	2.7	8.5	7.2	6.2	6.6	6.3	5.9	5.8	.
M3 ²⁾		5.6	4.1	8.0	7.0	7.1	6.2	5.3	6.0	6.4
Ganhos e perdas anuais das detenções de títulos pelo sector não financeiro (em percentagem do PIB)		10.7	-2.4	-9.1	-14.1	4.1	7.9	3.8	3.6	.

Fonte: BCE.

Notas: Ver também a Secção 3.1 na secção “Estatísticas da área do euro” do Boletim Mensal do BCE. Dados homólogos em fim de período.

1) No final do terceiro trimestre de 2004. Os valores podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

2) Em fim de período. O agregado monetário M3 inclui instrumentos monetários detidos pelo sector não monetário da área do euro (isto é, o sector não financeiro e instituições financeiras não monetárias) em IFM e nas administrações centrais da área do euro.

obrigações abrandaram ligeiramente. Em termos gerais, esta evolução voltou a confirmar a normalização gradual do comportamento de afectação de carteira dos residentes na área do euro, à medida que recuperava a propensão ao investimento em activos de maior risco e a mais longo prazo dos agentes económicos.

As famílias continuaram a investir uma grande parte da sua poupança financeira em provisões de seguros, embora a um ritmo ligeiramente mais lento do que em 2003. O elevado grau de interesse nestes produtos tem-se mantido há vários anos. Provavelmente, reflecte poupanças por motivos de precaução para a idade da reforma, numa sociedade em envelhecimento, e possivelmente também a preocupação dos agentes económicos acerca dos sistemas públicos de pensões.

Por último, o contributo dos instrumentos negociáveis para a taxa de crescimento homóloga do M3 diminuiu para 0.4 pontos percentuais em 2004, face a 1.2 pontos percentuais no ano anterior. Tal reflectiu, em particular, uma forte queda da taxa de crescimento homóloga das acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário. Estes activos são frequentemente detidos pelas famílias e pelas empresas como veículos de poupança seguros em ocasiões de incerteza económica e financeira, e o facto de o seu crescimento ter abrandado reflecte a normalização do comportamento de afectação de carteira por parte dos residentes na área do euro em 2004 (ver também a Caixa 1, intitulada “Tendências do investimento financeiro do sector não financeiro da área do euro em 2004”).

CRESCIMENTO MAIS GENERALIZADO DO CRÉDITO DAS IFM AO SECTOR PRIVADO

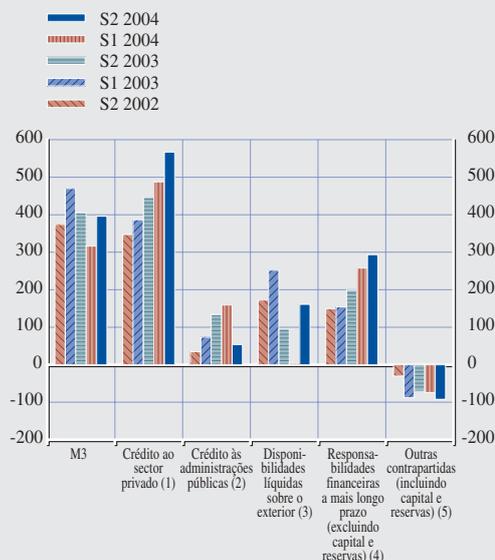
A evolução das contrapartidas do M3 confirmou a influência dos dois factores opostos, já mencionados, na dinâmica monetária. Por um lado, o crescimento mais forte das responsabilidades a mais longo prazo das IFM e, na primeira metade do ano, os menores aumentos das disponibilidades líquidas sobre o exterior reflectiram o desaparecimento das alterações de carteira a favor do M3 ocorridas no passado. Por outro lado, o crescimento mais forte dos empréstimos das IFM ao sector privado reflectiu o nível baixo prevalecente nas taxas de juro.

Na primeira metade de 2004, as saídas de capital da área do euro mantiveram-se robustas,

enquanto as entradas de capital mais fracas levaram a uma descida do fluxo anual das disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM da área do euro (ver Gráfico 7). Essas saídas de capital resultaram da compra de activos a não residentes na área do euro por parte de residentes na área do euro – um dos aspectos da normalização do comportamento de afectação de carteira por parte dos residentes na área do euro. Na medida em que essas transacções são liquidadas através do sector das

Gráfico 7 Movimentos no M3 e suas contrapartidas

(fluxos anuais; fim de período; EUR mil milhões; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.
M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5.

IFM da área do euro, as disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM e os depósitos de residentes na área do euro registaram uma redução. No primeiro semestre de 2004, foi igualmente observada uma expansão sustentada das responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (excluindo capital e reservas), que foi consistente com a normalização em curso do comportamento de afectação de carteira, uma vez que os fundos foram canalizados de activos monetários líquidos para instrumentos com prazos mais longos. Esta evolução das disponibilidades líquidas sobre o exterior e das responsabilidades financeiras a mais longo prazo consistiu essencialmente numa continuação das tendências observadas na segunda metade de 2003. Contudo, já no primeiro semestre de 2004, o efeito atenuador destes factores no crescimento do M3 foi parcialmente compensado pelo crescimento robusto do crédito das IFM a residentes na área do euro, numa conjuntura caracterizada pelo nível baixo das taxas de juro e pela melhoria das condições económicas.

No segundo semestre de 2004, a continuação do fortalecimento do crescimento do crédito das IFM ao sector privado transformou essa contrapartida no principal factor impulsionador da dinâmica do M3. Para além disso, o dinamismo dos empréstimos das IFM ao sector privado tornou-se mais generalizado nos principais sectores não financeiros. A pressão ascendente sobre a dinâmica do M3 esteve também associada à inversão da anterior tendência descendente do fluxo anual das disponibilidades líquidas sobre o exterior, inversão que resultou de entradas de capital provocadas por um interesse renovado em acções e obrigações da área do euro por parte de não residentes na área do euro, bem como de expectativas de uma nova apreciação da taxa de câmbio do euro. O contributo médio das disponibilidades líquidas sobre o exterior para o crescimento homólogo do M3 aumentou de 1.1 pontos percentuais no segundo trimestre de 2004 para 2.2 pontos percentuais no quarto trimestre do ano. Ao mesmo tempo, o crescimento das

responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (excluindo capital e reservas) voltou a fortalecer-se, apontando para a normalização em curso do comportamento de afectação de carteira por parte de residentes na área do euro a favor de activos não monetários.

A LIQUIDEZ MANTEVE-SE AMPLA

O vigor do dinamismo do M3 ao longo de 2004 implicou um novo aumento das medidas disponíveis do excesso de liquidez, o que denota que a liquidez disponível na área do euro excede o montante necessário para financiar um crescimento não inflacionista (ver Gráfico 8). A primeira destas medidas é o desvio monetário nominal, definido como a diferença entre o

Gráfico 8 Estimativas do desvio monetário¹⁾

(em percentagem da medida relevante do *stock* de M3; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário; Dezembro de 1998 = 0)



Fonte: BCE.

1) O desvio monetário nominal é definido como a diferença entre o nível observado do M3 e o nível do M3 que teria resultado do crescimento constante do M3 de acordo com o valor de referência de 4½%, tomando Dezembro de 1998 como o período de base. O desvio monetário real é definido como a diferença entre o nível observado do M3 deflacionado pelo IHPC e o nível deflacionado do M3 que teria resultado do crescimento constante do M3 nominal de acordo com o valor de referência de 4½% e da inflação medida pelo IHPC em conformidade com a definição de estabilidade de preços do BCE, tomando Dezembro de 1998 como o período de base.

2) As estimativas da magnitude dos ajustamentos de carteira no M3 são construídas utilizando a abordagem discutida na Secção 4 do artigo intitulado "Análise monetária em tempo real", na edição de Outubro de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

nível observado do M3 e o nível do M3 que teria resultado do crescimento constante do M3 ao seu valor de referência de 4½%, considerando Dezembro de 1998 como período de base; a segunda é o desvio monetário real, que corrige o desvio monetário nominal do excesso de liquidez que foi absorvida pela evolução dos preços no passado (isto é, o desvio acumulado das taxas de inflação em relação à definição de estabilidade de preços do BCE); e a terceira é uma medida alternativa do desvio monetário real, que é construída utilizando uma estimativa do M3 corrigida das alterações de carteira.

Na avaliação destas medidas do excesso de liquidez, é de salientar que a escolha de Dezembro de 1998 como período de base é arbitrária. Por conseguinte, os níveis das medidas devem ser interpretados com cuidado. Acresce que, como referido atrás, a estimativa do M3 corrigida de alterações de carteira está rodeada de um grau considerável de incerteza². Tendo estes pressupostos em mente, todas as estimativas do desvio monetário voltaram a subir na segunda metade de 2004, tendo mostrado sinais de estabilização na primeira metade do ano. A grande diferença entre o desvio monetário real baseado na série oficial do

M3 e no M3 corrigido do impacto estimado de alterações de carteira indica que grande parte do excesso de liquidez reflectiu anteriores alterações de carteira a favor do M3. Contudo, o Gráfico 8 também mostra que a medida corrigida aumentou significativamente desde meados de 2003, indicando que o excesso de liquidez na área do euro deixou, cada vez mais, de ser apenas reflexo de alterações de carteira.

Estes níveis do excesso de liquidez sinalizam riscos para a estabilidade de preços a médio prazo. Se uma parte significativa deste excesso de liquidez fosse transformada em saldos de transacções, em especial numa ocasião em que a confiança e a actividade económica registassem um fortalecimento, tal poderia contribuir para o aparecimento de pressões inflacionistas (ver Caixa 2, intitulada “O que poderá acontecer com o excesso de liquidez na área do euro?”). Para além disso, a ampla liquidez e o forte crescimento do crédito podem tornar-se fonte de fortes aumentos dos preços dos activos, em particular, nos mercados da habitação.

2 Para mais pormenores, ver a Secção 4 do artigo intitulado “Análise monetária em tempo real”, na edição de Outubro de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

Caixa 2

O QUE PODERÁ ACONTECER COM O EXCESSO DE LIQUIDEZ NA ÁREA DO EURO?

O forte crescimento do M3 desde meados de 2001 levou a um aumento sustentado das medidas do excesso de liquidez na área do euro, que atingiram máximos históricos. Tal implica que existia substancialmente mais liquidez na área do euro em 2004 do que a necessária para financiar um crescimento económico não inflacionista. Contudo, os níveis destas medidas devem ser interpretados com cuidado.

Na análise do que poderia acontecer com o excesso de liquidez, devem ser tidos em atenção os factores responsáveis pela sua formação. Podem ser identificados dois grandes factores. Primeiro, o período prolongado de incerteza económica, financeira e geopolítica entre meados de 2001 e meados de 2003 levou a uma preferência significativamente maior durante este período por instrumentos líquidos e seguros incluídos no M3. Segundo, o nível baixo das taxas de juro em todo o espectro de maturidades e os baixos custos de oportunidade de detenção de activos líquidos que lhe estão associados contribuíram para a procura de moeda, em especial no

período mais recente. Com base nestes factores, a forte procura de instrumentos de curto prazo incluídos no M3 pode reflectir uma mistura de motivos essencialmente especulativos e de precaução e não de motivos de transacção. Cada um destes motivos pode, por seu turno, implicar diferentes formas nas quais o excesso de liquidez pode ser utilizado no futuro e, por conseguinte, diferentes graus de risco para a estabilidade de preços (ver gráfico).

Apresentação esquemática do modo como a liquidez excedentária pode ser utilizada



Uma das possibilidades de utilização do excesso de liquidez consiste no investimento pelos agentes económicos das detenções de liquidez em activos a mais longo prazo, títulos de participação ou títulos de dívida, ou em imóveis, directa ou indirectamente através de fundos de investimento. Para conseguir uma redução agregada do excesso de liquidez, é necessário que ou o sector das IFM residentes ou os agentes fora da área do euro actuem como contrapartes nestas transacções. Esta utilização do excesso de liquidez não terá impacto directo sobre a inflação medida pelo IHPC, mas o reajustamento das carteiras, em certas circunstâncias, pode ter impacto sobre os preços dos activos, os quais, por sua vez, podem ter posteriormente efeitos indirectos sobre a inflação via efeitos riqueza.

Uma segunda possibilidade consiste no facto de o excesso de liquidez poder traduzir-se em saldos de transacções. Esta situação tem maior probabilidade de acontecer quando a confiança económica regista um fortalecimento. Como estes saldos são utilizados para aumentar a procura de bens e serviços domésticos, tal pode reabsorver progressivamente as margens actuais de capacidade não utilizada. Se o forte crescimento do consumo continuar durante um período suficientemente longo, a pressão sobre a capacidade de produção pode acabar por colocar riscos à estabilidade de preços.

Por último, não é totalmente de excluir que a actual situação de excesso de liquidez reflecta, em parte, uma mudança permanente no comportamento da procura de moeda por parte dos agentes económicos, isto é, uma preferência por liquidez estruturalmente mais elevada e, por conseguinte, um aumento do nível desejado de detenção de moeda. Uma mudança permanente deste tipo pode, por exemplo, dever-se à aversão ao risco estruturalmente mais elevada por

parte das famílias no que respeita aos investimentos financeiros, após as perdas significativas por elas incorridas nos mercados bolsistas entre 2000 e 2003. Na medida em que este factor tem importância, o excesso de liquidez na área do euro será menor do que o indicado pelas actuais medidas e não terá um impacto inflacionista.

Na realidade, a situação é provavelmente uma combinação destas três possibilidades. Na actual conjuntura, é difícil determinar se houve ou não um aumento permanente das preferências por liquidez ao longo dos últimos anos. Ao mesmo tempo, a continuação da forte preferência por compras de imóveis pode estar associada aos fortes aumentos dos preços dos imóveis. Para além disso, existe alguma evidência de que os agentes económicos reajustaram o seu comportamento de carteira investindo mais em activos financeiros de mais longo prazo. Numa análise prospectiva, não é de excluir que parte do excesso de liquidez venha a ser utilizado em transacções nominais mais elevadas, particularmente numa época de confiança económica mais forte, estando então associado a uma inflação mais elevada.

Portanto, de um modo geral, ainda que uma parte do excesso de liquidez reflecta uma maior preferência por liquidez por parte das famílias e empresas da área do euro, os níveis elevados alcançados em 2004 continuam a constituir objecto de preocupação para o BCE, exigindo vigilância. A fim de captar a importância empírica relativa dos possíveis cenários para a utilização do excesso de liquidez e, por conseguinte, dos riscos para a estabilidade de preços a médio prazo, o BCE continuará a acompanhar de perto a evolução em todas as frentes, em particular: a) a evidência de inversões de carteira e o risco do aparecimento de bolhas nos preços dos activos, b) a evidência de maior consumo do que o habitual e c) a evidência de qualquer variação estrutural na procura de moeda.

TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO MANTIVERAM-SE GERALMENTE ESTÁVEIS

Em 2004, o Conselho do BCE decidiu manter inalteradas as suas taxas de juro directoras. Em consequência, as taxas de juro do mercado monetário no prazo mais curto da curva de rendimentos mantiveram-se geralmente estáveis ao longo do ano.

As taxas de juro do mercado monetário nos prazos mais longos desceram significativamente no primeiro trimestre de 2004, continuando a tendência descendente observada desde meados de Dezembro 2003 (ver Gráfico 9). No final de Março de 2004, num contexto em que era esperada uma nova descida das taxas de juro directoras do BCE, a inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário passou a ser negativa. De facto, a inclinação desta curva, medida pela diferença entre a EURIBOR a doze meses e a um mês, atingiu o seu ponto mais baixo em 26 de Março de 2004, ou seja, -7 pontos base.

Contudo, entre Abril e Junho de 2004 foi observada uma normalização da inclinação da curva de rendimentos, com aumentos significativos das taxas de juro nos prazos mais longos, enquanto as taxas de juro no prazo mais curto da curva se mantiveram geralmente estáveis. Posteriormente, as taxas de juro do mercado monetário a mais longo prazo mantiveram-se geralmente estáveis, flutuando num intervalo muito estreito de cerca de 10 pontos base. No final do ano, a EURIBOR a um mês e a doze meses situava-se em 2.12% e 2.35%, respectivamente, ou seja, próximo dos níveis alcançados no final de 2003.

Nos dois primeiros meses de 2005, as taxas EURIBOR nos prazos mais longos mantiveram-se geralmente estáveis, uma vez que os participantes no mercado esperavam que as taxas de juro de curto prazo se mantivessem estáveis durante a maior parte de 2005, e os prémios de prazo mantiveram-se moderados.

Gráfico 9 Taxas de juro de curto prazo e inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário

(percentagens por ano; pontos percentuais; dados diários)



Fonte: Reuters.

Gráfico 10 Taxas de futuros da EURIBOR a três meses e volatilidade implícita derivada das opções de futuros da EURIBOR a três meses

(percentagens por ano; pontos base; dados diários)



Fontes: Bloomberg, Reuters e cálculos do BCE.

Em 24 de Fevereiro de 2005, a EURIBOR a um mês e a doze meses situava-se, respectivamente, em 2.10% e 2.34%.

Ao longo de 2004, as variações nas taxas de juro de curto prazo do mercado monetário reflectiram-se geralmente na evolução das taxas EURIBOR a três meses implícitas nos contratos de futuros. A volatilidade da EURIBOR a três meses implícita nas opções dos contratos de futuros diminuiu substancialmente ao longo do ano, indicando que os participantes no mercado viam pouca incerteza na trajetória futura esperada para as taxas de juro de curto prazo (ver Gráfico 10).

TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA DE LONGO PRAZO DESCERAM SIGNIFICATIVAMENTE EM 2004

No final de 2004, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo na área do euro situavam-se em níveis muito baixos em termos históricos. Enquanto na primeira

metade do ano as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro registaram uma ligeira flutuação, mas não tiveram uma grande variação em termos globais, na segunda metade de 2004 estas taxas mostraram uma tendência descendente prolongada e, no final do ano, situavam-se em 3.7%, ou seja, significativamente abaixo dos níveis prevaletentes no final de 2003 (ver Gráfico 11).

De um modo geral, estes movimentos nas taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo reflectiram principalmente a alteração da percepção dos participantes no mercado acerca de pressões inflacionistas e das perspectivas da economia da área do euro, as quais, por sua vez, estavam estreitamente relacionadas com as alterações nas perspectivas macroeconómicas mundiais ao longo do ano. As expectativas dos participantes no mercado quanto ao impacto do aumento dos preços do petróleo ao longo do ano influenciaram fortemente a percepção acerca

Gráfico 11 Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo¹⁾

(percentagens por ano; dados diários)



Fontes: Reuters, Bloomberg e Thomson Financial Datastream.
1) Obrigações a dez anos ou à maturidade disponível mais próxima das obrigações.
2) A partir de 1 de Janeiro de 2001, os dados incluem a Grécia.

das pressões inflacionistas e da actividade económica. Contudo, estas expectativas parecem ter variado ao longo do tempo em consonância com o fluxo de divulgação de dados macroeconómicos. Na verdade, embora na Primavera os participantes no mercado parecessem preocupados sobretudo com os efeitos inflacionistas do forte aumento dos preços do petróleo, na parte final do ano as preocupações parecem ter-se centrado no impacto do nível elevado dos preços do petróleo na actividade económica.

No primeiro trimestre do ano, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo na área do euro diminuíram, reflectindo movimentos no mercado dos EUA, no contexto de preocupações crescentes acerca do dinamismo da recuperação económica nos Estados Unidos. Apesar do fortalecimento gradual da actividade económica na área do euro, as taxas de rendibilidade das obrigações indexadas a longo prazo na área do euro também desceram no primeiro trimestre do ano, em linha com as taxas de rendibilidade comparáveis dos EUA, reflectindo o facto de as expectativas dos participantes no mercado acerca da actividade económica mundial no futuro estarem

aparentemente fortemente influenciadas por preocupações acerca da sustentabilidade da recuperação económica nos Estados Unidos.

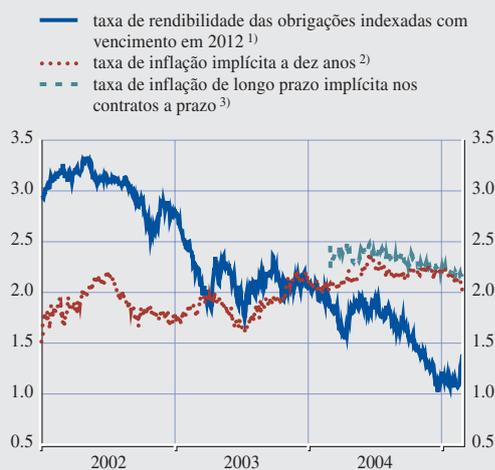
A descida das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo no primeiro trimestre do ano foi rapidamente invertida a partir do início de Abril. A subida posterior das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo parece ter sido influenciada por dois factores principais. Primeiro, verificou-se uma confiança crescente entre os participantes no mercado acerca da recuperação em curso na área do euro, na ocasião igualmente suportada por melhores perspectivas para a economia mundial. Segundo, os participantes no mercado registaram uma preocupação crescente acerca do potencial impacto inflacionista do aumento dos preços do petróleo no contexto da recuperação económica mundial em curso. De facto, na Primavera as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo e as taxas de inflação implícitas subiram, num quadro de novas preocupações inflacionistas por parte dos investidores (ver Gráfico 12). Contudo, essas preocupações foram muito menos acentuadas na área do euro do que nos Estados Unidos, onde as taxas de rendibilidade das obrigações e as taxas de inflação implícitas registaram um aumento mais pronunciado.

Entre Abril e Junho de 2004, as expectativas de inflação dos participantes no mercado na área do euro parecem ter aumentado mais nos horizontes mais curtos, enquanto as expectativas de inflação a mais longo prazo, medidas pelas taxas de inflação implícitas nos contratos a prazo, pareceram ligeiramente mais estáveis, embora tenham permanecido em níveis relativamente elevados³. É provável que o aumento das taxas de inflação implícitas da área do euro reflecta, em parte, um prémio de risco de inflação mais elevado exigido pelos investidores, face à

³ O Gráfico 12 ilustra que, na Primavera de 2004, o aumento da taxa de inflação implícita à vista para 2012, que reflecte, entre outros factores, as expectativas médias de inflação entre 2004 e 2012, foi mais elevado do que o da taxa de inflação implícita de longo prazo, que reflecte as expectativas médias de inflação entre 2008 e 2014. Tal sugere um aumento mais forte das expectativas de inflação em horizontes mais curtos.

Gráfico 12 Taxas de rendibilidade reais das obrigações de longo prazo e taxas de inflação implícitas na área do euro

(percentagens por ano; dados diários)



Fontes: Reuters, Tesouro francês e cálculos do BCE.

1) Calculada a partir das obrigações do Tesouro francês indexadas ao IHPC da área do euro, excluindo o tabaco, com vencimento em 2012.

2) Para mais pormenores sobre o cálculo, ver a Caixa 2 na edição de Fevereiro de 2002 do Boletim Mensal do BCE.

3) Calculada a partir de obrigações indexadas na área do euro, com vencimento em 2008 e 2014, desde a emissão das últimas.

incerteza acerca do impacto da evolução dos preços do petróleo. Informações adicionais provenientes de medidas de inquéritos sobre as expectativas de inflação da área do euro – que não mostraram um aumento das estimativas pontuais sobre as expectativas de inflação a longo prazo – revelaram-se consistentes com esta interpretação.

A evolução dos preços do petróleo continuou a exercer uma forte influência sobre as taxas de rendibilidade das obrigações ao longo do segundo semestre do ano. Contudo, neste período, os mercados parecem ter registado preocupações crescentes acerca do impacto dos preços do petróleo sobre a actividade económica na área do euro e na economia mundial. Tal reflectiu-se na descida gradual, observada a partir de meados de Junho, das taxas de rendibilidade das obrigações nominais e indexadas a longo prazo, sugerindo que os mercados esperavam que o ritmo do crescimento económico na área do euro diminuísse novamente. A nova depreciação do dólar dos

EUA face ao euro, em particular ao longo do último trimestre de 2004, parece ter contribuído igualmente para a moderação da percepção dos participantes no mercado acerca das perspectivas de crescimento a curto prazo da área do euro. A descida das taxas de rendibilidade das obrigações indexadas e nominais a longo prazo na área do euro reflectiu igualmente revisões em baixa das expectativas do mercado acerca do ritmo da restritividade da política monetária no curto a médio prazo.

Em consequência desta evolução, as taxas de rendibilidade nominais das obrigações de longo prazo na área do euro caíram significativamente ao longo de 2004, descendo cerca de 60 pontos base, situando-se no final do ano em 3.7%, ou seja, um valor próximo dos seus mínimos históricos. O diferencial de taxa de juro face aos Estados Unidos manteve-se geralmente estável durante a maior parte do ano, reflectindo variações mais ou menos sincronizadas nas perspectivas macroeconómicas nas duas economias. Contudo, na parte final de 2004, verificou-se uma certa separação nos movimentos das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo, quando o diferencial de taxa de juro entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos dos EUA e da área do euro aumentou ligeiramente, atingindo um nível de quase 60 pontos base.

As taxas de inflação implícitas também registaram uma ligeira moderação na segunda metade de 2004. Não obstante, no final do ano as taxas de inflação implícitas a longo prazo na área do euro permaneciam acima dos seus valores médios desde o final de 2001, quando foram emitidas pela primeira vez obrigações indexadas ao IHPC da área do euro excluindo o tabaco. No final do ano, a taxa de inflação implícita a dez anos situava-se num valor próximo de 2.2%, ou seja, um aumento superior a 10 pontos base em relação a Dezembro de 2003.

Uma nova redução da volatilidade implícita no mercado obrigacionista – que é uma medida que fornece evidência sobre a perspectiva do

mercado acerca dos intervalos dentro dos quais as taxas de rendibilidade das obrigações deverão oscilar a curto prazo – foi também uma característica notória em 2004. De facto, os movimentos posteriores na volatilidade

realizada confirmaram as expectativas do mercado de menor volatilidade no mercado obrigacionista (ver Caixa 3, intitulada “Tendências comuns da volatilidade implícita no mercado financeiro”).

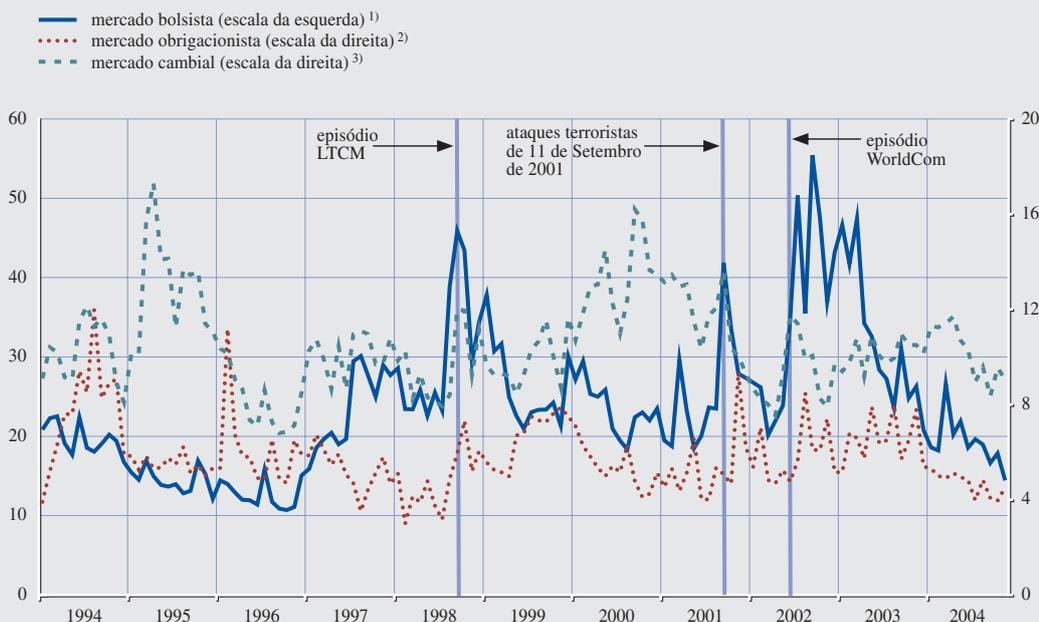
Caixa 3

TENDÊNCIAS COMUNS DA VOLATILIDADE IMPLÍCITA NO MERCADO FINANCEIRO

Em 2004, registou-se uma acentuada descida global da volatilidade implícita em vários segmentos do mercado financeiro da área do euro e em outras economias avançadas. A volatilidade implícita – que é derivada dos preços das opções – é normalmente interpretada como uma medida da incerteza dos participantes no mercado acerca da evolução a curto prazo nos diferentes mercados financeiros. Em 2004, existia alguma preocupação acerca da possibilidade de os níveis relativamente baixos da volatilidade implícita não serem totalmente justificados, na medida em que podiam estar a baixar devido a factores para além das expectativas dos participantes no mercado acerca da volatilidade realizada no futuro. Essa potencial “má avaliação” da volatilidade podia constituir, entre outros factores, um risco para a estabilidade financeira. Se as instituições financeiras, por exemplo, respondem à menor volatilidade aumentando em conformidade a sua exposição ao risco, podem incorrer em perdas

Gráfico A Volatilidade implícita nos mercados financeiros na área do euro

(percentagens por ano; dados mensais)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

1) Índice de volatilidade para o índice DAX alemão, medindo a volatilidade implícita para os 45 dias seguintes.

2) Volatilidade implícita das opções de contratos de futuros sobre obrigações federais alemãs com 22 dias úteis até ao vencimento.

3) Volatilidade implícita das opções de contratos da taxa de câmbio USD/EUR com cerca de um mês até ao vencimento.

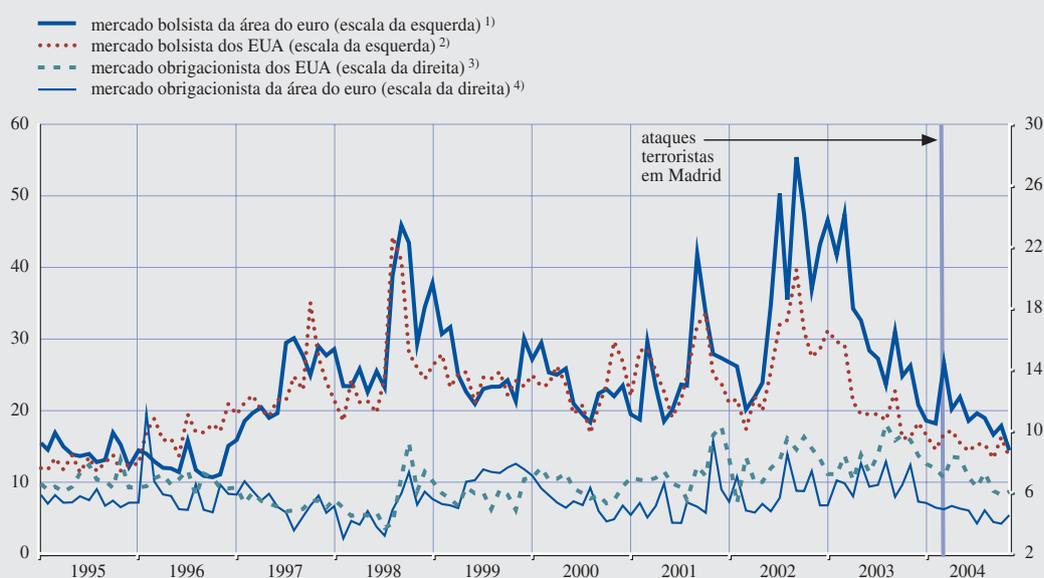
avultadas nas suas carteiras de activos, se ocorrer uma correcção em alta da volatilidade. De acordo com evidência empírica, não foi detectada uma má avaliação, e a redução da volatilidade implícita em vários mercados financeiros foi correctamente seguida por uma menor volatilidade realizada¹. Por sua vez, a menor volatilidade realizada pode ser explicada, por exemplo, pelo processo de normalização em curso, especialmente nos mercados bolsistas mundiais, após anos de evolução excepcionalmente turbulenta.

O Gráfico A mostra a volatilidade implícita (i) no índice alemão DAX, medida pelo índice de volatilidade VDAX, (ii) nas obrigações de dívida pública de longo prazo, resultante dos preços das opções dos contratos de futuros alemães com 22 dias úteis até ao vencimento, e (iii) na taxa de câmbio do euro face ao dólar dos EUA, resultante de opções sobre moeda estrangeira com cerca de um mês até ao vencimento. Uma vez que todas estas opções são do mesmo dia e têm sensivelmente o mesmo prazo até ao vencimento, a série da volatilidade implícita apresentada no gráfico mede a incerteza dos participantes no mercado nos três segmentos de mercado num horizonte de curto prazo semelhante.

No passado, parece ter havido um grau muito baixo de co-movimento na volatilidade esperada a curto prazo nos diferentes segmentos do mercado, excepto em períodos ocasionais de turbulência entre mercados, provavelmente desencadeados mais por choques comuns do que por choques específicos de cada mercado. Mais recentemente, a redução da volatilidade nos

Gráfico B Volatilidade implícita nos mercado obrigacionista e bolsista na área do euro e nos Estados Unidos

(percentagens por ano; dados mensais)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

1) Índice de volatilidade para o índice DAX alemão, medindo a volatilidade implícita para os 45 dias seguintes.

2) Índice de volatilidade para o índice S&P 500, medindo a volatilidade implícita para os 30 dias seguintes.

3) Volatilidade implícita das opções de contratos de futuros do Tesouro norte-americano com 22 dias úteis até ao vencimento.

4) Volatilidade implícita das opções de contratos de futuros sobre obrigações federais alemãs com 22 dias úteis até ao vencimento.

1 Ver as caixas intituladas “Tendências recentes da volatilidade implícita no mercado bolsista” e “Tendências recentes da volatilidade implícita no mercado obrigacionista”, respectivamente, nas edições de Novembro e Dezembro de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

primeiros três trimestres de 2004 foi muito semelhante em todos os mercados. Na ausência de evidência de má avaliação da volatilidade, tal poderá sugerir confiança generalizada e gradualmente crescente entre os participantes no mercado financeiro acerca de condições de mercado mais tranquilas a curto prazo. Contudo, nos últimos meses de 2004, a forte diminuição da volatilidade implícita na taxa de câmbio USD/EUR parou, no contexto de uma nova aceleração da fragilidade do dólar.

Actualmente, os mercados de capitais encontram-se fortemente integrados, existindo ligações de volatilidade significativas, a nível internacional, em cada segmento do mercado. O Gráfico B mostra a volatilidade implícita nos mercados bolsistas quer nos Estados Unidos quer na área do euro, medida pelos índices VIX e VDAX, respectivamente, e a volatilidade implícita nos correspondentes mercados de obrigações de longo prazo, derivada das opções sobre contratos de futuros alemães e dos EUA, respectivamente.

O gráfico ilustra claramente que existe um elevado grau de co-movimento na volatilidade implícita em ambas as classes de activos nos Estados Unidos e na área do euro. Para além disso, as ligações internacionais parecem ser ligeiramente mais fortes nos mercados accionistas do que nos mercados de obrigações de dívida pública de longo prazo. Ainda assim, os factores específicos de cada país e do mercado podem desempenhar um papel dominante. Por exemplo, os ataques terroristas de 11 de Março de 2004, em Madrid, tiveram um impacto maior, se bem que temporário, na volatilidade esperada no mercado bolsista na área do euro do que nos Estados Unidos. O gráfico também ilustra que a descida global da volatilidade implícita nos últimos anos não se restringiu à área do euro.

Em suma, as ligações dentro de certas classes de activos financeiros nas várias áreas geográficas são muito fortes, em especial nos mercados accionistas. Embora a volatilidade implícita não tenda em geral a evoluir paralelamente em todos os segmentos de mercado em circunstâncias normais, parece existir uma relação mais forte em períodos de turbulência. O recente alinhamento da volatilidade implícita nas três classes de activos é digno de nota, uma vez que não esteve relacionado com nenhuma turbulência financeira, reforçando uma antevisão generalizada por parte dos participantes no mercado de condições mais calmas no mercado financeiro no futuro próximo do que o esperado no início de 2004.

No início de 2005, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo nos mercados mundiais continuaram a descer, recuperando acentuadamente por volta de meados de Fevereiro de 2005. Em consequência, em 24 de Fevereiro, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos quer na área do euro quer nos Estados Unidos situavam-se em níveis semelhantes aos registados no final de 2004.

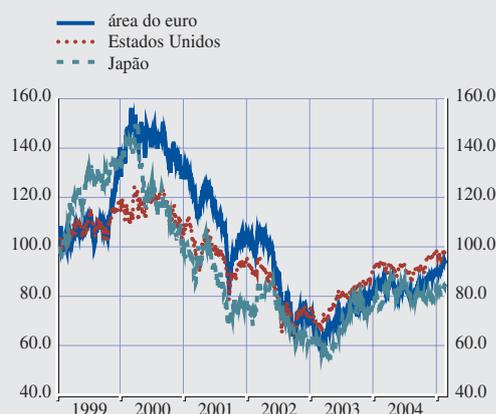
MERCADOS ACCIONISTAS DA ÁREA DO EURO CONTINUARAM A REGISTRAR FORTES GANHOS EM 2004

Em 2004, os preços das acções da área do euro continuaram a tendência ascendente observada a partir do início de 2003 (ver Gráfico 13). O índice Dow Jones EURO STOXX terminou o ano com um ganho de cerca de 10% em comparação com o final do ano anterior, ou seja, um aumento ligeiramente superior ao dos índices Standard & Poor's 500 e Nikkei 225.

Os aumentos globais dos preços das acções na área do euro parecem ter reflectido vários

Gráfico 13 Principais índices bolsistas¹⁾

(índice: 1 de Janeiro de 1999 = 100; dados diários)



Fontes: Reuters, Thomson Financial Datastream e cálculos do BCE.

1) Índice Dow Jones EURO STOXX alargado para a área do euro, Standard & Poor's 500 para os Estados Unidos e Nikkei 225 para o Japão. A partir de Janeiro de 2001, os dados da área do euro também incluem a Grécia.

Gráfico 14 Crescimento dos lucros empresariais observados e previstos

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



Fonte: Thomson Financial Datastream (estimativas de lucros dos analistas do Institutional Brokers Estimate System, IBES).

factores, em particular a queda das taxas de juro de longo prazo e o forte crescimento nos lucros observados e nos pagamentos de dividendos (ver Gráfico 14).

A redução significativa da volatilidade no mercado bolsista, que sugeriu incerteza reduzida entre os participantes no mercado acerca das perspectivas sobre o mercado bolsista, parece ter também contribuído positivamente para os ganhos nos preços das acções ao longo do ano (ver também Caixa 3). Factores potencialmente negativos, tais como as perspectivas ligeiramente menos optimistas acerca do crescimento mundial, em resultado de aumentos do preço do petróleo, e – particularmente na parte final de 2004 – da evolução das taxas de câmbio, parecem ter tido apenas um efeito atenuador sobre os preços das acções.

No que respeita à desagregação sectorial, em 2004 o aumento dos preços das acções da área do euro foi generalizado. Dos dez sectores económicos abrangidos pelo índice Dow Jones EURO STOXX, apenas um (tecnologia) registou preços das acções mais baixos no final

de 2004 do que no período homólogo do ano anterior. Os ganhos mais fortes foram registados nos sectores dos cuidados de saúde e serviços básicos, embora o sector das telecomunicações também tenha recuperado em 2004. O sector dos produtos energéticos também ultrapassou o índice global, apoiado pelo facto de as suas receitas estarem positivamente ligadas à evolução dos preços do petróleo. Este factor também contribuiu para o comportamento do sector dos serviços básicos, uma vez que os desvios da procura para fontes de energia alternativas, tais como o gás natural, são comuns em períodos de preços do petróleo elevados. Pelo contrário, o sector do consumo foi mais fraco do que o índice global em 2004, quer para os bens e serviços cíclicos quer para os não cíclicos. Tal pode reflectir as preocupações dos investidores acerca do dinamismo da procura interna na área do euro, e do consumo privado em particular.

A tendência ascendente na evolução dos preços mundiais das acções continuou nos primeiros dois meses de 2005. O índice Dow Jones EURO STOXX ganhou mais de 3% entre o final de 2004 e 24 de Fevereiro de 2005, tendo os índices

Standard & Poor's 500 e Nikkei 25 também registado um ligeiro aumento no mesmo período. Estes aumentos dos preços parecem ter sido principalmente suportados pela forte melhoria da rentabilidade das empresas.

FORTE PROCURA DE FINANCIAMENTO DAS FAMÍLIAS

A procura de financiamento por parte do sector das famílias foi forte em 2004, como reflectido pelo facto de a taxa de crescimento média anual dos empréstimos das IFM às famílias ter subido para 7.8%. A dinâmica dos empréstimos às famílias em 2004 manteve a tendência ascendente observada a partir do primeiro trimestre de 2002, tendo estado essencialmente relacionada com o crescimento robusto dos empréstimos a longo prazo. Nos três primeiros trimestres de 2004, a taxa de crescimento homóloga do total de empréstimos às famílias foi superior à dos empréstimos concedidos por IFM, apontando para a continuação da elevada taxa de crescimento dos empréstimos concedidos por outras instituições financeiras (OIF) no contexto da titularização de hipotecas residenciais em alguns países.

Os empréstimos de longo prazo das IFM às famílias consistiram sobretudo em empréstimos para aquisição de habitação. A forte dinâmica desta componente foi apoiada pelo dinamismo da evolução dos preços da habitação em vários países da área do euro e pela continuação do crescimento dos preços da habitação a uma taxa homóloga superior a 7% para o conjunto da área do euro, no primeiro semestre de 2004. Os dados disponíveis sugerem que o crescimento do endividamento das famílias para aquisição de habitação permaneceu lento na maioria dos países com moderada evolução dos preços da habitação, mas foi forte nos países em que os preços da habitação subiram rapidamente (ver Gráfico 15). Em alguns países da área do euro, a evolução dos preços da habitação e do financiamento para aquisição de habitação poderá ter também contribuído para apoiar o crescimento do consumo. O aumento dos preços da habitação criou maiores necessidades de financiamento, mas também poderá ter

Gráfico 15 Dinamismo do mercado da habitação e crédito à habitação nos países da área do euro

(crescimento homólogo médio entre 1998 e 2003; percentagens)



Fonte: Cálculos do BCE com base em dados das IFM para empréstimos e nos dados nacionais mais recentes disponíveis sobre os preços da habitação.

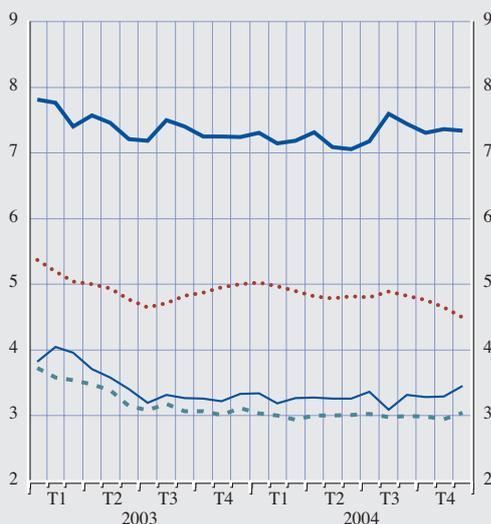
melhorado o acesso das famílias ao crédito, aumentando o montante de garantias disponível. Ao mesmo tempo, o forte crescimento dos empréstimos para aquisição de habitação pode por si mesmo ter-se convertido numa fonte de aumentos dos preços da habitação.

Um factor subjacente ao forte crescimento dos empréstimos para aquisição de habitação foi o baixo custo de financiamento dos empréstimos à habitação, que desceu de novo em 2004 face ao nível prevalecente nos anos anteriores, que já era baixo, aumentando a capacidade de aquisição de habitação. As taxas de juro das IFM dos novos empréstimos para aquisição de habitação com fixação inicial de taxa entre 5 e 10 anos registaram uma descida de 52 pontos base no decurso do ano e situaram-se em 4.49% em Dezembro de 2004 (ver Gráfico 16), reflectindo a evolução das taxas de juro de mercado comparáveis das obrigações de dívida pública de médio prazo. A disponibilidade global de financiamento às famílias parece também ter melhorado em 2004. Na verdade, os resultados do inquérito do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito sugerem que os critérios aplicados à concessão de crédito pelos bancos para a aprovação de empréstimos para aquisição de habitação passaram a ser ligeiramente menos restritivos nos últimos três trimestres de 2004.

Gráfico 16 Taxas de juro das IFM aplicadas aos empréstimos a famílias e a sociedades não financeiras

(percentagens por ano; taxas de novas operações; excluindo descobertos bancários; com ponderadores ajustados ¹⁾)

- empréstimos a famílias para consumo com taxa variável e fixação inicial de taxa até um ano
- empréstimos a famílias para aquisição de habitação com fixação inicial de taxa superior a cinco e inferior a dez anos
- - - - empréstimos a sociedades não financeiras acima do valor de €1 milhão com taxa variável e fixação inicial de taxa até um ano
- empréstimos a sociedades não financeiras acima do valor de €1 milhão com fixação inicial de taxa superior a um e inferior a cinco anos



Fonte: BCE.

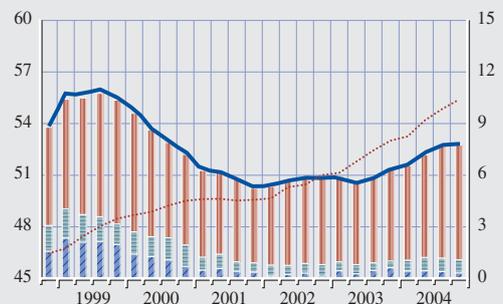
1) Para o período a partir de Dezembro de 2003, as taxas de juro das IFM com ponderadores ajustados são calculadas utilizando pesos dos países construídos a partir de uma média móvel de doze meses dos volumes de novas operações. Relativamente ao período anterior, de Janeiro a Novembro de 2003, as taxas de juro das IFM com ponderadores ajustados são calculadas utilizando pesos dos países construídos a partir da média dos volumes de novas operações em 2003. Para mais informações, ver a caixa intitulada "Análise das taxas de juro das IFM a nível da área do euro", na edição de Agosto de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

A taxa de crescimento homóloga do crédito ao consumo também se fortaleceu em 2004, embora a partir de um nível mais moderado, e com um desfasamento face à evolução do crédito para aquisição de habitação. Este fortalecimento poderá reflectir a melhoria gradual do indicador de confiança dos consumidores da Comissão Europeia, num contexto de taxas de juro relativamente baixas dos empréstimos às famílias para consumo. Os resultados do inquérito do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito também indicam que a disponibilidade do crédito ao consumo e outros

Gráfico 17 Rácio da dívida em relação ao PIB e crescimento dos empréstimos a famílias

(rácio da dívida em relação ao PIB e crescimento homólogo em percentagem; contributo para a taxa de crescimento homóloga em pontos percentuais)

- taxa de crescimento homóloga dos empréstimos (escala da direita)
- contributo dos empréstimos para aquisição de habitação (escala da direita)
- contributo do crédito ao consumo (escala da direita)
- contributo de outros empréstimos (escala da direita)
- rácio da dívida em relação ao PIB (escala da esquerda)



Fonte: BCE.

Nota: O rácio da dívida em relação ao PIB é ligeiramente mais baixo com base nas contas financeiras trimestrais do que com base nas contas financeiras anuais, principalmente devido ao facto de os empréstimos concedidos pelos sectores não financeiros e bancos fora da área do euro não estarem incluídos.

empréstimos melhorou, à medida que as condições de crédito passaram a ser menos restritivas no decurso de 2004.

AUMENTO DA DÍVIDA DAS FAMÍLIAS

O aumento do endividamento das famílias resultou numa nova subida do rácio da dívida das famílias em relação ao PIB (ver Gráfico 17), a qual reflecte sobretudo a mudança para uma conjuntura de estabilidade de preços e taxas de juro mais baixas em vários países da área do euro após a adopção do euro. De facto, o grau de esforço associado ao serviço da dívida (ou seja, o rácio dos pagamentos de juros e reembolsos do capital em relação ao rendimento disponível) permaneceu relativamente baixo em resultado do nível reduzido das taxas de juro. O rácio da dívida em relação ao PIB das famílias da área do euro também permaneceu baixo em relação, por exemplo, ao Reino Unido e aos Estados Unidos. No entanto, esta subida da dívida não deixa de implicar risco, uma vez que fez aumentar a exposição das famílias a variações das taxas de

juro, do rendimento e dos preços dos activos. O risco de maior sensibilidade aplica-se, por exemplo, às famílias que, nas condições de taxas de juro historicamente baixas, financiaram hipotecas a taxas variáveis com pagamentos de juros iniciais baixos. As estimativas desta sensibilidade estão rodeadas de considerável incerteza porque, por exemplo, a percentagem da dívida hipotecária existente exposta a variações das condições das taxas de juro prevaletentes depende das características dos contratos hipotecários subjacentes. Estas características estão relacionadas com a estrutura do mercado hipotecário nacional, hábitos culturais e factores históricos, bem como com questões regulamentares e orçamentais, os quais variam substancialmente dentro da área do euro⁴.

BAIXO CUSTO DO FINANCIAMENTO EXTERNO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

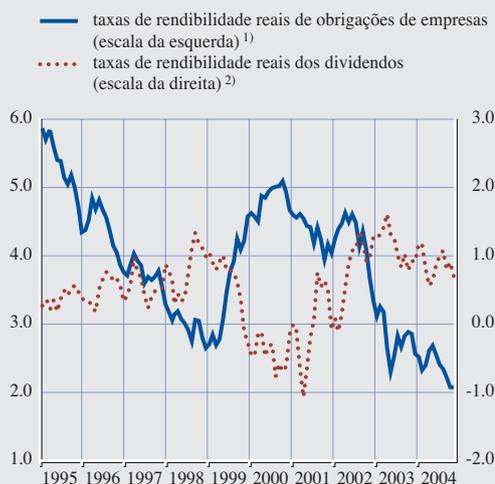
As condições de financiamento por dívida das sociedades não financeiras da área do euro permaneceram bastante favoráveis no decurso de 2004, como reflectido nas taxas de mercado das obrigações de empresas e nas taxas de juro bancárias. As empresas usufruíram de custos reduzidos de financiamento por dívida e de um acesso, no geral, não condicionado a fontes de financiamento.

Relativamente ao financiamento sob a forma de títulos, as taxas de rendibilidade das obrigações emitidas por sociedades não financeiras situaram-se em níveis historicamente baixos tanto em termos nominais como reais (ver Gráfico 18). Ao mesmo tempo, as taxas de rendibilidade reais dos dividendos (que podem ser vistas como um indicador do custo real do financiamento através de acções), embora tenham permanecido num nível ligeiramente acima da sua média histórica desde meados da década de 90, desceram face ao pico observado em 2003.

O custo reduzido do financiamento através de obrigações é, em larga medida, uma consequência dos níveis historicamente baixos das taxas de juro ao longo do espectro de

Gráfico 18 Indicadores de custos de financiamento com base no mercado das sociedades não financeiras

(percentagens por ano)



Fontes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecasts.

1) As taxas de rendibilidade das obrigações de sociedades não financeiras têm por base um índice compilado pela Merrill Lynch referente a sociedades não financeiras com classificação *investment grade* e um índice de elevada rendibilidade. Antes de Abril de 1998, apenas se encontram disponíveis dados nacionais (Bélgica, França, Alemanha, Itália, Países Baixos e Espanha). As taxas de rendibilidade são agregadas utilizando pesos do PIB correspondentes à paridade do poder de compra em 2001. As taxas de rendibilidade nominais são deflacionadas pelas expectativas de inflação médias (publicadas pela Consensus Economics Forecasts) ao longo de um período equivalente à duração média das obrigações de empresas.

2) As taxas de rendibilidade dos dividendos são definidas como os dividendos anuais, previstos pelos participantes no mercado, expressos em percentagem do preço das acções. As taxas de rendibilidade nominais são deflacionadas pelo IHPC.

maturidades, bem como um reflexo da percepção dos investidores de perspectivas positivas para o risco de crédito das empresas na área do euro. Os diferenciais entre as obrigações de empresas e as obrigações de dívida pública, em particular para as obrigações com notações AA e BBB, diminuíram de novo em 2004, face a níveis já muito baixos. A diminuição dos diferenciais pode ser explicada por factores fundamentais, tais como a acentuada descida da volatilidade nos mercados financeiros (ver a Caixa 3 intitulada “Tendências comuns da volatilidade implícita no mercado financeiro”)

4 Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Características dos contratos hipotecários na área do euro” na edição de Novembro de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

e a melhoria da rentabilidade das empresas. Ao mesmo tempo, num contexto de taxas de juro baixas, não se pode excluir a possibilidade de uma acentuada procura de rentabilidade por parte dos investidores ter continuado a desempenhar um papel na queda das taxas de rentabilidade das obrigações de empresas.

Relativamente aos custos de financiamento associados aos empréstimos de IFM, que constituem a principal forma de financiamento por dívida das sociedades não financeiras, as taxas de juro das IFM permaneceram globalmente estáveis em 2004 (ver Gráfico 16), após as descidas registadas em 2002 e 2003, tendo sido bastante baixas em termos globais.

As empresas também poderão ter tido um acesso mais facilitado ao crédito bancário em 2004. Os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito realizado pelo Eurosistema indicam uma diminuição gradual da restritividade líquida dos critérios aplicados à concessão de empréstimos às empresas durante o primeiro semestre de 2004, que resultou num abrandamento líquido da restritividade no segundo semestre. Ao mesmo tempo, verificaram-se algumas diferenças entre grandes empresas e pequenas e médias empresas em termos de custos de financiamento (ver a Caixa 4 intitulada “Foram as pequenas e médias empresas sujeitas a condições de financiamento menos favoráveis do que as grandes empresas na área do euro em 2004?”).

Caixa 4

FORAM AS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS SUJEITAS A CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO MENOS FAVORÁVEIS DO QUE AS GRANDES EMPRESAS NA ÁREA DO EURO EM 2004?

As pequenas e médias empresas (PME) podem, em geral, ser sujeitas a condições mais restritivas, em termos de custos de financiamento e acesso a financiamento externo, do que as grandes empresas. Em contraste com as empresas maiores, as PME normalmente não conseguem obter financiamento nos mercados de capitais e, portanto, têm de recorrer predominantemente ao crédito bancário ou a tipos de financiamento externo mais onerosos (por exemplo, crédito comercial, *leasing*, *factoring*, etc.). Adicionalmente, é de esperar que as empresas de menor dimensão sejam, em média, mais prejudicadas por problemas relacionados com falta de informação dos potenciais credores quando tentam obter financiamento, pois são muitas vezes mais jovens e enfrentam requisitos de reporte menos rigorosos (ou seja, prestam declarações contabilísticas menos pormenorizadas, etc.). Além disso, as PME tendem a ter menos garantias (por exemplo, activos fixos) para oferecer, as quais poderiam mitigar os problemas de informação inadequada, do que as empresas maiores e mais estabelecidas. Consequentemente, os bancos podem muitas vezes aplicar critérios mais restritivos à concessão de empréstimos às empresas menores e mais jovens, uma vez que tendem a ter menos informação sobre essas empresas.

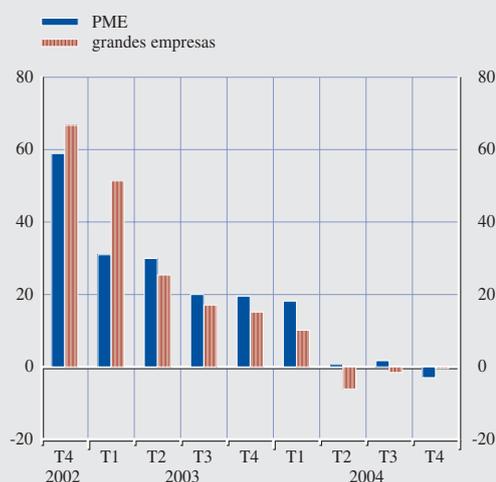
Além disso, as PME enfrentam muitas vezes custos de financiamento mais elevados (por exemplo, em termos de taxas de juro bancárias) do que as empresas maiores. As taxas de juro relativamente mais elevadas dos empréstimos de pequena dimensão podem ser explicadas por vários factores. Por exemplo, poderão existir custos fixos de crédito que não sejam proporcionais à dimensão do empréstimo. As pequenas empresas também poderão representar maiores riscos do que as empresas maiores e mais estabelecidas (embora os efeitos de diversificação para os bancos possam ser ainda maiores com respeito aos empréstimos às PME). Adicionalmente, poderá haver falta de concorrência entre os mutuantes às PME,

os quais poderão, assim, estar mais habilitados a “aprisionar” os respectivos mutuários de pequena dimensão, aumentando desse modo os custos desses mutuários para mudar de banco. Além do mais, devido ao acesso relativamente restringido ao financiamento externo e aos respectivos custos mais elevados, tradicionalmente as PME recorrem mais ao financiamento interno, pelo que detêm, em média, mais activos líquidos nos seus balanços. Dado que a detenção de activos líquidos é onerosa, essa situação poderá representar um encargo adicional para as pequenas empresas¹.

Neste contexto, recentemente tem vindo a dar-se maior atenção às condições de financiamento das PME da área do euro. O inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito (*bank lending survey* (BLS)), que é realizado pelo Eurosistema quatro vezes por ano, apresenta informação qualitativa sobre as condições de financiamento das PME e das grandes empresas. Em particular, o BLS apresenta as alterações dos critérios aplicados à concessão de empréstimos a grandes empresas e a PME (ver Gráfico A). Desde o quarto trimestre de 2002, os critérios aplicados pelos bancos à concessão de empréstimos às PME e às grandes empresas seguiram um padrão globalmente similar de descida gradual da restritividade líquida dos critérios aplicados à concessão de crédito. No que se refere às grandes empresas, estes critérios, em média, tenderam a ter uma restritividade ligeiramente menor, tendo mesmo sido aligeirados (em termos líquidos) a partir do segundo trimestre de 2004. No quarto trimestre de 2004, a restritividade líquida dos critérios aplicados à concessão de empréstimos às PME desceu relativamente mais, tendo abrandado pela primeira vez desde o início do BLS.

Gráfico A Alterações aos critérios de concessão de crédito aplicados à aprovação de empréstimos ou linhas de crédito a sociedades não financeiras

(percentagens líquidas)



Fonte: BCE.

Nota: As percentagens líquidas referem-se à diferença entre a soma das percentagens de “passaram a ser consideravelmente mais restritivos” e “passaram a ser ligeiramente mais restritivos” e a soma das percentagens de “passaram a ser ligeiramente menos restritivos” e “passaram a ser consideravelmente menos restritivos”.

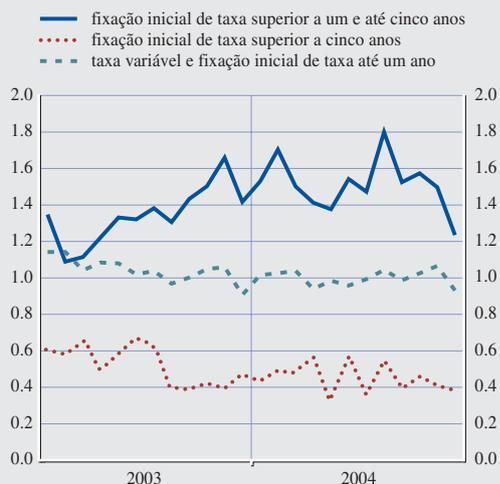
A introdução das novas estatísticas de taxas de juro das IFM (a partir de Janeiro de 2003) permite a comparação das taxas para empréstimos de diferentes dimensões (abaixo e acima do valor de €1 milhão)². Partindo do princípio que os empréstimos acima do valor de €1 milhão são concedidos com maior frequência a grandes empresas, uma comparação das taxas de juro cobradas para empréstimos de diferentes dimensões poderá prestar alguma informação sobre os custos de financiamento das PME, em comparação com os das grandes empresas. Naturalmente, esta é necessariamente uma distinção grosseira. No período de Janeiro de 2003 a Dezembro de 2004, o nível das taxas de juro para os empréstimos de pequena dimensão das

1 Para uma discussão mais pormenorizada do financiamento das PME na Europa, ver “*Europe’s changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises*”, Documentos do BEI, vol. 8, n.º 2, 2003, e “*SMEs and access to finance*” da Comissão Europeia, Observatório das PME Europeias, 2003, n.º 2.

2 Ver também a Caixa 13 intitulada “Integração financeira no mercado de crédito da área do euro” mais à frente neste relatório.

Gráfico B Diferenciais de taxas de juro de IFM entre empréstimos de pequena e de grande dimensão a sociedades não financeiras ^{1), 2)}

(pontos percentuais; empréstimos para novas operações)



Fonte: BCE.

1) Para o período a partir de Dezembro de 2003, as taxas de juro das IFM com ponderadores ajustados são calculadas utilizando pesos dos países construídos a partir de uma média móvel de doze meses dos volumes de novas operações. Relativamente ao período anterior, de Janeiro a Novembro de 2003, as taxas de juro das IFM com ponderadores ajustados são calculadas utilizando pesos dos países construídos a partir da média dos volumes de novas operações em 2003. Para mais informações, ver a caixa intitulada "Análise das taxas de juro das IFM a nível da área do euro", na edição de Agosto de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

2) Os empréstimos de pequena dimensão são empréstimos até ao valor de €1 milhão e os empréstimos de grande dimensão são empréstimos acima do valor de €1 milhão.

financiamento das PME tenha permanecido relativamente elevado em comparação com as grandes empresas, a evolução em 2004 foi semelhante para pequenas e grandes empresas. Ao mesmo tempo, alguma evidência sugere que o acesso ao financiamento das PME melhorou significativamente no mesmo período.

IFM (medido pelas taxas de juro das IFM de empréstimos até ao valor de €1 milhão a sociedades não financeiras) foi mais elevado entre 0.4 e 1.8 pontos percentuais do que o nível das taxas de juro dos empréstimos de maior dimensão das IFM (medido pelas taxas de juro das IFM dos empréstimos acima do valor de €1 milhão a sociedades não financeiras) (ver Gráfico B). No geral, desde Janeiro de 2003, os diferenciais entre os empréstimos de pequena dimensão e os empréstimos de grande dimensão variaram apenas ligeiramente. Analisando mais pormenorizadamente a evolução recente, em 2004 o diferencial das taxas de juro dos empréstimos de pequena dimensão face às taxas dos empréstimos de grande dimensão com fixação inicial de taxa entre 1 e 5 anos e às taxas desses empréstimos com fixação inicial de taxa superior a 5 anos diminuiu ligeiramente (10 e 15 pontos base, respectivamente), enquanto permaneceu praticamente inalterado face às taxas de juro dos empréstimos a taxa variável e fixação inicial de taxa até 1 ano.

É difícil tirar conclusões seguras com base nos dados disponíveis. Embora o custo de

RECURSO LIMITADO AO FINANCIAMENTO EXTERNO DURANTE 2004

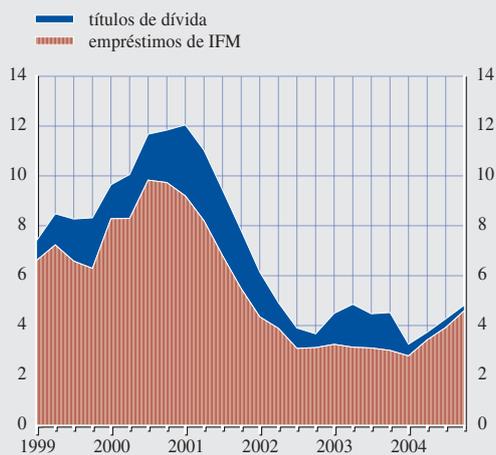
Apesar de as condições de financiamento permanecerem favoráveis, as sociedades não financeiras tiveram um recurso limitado ao financiamento externo em 2004. A taxa de crescimento homóloga do financiamento por dívida situou-se em 4.8% no final de 2004, ligeiramente mais elevada do que os 4.5% observados no final de 2003. No segundo semestre de 2004, subiu ligeiramente, sobretudo devido a um aumento do financiamento através de empréstimos (ver Gráfico 19). De facto, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos

de IFM a sociedades não financeiras subiu de 3.5% no final de 2003 para 5.4% no final de 2004. Ao mesmo tempo, a taxa de crescimento da actividade de emissão líquida de títulos de dívida das sociedades não financeiras foi consideravelmente mais baixa em 2004 do que no ano anterior, descendo de 10.5% no final de 2003 para 2.4% no final de 2004.

O facto de os fluxos de financiamento por dívida, em termos globais, terem permanecido relativamente moderados poderá estar relacionado com vários factores. Em primeiro lugar, a melhoria na rentabilidade das empresas,

Gráfico 19 Contributo para a taxa de crescimento homóloga da dívida das sociedades não financeiras

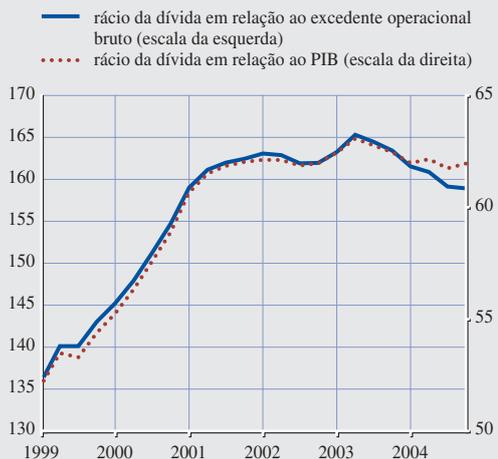
(pontos percentuais)



Fonte: BCE.

Gráfico 20 Indicadores de balanço para sociedades não financeiras

(percentagens)



Fontes: BCE e Eurostat.

Nota: Os valores relativos ao quarto trimestre de 2004 foram estimados com base em transacções apresentadas nas estatísticas monetárias e bancárias e nas estatísticas de emissões de títulos. Os rácios da dívida são ligeiramente mais baixos com base nas contas financeiras trimestrais do que com base nas contas financeiras anuais, sobretudo devido ao facto de os empréstimos concedidos pelos sectores não financeiros e bancos fora da área do euro não estarem incluídos.

pele menos para as grandes empresas do índice Dow Jones EURO STOXX (ver Gráfico 14), ao impulsionarem as poupanças internas, poderá ter reforçado os incentivos às empresas para reduzir a respectiva dívida total. Em segundo lugar, o crescimento relativamente lento do financiamento por dívida poderá também reflectir a natureza gradual da recuperação económica em curso. A este respeito, as empresas parecem adoptar uma abordagem cautelosa de esperar para ver relativamente ao financiamento de grandes investimentos de capital adicionais.

Em 2004, verificou-se também um abrandamento do financiamento indirecto das sociedades não financeiras através de empresas do sector das sociedades financeiras não monetárias. Este sector inclui subsidiárias financeiras de sociedades não financeiras, veículos de titularização e outras sociedades que mobilizam capital em nome dos bancos.

A taxa de crescimento homóloga da emissão líquida de títulos de dívida por sociedades financeiras não monetárias desceu de 22.3% no final de 2003 para 13.2% no final de 2004. Não obstante, permaneceu forte em comparação com a actividade de emissão dos outros sectores.

A taxa de crescimento homóloga da emissão de acções cotadas por sociedades não financeiras na área do euro situou-se em 0.9% no final de 2004, praticamente inalterada face ao nível muito reduzido observado nos últimos dois anos. O reduzido recurso ao financiamento através de acções resulta da procura relativamente baixa de financiamento externo e do custo muito reduzido de outras fontes de financiamento. A reduzida emissão líquida de acções cotadas também reflecte, de alguma forma, alguns desenvolvimentos mais estruturais, tais como a retirada de acções da bolsa e operações de recompra, que são principalmente realizadas por empresas que

geraram numerário suficiente para reinvestir na sua actividade e readquirir as suas acções.

As condições de financiamento favoráveis conduziram a uma melhoria das posições do balanço das empresas em 2004 (ver Gráfico 20). Numa perspectiva histórica, os rácios da dívida das empresas permaneceram num nível relativamente elevado. Contudo, em resultado da descida geral das taxas de juro das IFM, estes não resultaram em custos com o serviço da dívida muito mais elevados para as sociedades não financeiras nos últimos anos.

2.3 EVOLUÇÃO DOS PREÇOS

A inflação medida pelo IHPC global na área do euro situou-se numa média de 2.1% em 2004, inalterada face ao ano anterior (ver Quadro 1). Os preços mais elevados do petróleo e novos aumentos dos impostos indirectos e dos preços administrados foram os principais factores que exerceram pressões ascendentes sobre os preços. Estes foram compensados por um novo fortalecimento do euro, por condições moderadas da procura e pela descida substancial da taxa de crescimento homóloga dos preços dos produtos

alimentares não transformados. No entanto, apesar do impacto ascendente considerável da evolução dos preços do petróleo sobre os preços no consumidor da área do euro, houve pouca evidência de surgimento de pressões inflacionistas subjacentes mais fortes na economia da área do euro. Os preços no produtor cresceram a uma taxa média anual de 2.3% em 2004, face a 1.4% em 2003, em larga medida devido a aumentos dos preços dos bens energéticos e dos bens intermédios. Contudo, registaram-se apenas sinais limitados de uma transmissão significativa aos preços numa fase mais avançada da cadeia de produção. De igual modo, os aumentos salariais permaneceram contidos em 2004, no contexto de um crescimento e uma evolução do mercado de trabalho moderados.

Em Janeiro de 2005, a inflação medida pelo IHPC global caiu para 1.9%, uma descida de 0.5 pontos percentuais face a Dezembro de 2004. Esta descida foi generalizada nas componentes da inflação medida pelo IHPC e parcialmente motivada por efeitos de base. Também reflectiu influências favoráveis adicionais da descida da taxa de crescimento homóloga dos preços dos produtos energéticos, da queda dos preços dos produtos alimentares não transformados e de

Quadro 1 Evolução dos preços

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

	2002	2003	2004	2003 T4	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4	2004 Dez.	2005 Jan.
IHPC e suas componentes										
Índice global	2.3	2.1	2.1	2.0	1.7	2.3	2.2	2.3	2.4	1.9
Produtos energéticos	-0.6	3.0	4.5	1.6	-1.5	4.8	6.3	8.5	6.9	6.2
Produtos alimentares transformados	3.1	3.3	3.4	3.8	3.5	3.9	3.6	2.8	3.2	2.8
Produtos alimentares não transformados	3.1	2.1	0.6	3.6	2.2	1.5	-0.3	-0.7	0.0	-0.6
Produtos industriais não energéticos	1.5	0.8	0.8	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8	0.5
Serviços	3.1	2.5	2.6	2.4	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7	2.4
Outros indicadores de preços e de custos										
Preços da produção industrial ¹⁾	-0.1	1.4	2.3	1.0	0.2	2.0	3.1	3.8	3.5	.
Preços do petróleo (EUR por barril) ²⁾	26.5	25.1	30.5	24.5	25.0	29.3	33.3	34.5	30.0	33.6
Preços das matérias-primas ³⁾	-0.9	-4.5	10.8	-1.2	9.8	20.9	11.9	1.3	-0.2	-1.9

Fontes: Eurostat, Thomson Financial Datastream e Instituto de Economia Internacional de Hamburgo.

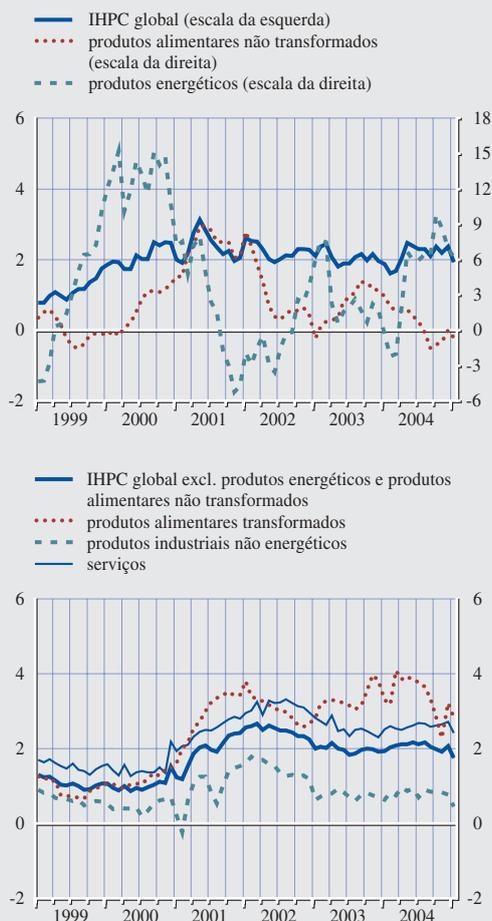
1) Excluindo a construção.

2) Brent Blend (para entrega a um mês).

3) Excluindo produtos energéticos; em EUR.

Gráfico 21 Desagregação da inflação medida pelo IHPC: principais subcomponentes

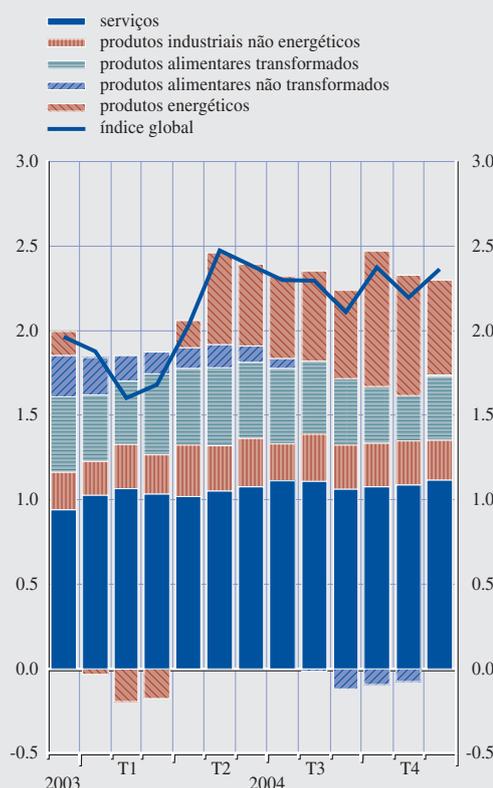
(taxas de variação homólogas (%); dados mensais)



Fonte: Eurostat.

Gráfico 22 Contributos das subcomponentes para a inflação medida pelo IHPC

(contributos anuais em pontos percentuais; dados mensais)



Fonte: Eurostat.

Nota: Devido a arredondamentos, os contributos não correspondem exactamente ao índice global.

maiores descontos sazonais de vendas em alguns países da área do euro.

INFLAÇÃO GLOBAL AFECTADA POR COMPONENTES VOLÁTEIS

As componentes voláteis do IHPC, em particular os preços dos produtos energéticos e, em menor grau, os preços dos produtos alimentares não transformados, explicam em larga medida o padrão de evolução da inflação global em 2004 (ver Gráfico 21).

Os preços do petróleo foram mais elevados do que o esperado em 2004. Em Dezembro, o preço

médio em euros de um barril de petróleo bruto Brent situava-se 25% acima da média registada em Dezembro de 2003 (para mais pormenores sobre o impacto dos preços do petróleo na economia da área do euro, ver a Caixa 5). Isto exerce pressões ascendentes directas significativas sobre os preços no consumidor dos produtos energéticos na área do euro, que aumentaram, em média, 4.5% em 2004, face a 3.0% em 2003. O seu contributo de 0.4 pontos percentuais para a taxa de inflação média anual em 2004 foi o mais elevado em quatro anos (ver Gráfico 22).

Impulsionada por fortes efeitos de base na componente de produtos energéticos do IHPC, a inflação global desceu para cerca de 1.7% em termos homólogos no primeiro trimestre de 2004, tendo posteriormente começado a subir, em linha com aumentos inesperados dos preços dos produtos energéticos, atingindo um valor máximo de 2.5% em Maio. Estas pressões ascendentes compensaram largamente o impacto moderador dos preços dos produtos alimentares não transformados, cuja taxa de crescimento anual desceu de 2.1%, em média, em 2003 para 0.6% em 2004. No Verão e no Outono, os preços dos produtos alimentares não transformados, atenuados por condições meteorológicas favoráveis, exerceram uma influência moderadora sobre a evolução do IHPC global. Contudo, a inflação medida pelo IHPC manteve-se ligeiramente acima de 2% até ao final do ano.

Houve também outras fontes de pressões inflacionistas externas que tiveram influência em 2004. Em particular, os preços das matérias-primas não petrolíferas aumentaram fortemente no primeiro semestre do ano, antes de registarem uma moderação. Contudo, a apreciação significativa do euro compensou, em parte, o impacto inflacionista dos preços das matérias-primas petrolíferas e não petrolíferas.

As componentes remanescentes, menos voláteis, do IHPC contribuíram para alguma

persistência da inflação global em 2004, nomeadamente devido à evolução dos impostos indirectos e dos preços administrados. Tal como em 2003, foram introduzidos novos aumentos nos impostos sobre o tabaco em diversos países da área do euro, o que contribuiu para pressões ascendentes significativas sobre os preços dos produtos alimentares transformados. Consequentemente, os preços destes produtos cresceram a uma média de 3.4% em 2004, o que compara com 3.3% em 2003. A taxa de variação anual dos preços dos produtos industriais não energéticos situou-se em 0.8% em 2004, inalterada face a 2003. Aumentos dos preços administrados, em particular de bens de saúde e produtos farmacêuticos, impediram uma descida nesta componente. De igual modo, as medidas governamentais que visaram os preços administrados de cuidados de saúde desencadearam aumentos substanciais dos preços dos serviços médicos, de medicina dentária e hospitalares. Estes explicaram o aumento do crescimento global dos preços dos serviços, de 2.5% em 2003 para 2.6% em 2004. O impacto ascendente dos preços dos produtos energéticos sobre os custos dos transportes também contribuiu, embora em menor grau, para o aumento dos preços dos serviços no seu conjunto. A Caixa 5 apresenta mais pormenores sobre o impacto da evolução dos preços do petróleo na economia da área do euro.

PREÇOS DO PETRÓLEO E ECONOMIA DA ÁREA DO EURO

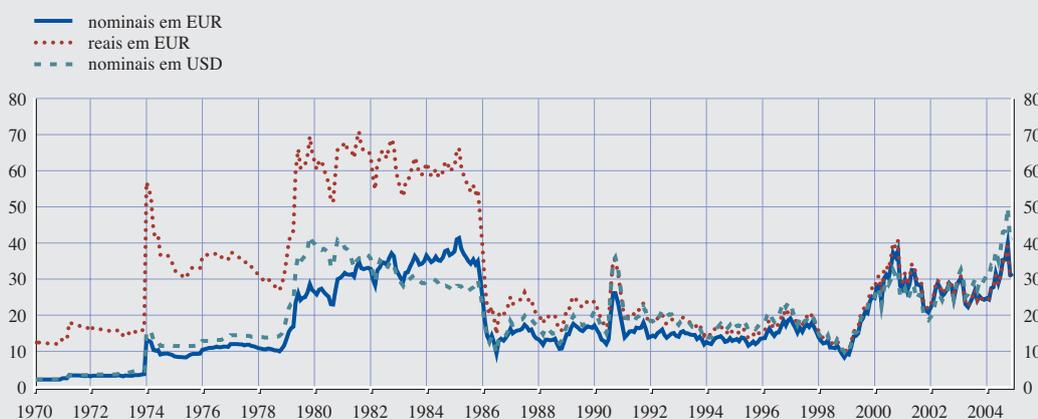
A presente caixa descreve a evolução dos preços do petróleo em 2004 e o seu efeito na economia da área do euro. Em primeiro lugar, analisa o aumento dos preços do petróleo em 2004 numa perspectiva histórica. Descreve depois os canais através dos quais os preços do petróleo afectam a inflação e o crescimento do produto na área do euro. Por último, apresenta uma quantificação provisória do impacto do aumento dos preços do petróleo, embora sublinhando que alguns efeitos não podem ser obtidos por modelos.

Evolução dos preços do petróleo numa perspectiva a mais longo prazo

Os preços do petróleo em dólares dos EUA aumentaram para níveis históricos em termos nominais durante 2004. Existem, contudo, diferenças importantes entre este aumento e choques petrolíferos anteriores. Primeiro, o aumento em 2004 foi consideravelmente menor do que os observados durante outros choques petrolíferos importantes (ver quadro). Em média, o preço do petróleo bruto Brent em 2004 foi 33% superior ao valor de 2003. Não obstante, em resultado da apreciação global do euro em relação ao dólar dos EUA, os preços do petróleo em euros subiram 20% em 2004. Segundo, depois de considerada a inflação, isto é, em termos reais, os preços do petróleo foram significativamente mais baixos em 2004 do que durante períodos anteriores de preços elevados (ver Gráfico A). Terceiro, os factores que motivaram o aumento dos preços em 2004 também diferiram de choques petrolíferos anteriores. Ao contrário dos aumentos dos preços do petróleo de 1973, 1979, 1990 e 1999, causados sobretudo por perturbações consideráveis no fornecimento de petróleo, diversos factores tiveram impacto nos preços do petróleo em 2004. Estes factores incluem a procura dinâmica de petróleo que ultrapassou as expectativas, a diminuição gradual da capacidade excedentária mundial e

Gráfico A Preços do petróleo bruto Brent

(por barril)



Fontes: FMI e cálculos do BCE.

Nota: Os preços reais do petróleo permitem uma comparação do impacto da evolução dos preços do petróleo sobre o poder de compra ao longo do tempo. São calculados deflacionando os preços nominais do petróleo com o IHPC da área do euro, utilizando Dezembro de 2004 como base. Os dados relativos aos preços antes de 1990 referem-se aos dados do IPC nacional.

preocupações relativas à segurança dos fornecimentos provenientes de diversos países produtores de petróleo.

Transmissão de variações nos preços do petróleo à inflação da área do euro

No que respeita ao impacto do aumento dos preços do petróleo nos preços da área do euro, é útil distinguir entre efeitos directos, indirectos e de segunda ordem¹. Primeiro, os efeitos directos referem-se ao impacto de uma variação nos preços do petróleo sobre o IHPC global através do seu efeito imediato sobre os preços no consumidor de produtos energéticos. A componente energética constitui 8% do IHPC global, estando fortemente correlacionada com os preços do petróleo em euros. O Gráfico B mostra a contribuição das rubricas relacionadas com o petróleo mais importantes da componente energética para a taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC global, juntamente com a evolução dos preços do petróleo. Este gráfico mostra que o efeito directo se concretiza no ano após o aumento dos preços do petróleo.

Segundo, os efeitos indirectos referem-se à possibilidade de, para além dos efeitos directos, um choque petrolífero, ao aumentar os custos dos factores de produção energéticos, ter impacto nos preços de outros bens e serviços, o que pode resultar num aumento mais geral dos preços, embora tal também dependa do grau em que as margens de lucro conseguem absorver os custos mais elevados. A título exemplificativo, o Gráfico C ilustra o efeito indirecto através das componentes do IHPC relacionadas com serviços de transportes. A contribuição destas componentes para a inflação medida pelo IHPC global tende a aumentar com um certo

¹ Ver também o artigo intitulado “Os preços do petróleo e a economia da área do euro”, na edição de Novembro de 2004 do Boletim Mensal do BCE e a caixa intitulada “Evolução recente dos preços do petróleo e o seu impacto sobre os preços na área do euro”, na edição de Julho de 2004 da mesma publicação.

Aumentos dos preços do petróleo bruto Brent em períodos específicos

(variação em percentagem da média anual)

	1973-1974	1978-1979	1999-2000	2003-2004
em USD	204	125	60	33
em EUR	210	110	84	20

Fontes: FMI e cálculos do BCE.

Gráfico B Preços do petróleo e contributo das componentes energéticas para a inflação medida pelo IHPC

(contributo em pontos percentuais, salvo indicação em contrário)

■ combustíveis líquidos (escala da esquerda)
 ■ energia térmica (escala da esquerda)
 ■ lubrificantes (escala da esquerda)
 ●●●●● preço do petróleo em EUR (taxa de variação homóloga, escala da direita)

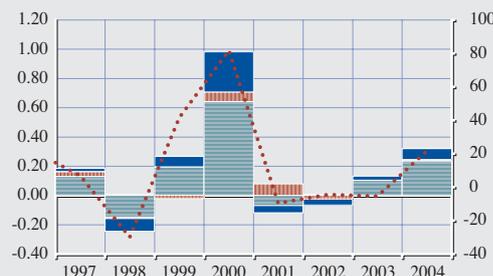
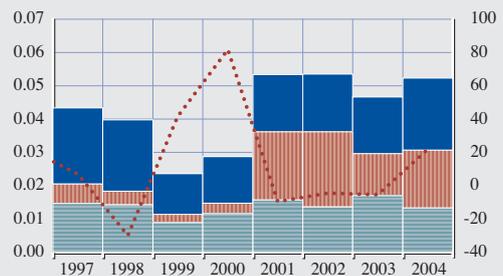


Gráfico C Preços do petróleo e contributo das componentes de transportes para a inflação medida pelo IHPC

(contributo em pontos percentuais, salvo indicação em contrário)

■ transportes combinados de passageiros (escala da esquerda)
 ■ transportes aéreos de passageiros (escala da esquerda)
 ■ transportes rodoviários de passageiros (escala da esquerda)
 ●●●●● preço do petróleo em EUR (taxa de variação homóloga, escala da direita)



Fontes: Eurostat, Thomson Financial Datastream e cálculos do BCE.

desfasamento após aumentos dos preços do petróleo. Convém, no entanto, referir que outros factores tiveram igualmente impacto nestas componentes, enquanto outras componentes do IHPC também são afectadas indirectamente por variações nos preços do petróleo.

Por último, os efeitos de segunda ordem referem-se à possibilidade de, para além dos efeitos directos e indirectos acima referidos, um choque petrolífero ter um outro impacto sobre a inflação, dado que poderá originar maiores reivindicações salariais para compensar a diminuição do rendimento real. Estes efeitos de segunda ordem tendem a ocorrer com um desfasamento. Tipicamente, para além das expectativas relativas à persistência do choque, a ocorrência de efeitos de segunda ordem depende do facto de o contexto económico, em particular a situação do mercado de trabalho, encorajar ou não maiores reivindicações salariais. Em 2004, os efeitos de segunda ordem relacionados com o choque petrolífero permaneceram contidos devido à posição cíclica da economia da área do euro e às condições do mercado de trabalho. Uma indexação salarial menor do que nas décadas de 70 e 80 pode ter também contribuído para a redução do papel desempenhado pela inflação no processo de formação salarial.

Transmissão de variações nos preços do petróleo ao crescimento do produto da área do euro

Existem essencialmente dois canais através dos quais os choques petrolíferos afectam a economia real. Primeiro, existe o canal do lado da oferta, pelo facto de o petróleo ser um importante factor no processo de produção. Um aumento do preço do petróleo implica, particularmente a curto prazo, um aumento dos custos de produção, dadas as opções limitadas de substituição do petróleo por outras fontes de energia. O nível do produto pode cair em resultado do aumento dos preços do petróleo, o que pode também implicar uma menor procura de outros factores de produção, como o trabalho. Segundo, do lado da procura, um aumento dos preços do petróleo implica uma deterioração dos termos de troca das economias importadoras líquidas de petróleo como a área do euro. A diminuição do rendimento real daí resultante traduz-se numa menor procura interna, na medida em que não é compensada por uma redução da poupança ou um aumento do endividamento. Muitos outros canais, mais difíceis de medir, transmitem os efeitos de um choque petrolífero através da confiança ou dos mercados bolsistas, por exemplo.

Quantificação, baseada em modelos, do impacto do aumento dos preços do petróleo

O impacto do aumento dos preços do petróleo observado ao longo do último ano na inflação e crescimento do PIB real da área do euro pode ser aproximado utilizando diferentes modelos. Este tipo de estimações geralmente sugere que uma subida de 20% nos preços do petróleo aumenta a inflação da área do euro cerca de 0.2 pontos percentuais no primeiro ano, com um impacto adicional de cerca de 0.1 pontos percentuais previsto para os dois anos seguintes. Relativamente ao crescimento do PIB real, o impacto estimado ascenderia a cerca de -0.1 a -0.3 pontos percentuais no primeiro ano, apenas com um pequeno efeito no segundo e terceiro anos².

No entanto, os resultados da simulação não deverão ser tomados ao valor facial. Por um lado, convém ter claramente em consideração diversas reservas, tais como a possível existência de não linearidades e assimetrias, e o facto de os modelos não incluírem todos os canais de

² Para mais informações, ver também o artigo referido na nota 1.

transmissão possíveis. Por outro lado, convém também referir que, numa perspectiva estrutural, diversos factores sugerem que a economia da área do euro se tornou mais resistente a choques petrolíferos nos últimos anos, resultando numa possível sobrestimação do impacto por parte das simulações de modelos. Acima de tudo, em comparação com a década de 70, a intensidade em petróleo da produção e a percentagem do consumo de petróleo no consumo total de energia caíram significativamente na área do euro. Adicionalmente, os mercados de trabalho e do produto parecem ter-se tornado ligeiramente mais flexíveis, permitindo uma reafecção mais regular e mais rápida de recursos, o que deverá reduzir o impacto de um choque petrolífero sobre a economia. Além disso, a credibilidade e a reacção da política monetária desempenham um papel importante na determinação do impacto de aumentos dos preços do petróleo sobre a economia da área do euro, tornando incerta a quantificação do efeito.

Porém, são claramente necessárias novas reformas estruturais para aumentar a capacidade de a economia da área do euro se ajustar de forma mais regular e mais rápida a choques futuros. Em particular, aumentar o grau de concorrência efectiva no sector energético da área do euro poderia ser altamente benéfico, porque permitiria que preços mais elevados do petróleo fossem absorvidos sem distorções significativas. Para este fim, não é aconselhável compensar aumentos dos preços do petróleo com medidas orçamentais, tais como cortes nos impostos, uma vez que tal poderia aumentar as distorções existentes na afectação de recursos, impedindo assim os agentes económicos de se ajustarem a um choque externo deste tipo.

PREÇOS DINÁMICOS DOS EDIFÍCIOS RESIDENCIAIS

Os preços dos edifícios residenciais da área do euro, que não se encontram incluídos no IHPC, continuaram a subir fortemente em 2004, aumentando 6.9% na primeira metade de 2004, face ao período homólogo de 2003. Este valor oculta desenvolvimentos contrastantes nos vários países da área do euro, com aumentos de dois dígitos em Espanha, Irlanda, França e Itália e uma pequena diminuição na Alemanha. Os dados disponíveis para a segunda metade de 2004 sugerem a continuação de fortes aumentos dos preços, o que tornaria 2004 no quarto ano consecutivo em que os preços dos edifícios residenciais aumentaram cerca de 6-7% (ver Gráfico 23). Contudo, este período de aumentos sustentados e robustos ocorreu após um período de aumentos relativamente modestos (inferiores a 3%) durante meados da década de 90.

PREÇOS NO PRODUTOR CRESCENTES NAS FASES INICIAIS DA CADEIA DE PRODUÇÃO

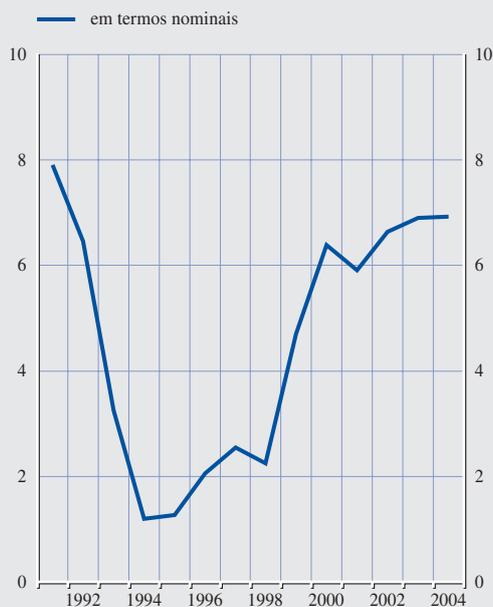
A taxa de crescimento homóloga global dos preços da produção industrial na área do euro (excluindo construção) aumentou de forma

constante no decurso de 2004 (ver Gráfico 24). O aumento ganhou dinamismo no segundo trimestre, tendo sido impulsionado principalmente pelos preços dos produtos energéticos e dos bens intermédios, em linha com preços mais elevados das matérias-primas petrolíferas e não petrolíferas, que exercem pressões sobre os preços dos factores de produção nas fases iniciais da cadeia de produção. Em média, os preços dos bens intermédios aumentaram 3.5% em 2004, face a 0.8% em 2003.

Registaram-se, porém, poucos sinais de uma acumulação de pressões significativas sobre os preços nas fases mais avançadas da cadeia de produção. Em média, os preços no produtor de bens de consumo cresceram 1.3%, ainda abaixo da sua média histórica, mas acima do aumento médio de 1.1% em 2003. Uma parte significativa do aumento dos preços no produtor de bens de consumo entre 2003 e 2004 resultou de aumentos dos impostos sobre o tabaco. De um modo mais geral, dado que demora algum tempo até que as pressões ascendentes dos preços dos factores de produção se transmitam à cadeia de

Gráfico 23 Evolução dos preços dos edifícios residenciais na área do euro

(taxas de variação homólogas (%); dados anuais)



Fonte: Cálculos do BCE, com base em dados nacionais não harmonizados.
Nota: Os dados de 2004 referem-se à primeira metade do ano.

Gráfico 24 Desagregação dos preços da produção industrial

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



Fonte: Eurostat.

produção, o efeito desfasado de aumentos dos preços das matérias-primas, já observado nas fases iniciais de produção, sobre os preços no produtor de bens de consumo pode ter apenas começado a ganhar dinamismo no início de 2005. Contudo, as condições moderadas da procura podem impedir que as empresas façam repercutir aumentos dos preços dos produtos energéticos e dos bens intermédios.

EVOLUÇÃO MODERADA DOS CUSTOS DO TRABALHO EM 2004

Os indicadores de custos do trabalho na área do euro continuaram a abrandar em 2004, em comparação com os últimos anos (ver Quadro 2). O crescimento das remunerações por empregado registou uma diminuição no primeiro semestre de 2004, com uma taxa de crescimento homóloga média de 2.2%, face a 2.4% em 2003.

Quadro 2 Indicadores de custos do trabalho

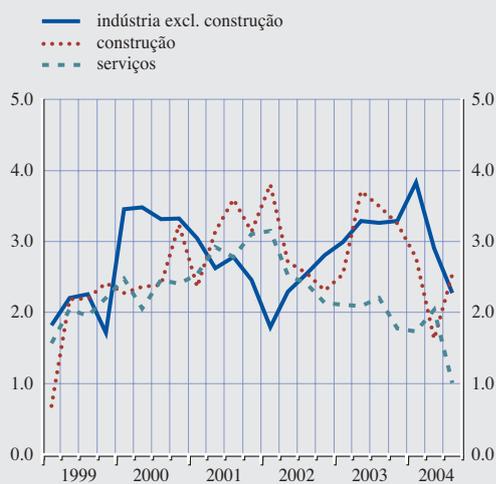
(taxas de variação homólogas (%), salvo indicação em contrário)

	2002	2003	2004	2003 T4	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4
Acordos salariais	2.7	2.4	2.2	2.2	2.3	2.3	2.0	2.2
Custos horários totais do trabalho	3.7	2.8	.	2.3	2.8	2.2	1.9	.
Rendimentos mensais brutos	3.0	2.6	.	2.5	2.6	2.5	2.3	.
Remuneração por empregado	2.5	2.3	.	2.2	2.2	2.1	1.4	.
Produtividade do trabalho	0.3	0.3	.	0.6	1.2	1.7	1.3	.
Custos unitários do trabalho	2.2	2.0	.	1.5	1.0	0.4	0.1	.

Fontes: Eurostat, dados nacionais e cálculos do BCE.

Gráfico 25 Remuneração por empregado, por sector

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Esta diminuição foi generalizada nos principais sectores da economia (ver Gráfico 25), embora tenha sido ligeiramente mais forte nos serviços relacionados com o mercado. Os dados disponíveis sobre as remunerações por empregado no segundo semestre de 2004 apontam para uma nova moderação do crescimento salarial, o que também é sugerido por outros indicadores de custos do trabalho. A taxa de crescimento anual dos acordos salariais situou-se em 2.2% em 2004, face a 2.4% em 2003. Observações preliminares dos acordos de negociação salarial assinados no período até finais de 2004 em diversos países da área do euro não sugeriram o surgimento de efeitos de segunda ordem dos preços mais elevados do petróleo. A taxa de crescimento homóloga dos custos horários do trabalho também desceu gradualmente ao longo de 2004, atingindo uma média significativamente inferior à de 2003. Com o crescimento moderado em curso do PIB real e pressões limitadas nos mercados de trabalho da área do euro, a evolução salarial permaneceu moderada em 2004.

O crescimento moderado dos salários, juntamente com uma recuperação das taxas de crescimento da produtividade para uma média

de 1.4% nos três primeiros trimestres de 2004, resultaram numa diminuição significativa do crescimento dos custos unitários do trabalho. Estes custos cresceram a uma média de 0.5% nos três primeiros trimestres de 2004, face a 2.0% em 2003.

2.4 EVOLUÇÃO DO PRODUTO, PROCURA E MERCADO DE TRABALHO

A RECUPERAÇÃO ECONÓMICA PROSSEGUIU EM 2004

A recuperação da actividade económica na área do euro, que teve início na segunda metade de 2003, prosseguiu em 2004. O crescimento global do PIB em 2004 situou-se em 1.8%, a taxa mais elevada registada desde 2000, o que esteve em geral de acordo com as expectativas no final de 2003. A recuperação foi conduzida pelo dinamismo das exportações, que em 2004

Gráfico 26 Contributos para o crescimento trimestral do PIB real

(contributos trimestrais em pontos percentuais; dados corrigidos de sazonalidade)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Variação em percentagem em comparação com o trimestre anterior.

Quadro 3 Composição do crescimento do PIB real

(variações em percentagem, salvo indicação em contrário; dados corrigidos de sazonalidade)

	Taxas homólogas ¹⁾								Taxas trimestrais ²⁾				
	2002	2003	2004	2003 T4	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4	2003 T4	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4
Produto interno bruto real	0.9	0.5	1.8	0.8	1.6	2.2	1.9	1.6	0.4	0.7	0.5	0.2	0.2
<i>do qual:</i>													
Procura interna	0.4	1.2	1.9	1.5	1.2	1.7	2.6	1.9	1.0	0.3	0.3	0.9	0.3
Consumo privado	0.7	1.0	1.1	0.6	1.2	1.2	0.9	1.3	0.0	0.8	0.0	0.1	0.5
Consumo público	3.1	1.6	1.6	1.4	1.9	1.8	1.5	1.2	0.5	0.2	0.4	0.4	0.2
Formação bruta de capital fixo	-2.5	-0.6	1.7	0.2	1.2	1.9	2.1	1.6	1.1	-0.1	0.5	0.6	0.6
Variações de existências ^{3), 4)}	-0.1	0.4	0.5	0.8	-0.1	0.2	1.3	0.5	0.7	-0.1	0.1	0.7	-0.1
Exportações líquidas ³⁾	0.5	-0.6	0.0	-0.6	0.4	0.6	-0.6	-0.3	-0.6	0.4	0.2	-0.7	-0.2
Exportações ⁵⁾	1.9	0.2	5.6	0.2	3.6	7.2	5.6	6.0	0.1	1.4	2.7	1.3	0.5
Importações ⁵⁾	0.5	2.0	5.9	2.0	2.8	6.0	7.8	7.1	1.7	0.4	2.4	3.1	1.0
Valor acrescentado bruto real													
<i>do qual:</i>													
Indústria excl. construção	0.4	0.2	2.2	0.9	1.3	3.6	2.6	1.2	0.8	0.8	1.1	-0.1	-0.6
Construção	-0.2	-1.5	0.8	-1.0	0.8	1.1	0.6	0.8	0.1	0.6	0.5	-0.7	0.3
Serviços relacionados exclusivamente com o mercado ⁶⁾	1.0	0.9	1.9	0.9	1.5	2.4	1.8	2.0	0.1	0.8	0.8	0.2	0.3

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Variação em percentagem face ao período homólogo do ano anterior.

2) Variação em percentagem face ao trimestre anterior.

3) Como contributo para o crescimento do PIB real; em pontos percentuais.

4) Incluindo aquisições líquidas de cessões de objectos de valor.

5) As exportações e as importações cobrem os bens e serviços e incluem o comércio intra-área do euro. Dado que o comércio intra-área do euro não se compensa relativamente aos valores das importações e exportações utilizados nas contas nacionais, estes dados não são totalmente comparáveis aos da balança de pagamentos.

6) Inclui comércio, transportes, reparações, hotéis e restaurantes, comunicações, finanças, serviços empresariais, imobiliários e alugueres.

foram 5.6% mais elevadas do que em 2003. A procura interna, especialmente o investimento, foi também mais elevada. Porém, diversos desenvolvimentos que não tinham sido totalmente previstos impediram que a recuperação se fortalecesse ao longo de 2004. Em particular, o crescimento numa base trimestral em cadeia foi mais elevado na primeira metade do ano do que na segunda metade. Os preços do petróleo e a evolução cambial tiveram influência sobre o crescimento, e a melhoria apenas gradual das condições no mercado de trabalho e a baixa confiança dos consumidores contribuíram para a fragilidade do consumo privado.

Entre meados de 2003 e meados de 2004, a recuperação deveu-se em larga medida ao crescimento das exportações, enquanto o contributo da procura interna final (ou seja, excluindo variações de existências) foi

relativamente modesto (ver Gráfico 26). A moderação do crescimento trimestral em cadeia na segunda metade de 2004 foi em grande parte o resultado de uma descida acentuada do contributo do sector externo, apenas parcialmente compensada pela subida gradual do crescimento da procura interna final. O contributo das existências foi relativamente significativo em alguns trimestres durante a recuperação, mas foi também volátil. À excepção das variações de existências, estes desenvolvimentos são em larga medida consistentes com as características das recuperações observadas nas últimas décadas na área do euro.

Do lado interno, o crescimento trimestral em cadeia do consumo privado foi, em média, relativamente fraco em 2004, reflectindo não só a evolução moderada do mercado de trabalho, mas também a continuação da incerteza quanto à

PROGRESSOS DAS REFORMAS ESTRUTURAIS NOS MERCADOS DE TRABALHO E DO PRODUTO NA UE

As reformas estruturais nos mercados do produto e de trabalho são essenciais para melhorar o potencial de crescimento económico da Europa, facilitar o ajustamento e aumentar a resistência a choques. As medidas destinadas a aumentar a taxa de crescimento económico potencial são ainda mais importantes face ao impacto descendente que o envelhecimento da população irá provavelmente ter sobre a oferta de mão-de-obra no futuro. Em Março de 2000, o Conselho Europeu de Lisboa introduziu uma agenda de reformas ambiciosa destinada a tornar a UE na economia mais competitiva e dinâmica do mundo até 2010, tendo por base o conhecimento. O relatório de Novembro de 2004 apresentado pelo grupo de alto nível presidido por Wim Kok¹ constitui o ponto de partida para a revisão intercalar desta estratégia. Em Fevereiro de 2005, o Relatório da Primavera apresentado pela Comissão Europeia ao Conselho Europeu apelava para a necessidade de uma maior adopção nacional da estratégia de Lisboa, a sua simplificação e uniformização, bem como uma maior incidência sobre o crescimento e o emprego. A revisão intercalar da estratégia ficou concluída no Conselho Europeu de Março de 2005. Esta caixa apresenta uma breve análise dos progressos alcançados na adopção da agenda de reformas da UE ao longo dos últimos anos e, em particular, em 2004.

A UE define prioridades dominantes em vários campos de política económica nas Orientações Gerais de Política Económica (OGPE). Estas prioridades constituem a base das recomendações de política efectuadas a cada Estado-Membro da UE. Na área dos *mercados de trabalho*, as OGPE para o período de 2003-05, em conjunto com a actualização das OGPE realizada em 2004 com o objectivo de incorporar os novos Estados-Membros, salientam a necessidade de: (i) melhorar a combinação dos efeitos de incentivo dos impostos e dos subsídios, de modo a tornar compensador trabalhar, (ii) assegurar políticas activas no mercado de trabalho eficientes, dirigidas aos grupos mais desfavorecidos, (iii) promover uma organização mais flexível do trabalho e analisar a legislação relativa aos contratos de trabalho, (iv) facilitar a mobilidade geográfica e ocupacional e (v) assegurar que os sistemas de negociação salarial permitem que os salários reflectam a produtividade.

Nos últimos anos, diversos países adoptaram reformas nos seus sistemas de tributação e de benefícios a fim de reduzir os custos de trabalho não salariais e encorajar a oferta de trabalho. As taxas dos impostos sobre o rendimento diminuíram nos escalões médio e inferior do rendimento, e as contribuições para a segurança social dos empregadores e empregados foram reduzidas, em especial para os indivíduos que auferem salários baixos. Além disso, foram realizados progressos no que respeita ao aumento da taxa de participação dos indivíduos nas margens do mercado de trabalho. Alguns Estados-Membros reforçaram o papel das agências de emprego temporário e flexibilizaram a legislação de protecção ao emprego no que se refere aos contratos a prazo. Foi também alterada a regulamentação sobre os horários de trabalho, permitindo um cálculo mais flexível do horário de trabalho máximo permitido em toda a UE. O direito ao trabalho a tempo parcial foi alargado em alguns países. Existem sinais de que as empresas têm uma maior flexibilidade na utilização dos recursos laborais, em resultado de reformas adoptadas no passado. Por exemplo, sinais recentes sugerem que o ajustamento dos

¹ Para mais pormenores, ver Secção 1.1 do Capítulo 4.

horários de trabalho desempenhou um papel mais importante na área do euro no abrandamento registado em 2001-03 do que em ciclos anteriores².

A maioria dos Estados-Membros da UE introduziu novas reformas do mercado de trabalho em 2004, incluindo a continuação da reforma dos sistemas de tributação do rendimento, a reestruturação dos sistemas da segurança social e de subsídios e políticas destinadas a aumentar a idade média de reforma. Porém, as reformas parecem ficar aquém do anunciado pelos governos. Foram realizados progressos limitados no sentido de atrair mais pessoas para o mercado de trabalho, no investimento na acumulação de capital humano e no aumento da adaptabilidade quer dos trabalhadores quer das empresas a alterações nas condições macroeconómicas. As medidas destinadas a reduzir o desemprego de longa duração através da formação e que procuram aumentar a produtividade do trabalho através da evolução vocacional e profissional e da aprendizagem ao longo da vida continuam a ser áreas prioritárias de reforma. Além disso, são necessárias novas reformas para encorajar a mobilidade do trabalho através da melhoria da transferibilidade das pensões e dos direitos a cuidados de saúde, assim como para permitir a diferenciação salarial de acordo com diferenças locais, regionais e sectoriais da produtividade.

A agenda de reformas estruturais para os *mercados do produto* abrange uma vasta gama de áreas. Nomeadamente, as OGPE recomendam que os Estados-Membros promovam a concorrência nos mercados de bens e serviços (i) transpondo mais rapidamente para a legislação nacional as directivas relativas ao mercado interno, (ii) dando maior abertura aos contratos públicos, (iii) dando poderes e recursos adequados às autoridades reguladoras e de concorrência e assegurando a sua independência, (iv) reduzindo a ajuda estatal e (v) encorajando a entrada no mercado e a concorrência efectiva nas indústrias de rede.

A percentagem de legislação da UE relativa ao mercado interno que os Estados-Membros ainda não tinham transposto para a respectiva legislação nacional (conhecida por “défice de transposição”) aumentou de novo. A Comissão Europeia tomou diversas medidas para melhorar o funcionamento do mercado interno, em particular no sector dos serviços, onde existem ainda algumas barreiras significativas ao seu funcionamento. Muitas destas barreiras parecem dever-se a regulamentos nacionais, por exemplo encargos e procedimentos administrativos para o estabelecimento de filiais em outros países da UE. No início de 2004, as presidências irlandesa, holandesa, luxemburguesa e britânica acordaram uma iniciativa conjunta para dar prioridade a reformas regulamentares ao longo de 2004 e 2005 e desenvolver esforços no sentido de reduzir os encargos administrativos. Diversos países tomaram medidas destinadas a melhorar a eficiência e a transparência dos procedimentos relativos aos contratos públicos. Além disso, alguns países aumentaram os poderes e a independência das respectivas autoridades reguladoras e de concorrência. Acresce ainda que, nos últimos anos, a tendência de redução e redireccionamento da ajuda estatal para objectivos horizontais parece ter continuado, embora esta ainda desempenhe um papel importante em alguns sectores, como por exemplo, os transportes. Os Estados-Membros continuaram a implementar reformas regulamentares nas indústrias de rede, embora a reforma da agenda regulamentar nesta área não tenha sido ainda concluída. A concorrência efectiva em sectores anteriormente protegidos, tais como a electricidade e o gás, deveria ainda ser aumentada.

² Para mais pormenores, ver a caixa intitulada “Evolução do total de horas trabalhadas na área do euro” na edição de Outubro de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

Em suma, em 2004, foram realizados maiores progressos nas reformas estruturais, em especial nos mercados de trabalho, mas, no geral, o ritmo das reformas manteve-se decepcionante. Como resultado, muito provavelmente, a UE não conseguirá alcançar os objectivos de Lisboa, a menos que os Estados-Membros acelerem vigorosamente os respectivos esforços para adoptar as reformas. Um novo dinamismo no processo de reforma estrutural não só aumentará a eficiência económica geral e melhorará as perspectivas de crescimento a mais longo prazo, como também reforçará a base para uma recuperação económica sustentada.

adopção das reformas estruturais necessárias (ver a Caixa 6 para mais pormenores sobre os progressos das reformas estruturais). É provável que tal tenha influenciado a confiança dos consumidores. A formação bruta de capital fixo aumentou significativamente ao longo de 2004, apesar do impacto negativo das descidas acentuadas do crescimento do investimento em construção na Alemanha na primeira metade do ano e de quedas do investimento das administrações públicas na segunda metade.

O padrão de crescimento económico em 2004 foi também influenciado por factores externos específicos, incluindo o preço do petróleo e a evolução da taxa de câmbio. O crescimento na área do euro foi afectado não só pelo impacto directo dos aumentos dos preços do petróleo, sob a forma de custos de produção mais elevados e de redução do poder de compra do rendimento dos consumidores, mas também indirectamente pelo impacto no enquadramento internacional. A forte expansão da actividade económica mundial observada no início de 2004 foi atenuada na segunda metade do ano, tendo sido afectada, nomeadamente, pelos aumentos dos preços do petróleo registados a partir de meados de 2004, o que contribuiu para a redução do crescimento da procura externa de exportações da área do euro durante a segunda metade do ano. Da mesma forma, a apreciação significativa da taxa de câmbio do euro observada durante a maior parte de 2003, apesar de ter reduzido o custo do petróleo para os importadores da área do euro, teve também um efeito desfasado negativo sobre a competitividade da área do euro no seu conjunto.

Numa perspectiva sectorial, o crescimento do valor acrescentado tendeu a acompanhar a

evolução do produto real global ao longo do ciclo. Em particular, o crescimento do valor acrescentado na indústria transformadora e nos serviços puramente relacionados com o mercado foi sustentado na primeira metade de 2004, mas mais moderado na segunda metade. O movimento cíclico da economia no ano passado parece, portanto, ter sido principalmente impulsionado por perturbações agregadas e não específicas de determinado sector.

Diversas medidas de dispersão indicam que a divergência das taxas de crescimento do PIB real entre os países da área do euro diminuiu em 2004. Reflectindo em parte a recuperação económica mundial, o crescimento médio anual do PIB real aumentou em 2004 em todos os países da área do euro face ao ano anterior, excepto na Grécia, onde, no entanto, se manteve relativamente forte.

MELHORIA DO MERCADO DE TRABALHO E CRESCIMENTO DA PRODUTIVIDADE EM 2004

As condições do mercado de trabalho não se alteraram de forma significativa na área do euro em 2004, embora se possam detectar sinais de uma melhoria gradual. Depois de se ter mantido praticamente inalterado em 2003, o emprego aumentou ao longo de 2004 (ver Quadro 4). O aumento global, porém, foi moderado, o que esteve em parte de acordo com a resposta desfasada do emprego à actividade económica, mas reflectiu também a resistência invulgar do emprego (medido em termos de pessoas empregadas) durante o abrandamento económico em 2001-2003, que reduziu a necessidade de contratação de pessoal nesta fase da recuperação. Enquanto a evolução do número de pessoas empregadas se manteve relativamente estável durante as recentes fases

Quadro 4 Evolução do mercado de trabalho

(variações em percentagem face ao período anterior; percentagens)

	2002	2003	2004	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2004	2004	2004	2004
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
População activa	1.0	0.7	.	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	.
Emprego	0.6	0.2	.	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.0	0.1	0.2	0.2	.
Agricultura ¹⁾	-2.1	-2.5	.	-0.8	-0.7	-0.9	-0.6	-0.1	-0.1	-0.4	0.1	-0.1	.
Indústria ²⁾	-1.2	-1.5	.	-0.4	-0.5	-0.3	-0.3	-0.5	-0.5	-0.5	0.3	-0.2	.
– excl. construção	-1.3	-2.0	.	-0.4	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.7	-0.6	-0.0	-0.2	.
– construção	-0.7	-0.2	.	-0.3	-0.1	0.1	0.4	-0.4	-0.0	-0.2	1.2	-0.1	.
Serviços ³⁾	1.4	1.0	.	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.4	0.2	0.3	.
Taxas de desemprego ⁴⁾													
Total	8.2	8.7	8.8	8.3	8.4	8.6	8.7	8.7	8.8	8.9	8.8	8.8	8.8
Idade < a 25 anos	16.8	17.6	17.8	16.9	16.8	17.2	17.5	17.6	18.0	18.0	18.0	17.8	17.6
Idade ≥ a 25 anos	7.0	7.4	7.6	7.1	7.2	7.4	7.4	7.5	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Inclui pescas, caça e silvicultura.

2) Inclui indústria transformadora, construção, indústria mineira e extractiva e fornecimento de electricidade, gás e água.

3) Exclui órgãos e organizações extraterritoriais.

4) Percentagem da população activa, em conformidade com recomendações da OIT.

do ciclo, os sinais disponíveis indicam que o emprego em termos de horas trabalhadas foi mais sensível ao ciclo económico. Isso sugere que durante o recente abrandamento e posterior recuperação as entidades patronais podem ter decidido ajustar o emprego mais em termos de horas do que em termos de pessoas empregadas.

O emprego continuou a descer na indústria (excluindo a construção) durante o ano de 2004, embora em menor dimensão ao longo de trimestres sucessivos, tendo aumentado continuamente no sector dos serviços. A produtividade do trabalho continuou a recuperar de forma significativa em 2004 (em especial no sector industrial) (ver Gráfico 27). O crescimento da produtividade do trabalho tinha vindo a aumentar desde meados de 2003, reflectindo a habitual evolução cíclica da actividade e do emprego.

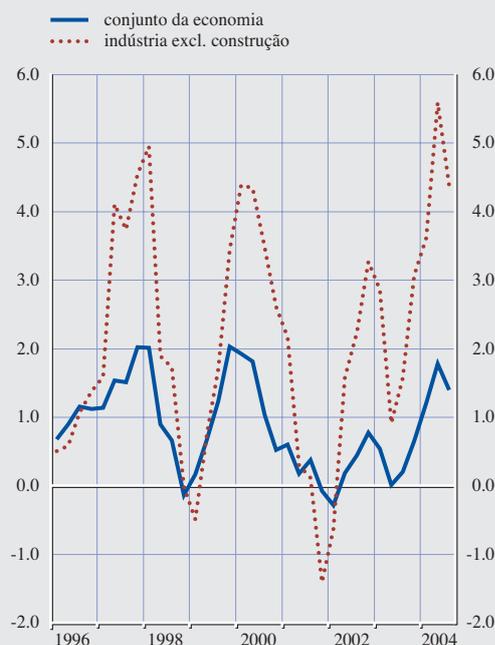
A taxa de desemprego na área do euro manteve-se praticamente estável em 8.8% em 2004 (ver Gráfico 28). Também não se verificaram

alterações significativas nas taxas de desemprego por grupo etário e por sexo. Porém, o número de desempregados, depois de ter aumentado acentuadamente em 2003, registou uma descida de cerca de 50 000 pessoas, em termos globais, em 2004. Estes sinais de melhoria, embora modestos, estiveram de acordo com outras indicações de um ponto de viragem no mercado de trabalho. Estes incluem a evolução do número de postos de trabalho por preencher, que aumentou na segunda metade de 2004, depois de ter descido continuamente desde 2001.

A taxa de desemprego na maioria dos países da área do euro manteve-se praticamente inalterada, em média, entre 2003 e 2004, embora os valores relativos ao desemprego registados em alguns países tenham sido afectados, em certa medida, por alterações estatísticas. Em geral, o grau de dispersão das taxas de desemprego entre os países da área do euro desceu ligeiramente em 2004.

Gráfico 27 Produtividade do trabalho

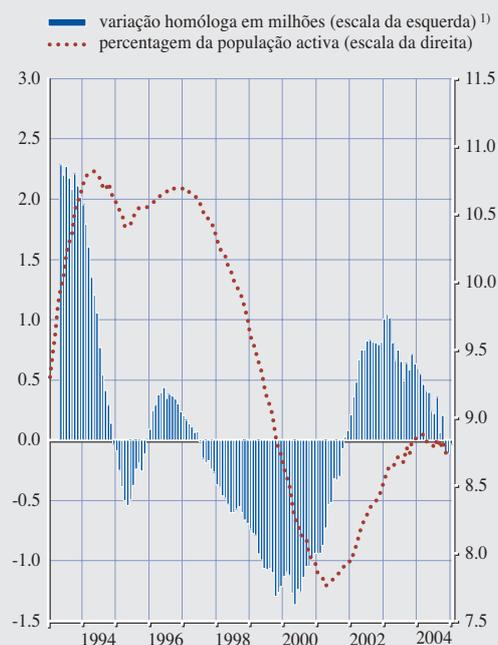
(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Eurostat.

Gráfico 28 Desemprego

(dados mensais; corrigidos de sazonalidade)



Fonte: Eurostat.

Nota: Os dados referem-se ao Euro 12 (incluindo períodos anteriores a 2001).

1) As variações homólogas não são corrigidas de sazonalidade.

Caixa 7

EFEITOS POTENCIAIS DAS ALTERAÇÕES DEMOGRÁFICAS NA ÁREA DO EURO

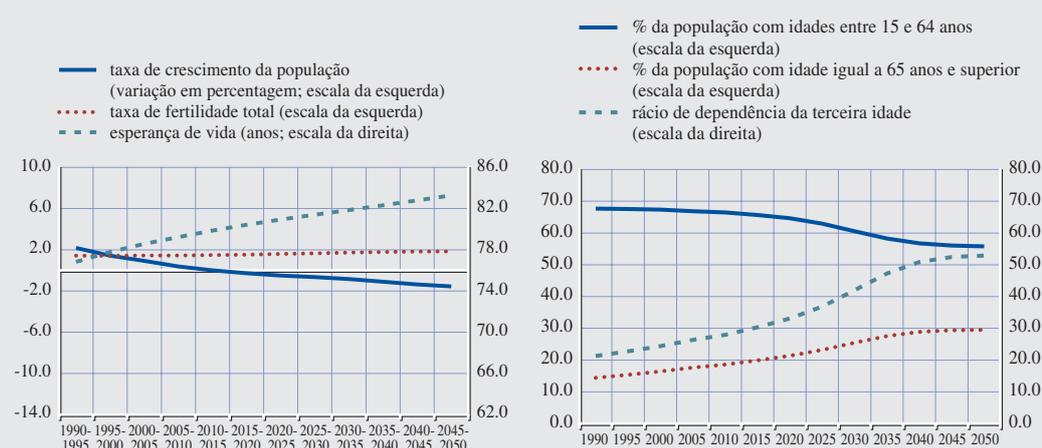
A dinâmica demográfica recente e prevista na área do euro, bem como em muitos outros países industrializados, é caracterizada pela diminuição do crescimento e envelhecimento gradual da população. Esta evolução é o resultado de taxas de fertilidade baixas na maior parte dos países da área do euro e do aumento da esperança de vida. Embora todas as previsões demográficas estejam rodeadas de considerável incerteza, estes padrões parecem ser comuns à maioria, incluindo às do Eurostat e das Nações Unidas. Esta caixa apresenta algumas das principais implicações.

Alterações demográficas

De acordo com as projecções mais recentes disponíveis respeitantes aos países da área do euro (*United Nations 2002 World Population Prospects* (Projecções da População Mundial das Nações Unidas de 2002¹), as taxas totais de fertilidade na área do euro deverão manter-se

¹ Os valores apresentados neste parágrafo e nos gráficos referem-se às hipóteses de “variante média” relativas à fertilidade, que podem ser consideradas as mais prováveis. Para mais informações, ver “*World Population Prospects: The 2002 Revision*” (Projecções da População Mundial: Revisão de 2002), Nações Unidas.

Principais desenvolvimentos demográficos na área do euro



Fontes: *United Nations 2002 World Population Prospects* (variante de fertilidade média) e cálculos do BCE.

abaixo do nível de substituição da população de cerca de duas crianças por mulher no período até 2050. Ao mesmo tempo, a esperança média de vida deverá aumentar cinco anos entre 2005 e 2050 (ver painel da esquerda no gráfico). A combinação destes dois efeitos implica um abrandamento da taxa de crescimento da população na área do euro e, a partir de cerca de 2015, uma descida da sua população total. Além disso, a proporção de pessoas mais velhas (com idade igual ou superior a 65 anos) na população deverá aumentar, e a proporção da população em idade activa (entre 15 e 64 anos) deverá diminuir (ver painel da direita no gráfico), primeiro gradualmente e depois a uma taxa mais rápida a partir de cerca de 2015. Tal deverá implicar um aumento do rácio de dependência da terceira idade na área do euro (ou seja, o rácio da população com idade igual ou superior a 65 anos em relação à população com idade entre 15 e 64 anos) de cerca de 26% em 2005 para cerca de 30% em 2015 e para mais de 52% em 2050, um aumento total de cerca de 26 pontos percentuais ao longo do período de 2005 a 2050.

Implicações económicas

Esta alteração demográfica terá um efeito profundo sobre as economias da área do euro. Por exemplo, a composição da oferta de trabalho variará à medida que for aumentando a proporção de trabalhadores mais velhos, podendo mesmo a oferta de trabalho diminuir se os trabalhadores continuarem a reformar-se cedo e se o número de novos trabalhadores a entrar no mercado de trabalho para os substituir for demasiado baixo. A diminuição prevista da população em idade activa deverá exercer pressões descendentes sobre a taxa de crescimento do produto potencial da área do euro, a não ser que possa ser compensada por maiores contributos de outros factores de crescimento, tais como aumentos da participação no mercado de trabalho, da produtividade do trabalho e/ou da utilização produtiva de outros recursos tais como o capital. Tem havido alguma discussão quanto à dimensão em que a imigração poderá contribuir para aumentar a oferta de trabalho. A maioria dos estudos sugere que o papel da migração na abordagem dos desafios populacionais da Europa deverá ser pequeno e temporário, sendo limitado pelo número de potenciais migrantes relativamente à dimensão do problema e por constrangimentos práticos e políticos.

O financiamento dos sistemas da segurança social, e em particular dos sistemas de pensões públicos baseados no princípio da repartição, ficará também sujeito a pressões à medida que aumenta o rácio entre o número de pensionistas e o número de contribuintes para os sistemas de pensões e de saúde. As despesas públicas relacionadas com a saúde e cuidados prolongados deverão aumentar com a continuação dos progressos nas tecnologias médicas e o aumento da procura destes serviços com o número de pessoas idosas. A dimensão destes efeitos potenciais deverá ser substancial. As estimativas do Grupo de Trabalho do Envelhecimento da População do Comité de Política Económica da Comissão Europeia sugerem despesas adicionais com as pensões entre 3% e 6% do PIB até 2050 na maioria dos países da área do euro. Um outro aumento da despesa de 2% a 4% do PIB poderá resultar dos crescentes custos com a saúde e os cuidados prolongados.

O envelhecimento da população deverá também induzir alterações na estrutura dos mercados financeiros e na fixação de preços dos activos financeiros. Famílias de diferentes gerações detêm tipicamente diferentes quantidades de activos financeiros e escolhem activos com diferentes perfis de risco para as suas carteiras de investimento. Dado que a procura de habitação a longo prazo depende, nomeadamente, do número de famílias numa economia, as alterações demográficas podem afectar também os preços do imobiliário. Além disso, as reformas das pensões, em particular uma mudança no sentido de mais financiamento privado, terão provavelmente um efeito significativo sobre os mercados financeiros, à medida que aumenta o papel dos investidores institucionais, tais como fundos de pensões e sociedades de seguros. A disponibilidade limitada de séries temporais longas de preços financeiros, os problemas de medição e o facto de, tipicamente, apenas uma pequena fracção da população deter participações limitam a quantificação dos possíveis efeitos das alterações demográficas sobre os mercados financeiros. Porém, as simulações realizadas utilizando modelos baseados na teoria do “ciclo de vida” mostram que, em geral, o envelhecimento da população implica uma descida dos preços dos activos financeiros (acções e obrigações) e um aumento dos prémios das acções exigidos quando a actual população activa se reformar.

Necessidade de reformas abrangentes

A fim de fazer face a estes efeitos das alterações demográficas, os governos terão de adoptar reformas abrangentes. Estas reformas deverão abordar os problemas específicos dos sistemas de pensões e de saúde, reduzir a dívida pública global e reforçar as forças impulsionadoras do crescimento económico. Na UE, os governos acordaram uma estratégia tripartida, estabelecida pela primeira vez nas OGPE de 2001 e que engloba três objectivos principais: aumentar as taxas de emprego, reduzir a dívida pública e reformar os sistemas de pensões, incluindo a transição para uma maior aposta na capitalização.

Nos países da área do euro, verifica-se a necessidade urgente de aumentar a participação no mercado de trabalho e o emprego para todos os grupos da população em idade activa, em particular aqueles, como os indivíduos de idade igual ou superior a 55 anos, entre os quais a taxa de participação é especialmente baixa. Um primeiro passo importante consiste em reduzir de novo os desincentivos ao trabalho que actualmente persistem em diversos mercados de trabalho da área do euro, devido à interacção de impostos e bonificações e à disponibilização de esquemas de reforma antecipada. Estes sistemas criam desincentivos, em particular para os segundos titulares de rendimento, os trabalhadores com baixa remuneração, os trabalhadores mais novos e mais idosos e as mulheres. As políticas para aumentar a participação feminina no

mercado de trabalho devem permitir às mulheres combinar família e trabalho, aumentando a flexibilidade das horas de trabalho e melhorando os serviços de infantários e de cuidados aos idosos. Além disso, em alguns casos, poderá ser útil melhorar os incentivos à continuação do trabalho numa fase mais tardia da vida, por exemplo através de políticas de saída gradual da situação de emprego e uma maior disponibilização de postos de trabalho parcial ou temporário para os trabalhadores mais idosos. Contudo, deverão estar também disponíveis incentivos suficientes para que os empregadores possam contratar e/ou reter trabalhadores mais idosos. Além disso, diversos países terão necessidade de iniciar um processo de investimento em capital humano e investigação e desenvolvimento, a fim de compensar os possíveis efeitos do envelhecimento da população sobre o trabalho e a produtividade total dos factores.

A redução da dívida pública deverá contribuir para melhorar a sustentabilidade orçamental, tornando assim as finanças públicas menos vulneráveis ao impacto de alterações demográficas. Em particular, níveis inferiores de dívida dariam aos governos margem de manobra adicional em épocas de maiores encargos orçamentais relacionados com o envelhecimento da população. Da mesma forma, menores despesas com juros da dívida pública libertariam recursos orçamentais e proporcionariam aos governos maior flexibilidade para fazer face a quaisquer desenvolvimentos imprevistos. A este respeito, as disposições previstas no Pacto de Estabilidade e Crescimento, em particular os requisitos de que as finanças públicas se mantenham próximo do equilíbrio ou excedentárias, estabelecem incentivos na direcção certa para que os governos se preparem para os encargos orçamentais relacionadas com o envelhecimento da população.

A dimensão das pressões previstas sobre os sistemas de pensões sugere que deverão ser seguidos dois conjuntos de estratégias na área da reforma das pensões. Em primeiro lugar, são necessários novos ajustamentos à estrutura de benefícios e contributos no contexto dos acordos de repartição existentes (reformas paramétricas). Estas incluem revisões das fórmulas das bonificações e ajustamentos à indexação dos benefícios de pensões. Além disso, a maior parte dos países terá de transitar para uma maior capitalização dos benefícios e a diversificação dos acordos de financiamento (reformas sistémicas). As pensões seriam financiadas, não através de transferências correntes dos rendimentos do trabalho, mas através de capital previamente acumulado por meio de fundos de pensões. Assim, deveriam ser adoptadas políticas destinadas a facilitar o desenvolvimento de uma infra-estrutura que permitisse que estes fundos afectassem eficientemente poupanças-reforma e gerissem os correspondentes riscos, salvaguardando o carácter não especulativo das poupanças-reforma.

Em conclusão, as projecções da população sugerem que as alterações demográficas na área do euro serão mais evidentes por volta de 2015, embora os desenvolvimentos ao nível de cada país prossigam a ritmos diferentes e em vários países da área do euro a população total tenha já começado a diminuir. Apesar de muitos países começarem a melhorar a compatibilidade de incentivos dos seus sistemas fiscais e de bonificações e a sustentabilidade das finanças públicas, são necessárias mais reformas abrangentes num futuro próximo. É necessária a adopção atempada de reformas abrangentes e compatíveis com os incentivos, tendo como objectivo a preparação para as alterações demográficas.

2.5 EVOLUÇÃO ORÇAMENTAL

SALDOS ORÇAMENTAIS GLOBALMENTE ESTÁVEIS EM 2004

A evolução orçamental na área do euro não foi satisfatória em 2004. De acordo com os últimos dados disponibilizados pelo Eurostat, o défice da área do euro manteve-se globalmente estável em 2.7% do PIB (ver Quadro 5). A execução orçamental em 2004 reflectiu um ligeiro abrandamento da restritividade orçamental, enquanto o impacto do ciclo económico foi reduzido. A maior parte dos países da área do euro não conseguiu cumprir os objectivos estabelecidos nos programas de estabilidade actualizados do final de 2003 e do início de 2004. Em média, a falha no cumprimento dos objectivos atingiu 0.3 pontos percentuais do

PIB, principalmente devido ao não cumprimento de planos de consolidação estrutural ambiciosos por parte dos países com desequilíbrios substanciais.

Vários países registaram rácios do défice iguais ou acima do valor de referência de 3% do PIB, e quatro países (Alemanha, Grécia, França e Países Baixos) registaram uma situação de défice excessivo. Pelo terceiro ano consecutivo, os défices ultrapassaram por uma margem significativa 3% do PIB na Alemanha e França. Na sequência de revisões estatísticas significativas, tornou-se evidente que, de acordo com a metodologia do SEC 95, a Grécia tinha registado défices acima do valor de referência desde 1997; o seu défice para 2004 situou-se em 6.1% do PIB. A Itália apresentou

Quadro 5 Posições orçamentais na área do euro

(em percentagem do PIB)

Excedente (+) / défice (-) das administrações públicas

	2001	2002	2003	2004
Área do euro	-1.8	-2.5	-2.8	-2.7
Bélgica	0.4	0.1	0.4	0.1
Alemanha	-2.8	-3.7	-3.8	-3.7
Grécia	-4.1	-4.1	-5.2	-6.1
Espanha	-0.5	-0.3	0.3	-0.3
França	-1.6	-3.2	-4.2	-3.7
Irlanda	0.9	-0.5	0.2	1.3
Itália	-3.0	-2.6	-2.9	-3.0
Luxemburgo	6.2	2.3	0.5	-1.1
Países Baixos	-0.1	-1.9	-3.2	-2.5
Áustria	0.3	-0.2	-1.1	-1.3
Portugal	-4.4	-2.7	-2.9	-2.9
Finlândia	5.2	4.3	2.5	2.1

Dívida bruta das administrações públicas

	2001	2002	2003	2004
Área do euro	69.6	69.5	70.8	71.3
Bélgica	108.0	105.4	100.0	95.6
Alemanha	59.4	60.9	64.2	66.0
Grécia	114.8	112.2	109.3	110.5
Espanha	57.8	55.0	51.4	48.9
França	57.0	59.0	63.9	65.6
Irlanda	35.8	32.6	32.0	29.9
Itália	110.7	108.0	106.3	105.8
Luxemburgo	7.2	7.5	7.1	7.5
Países Baixos	52.9	52.6	54.3	55.7
Áustria	67.1	66.7	65.4	65.2
Portugal	55.9	58.5	60.1	61.9
Finlândia	43.8	42.5	45.3	45.1

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: Os dados baseiam-se nas definições do procedimento relativo aos défices excessivos. Os saldos orçamentais excluem receitas da venda de licenças de UMTS.

um défice de 3.0% do PIB. Portugal registou um défice ligeiramente abaixo de 3% do PIB, não obstante a contínua (embora decrescente) aplicação de medidas de política temporárias significativas.

A execução orçamental para o conjunto da área do euro, quando medida pela variação do saldo primário corrigido do ciclo de acordo com as estimativas da Comissão Europeia, reflectiu uma orientação orçamental ligeiramente expansionista. Com as despesas com juros praticamente inalteradas, a deterioração do saldo primário foi o principal factor na origem deste resultado. O crescimento do PIB é estimado num valor em linha com o crescimento potencial e, deste modo, a conjuntura económica deverá ter tido muito pouco efeito sobre a variação da componente cíclica do orçamento, em média. A consolidação estrutural foi aplicada apenas em alguns casos. Os três países com as dívidas mais elevadas (Bélgica, Grécia e Itália) continuaram a beneficiar de poupanças nas despesas com juros, com um efeito favorável sobre as posições orçamentais globais, o que, em parte, compensou a deterioração dos saldos primários nestes países.

A evolução orçamental reflecte o facto de, em média na área do euro, os cortes nos impostos e o desaparecimento gradual de medidas de ajustamento temporárias terem sido financiados de modo insuficiente por poupanças em despesa primária. Os factores de redução da receita incluíram reduções nos impostos directos e nas contribuições para a segurança social, bem como uma queda das receitas de capital devido ao desaparecimento gradual das medidas temporárias. Estes foram parcialmente compensados por aumentos dos impostos indirectos. No lado da despesa, surgiram sinais de alguma contenção (principalmente através do consumo público e de benefícios sociais) não obstante o desaparecimento parcial de medidas temporárias. Embora tal reflecta uma inversão de políticas de despesa mais laxistas nos últimos anos, não foi suficiente para compensar totalmente a descida da receita.

O rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro aumentou, pelo segundo ano consecutivo, para 71.3% em 2004. Este agravamento reflecte principalmente o nível reduzido (e decrescente) do rácio do excedente primário, o facto de o crescimento económico se ter situado abaixo da taxa de juro implícita média paga sobre a dívida pública e, em alguns casos, discrepâncias significativas entre a evolução do défice e da dívida – conhecidas por ajustamentos défice-dívida. Entre os sete países que apresentaram rácios da dívida acima de 60% do PIB, apenas a Bélgica registou uma descida significativa do seu rácio da dívida, para um nível inferior a 100% do PIB, reflectindo resultados orçamentais que se mantiveram próximo do equilíbrio. A Grécia e Itália continuaram a exhibir rácios da dívida acima de 100% do PIB, com poucas alterações desde 2001. Alemanha, França, Áustria e Portugal apresentaram rácios da dívida moderadamente acima do valor de referência de 60% do PIB e em todos estes países à excepção da Áustria, o rácio aumentou em comparação com 2003. A contínua deterioração dos saldos orçamentais e o aumento do rácio da dívida em relação ao PIB também se reflectem no saldo de títulos de dívida pública (ver Caixa 8).

EVOLUÇÃO DOS TÍTULOS DE DÍVIDA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS NA ÁREA DO EURO

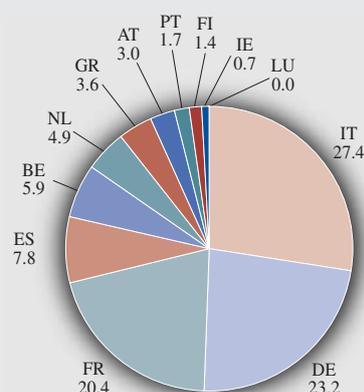
Num contexto de subida dos défices das administrações públicas na área do euro, o nível do saldo de títulos de dívida das administrações públicas aumentou nos últimos anos. Esta evolução reflectiu-se quer no aumento dos rácios da dívida em relação ao PIB, quer na subida das taxas de crescimento homólogas dos títulos de dívida emitidos por administrações públicas na área do euro – 5.0%, 5.5% e 5.4% no final de 2002, 2003 e 2004, respectivamente (face a 3.3% no final de 2001)¹.

Analisando o montante total do saldo dos títulos de dívida das administrações públicas no final de 2004, os principais intervenientes envolvidos neste segmento dos mercados de capitais da área do euro são a Itália, Alemanha e França, com pesos a oscilarem entre aproximadamente 20% e 30% do total do mercado (ver Gráfico A).

A evolução da estrutura do saldo de títulos de dívida das administrações públicas na área do euro contém três características fundamentais. Em primeiro lugar, a dívida pública é predominantemente emitida pela administração central, que representou 94.3% do saldo de títulos de dívida em 2004, sendo que as outras administrações públicas foram responsáveis pelos restantes 5.7% (ver Quadro A). No entanto, o

Gráfico A Saldo de títulos de dívida pública da área do euro por país emite em 2004

(percentagens; fim de período)



Fonte: BCE.

Estrutura dos saldos de títulos de dívida emitidos por administrações públicas da área do euro

(em percentagem do total dos títulos de dívida emitidos por administrações públicas; fim de período)

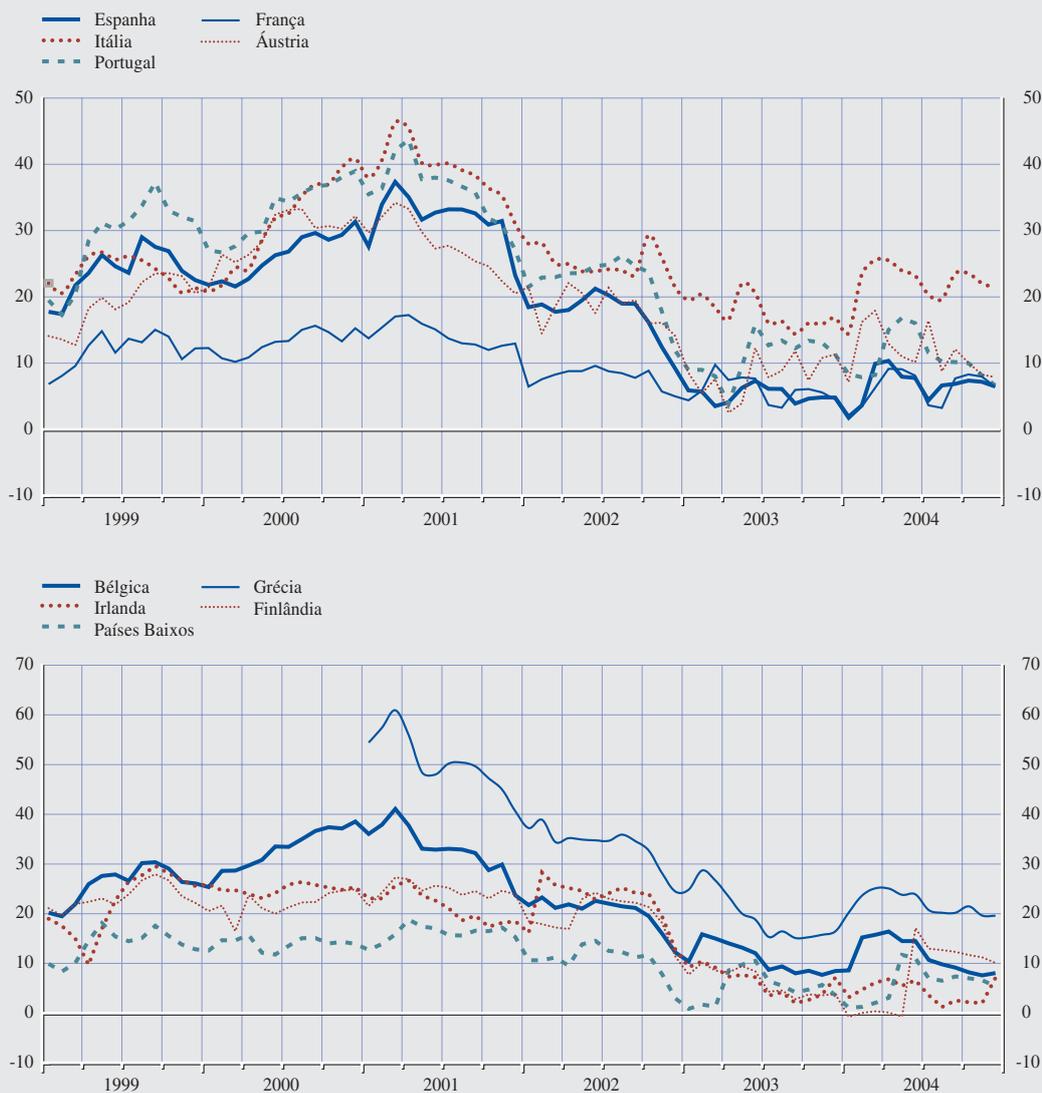
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Administração central	96.9	96.9	96.7	96.3	95.4	94.7	94.3
<i>Títulos de longo prazo</i>	87.5	89.3	89.9	89.0	87.2	85.8	36.0
<i>Títulos de curto prazo</i>	9.4	7.6	6.9	7.2	8.2	8.9	8.3
Outras administrações públicas	3.1	3.1	3.3	3.7	4.6	5.3	5.7
<i>Títulos de longo prazo</i>	3.0	3.0	3.2	3.6	4.5	5.2	5.6
<i>Títulos de curto prazo</i>	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Total das administrações públicas							
<i>Títulos de longo prazo</i>	90.5	92.3	93.0	92.6	91.7	91.1	91.6
a taxa fixa	75.4	79.3	81.2	82.5	82.1	82.2	82.9
a taxa variável	12.3	10.5	10.0	8.7	8.0	7.5	7.6
<i>Títulos de curto prazo</i>	9.5	7.7	7.0	7.4	8.3	8.9	8.4
Total das administrações públicas em EUR mil milhões	3 304.9	3 450.5	3 546.4	3 764.6	3 939.3	4 141.2	4 362.5

Fonte: BCE.

¹ As taxas de crescimento têm por base transacções financeiras e não são corrigidas de reclassificações, reavaliações, variações cambiais e quaisquer outras variações que não sejam devidas a transacções. Para mais pormenores, ver a Nota técnica relativa às Secções 4.3 e 4.4 da secção "Estatísticas da área do euro" do Boletim Mensal do BCE.

Gráfico B Diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo face à Alemanha ¹⁾

(pontos base; dados mensais)



Fontes: BIS e cálculos do BCE.

1) As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo referem-se a obrigações a dez anos ou à maturidade disponível mais próxima das obrigações.

sector das outras administrações públicas tornou-se mais activo. A percentagem de títulos de dívida emitidos pela administração central tem vindo a descer continuamente desde 1998, enquanto a percentagem de títulos de dívida emitidos por outras administrações públicas quase duplicou entre 1998 e 2004.

Em segundo lugar, no que respeita à desagregação dos títulos de dívida pública por prazo, a dívida de longo prazo representou cerca de 91.6% do saldo de títulos de dívida no final de 2004.

O quadro mostra que a percentagem de dívida de curto prazo desceu entre 1998 e 2000 mas que posteriormente aumentou de novo.

Em terceiro lugar, o quadro também indica que a grande maioria dos títulos de dívida de longo prazo das administrações públicas são emitidos a taxa fixa. Ao longo do tempo, a importância relativa das emissões a taxa variável registou uma descida significativa, de 12.3% do total em 1998 para 7.6% em 2004. Subjacente a esta evolução está a descida gradual observada no final da década de 90 do prémio de prazo pago por alguns governos por títulos de longo prazo a taxa fixa num contexto de estabilidade de preços. A Itália, onde a percentagem de títulos de dívida a taxa variável se situa em 20.7%, é o único país significativamente acima da média da área do euro.

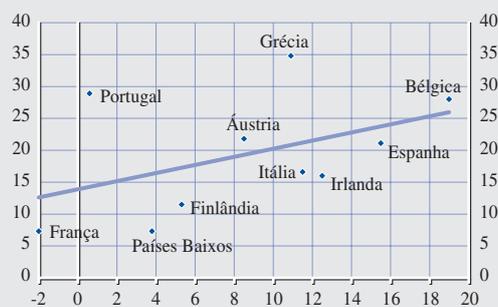
A descida dos prémios de risco reflectiu-se em custos mais favoráveis do financiamento por dívida nos últimos anos. Por exemplo, a taxa de rendibilidade média das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro desceu de uma média de 7% no período de 1994-98 para uma média de 4.7% no período de 1999-2004. Porém, como o Gráfico B indica, existem diferenças entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública nos países da área do euro, o que poderá reflectir diferenças no risco de crédito e de liquidez.

As taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo alemãs foram as mais baixas na área do euro, essencialmente devido ao facto de as obrigações de dívida pública alemãs serem relativamente líquidas. A vantagem de financiamento do governo alemão em comparação com todos os outros governos da área do euro em termos de pontos base esteve num intervalo de dois dígitos até ao início de 2001. Desde então, os diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos de outros países da área do euro e as taxas de rendibilidade das obrigações alemãs comparáveis reduziram-se constantemente, registando um mínimo no final de 2003. As descidas mais significativas dos diferenciais das taxas de rendibilidade foram registadas na Bélgica, Grécia, Itália, Portugal e Espanha. Um dos factores subjacentes a esta convergência poderá ter sido a evolução orçamental na Alemanha, onde, entre 2001 e 2004, o rácio da dívida em relação ao PIB se deteriorou face ao de todos os outros países da área do euro com excepção da França.

Os dados disponíveis sugerem que os países cujo rácio da dívida em relação ao PIB melhorou face à Alemanha entre 2001 e 2004 também registaram uma descida dos

Gráfico C Variações dos rácios relativos da dívida em relação ao PIB face à Alemanha ¹⁾ e variações dos diferenciais das taxas de rendibilidade ²⁾ entre 2001 e 2004

(eixo dos x: em pontos percentuais; eixo dos y: em pontos base)



Fontes: Eurostat e BCE.

1) Eixo dos x: diminuição do rácio relativo da dívida em relação ao PIB face à Alemanha, isto é, da diferença entre o rácio da dívida em relação ao PIB da Alemanha e o de outros países da área do euro, entre 2001 e 2004.

2) Eixo dos y: descida dos diferenciais das taxas de rendibilidade face às obrigações de dívida pública a dez anos alemãs entre Janeiro de 2001 e Dezembro de 2004.

Nota: O gráfico deverá ser interpretado da seguinte forma, utilizando a Bélgica como exemplo. O rácio da dívida em relação ao PIB na Bélgica foi de 108.0% em 2001 e 95.6% em 2004, enquanto na Alemanha foi de 59.4% em 2001 e 66.0% em 2004. Assim, a diferença entre o rácio da dívida em relação ao PIB da Alemanha e o da Bélgica – um rácio relativo da dívida em relação ao PIB da Bélgica face à Alemanha – foi de 48.6% em 2001 e 29.6% em 2004. Esta diferença diminuiu entre 2001 e 2004 19.0 pontos percentuais – uma melhoria do rácio relativo da dívida em relação ao PIB face à Alemanha –, como demonstrado no eixo dos x. Ao longo do mesmo período, o diferencial entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública belgas e alemãs desceu 28 pontos base, como demonstrado no eixo dos y. A linha recta a cheio representa a recta de regressão ajustada.

diferenciais das taxas de rendibilidade de longo prazo face às obrigações de dívida pública alemãs, como ilustrado pela relação positiva no Gráfico C. Embora outros factores, principalmente relacionados com a liquidez das obrigações, também possam ser relevantes, tal poderá ser interpretado como uma primeira indicação de que os investidores, em certa medida, tomam em consideração as posições orçamentais dos governos da área do euro aquando da fixação do preço das obrigações.

No geral, as recentes tendências na estrutura de financiamento público reflectem a vantagem macroeconómica significativa que surgiu em conjunto com a adopção de políticas mais orientadas para a estabilidade ao longo da última década. O benefício mais visível para o público consiste na proporção significativamente mais baixa dos orçamentos públicos dispendida com o pagamento de juros.

PLANOS ORÇAMENTAIS PARA 2005

A última actualização dos programas de estabilidade sugere que, não obstante alguns progressos, os planos no sentido de solucionar o problema dos défices orçamentais são insuficientes e que ainda não existem agendas abrangentes de reformas estruturais. Em 2005, o défice médio para o conjunto da área do euro deverá descer cerca de meio ponto percentual do PIB. Uma descida marginal da despesa com juros e uma melhoria moderada do saldo primário deverão contribuir para esta evolução. O crescimento económico deverá situar-se próximo do potencial. Porém, cerca de metade dos países da área do euro, isto é, Alemanha, Grécia, França, Itália, Países Baixos e Portugal, deverão continuar a registar défices próximos de 3% do PIB ou equivalentes a este valor. Prevê-se que apenas alguns alcancem uma posição próxima do equilíbrio ou excedentária. O rácio da dívida em relação ao PIB deverá registar uma descida de cerca de meio ponto percentual do PIB.

NECESSÁRIA CONSOLIDAÇÃO EM LINHA COM ANTERIORES COMPROMISSOS

As finanças públicas enfrentam três grandes desafios na área do euro. Em primeiro lugar, é necessária uma consolidação orçamental substancial: a estabilidade macroeconómica depende significativamente da sustentabilidade das finanças públicas, que consiste na capacidade de um governo cumprir as suas obrigações (ver Caixa 9). O cumprimento do quadro orçamental da UE e a aplicação rigorosa das regras são

fundamentais uma vez que tal contribui para a sustentabilidade das finanças públicas na UEM. Em particular, o limite do défice de 3% do PIB – se aplicado de forma credível – proporciona uma âncora para as expectativas de disciplina orçamental e de evolução da dívida no futuro. Deste modo, constitui um sinal importante de solidez orçamental para os mercados financeiros e o público.

O facto de o défice médio da área do euro se situar próximo do valor de referência de 3% e de vários países terem défices próximo ou acima deste valor sublinha a necessidade urgente de reforçar a posição das finanças públicas. A melhor conjuntura económica oferece uma boa oportunidade para acelerar o processo de consolidação orçamental. Os dividendos de crescimento sob a forma de receitas mais elevadas do que o previsto devem ser aplicados na redução de desequilíbrios orçamentais. Os países com défices excessivos devem corrigir esta situação o mais rápido possível e respeitar os seus compromissos. Além disso, deve ser evitada a repetição de défices excessivos. Também é desejável que os países da área do euro que não tenham uma posição orçamental próximo do equilíbrio ou excedentária, mas que também não se encontrem numa situação de défice excessivo, realizem progressos na consolidação orçamental em linha com o acordo do Eurogrupo de Outubro de 2002, segundo o qual os rácios do défice subjacente deverão diminuir pelo menos 0.5 pontos percentuais do PIB por ano.

POLÍTICA ORÇAMENTAL E ESTABILIDADE MACROECONÓMICA

A presente caixa discute as principais influências da política orçamental sobre a estabilidade macroeconómica e a evolução dos preços, bem como o modo como o quadro orçamental da UE reflecte estas influências.

As políticas orçamentais podem ter impacto sobre a conjuntura macroeconómica de curto prazo através de medidas discricionárias e dos estabilizadores automáticos. As medidas discricionárias, isto é, variações activas da receita pública ou da despesa pública, podem afectar o crescimento económico e os preços, através do seu efeito sobre a procura agregada e a oferta agregada. Porém, à luz da experiência das últimas décadas, constata-se que a regularização orçamental discricionária, visando estabilizar a economia, se mostra frequentemente pró-cíclica. Além disso, a utilização assimétrica de medidas de regularização (principalmente durante períodos de queda e, em menor medida, durante períodos de recuperação) conduziu a défices orçamentais mais elevados ao longo do tempo. Por outro lado, o livre funcionamento dos estabilizadores automáticos pode ajudar a atenuar as flutuações económicas, através do impacto estabilizador dos benefícios fiscais e subsídios de desemprego no rendimento disponível das famílias. A sua natureza automática faz com que sejam atempados e mais previsíveis, enquanto o seu funcionamento simétrico não afecta o nível da dívida pública ao longo de um ciclo económico.

No que se refere aos efeitos orçamentais a médio prazo, o estabelecimento de políticas orçamentais é particularmente importante para a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento económico potencial. A sustentabilidade orçamental pode ser descrita como a capacidade de um governo cumprir as suas obrigações. O rácio da dívida pública em relação ao PIB dá indicações neste sentido, embora outros elementos, tais como os passivos eventuais e implícitos das administrações públicas, também devam ser tomados em consideração. A sustentabilidade das finanças públicas tem um impacto positivo sobre a conjuntura macroeconómica, uma vez que os consumidores e as famílias não esperam grandes aumentos dos impostos nem dificuldades dos governos no cumprimento das suas obrigações. Deste modo, a confiança económica melhora, a tomada de decisões a longo prazo (por exemplo, para o investimento privado) torna-se mais fácil e as condições financeiras são mais favoráveis. No que respeita ao crescimento económico potencial, as medidas orçamentais que melhoram a “qualidade” das finanças públicas podem ter um efeito benéfico sobre a taxa de crescimento económico compatível com a estabilidade de preços. Por exemplo, a despesa pública em capital físico e humano poderá melhorar a qualidade dos factores de produção. Além disso, as taxas dos impostos têm impacto sobre os incentivos ao trabalho, à poupança, ao investimento e à inovação. Por sua vez, um maior crescimento suporta a sustentabilidade, dado que o serviço da dívida existente é satisfeito a partir de uma base económica mais alargada.

A definição de uma política orçamental de acordo com regras é, em geral, preferível a uma abordagem *ad hoc*. As regras podem desencorajar uma incidência indevida em ganhos de curto prazo e uma desconsideração dos custos a mais longo prazo. Além disso, as regras podem ancorar as expectativas, fornecendo assim linhas de orientação aos agentes económicos quanto à política orçamental no futuro, caso ocorram choques, e tornando deste modo mais fácil o planeamento a mais longo prazo no sector privado. Obviamente, as regras devem ser

respeitadas por forma a que estes benefícios se concretizem. As vantagens em seguir regras são ainda maiores numa união monetária, como a UEM, onde as distorções dos incentivos orçamentais podem ser exacerbadas. Por exemplo, pode surgir um maior enviesamento do défice dado que, com uma moeda única e mercados financeiros mais integrados, o impacto de níveis mais elevados da dívida de um país sobre as taxas de juro é mais reduzido do que anteriormente. As regras orçamentais numa união monetária devem ser aplicáveis de modo directo, dado que têm de ser aplicadas a todos os países-membros de modo uniforme por forma a assegurar a igualdade de tratamento. Um enquadramento orçamental transparente também aumenta a sensibilização dos mercados financeiros e do público em geral, e pode ajudar a reforçar o cumprimento das regras.

O enquadramento de médio prazo, baseado em regras, adoptado na UEM toma em conta considerações relativas à estabilização de curto prazo e à sustentabilidade de longo prazo. Os valores de referência para o défice orçamental e a dívida pública são formas de promover um comportamento orçamental responsável. Uma posição orçamental de médio prazo próxima do equilíbrio ou excedentária contribui para a estabilização económica de curto prazo através do funcionamento livre dos estabilizadores automáticos, evitando défices excessivos no futuro e assegurando a melhoria da sustentabilidade das finanças públicas ao induzir rácios de dívida pública mais reduzidos.

Na perspectiva de um banco central cujo objectivo primordial é a manutenção da estabilidade de preços, a análise de política orçamental foca o impacto das políticas orçamentais sobre a inflação e a estabilidade macroeconómica porque estas políticas fazem parte da conjuntura na qual a política monetária actua. Políticas orçamentais sólidas tornam mais fácil a política monetária ao criar um contexto de condições económicas estáveis, quer no curto quer no longo prazo.

REFORMAS ESTRUTURAIS PERMANECEM ESSENCIAIS

Um segundo desafio para as finanças públicas da área do euro consiste em integrar planos de consolidação orçamental numa agenda de reformas estruturais que favorece o crescimento, a competitividade e o emprego. Tal ajudaria também a colocar a evolução orçamental numa situação sustentável, particularmente num contexto de aumento do encargo orçamental relacionado com o envelhecimento da população. Neste sentido, reformas da despesa são fundamentais, embora possa ainda haver lugar para ganhos de eficiência no lado da receita. As reformas da despesa possibilitam a consolidação orçamental, criam condições para novos cortes nos impostos e também podem tornar os sistemas de impostos/benefícios fiscais mais favoráveis ao crescimento. No contexto de

determinados orçamentos de despesa, também deve ser dada prioridade a investimentos produtivos em infra-estruturas e capital humano.

ESTATÍSTICAS FIDELÍGNAS SUSTENTAM A CREDIBILIDADE DO QUADRO ORÇAMENTAL

Em terceiro lugar, a integridade das estatísticas das finanças públicas é uma condição prévia para a credibilidade do quadro orçamental da UE. Revisões significativas de valores do défice passados – como se pôde constatar, por exemplo, no caso da Grécia em 2004 – prejudicam claramente a confiança do público e a credibilidade de todo o quadro. Comprometem a identificação rigorosa e atempada de desequilíbrios e de necessidades de ajustamento, o que pode causar sérios atrasos na aplicação de medidas de política. Adicionando incerteza ao controlo orçamental, reduzem o

valor dos procedimentos de supervisão multilateral e, deste modo, enfraquecem a eficácia da pressão pelos pares. Assim, é de grande importância que sejam tomadas medidas no sentido de assegurar a compilação fidedigna e o reporte atempado das estatísticas das finanças públicas. Todos os Estados-Membros devem respeitar as normas de contabilidade europeias quando procedem ao reporte das despesas e das receitas. Como foi referido pelo Conselho ECOFIN em 2 de Junho de 2004, as estatísticas orçamentais não devem ser vulneráveis a ciclos políticos e eleitorais.

2.6 TAXAS DE CÂMBIO E EVOLUÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

EURO CONTINUOU A FORTALECER NUM CENÁRIO DE FRAGILIDADE GENERALIZADA DO DÓLAR DOS EUA

Nos mercados cambiais, os movimentos nas principais taxas de câmbio bilaterais do euro foram relativamente moderados nos primeiros nove meses de 2004, em particular se comparados com a acentuada apreciação do euro nos dois anos anteriores. Posteriormente, o euro registou uma forte apreciação, particularmente face ao dólar dos EUA. No final de 2004, o euro situava-se, em termos efectivos, num nível ligeiramente acima do registado no início do ano, reflectindo a apreciação significativa desta moeda face ao dólar dos EUA, às moedas asiáticas ligadas ao dólar dos EUA e, em menor escala, ao iene japonês. Esta apreciação foi parcialmente contrabalançada pela depreciação do euro face às moedas de alguns parceiros comerciais da área do euro menos importantes (franco suíço, coroa norueguesa e won da Coreia do Sul), bem como às moedas de vários dos novos Estados-Membros da UE.

Numa análise com maior pormenor, depois de a apreciação do euro ter estabilizado em Janeiro e Fevereiro de 2004, esta moeda inverteu alguns dos seus ganhos anteriores num quadro de melhoria das perspectivas económicas mundiais e de mudança da percepção do mercado acerca das forças fundamentais que afectam as taxas de

câmbio. Nessa ocasião, observaram-se sinais crescentes de que a recuperação registava um fortalecimento nos Estados Unidos e no Japão, enquanto as perspectivas para a área do euro continuavam mais moderadas. Desta forma, a atenção do mercado desviou-se do grande e persistente défice da balança corrente dos EUA para expectativas de maiores lucros nos Estados Unidos, suportando assim a moeda norte-americana. Entre Maio e meados de Outubro de 2004, o euro fortaleceu-se ligeiramente, num contexto de melhoria gradual das perspectivas para a economia da área do euro, à medida que surgiam sinais preliminares de que a expansão económica se estava a alargar do sector exportador para a procura interna. Ao mesmo tempo, as preocupações do mercado acerca das perspectivas de crescimento mundial – devidas principalmente à incerteza geopolítica e aos aumentos dos preços do petróleo – terão voltado a exercer pressão descendente sobre o dólar dos EUA e o iene japonês. Os mercados financeiros já contavam com as decisões do Comité de Operações de Mercado Aberto da Reserva Federal de aumentar as taxas de juro, pelo que a evolução da taxa de câmbio não foi afectada. Contudo, a partir de meados de Outubro, o euro registou uma apreciação significativa face à moeda norte-americana, bem como face a várias moedas asiáticas, dada a ligação formal ou informal destas ao dólar. Tal ocorreu no contexto de um enfraquecimento generalizado da moeda norte-americana no último trimestre de 2004. Durante este trimestre, o dólar dos EUA alcançou valores mínimos de vários anos face ao euro, à libra esterlina e ao iene japonês.

No final de 2004, o euro situava-se em termos efectivos nominais – medido face às moedas dos 23 principais parceiros comerciais da área do euro – 2.3% acima do nível observado no início do ano. Esta apreciação global em 2004 oculta movimentos compensatórios na taxa de câmbio do euro face a diversas moedas suas parceiras no índice da taxa de câmbio efectiva. Mais especificamente, o euro apreciou-se acentuadamente face ao dólar dos EUA e ao renminbi da China e dólar de Hong Kong, as duas últimas com uma ligação cambial à moeda

norte-americana. Em 31 de Dezembro de 2004, o euro situava-se em USD 1.36, ou seja, quase 8.2% mais forte do que no início do ano. Durante o mesmo período, o euro também se apreciou face ao iene japonês (3.7%) e, no final do ano, era cotado a JPY 139.7, implicando uma apreciação do iene japonês face ao dólar dos EUA superior a 4%. No final do ano, o euro mantinha-se inalterado face à libra esterlina em GBP 0.71, ou seja, o nível registado em 2 de Janeiro de 2004.

Ao mesmo tempo, o euro depreciou-se moderadamente face ao franco suíço, à coroa norueguesa e, mais significativamente, ao won da Coreia do Sul (6.3%). O euro também registou uma depreciação face às moedas de vários dos novos Estados-Membros da UE: coroa checa, forint húngaro, zloti polaco e coroa eslovaca (ver também Secção 3). A libra cipriota também registou uma ligeira apreciação, enquanto o lats letão, com uma ligação parcial ao dólar dos EUA, registou uma depreciação face ao euro. Contudo, a partir de 1 de Janeiro de 2005, o lats passou a estar ligado ao euro a uma taxa de LVL 0.702804, tendo passado a ser transaccionado a essa taxa. A lira maltesa manteve-se relativamente estável face ao euro em 2004, reflectindo o peso dominante do euro no cabaz de moedas subjacente à sua ligação cambial.

No MTC II, a coroa dinamarquesa foi transaccionada próximo da sua paridade central, enquanto as moedas que aderiram ao MTC II em 28 de Junho de 2004 (coroa estoniana, litas lituana e tolar esloveno) foram transaccionadas num intervalo muito estreito ou mantiveram-se inalteradas em relação à sua paridade central face ao euro.

Nos dois primeiros meses de 2005, o euro recuou face à maior parte das principais moedas, nomeadamente face ao dólar dos EUA. A evolução das taxas de câmbio do euro ao longo deste período foi afectada por sinais de actividade económica robusta nos Estados Unidos, enquanto as preocupações do mercado acerca do défice da balança corrente dos EUA



parecem ter diminuído ligeiramente. Em 24 de Fevereiro de 2005, o euro situava-se em termos efectivos nominais cerca de 1.4% abaixo do seu nível no início do ano. A depreciação reflectiu um enfraquecimento face ao dólar dos EUA, ao renminbi da China e, em menor escala, à libra esterlina, tendo todas estas moedas um peso relativamente elevado no índice da taxa de câmbio ponderada pelo comércio do euro.

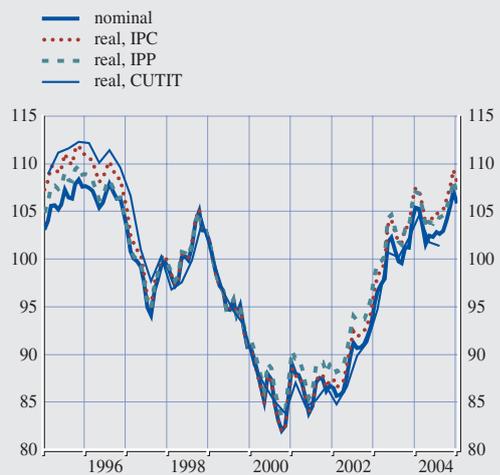
A taxa de câmbio efectiva real do euro – baseada em índices de preços e de custos – também continuou a subir em 2004, em linha com o aumento da taxa de câmbio efectiva nominal (ver Gráfico 29). No quarto trimestre de 2004, os índices da taxa de câmbio efectiva real do euro situavam-se muito acima do seu nível no primeiro trimestre de 1999, e as medidas baseadas na evolução dos preços no consumidor e no produtor também se situavam muito próximo dos níveis máximos observados ao longo dos últimos dez anos.

EXCEDENTE DA BALANÇA CORRENTE AUMENTOU LIGEIRAMENTE EM 2004

O excedente da balança corrente da área do euro aumentou para €40.2 mil milhões em 2004 (ou seja, cerca de 0.5% do PIB), face a €22.2 mil milhões em 2003 (0.3% do PIB). Este aumento resultou em larga medida de uma redução dos

Gráfico 29 Taxas de câmbio efectivas nominais e reais do euro¹⁾

(dados mensais/trimestrais; indice: 1999 T1 = 100)

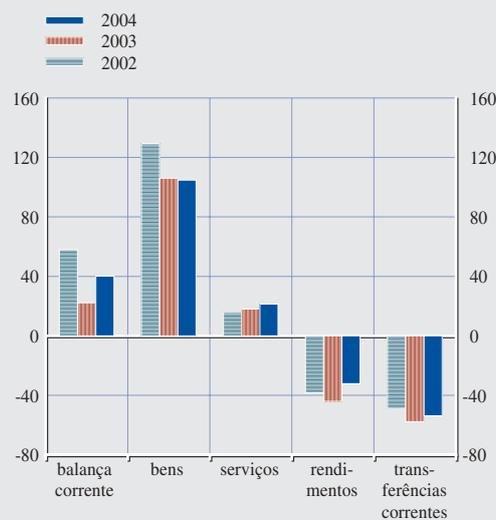


Fonte: BCE.

1) Um movimento dos índices das TCE no sentido ascendente representa uma apreciação do euro. As últimas observações dos dados mensais referem-se a Dezembro de 2004. No caso da TCE real com base nos CUTIT, a última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2004, baseando-se parcialmente em estimativas.

Gráfico 30 Saldo da balança corrente e suas componentes

(EUR mil milhões; dados corrigidos de sazonalidade)



Fonte: BCE.

défices de rendimentos, em conjunto com um ligeiro aumento do excedente de serviços (ver Gráfico 30). O excedente de bens manteve-se praticamente inalterado, uma vez que as exportações e as importações de bens, em termos de valor, tiveram um aumento semelhante.

Contudo, ao longo de 2004, o excedente acumulado de doze meses da balança de bens corrigido de sazonalidade registou dois movimentos significativos. No primeiro semestre do ano, verificou-se um aumento (de €106 mil milhões em Dezembro de 2003 para um valor superior a €125 mil milhões em Junho de 2004), devido em especial às fortes exportações neste período. Porém, posteriormente verificou-se uma redução para um nível próximo do registado no final de 2003, devido às fortes importações registadas no segundo e terceiro trimestres de 2004 e à desaceleração das exportações observada no segundo semestre do ano. A redução do défice de rendimentos reflectiu principalmente um aumento significativo das receitas de rendimentos, que

criaram muito mais rapidamente do que os pagamentos de rendimentos. O aumento das receitas de rendimentos parece dever-se principalmente à evolução favorável dos rendimentos de investimentos, reflectindo o forte crescimento da economia mundial, que mais do que compensou o impacto negativo do euro mais valorizado (uma vez que uma apreciação do euro reduz o valor em euros dos créditos de rendimentos recebidos em moedas estrangeiras).

A evolução das exportações e das importações de bens pode ser melhor compreendida através da desagregação dos valores em preços e volumes, com base nas estatísticas do comércio externo do Eurostat (as estatísticas disponíveis cobrem o período até Outubro de 2004). Essa desagregação mostra que a forte subida do valor das exportações no primeiro semestre do ano ficou a dever-se principalmente ao crescimento robusto do volume das exportações, enquanto os preços das exportações se mantiveram moderados. Assim, parece que o efeito negativo

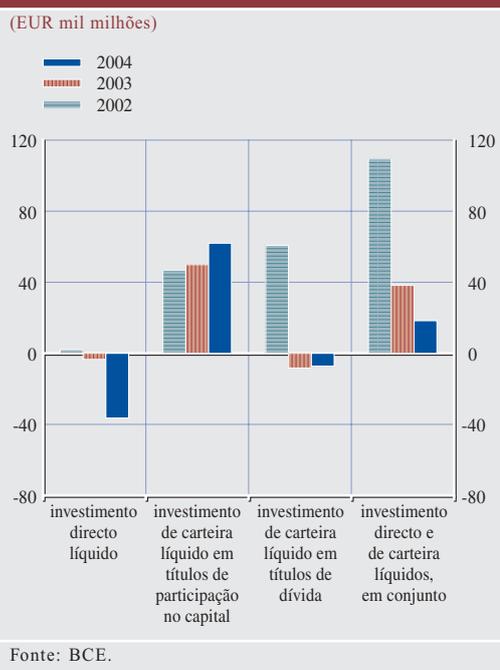
da apreciação do euro nos volumes das exportações da área do euro foi mais do que compensado pelo forte crescimento da procura externa ao longo do primeiro semestre de 2004. Em termos de destino geográfico, o volume das exportações para a Ásia e para os novos Estados-Membros da UE cresceu de forma particularmente rápida ao longo desse período. Embora os preços das exportações tenham registado uma certa pressão ascendente, resultante dos preços mais elevados do petróleo, essa pressão pode ter sido, em parte, contrabalançada por algumas reduções nas margens de lucro, uma vez que os exportadores tentavam compensar, em parte, a perda da competitividade dos preços resultante da apreciação do euro. A desaceleração das exportações da área do euro no segundo semestre do ano parece resultar principalmente das exportações mais fracas para a Ásia e para os novos Estados-Membros da UE, embora as exportações para os Estados Unidos também tenham abrandado substancialmente. O aumento do valor das importações de bens, observado no segundo e terceiro trimestres de 2004, reflectiu aumentos quer dos preços quer dos volumes. A maior parte da subida dos preços das importações resultou do preço mais elevado do petróleo. Uma parte do aumento dos volumes das importações pode ser atribuída à recuperação da procura interna da área do euro, em particular no que respeita às categorias da despesa com elevado conteúdo importado.

ENTRADAS LÍQUIDAS DE INVESTIMENTO DIRECTO E DE CARTEIRA EM CONJUNTO EM 2004

Na balança financeira, o investimento directo e de carteira em conjunto registou entradas líquidas no valor de €18.3 mil milhões em 2004, o que compara com entradas líquidas no valor de €38.3 mil milhões em 2003. O nível mais baixo dos fluxos financeiros líquidos para a área do euro resultou principalmente do aumento das saídas líquidas de investimento directo (ver Gráfico 31).

A evolução do investimento directo pode ser principalmente atribuída à diminuição gradual das entradas de investimento directo estrangeiro

Gráfico 31 Saldo da balança financeira e suas componentes



na área do euro, devido basicamente ao facto de o investimento directo em participações no capital de empresas da área do euro por parte de não residentes ter totalizado um terço do registado no ano anterior. Esta redução foi superior à do investimento directo no estrangeiro pela área do euro, sob a forma de participações no capital de empresas, e pode reflectir, em parte, perspectivas de crescimento mais fortes para a economia mundial em 2004 em relação à área do euro.

O aumento das entradas líquidas de investimento de carteira resultou principalmente de um aumento nas compras líquidas de títulos de participação no capital na área do euro por parte de não residentes. Os dados de inquéritos aos mercados indicaram um recrudescimento do interesse por títulos de participação no capital da área do euro por parte de investidores estrangeiros. O facto de os títulos de participação da área do euro, em termos relativos, terem um preço considerado atractivo, em conjunto com expectativas de uma apreciação do euro ao

longo de 2004, também contribuíram para esta evolução.

Os fluxos transfronteiras de títulos de dívida tiveram uma magnitude semelhante em 2003 e 2004, totalizando cerca de €200 mil milhões tanto do lado do activo como do passivo. Do lado do passivo, o nível baixo das taxas de juro de curto prazo da área do euro não encorajou o investimento estrangeiro em instrumentos do mercado monetário da área do euro, tendo os não residentes investido quase exclusivamente em obrigações e outros títulos de dívida da área do euro em 2004. Do lado do activo, os investidores da área do euro afectaram cerca de 75% da sua carteira internacional de títulos de dívida a obrigações e outros títulos de dívida e 25% a instrumentos do mercado monetário. Em comparação com 2003, os residentes na área do euro atribuíram um peso menor, em 2004, às obrigações e outros títulos de dívida internacionais. Tal pode ter estado associado à antecipação de eventuais perdas de capital, em resultado da expectativa de taxas de juro de longo prazo mais elevadas nos Estados Unidos. De facto, os fluxos de dívida da área do euro para os Estados Unidos diminuíram de €75 mil

milhões em 2003 para €29 mil milhões nos três primeiros trimestres de 2004.

Com base nos fluxos acumulados ao longo dos três primeiros trimestres de 2004, a área do euro registou saídas líquidas de investimento directo estrangeiro face à maioria dos seus parceiros comerciais, à excepção dos Estados Unidos e da Suíça. O Reino Unido e os Estados Unidos foram os principais destinatários do investimento directo da área do euro e os principais investidores na área do euro.

A desagregação geográfica do investimento de carteira mostra que o investimento de carteira da área do euro no estrangeiro, nos três primeiros trimestres de 2004, se dirigiu principalmente ao Reino Unido e aos Estados Unidos, tradicionalmente os principais beneficiários desta categoria de investimento. Os investidores da área do euro foram igualmente grandes compradores líquidos de títulos de participação no capital japoneses. A melhoria das perspectivas económicas no Japão, em especial no início de 2004, parece ter influenciado as decisões de investimento de carteira dos investidores da área do euro.



3 EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA NOS ESTADOS-MEMBROS DA UE NÃO PERTENCENTES À ÁREA DO EURO

ACTIVIDADE ECONÓMICA

O crescimento do PIB real nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro foi relativamente forte em 2004 e ultrapassou, em geral, a média da área do euro (ver Quadro 6). O crescimento do produto registou o valor mais elevado nos Estados bálticos e na Polónia, os países com o nível mais baixo do PIB *per capita* na UE. Na outra extremidade da escala, o crescimento do produto registou o valor mais reduzido na Dinamarca e em Malta, embora o crescimento do PIB real tenha começado a recuperar nestes países, face às taxas moderadas prevalentes em 2003.

A procura interna deu o principal contributo para o crescimento do PIB real em 2004 em muitos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. Em particular, a formação bruta de capital fixo foi o principal impulsionador do crescimento do produto. A crescente confiança na indústria, um elevado grau de utilização do capital e melhores perspectivas para a procura contribuíram para a recuperação do investimento em muitos dos novos Estados-Membros, na Dinamarca e na Suécia. Em muitos dos novos Estados-Membros,

particularmente nos Estados bálticos, a robustez da procura interna reflectiu também o crescimento significativo do consumo privado, que foi apoiado por ganhos no rendimento disponível real, associados a aumentos salariais vigorosos e melhorias no mercado de trabalho. No Reino Unido, o crescimento do consumo privado foi sustentado pelo forte desempenho do mercado de trabalho e pelo crescimento da riqueza em habitação. Em diversos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, especialmente nos Estados bálticos e na Hungria, a despesa das famílias também foi apoiada pelo crescimento elevado, e em alguns casos crescente, do crédito ao sector privado. Além disso, na maioria dos novos Estados-Membros, expectativas de subidas dos preços provenientes de alterações na tributação e nos preços regulamentados, relacionadas com a adesão à UE, estimularam as despesas de consumo na primeira metade de 2004. Por último, em alguns países, a orientação orçamental manteve-se relativamente laxista.

Relativamente à procura externa, o contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB real variou de modo significativo nos vários

Quadro 6 Crescimento do PIB real nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro

(taxas de variação homólogas (%))

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4
República Checa	3.9	2.6	1.5	3.7	4.0	3.8	3.9	4.2	4.2
Dinamarca	2.8	1.6	1.0	0.4	2.0	1.7	2.5	1.8	2.2
Estónia	7.8	6.4	7.2	5.1	.	6.8	5.9	6.1	.
Chipre	5.0	4.1	2.1	2.0	3.7	3.7	4.1	4.0	3.1
Letónia	6.9	8.0	6.4	7.5	8.5	8.7	7.7	9.1	8.6
Lituânia	3.9	6.4	6.8	9.7	6.7	7.1	7.3	5.8	6.7
Hungria	5.2	3.8	3.5	3.0	4.0	4.3	4.2	3.7	3.8
Malta	6.4	-1.7	2.2	-1.8	1.5	2.3	-0.5	1.9	2.3
Polónia	4.0	1.0	1.4	3.8	5.3	6.9	6.1	4.8	3.9
Eslovénia	3.9	2.7	3.3	2.5	4.6	4.1	4.9	5.0	4.3
Eslováquia	2.0	3.8	4.6	4.5	5.5	5.4	5.5	5.3	5.8
Suécia	4.3	1.0	2.0	1.5	3.5	3.4	4.0	3.7	2.8
Reino Unido	3.9	2.3	1.8	2.2	3.1	2.8	3.5	3.1	2.9
UE10 ¹⁾	4.2	2.7	2.6	3.9	4.8	5.4	5.1	4.6	4.3
UE13 ²⁾	3.9	2.2	1.9	2.3	3.3	3.2	3.7	3.3	3.0
Área do euro	3.5	1.6	0.9	0.5	2.0	2.0	2.5	1.7	1.8

Fonte: Eurostat.

Nota: Os valores trimestrais são corrigidos de sazonalidade para a República Checa e corrigidos de sazonalidade e de dias úteis para o Reino Unido.

1) O agregado UE10 é composto pelos 10 novos Estados-Membros da UE.

2) O agregado UE13 é composto pelos 13 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro.

Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. Embora a procura externa tenha apoiado significativamente o crescimento do produto na Polónia e na Suécia, teve um efeito retardante do crescimento na maioria dos novos Estados-Membros e no Reino Unido. Apesar disso, é importante notar que o crescimento das exportações e das importações se manteve relativamente forte em 2004, especialmente nos novos Estados-Membros. Em particular, os volumes de transacções de bens e serviços foram incentivados pela remoção de barreiras ao comércio com a adesão à UE, por uma procura mais elevada dos países parceiros comerciais e por novos ganhos de produtividade.

Em resultado da recuperação da actividade económica, de fluxos consideráveis de investimento directo estrangeiro que entraram nos últimos anos e das reformas estruturais em curso, a situação do mercado de trabalho melhorou gradualmente na maioria dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro ao longo de 2004, particularmente nos Estados bálticos. Contudo, o crescimento do emprego tendeu a ser algo moderado na maioria dos novos Estados-Membros, devido a anteriores aumentos dos custos salariais em alguns países e a um

desequilíbrio estrutural de competências entre a oferta e a procura de emprego. Em vários países, especialmente na Polónia e na Eslováquia, as taxas de desemprego mantiveram-se muito elevadas. No Reino Unido, o mercado de trabalho apresentou-se mais restritivo.

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS

A dinâmica dos preços nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro foi muito variada em 2004. Dinamarca, Lituânia, Suécia e Reino Unido registaram as mais baixas taxas anuais de inflação medida pelo IHPC, cerca de 1%, ou seja, bastante abaixo da média da área do euro. Na maioria dos novos Estados-Membros, a inflação foi superior à média da área do euro. Na Letónia, Hungria e Eslováquia, as taxas anuais de inflação medida pelo IHPC foram quase o triplo da média da área do euro.

A maioria dos novos Estados-Membros registou taxas de inflação medida pelo IHPC mais altas em 2004, face a 2003 (ver Quadro 7). A subida mais forte da inflação foi observada na República Checa, Letónia, Lituânia, Hungria e Polónia. Porém, em alguns Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, as taxas de inflação médias descenderam em 2004. As descidas

Quadro 7 Inflação medida pelo IHPC nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro

(taxas de variação homólogas (%))

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4
República Checa	3.9	4.5	1.4	-0.1	2.6	2.0	2.5	3.0	2.7
Dinamarca	2.7	2.3	2.4	2.0	0.9	0.7	0.8	1.0	1.2
Estónia	3.9	5.6	3.6	1.4	3.0	0.6	3.2	3.9	4.4
Chipre	4.9	2.0	2.8	4.0	1.9	1.0	1.2	2.5	2.8
Letónia	2.6	2.5	2.0	2.9	6.2	4.3	5.8	7.4	7.2
Lituânia	0.9	1.3	0.4	-1.1	1.1	-1.1	0.5	2.3	3.0
Hungria	10.0	9.1	5.2	4.7	6.8	6.8	7.4	7.0	5.9
Malta	3.0	2.5	2.6	1.9	2.7	2.5	3.3	3.0	2.2
Polónia	10.1	5.3	1.9	0.7	3.6	1.8	3.4	4.7	4.5
Eslovénia	8.9	8.6	7.5	5.7	3.6	3.7	3.8	3.6	3.5
Eslováquia	12.2	7.2	3.5	8.5	7.4	8.2	8.0	7.2	6.0
Suécia	1.3	2.7	2.0	2.3	1.0	0.6	1.2	1.2	1.1
Reino Unido	0.8	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.2	1.4
UE10 ¹⁾	8.4	5.7	2.6	1.9	4.0	2.9	4.0	4.8	4.4
UE13 ²⁾	3.2	2.7	1.8	1.6	2.1	1.7	2.2	2.3	2.3
Área do euro	2.1	2.4	2.3	2.1	2.1	1.7	2.3	2.3	2.3

Fonte: Eurostat.

1) O agregado UE10 é composto pelos 10 novos Estados-Membros da UE.

2) O agregado UE13 é composto pelos 13 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro.

mais fortes foram registadas no Chipre e na Eslovénia. Além disso, o padrão de evolução da inflação durante 2004 variou consoante o país. Em diversos países, a inflação subiu consideravelmente na primeira metade de 2004, antes de estabilizar num nível mais elevado, ou diminuir gradualmente na segunda metade do ano. No entanto, em alguns outros Estados-Membros, as taxas de inflação medida pelo IHPC mantiveram-se globalmente estáveis em todo o ano.

A evolução da inflação nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro foi impulsionada principalmente por alguns factores comuns, em particular o forte aumento dos preços do petróleo em 2004. Porém, o impacto exacto deste factor sobre a inflação variou consoante o país, em larga medida reflectindo diferenças nos padrões de consumo, estruturas de mercado e intensidade em energia da produção. Além disso, em alguns países a transmissão dos preços mais elevados do petróleo à inflação poderá ainda não se ter concretizado na íntegra em 2004. Algumas pressões inflacionistas também resultaram do forte crescimento do PIB real na maioria dos países. Consequentemente, as pressões salariais começaram também a aumentar em diversos países.

Nos novos Estados-Membros, a adesão à UE causou também algumas pressões inflacionistas. Os preços dos produtos alimentares aumentaram na maioria dos novos Estados-Membros no primeiro semestre do ano, dado que estes países foram integrados na Política Agrícola Comum e foram removidas as barreiras remanescentes ao comércio sectorial. Dada a percentagem relativamente elevada dos preços dos produtos alimentares nos seus cabazes de consumo do IHPC, tal teve um impacto notório na inflação medida pelo IHPC na maioria dos novos Estados-Membros. Além disso, impostos indirectos e sobre o consumo foram aumentados em alguns dos novos Estados-Membros, para garantir um maior alinhamento desses impostos com os prevalentes na UE. A perspectiva de aumentos dos preços induzidos pelos impostos



após a adesão à UE conduziu a uma procura mais elevada no início de 2004, causando assim, também, uma inflação mais elevada. Na segunda metade de 2004, porém, o impacto começou gradualmente a inverter-se em diversos países. Além disso, em alguns dos novos Estados-Membros, os preços administrados foram substancialmente aumentados, com vista a concluir o ajustamento de algumas empresas estatais no sentido de produzirem a níveis de recuperação de custos.

A evolução das taxas de câmbio efectivas nominais e a sua transmissão desfasada aos preços das importações também influenciaram a evolução da inflação em 2004. Em alguns países, em particular República Checa, Hungria e Eslováquia, a evolução da taxa de câmbio efectiva teve um impacto atenuante na inflação, enquanto noutros, como a Letónia, o impacto contribuiu para pressões inflacionistas. Na Polónia, o impacto desfasado da evolução cambial contribuiu, na primeira metade de 2004, para uma subida da inflação medida pelo IHPC, embora o seu impacto se tenha invertido na segunda metade do ano.

POLÍTICAS ORÇAMENTAIS

Três Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro (Estónia, Dinamarca e Suécia) registaram um excedente orçamental, e dez

países registaram défices orçamentais em 2004. Como estabelecido nas decisões tomadas pelo Conselho ECOFIN em 5 de Julho de 2004, considerou-se que seis países (República Checa, Chipre, Hungria, Malta, Polónia e Eslováquia) se encontravam numa situação de défice excessivo. Em todos os casos, à excepção do Chipre, as decisões do Conselho permitem a correcção destes défices excessivos num enquadramento a médio prazo, dada a existência de circunstâncias especiais, pelo facto de (i) o défice público, aquando a adesão à UE, se situar significativamente acima do valor de referência e (ii) na República Checa, Hungria, Polónia e Eslováquia estar ainda em curso a mudança estrutural para uma economia de mercado moderna orientada para os serviços que acompanhou o processo de convergência real. O Reino Unido registou um rácio do défice acima do valor de referência de 3% em 2003 e 2004. O número elevado de países ainda em situação de défice excessivo aponta para a necessidade continuada de um compromisso político mais forte de realização de reformas estruturais e consolidação orçamental.

Os saldos orçamentais públicos melhoraram em dez dos treze Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 2004, tendo-se deteriorado nos restantes três países (ver Quadro 8). A melhoria pode ser explicada principalmente por factores temporários, e também pelo efeito positivo do ciclo económico. Na República Checa e em Malta, os países que registaram a maior melhoria no saldo orçamental, factores temporários tiveram efeitos consideráveis de aumento do défice em 2003.

Em 2004, os rácios da dívida na maioria dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro mantiveram-se claramente abaixo do rácio médio na área do euro. Os rácios desceram em seis dos treze Estados-Membros não pertencentes à área do euro, em linha com os seus saldos orçamentais públicos melhorados. Nos restantes países, o aumento dos rácios da dívida foi reflexo de baixos rácios do excedente primário e ajustamentos défice-dívida que aumentaram a dívida, isto é, variações na dívida pública que não podem ser explicadas pelo

Quadro 8 Posições orçamentais nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro

(em percentagem do PIB)

	Excedente (+) / défice (-) das administrações públicas				Dívida bruta das administrações públicas			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
República Checa	-6.2	-6.8	-11.7	-3.0	27.2	30.7	38.3	37.4
Dinamarca	2.9	1.7	1.2	2.8	47.8	47.2	44.7	42.7
Estónia	0.3	1.4	2.9	1.8	4.4	5.3	5.3	4.9
Chipre	-2.3	-4.5	-6.3	-4.5	61.9	65.2	69.8	71.9
Letónia	-2.1	-2.9	-1.5	-0.8	14.9	14.1	14.4	14.4
Lituânia	-2.0	-1.5	-1.9	-2.5	22.9	22.4	21.4	19.7
Hungria	-3.7	-8.5	-6.2	-4.7	52.2	55.5	56.9	57.6
Malta	-6.4	-5.9	-10.5	-5.2	62.4	62.7	71.8	75.0
Polónia	-3.9	-3.6	-4.5	-4.8	36.7	41.2	45.4	43.6
Eslovénia	-3.3	-2.4	-2.0	-1.9	28.1	29.5	29.4	29.4
Eslováquia	-6.0	-6.0	-3.7	-3.3	48.7	43.3	42.6	43.6
Suécia	2.5	-0.3	0.2	1.4	54.3	52.4	52.0	51.2
Reino Unido ¹⁾	0.7	-1.7	-3.4	-3.2	38.8	38.3	39.7	41.6
UE10 ²⁾	-4.2	-4.9	-5.7	-3.9	37.3	40.1	43.5	42.7
UE13 ³⁾	0.2	-1.9	-3.1	-2.4	40.9	40.9	42.1	42.9
Área do euro	-1.8	-2.5	-2.8	-2.7	69.6	69.5	70.8	71.3

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: Os dados baseiam-se nas definições do procedimento relativo aos défices excessivos. Os saldos orçamentais excluem receitas da venda de licenças de UMTS.

1) Estimativas do ano de calendário.

2) O agregado UE10 é composto pelos 10 novos Estados-Membros da UE.

3) O agregado UE13 é composto pelos 13 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro.

défice/excedente. Apenas Chipre e Malta continuaram a registar rácios da dívida acima do valor de referência de 60% do PIB.

Na maioria dos países, a execução orçamental em 2004 apresentou-se, em termos gerais, em linha com os objectivos dos programas de convergência apresentados em Maio de 2004, ou melhor do que os mesmos. Em diversos países, a cobrança de receitas foi mais favorável do que o previsto. Em termos gerais, a execução da despesa seguiu de perto as trajectórias preestabelecidas. A Hungria apresentou sinais de derrapagens significativas relativamente aos objectivos dos programas de convergência de Maio de 2004. Além disso, alguns governos (por exemplo, na Estónia e Lituânia) utilizaram parte das suas receitas excedentárias em 2004 para financiar despesa adicional, ao invés de melhorar os saldos orçamentais.

EVOLUÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

No que respeita aos saldos das contas externas, a Suécia e a Dinamarca continuaram a apresentar excedentes consideráveis da balança corrente em 2004, enquanto o Reino Unido e a maioria dos novos Estados-Membros registaram défices da balança corrente, que em alguns países foram amplos (ver Quadro 9). A única excepção foi a

Eslovénia, que tem um historial de posições da balança corrente globalmente equilibradas. Em particular, observaram-se défices amplos da balança corrente – próximo ou acima de 10% do PIB – nos Estados bálticos e Hungria, enquanto a Eslováquia e a Polónia apresentaram défices da balança corrente mais moderados, que se contraíram nos últimos dois anos, em comparação com os dois anos anteriores.

Em muitos dos novos Estados-Membros, o aumento do défice da balança corrente em 2004 esteve associado a um forte crescimento das importações, devido a uma procura interna robusta e a preços elevados do petróleo. Outros factores estruturais e temporários afectaram também a posição da balança corrente. A nível estrutural, os défices da balança corrente são uma característica normal das economias em processo de convergência como os novos Estados-Membros. Embora estes défices possam assinalar problemas relativamente à sustentabilidade das posições externas, os défices da balança corrente em muitos dos novos Estados-Membros estiveram, de certa forma, ligados a um aumento do défice de rendimentos em reflexo de lucros relacionados com fluxos passados de investimento directo estrangeiro. Como factor transitório, os saldos da balança

Quadro 9 Balança de pagamentos dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e da área do euro

(em percentagem do PIB)

	Saldo da balança corrente e de capital				Fluxos líquidos de investimento directo estrangeiro			
	2001	2002	2003	2004 ¹⁾	2001	2002	2003	2004 ¹⁾
República Checa	-5.4	-5.7	-6.2	-6.1	9.0	11.2	2.6	2.4
Dinamarca	3.1	2.1	3.3	2.8	-1.9	1.0	0.1	-0.6
Estónia	-5.6	-9.9	-12.7	-13.3	5.7	2.2	8.3	4.5
Chipre	-3.3	-4.5	-3.3	-4.8	7.3	5.7	3.7	4.6
Letónia	-7.2	-6.5	-7.6	-11.0	1.4	2.7	2.4	3.5
Lituânia	-4.7	-4.8	-6.5	-8.7	3.6	5.0	0.8	3.2
Hungria	-5.6	-6.9	-9.0	-8.8	6.9	4.2	0.8	3.3
Malta	-4.2	0.5	-5.6	-6.6	6.2	-10.3	5.7	7.3
Polónia	-2.8	-2.6	-2.2	-1.6	3.1	2.0	1.9	1.4
Eslovénia	0.2	0.7	-1.0	-0.9	1.1	6.8	-0.5	-0.4
Eslováquia	-8.0	-7.6	-0.5	-2.6	7.4	16.5	2.2	3.3
Suécia	4.3	5.3	6.4	7.8	2.5	0.4	-4.7	-1.7
Reino Unido	-2.2	-1.7	-1.6	-2.0	-0.3	-0.5	-2.5	0.4
Área do euro	-0.1	1.0	0.5	0.8	-1.7	0.0	0.0	-0.5

Fonte: BCE.

1) Os valores de 2004 são uma média móvel de quatro trimestres do período entre o quarto trimestre de 2003 e o terceiro trimestre de 2004, excepto para o Chipre, para o qual a média é a do período entre o terceiro trimestre de 2003 e o segundo trimestre de 2004.

corrente podem ter sido afectados pelo próprio processo de adesão à UE, por exemplo, com as empresas a aumentar os seus *stocks* em antecipação de tarifas mais elevadas.

Do lado do financiamento da balança de pagamentos, as entradas líquidas de investimento directo estrangeiro recuperaram ligeiramente na maioria dos novos Estados-Membros em 2004, tendo abrandado no ano anterior (ver Quadro 9). Entre estes países, apenas a Eslovénia registou saídas moderadas de investimento directo estrangeiro líquido em 2004. No que respeita aos outros Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, a Dinamarca e a Suécia registaram saídas líquidas de investimento directo estrangeiro no mesmo período, enquanto no Reino Unido o investimento directo estrangeiro líquido se tornou positivo, depois de registar saídas modestas nos anos anteriores. Em termos gerais, as entradas líquidas de investimento directo estrangeiro constituíram uma importante fonte de financiamento nos últimos anos para alguns Estados-Membros não pertencentes à

área do euro, embora na maioria dos casos estas entradas não tenham sido suficientes para cobrir o défice da balança corrente. As entradas líquidas de investimento de carteira e de “outro investimento” forneceram financiamento adicional. Consequentemente, o endividamento externo de alguns países também registou um aumento.

MTC II E QUESTÕES RELACIONADAS COM TAXAS DE CÂMBIO

Em 28 de Junho de 2004, Estónia, Lituânia e Eslovénia juntaram-se à Dinamarca como participantes no MTC II. Entraram no mecanismo com uma banda de flutuação normal de $\pm 15\%$ em torno das suas taxas centrais em relação ao euro, enquanto a Estónia e a Lituânia mantiveram os seus fundos de estabilização cambial como compromisso unilateral. Para assegurar a sua participação regular no MTC II, os países comprometeram-se firmemente a tomar as medidas necessárias à preservação da estabilidade macroeconómica e cambial. A Caixa 10 dá uma panorâmica das características do MTC II.

Caixa 10

PRINCIPAIS ELEMENTOS DO MECANISMO DE TAXAS DE CÂMBIO II

Com a introdução do euro em 1 de Janeiro de 1999, o mecanismo de taxas de câmbio II (MTC II) substituiu o Sistema Monetário Europeu (e a respectiva componente do mecanismo de taxas de câmbio), que funcionava desde 1979. O MTC II consiste num acordo multilateral de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, com taxas centrais bilaterais entre o euro e as moedas participantes e uma banda de flutuação normal de $\pm 15\%$ em torno dessas taxas centrais.

A participação no MTC II durante pelo menos dois anos sem tensões graves antes da análise da convergência económica é um requisito para o cumprimento do critério relativo às taxas de câmbio dos critérios de convergência de Maastricht que terão de ser cumpridos para a adopção do euro. A justificação económica subjacente a este requisito prende-se com o facto de este ajudar os Estados-Membros fora da área do euro a orientar as suas políticas no sentido da estabilidade e reforça as perspectivas de concretização de uma convergência duradoura dos fundamentos económicos.

Isto reflecte a noção de que as condições e políticas económicas dos Estados-Membros participantes deverão ser consistentes com a preservação das taxas centrais fixadas. O objectivo global deste processo é fomentar a estabilidade macroeconómica nos novos Estados-Membros da UE, dando, assim, o melhor contributo possível para o crescimento sustentável e

a convergência real. Além disso, políticas macroeconómicas sólidas e taxas de câmbio estáveis contribuem para um funcionamento regular do mercado interno.

De acordo com o Conselho do BCE, o mecanismo, bem como a orientação de política necessária para a participação, é concebido para ajudar os Estados-Membros fora da área do euro nos seus esforços para a adopção do euro, ao mesmo tempo que lida com a complexa relação entre fundamentos económicos e estabilidade cambial¹.

O mecanismo prevê um conjunto de instrumentos de política que podem ser combinados para fazer face a pressões do mercado: medidas de taxa de juro, flexibilidade da taxa de câmbio dentro da banda, intervenções e possíveis realinhamentos da taxa central.

Numa perspectiva operacional, as decisões relativas às taxas centrais e à banda de flutuação normal são tomadas com o acordo mútuo dos ministros de cada país da área do euro, do BCE e dos ministros e governadores dos bancos centrais dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro participantes no mecanismo. O Conselho Geral é responsável pelo acompanhamento do funcionamento do MTC II e serve de fórum para a cooperação monetária e cambial. Acompanha, de perto e numa base permanente, a sustentabilidade da taxa de câmbio bilateral entre cada moeda participante e o euro.

¹ Ver também "Posição do Conselho do Banco Central Europeu sobre questões cambiais relativas aos países aderentes", 18 de Dezembro de 2003.

A participação no MTC II não esteve associada a tensões nos mercados cambiais de qualquer dos países participantes. As quatro moedas no MTC II têm sido continuamente transaccionadas às suas taxas centrais ou próximo destas, enquanto os diferenciais de taxa de juro de curto prazo face à área do euro foram pequenos na maioria dos países (ver Quadro 10). No contexto da entrada no MTC II, o Banka Slovenije interrompeu, de forma regular, a tendência de depreciação gradual do tolar esloveno em relação ao euro.

A maioria das moedas dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro registou um fortalecimento em relação ao euro em 2004, bem como uma apreciação acentuada numa base ponderada pelo comércio. O enfraquecimento do euro foi particularmente acentuado em relação às moedas de muitos dos novos Estados-Membros de maior dimensão da UE, num contexto de perspectivas de crescimento relativamente favoráveis para estes países (ver Gráfico 32). O zloti polaco registou a maior apreciação em relação ao euro em 2004, seguido

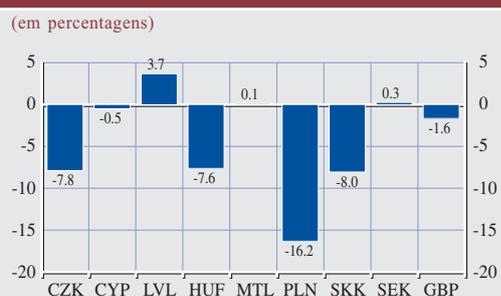
Quadro 10 Evolução no MTC II

(em pontos percentuais)

	DKK	EEK	LTL	SIT
Desvio máximo face à taxa central do MTC II¹⁾				
(média móvel de dez dias de dados diários segundo a frequência da actividade)				
No sentido ascendente	+0.5	0.0	0.0	0.0
No sentido descendente	0.0	0.0	0.0	-0.2
Diferencial de taxas de juro de curto prazo				
(dados mensais, média)				
Quarto trimestre de 2004	0.0	0.3	0.5	1.9

1) Para a Estónia, Lituânia e Eslovénia, o período de referência é de 28 de Junho de 2004 a 24 de Fevereiro de 2005. Para a Dinamarca, o período de referência é de 1 de Novembro de 2002 a 24 de Fevereiro de 2005.

Gráfico 32 Variações cambiais do euro face às moedas da UE fora do MTC II



Fonte: BCE.

Nota: Um valor positivo (negativo) representa uma apreciação (depreciação) do euro. As variações referem-se ao período entre 2 de Janeiro de 2004 e 24 de Fevereiro de 2005.

da coroa checa, da coroa eslovaca e do forint húngaro. Em contraste, o lats letão, que em 2004 esteve parcialmente ligado ao dólar dos EUA através do seu regime cambial, deprecia-se face ao euro. Desde o início de 2005, a Letónia alterou a ligação cambial do lats do cabaz de moedas de direitos de saque especiais (DSE) para o euro, a LVL 0.702804 por euro. Desde esta nova ligação, o lats flutuou dentro de uma banda estreita em torno da sua taxa de ligação cambial. A coroa sueca, a lira maltesa e a libra cipriota apresentaram-se relativamente estáveis em relação ao euro. A libra esterlina registou uma ligeira apreciação face ao euro no início de 2004, num contexto de perspectivas favoráveis para a economia do Reino Unido e de subida das taxas de juro. Contudo, na segunda metade do ano, deprecia-se em relação ao euro.

POLÍTICA MONETÁRIA

O objectivo primordial da política monetária em todos os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro é a estabilidade de preços. As estratégias de política monetária diferem, em larga medida, de país para país, em reflexo da heterogeneidade entre estes, em termos nominais, reais e estruturais (ver Quadro 11). Durante 2004, os regimes de política monetária e cambiais nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro mantiveram-se em larga medida inalterados, embora tenham sido efectuados alguns aperfeiçoamentos aos enquadramentos

da política monetária de muitos países, a fim de a orientar mais no sentido da futura integração monetária. Em particular, a Estónia, a Lituânia e a Eslovénia aderiram ao MTC II a 28 de Junho de 2004. Além disso, na Letónia, o Latvijas Banka procedeu a uma nova ligação cambial do lats, dos DSE para o euro, em 1 de Janeiro de 2005.

No que respeita às decisões de política monetária em 2004 nos países com um objectivo de taxa de câmbio, o Banco Central do Chipre aumentou a sua taxa de juro de política 100 pontos base, para 5.5%, enviando assim um sinal de apoio à libra cipriota, num contexto de rumores de desvalorização. Além disso, foram introduzidas reservas mínimas obrigatórias no valor de 2% para depósitos em moeda estrangeira. Na Letónia, o banco central aumentou a sua principal taxa de política 100 pontos base, para 4%. De modo a conter os riscos resultantes do elevado crescimento económico, do forte crescimento do crédito e do aumento do défice da balança corrente, decidiu também aumentar as reservas mínimas obrigatórias de 3% para 4% e expandir a base para as reservas mínimas ao incluir as responsabilidades dos bancos para com bancos estrangeiros e bancos centrais estrangeiros com prazo acordado ou reembolsáveis com pré-aviso até dois anos. Em Malta, a taxa de juro oficial manteve-se inalterada em 3% ao longo de 2004.

Relativamente aos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro com um enquadramento de objectivos para a inflação em funcionamento, a República Checa e a Polónia aumentaram as taxas de juro em 2004, a fim de conter pressões inflacionistas e limitar possíveis efeitos de segunda ordem de taxas de inflação mais elevadas. Na República Checa, a principal taxa de política foi aumentada 50 pontos base para 2.5% – embora tenha sido reduzida para 2.25% em Janeiro de 2005 – e na Polónia a taxa principal foi aumentada 125 pontos base para 6.5%. No Reino Unido, a taxa dos acordos de recompra foi aumentada 100 pontos base para 4.75%, sobretudo devido a piores perspectivas para a inflação medida pelo IPC. Em contraste, a Hungria, que segue um objectivo para a inflação

Quadro II Estratégias de política monetária oficiais dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro

	Estratégia de política monetária	Moeda	Características
República Checa	Objectivo para a inflação	Coroa checa	Objectivo para a inflação: 2-4% no final de 2005, posteriormente 3% ± 1 ponto percentual (p.p.). Estratégia cambial: flutuação (controlada).
Dinamarca	Objectivo cambial	Coroa dinamarquesa	Participa no MTC II com uma banda de flutuação de ± 2.25% em torno da taxa central de DKK 7.46038 por euro.
Estónia	Objectivo cambial	Coroa estoniana	Participa no MTC II com uma banda de flutuação de ± 15% em torno da taxa central de EEK 15.6466 por euro. A Estónia mantém o seu fundo de estabilização cambial como compromisso unilateral.
Chipre	Objectivo cambial	Libra cipriota	Ligação cambial ao euro a CYP 0.5853 por euro, com bandas de flutuação de ± 15%. A libra cipriota flutuou de facto num intervalo estreito.
Letónia	Objectivo cambial	Lats letão	A partir de Fevereiro de 1994, ligação cambial aos DSE (peso do euro de 36.4%) com uma banda de flutuação de ± 1%. Desde 1 de Janeiro de 2005, ligação cambial ao euro a LVL 0.702804 por euro com uma banda de flutuação de ± 1%.
Lituânia	Objectivo cambial	Litas lituana	Participa no MTC II com uma banda de flutuação de ± 15% em torno da taxa central de LTL 3.4528 por euro. A Lituânia mantém o seu fundo de estabilização cambial como compromisso unilateral.
Hungria	Objectivo para a inflação	Forint húngaro	Objectivo cambial: ligação cambial ao euro a HUF 282.36 por euro, com uma banda de flutuação de ± 15%. Objectivo para a inflação: 3.5% (± 1 p.p.) no final de 2004, 4% (± 1 p.p.) no final de 2005 e 3.5% (± 1 p.p.) no final de 2006.
Malta	Objectivo cambial	Lira maltesa	Ligação cambial a um cabaz de moedas composto pelo euro (70%), a libra esterlina (20%) e o dólar dos EUA (10%). Sem margem de flutuação mas com uma margem de transacção de ± 0.25% para as operações cambiais.
Polónia	Objectivo para a inflação	Zloti polaco	Objectivo para a inflação: 2.5% ± 1 p.p. (variação homóloga do IPC) a partir de 2004. Taxa de câmbio flutuante.
Eslovénia	Estratégia de dois pilares para o acompanhamento dos indicadores monetários, reais, externos e financeiros das condições macroeconómicas	Tolar esloveno	Participa no MTC II com uma banda de flutuação de ± 15% em torno da taxa central de SIT 239.640 por euro.
Eslováquia	Estabelecimento de objectivos para a inflação em conjunto com uma flutuação controlada ¹⁾	Coroa eslovaca	Objectivo para a inflação: objectivo para a inflação de curto prazo fixado em 3.5% (± 0.5 p.p.) no final de 2005. O objectivo para a inflação para o período 2006-2008 é fixado num valor inferior a 2.5% para o final de 2006 e inferior a 2% no final de 2007 e após esta data. Estratégia cambial: flutuação controlada.
Suécia	Objectivo para a inflação	Coroa sueca	Objectivo para a inflação: aumento de 2% do IPC com uma margem de tolerância de ± 1 p.p. Taxa de câmbio flutuante.
Reino Unido	Objectivo para a inflação	Libra esterlina	Objectivo para a inflação: 2% medido pelo aumento de 12 meses do IPC ²⁾ . No caso de um desvio superior a 1 p.p., o Governador do Bank of England deverá redigir uma carta aberta ao Ministro das Finanças do Reino Unido. Taxa de câmbio flutuante.

Fonte: SEBC.

1) A expressão oficial do Národná banka Slovenska é “estabelecimento de objectivos para a inflação nas condições do MTC II”.

2) O IPC é idêntico ao IHPC.

em combinação com uma restrição cambial, reduziu as taxas de juro num total de 300 pontos base para 9.5% em 2004, e de novo para 8.25% em Fevereiro de 2005. Os cortes graduais nas taxas de juro ao longo de 2004 inverteram o aumento pontual de 300 pontos base ocorrido em Novembro de 2003 após uma súbita deterioração da confiança dos investidores. A inversão foi possibilitada pela atenuação das percepções de risco no curto prazo, por uma melhoria das perspectivas de inflação e pela evolução relativamente moderada do crescimento salarial do sector privado. Na Eslováquia, as pressões de apreciação sobre a coroa foram a maior motivação para uma redução da taxa de juro directora num total de 200 pontos base, para 4%. Na Suécia, as pressões inflacionistas limitadas apoiaram a redução de 75 pontos base das taxas de juro, para 2%.

EVOLUÇÃO FINANCEIRA

Em 2004, a evolução das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo foi variada nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. As taxas de juro de longo prazo, medidas pela taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública de referência a dez anos, aumentaram no Chipre, na República Checa e na Polónia, embora tenham começado a descer de novo em finais de 2004. Consequentemente, os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações face à área do euro aumentaram nestes países. Na Hungria, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo foram relativamente voláteis, com uma tendência descendente na segunda metade de 2004, enquanto na Letónia, Lituânia, Eslovénia e Eslováquia as taxas de juro de longo prazo continuaram a descer no decurso de 2004, reduzindo o diferencial face à área do euro, em particular nos países participantes no MTC II. Em Malta, as taxas de juro de longo prazo apresentaram-se estáveis, enquanto na Dinamarca, Suécia e Reino Unido seguiram trajectórias paralelas às taxas na área do euro, como indicado por diferenciais estáveis das taxas de rendibilidade das obrigações⁵.

Os mercados bolsistas nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro continuaram a apresentar um desempenho favorável em 2004, com alguns dos índices bolsistas, em especial os da maioria dos novos Estados-Membros, a atingir máximos históricos e com aumentos anuais a oscilar entre 20% e 80%. Os mercados bolsistas em todos os novos Estados-Membros, à excepção do Chipre, superaram consideravelmente os preços das acções na área do euro, medidos pelo índice Dow Jones EURO STOXX. Os mercados bolsistas na Dinamarca, Suécia e Reino Unido continuaram a seguir, em termos gerais, a evolução do índice Dow Jones EURO STOXX, com os dois primeiros países a superar ligeiramente o referencial da área do euro e o último a ter um desempenho ligeiramente aquém deste referencial.

⁵ A Estónia não possui um mercado desenvolvido de obrigações de longo prazo denominadas em moeda nacional. Um indicador aproximado para as taxas de juro de longo prazo na Estónia, desenvolvido em conjunto pela Comissão Europeia, o BCE e o Eesti Pank e baseado numa média ponderada das taxas de juro de novos empréstimos às empresas denominados em moeda nacional com prazos superiores a cinco anos, mostra uma tendência descendente durante 2004.

Artista

Isa Dahl

Título

“eben still”, 2004

Material

Óleo sobre tela

Formato

Ø 190 cm

© VG Bild-Kunst, Bona 2005



CAPÍTULO 2

OPERAÇÕES E ACTIVIDADES DOS BANCOS CENTRAIS

I OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA, OPERAÇÕES CAMBIAIS E ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO

I.1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

A principal atribuição operacional do Eurosistema consiste na execução da política monetária. O quadro operacional que o Eurosistema estabeleceu para esse efeito é composto por três categorias de instrumentos: operações de mercado aberto, facilidades permanentes e sistema de reservas mínimas. Todas as operações de crédito realizadas pelo Eurosistema têm de ser cobertas por garantias adequadas prestadas pelas contrapartes¹. Em 2004, o Eurosistema realizou progressos assinaláveis no sentido do estabelecimento de uma lista única de activos de garantia.

EXPERIÊNCIA INICIAL COM O NOVO QUADRO PARA A EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

O quadro operacional continuou a funcionar bem em 2004, proporcionando taxas de curto prazo do mercado monetário estáveis e assinalando claramente a orientação da política monetária. Para melhorar a execução da política monetária, em 9 de Março de 2004 foram introduzidas duas alterações importantes ao quadro.

- O calendário dos períodos de manutenção de reservas foi ajustado, por forma a que estes tenham sempre início no dia de liquidação da operação principal de refinanciamento (OPR) que se segue à reunião do Conselho do BCE para a qual está agendada a avaliação mensal da orientação da política monetária. Anteriormente, os períodos de manutenção de reservas tinham início no dia 24 de cada mês e termo no dia 23 do mês seguinte, independentemente do calendário de reuniões do Conselho do BCE. Como complemento desta redefinição do período de manutenção de reservas, as alterações às taxas das facilidades permanentes são agora, em regra, introduzidas no primeiro dia do novo período de manutenção de reservas. Anteriormente, estas alterações entravam em vigor no dia subsequente à reunião do Conselho do BCE.
- O prazo das OPR foi reduzido de duas semanas para uma semana. Em conjunto com

as alterações acima mencionadas, tal significa que as OPR liquidadas num período de manutenção de reservas já não transitam para o período de manutenção de reservas subsequente.

Estas alterações foram concebidas com o intuito de alinhar o período de manutenção de reservas com o ciclo de tomada de decisão das taxas de juro, assegurando que, em regra, as alterações das taxas de juro directoras do BCE só entrem em vigor no início do período de manutenção de reservas subsequente. Deste modo, o BCE pretende eliminar expectativas de variação das taxas de juro directoras do BCE no decurso de um período de manutenção, estabilizando assim o comportamento de licitação dos participantes no mercado nas OPR. Anteriormente, essas expectativas destabilizaram ocasionalmente a licitação das contrapartes nas OPR. Em particular, quando existiam expectativas de reduções iminentes das taxas de juro, as contrapartes licitavam menos liquidez do que o BCE pretendia colocar. Este fenómeno, conhecido por sublicitação, reflectia as tentativas das contrapartes de cumprir as respectivas reservas mínimas ao mínimo custo possível, ou seja, após a potencial redução das taxas de juro.

Além disso, a comunicação com as contrapartes foi melhorada. Nos dias do anúncio das OPR, o BCE continua a publicar a previsão dos factores de liquidez autónomos que não estão sob o controlo directo da gestão de liquidez do BCE, tais como notas em circulação, depósitos do Estado e disponibilidades líquidas sobre o exterior. Adicionalmente, o BCE começou a publicar uma previsão actualizada no dia de colocação. Actualmente, o BCE também comunica o montante de referência quer no dia do anúncio quer no dia de colocação. O montante de referência é o montante de colocação que permite ao conjunto do sistema bancário da área

¹ Uma descrição pormenorizada do quadro operacional consta da publicação do BCE intitulada “A execução da política monetária na área do euro: Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema”, Fevereiro de 2005.

do euro cumprir de forma regular as reservas mínimas, dada a previsão completa de liquidez do Eurosistema, isto é, incluindo factores autónomos e reservas excedentárias. Esta melhoria da comunicação torna explícito ao mercado se as decisões de colocação do BCE nas OPR têm ou não por objectivo equilibrar as condições de liquidez.

A implementação das alterações ao quadro decorreu de forma regular. A redução do prazo das OPR de duas semanas para uma semana e a eliminação da sobreposição de operações conduziram a uma duplicação imediata da dimensão de cada OPR. O comportamento de licitação das contrapartes adaptou-se rapidamente ao forte aumento do montante de colocação médio, embora na terceira OPR com um prazo de uma semana, o montante total das propostas tenha ficado aquém do montante de referência por €5 mil milhões. O montante total licitado nas OPR aumentou rapidamente a partir de então para níveis estáveis acima do montante de colocação, situando-se, em Novembro de 2004, num máximo histórico de cerca de €384 mil milhões (ver Gráfico 33). Em termos gerais, o rácio dos montantes propostos/colocados, isto é, o rácio das propostas apresentadas em relação às propostas satisfeitas, tem sido sólido, oscilando de forma quase consistente entre 1.20 e 1.50 desde Março de 2004. A adaptação regular dos volumes das propostas dos participantes no mercado também indica que o maior volume de garantias implicado pela redução do prazo das OPR foi bem gerido pelas instituições de crédito.

Desde que as alterações ao quadro entraram em vigor, as flutuações de curto prazo no montante de colocação diminuíram. De Junho de 2000 a Março de 2004, a variação média semanal da colocação atingiu €33 mil milhões, tendo este valor caído para €7 mil milhões no período entre a aplicação das alterações e Dezembro de 2004. Esta redução pode ser atribuída ao facto de o prazo das OPR estar agora alinhado com o horizonte temporal da liquidez prevista pelo BCE na respectiva colocação. Consequentemente, a redução da flutuação de

Gráfico 33 Montantes de propostas e de colocação em OPR semanais em 2004



curto prazo do montante de colocação contribuiu para uma estabilização da licitação das instituições de crédito nas OPR.

Aproximadamente 2 100 instituições de crédito na área do euro são elegíveis para participar nas OPR. O número médio de licitantes nas OPR aumentou de 266 em 2003 para 339 em 2004, invertendo assim a tendência decrescente observada desde 1999. No período de Março a Dezembro de 2004, isto é, após a implementação das alterações ao quadro, o número médio de licitantes atingiu 351. Este aumento terá ficado essencialmente a dever-se à redução do prazo das OPR de duas semanas para uma semana, o que implica que os bancos necessitem agora de apresentar uma proposta todas as semanas e não de duas em duas semanas para satisfazer as suas necessidades de liquidez. No entanto, é possível que a maior transparência e simplicidade do novo quadro tenha facilitado a preparação das propostas pelas contrapartes e, por conseguinte, o aumento da participação nos leilões.

Em termos gerais, a volatilidade da EONIA diminuiu em 2004. O desvio padrão do diferencial entre a EONIA e a taxa mínima de proposta das OPR situou-se em 9 pontos base em 2004, face a 16 pontos base em 2003 e 13 pontos base em 2002. No entanto, tem-se verificado uma significativa volatilidade do diferencial após a liquidação da última OPR de alguns períodos de

manutenção. Tal resulta do facto de a colocação da última OPR se verificar agora normalmente oito dias antes do fim do período de manutenção de reservas, enquanto anteriormente a ocorrência da última colocação variava de mês para mês, entre oito e dois dias antes do fim do período de manutenção de reservas. Quanto mais próxima a previsão subjacente está do fim do período de manutenção de reservas, mais exacta é. Portanto, as alterações ao quadro conduziram a uma maior probabilidade de acumulação de desequilíbrios de liquidez substanciais após a colocação da última OPR de um período de manutenção de reservas e, assim, da taxa *overnight* se desviar da taxa mínima de proposta mais cedo e mais substancialmente do que no passado.

A melhoria da política de comunicação do BCE contribuiu, em certa medida, para mitigar este risco, pois torna um pouco mais fácil aos participantes no mercado detectarem um determinado desequilíbrio de liquidez desde a última colocação de OPR do período de manutenção. No entanto, surgiu alguma evidência, em particular durante o Outono de 2004, de que a excessiva volatilidade da taxa *overnight* no fim do período de manutenção pode ter um efeito algo perturbador no funcionamento regular do mercado monetário. Dado que o BCE visa estabelecer condições de liquidez neutras no mercado *overnight*, reagiu a esta evolução, conduzindo operações ocasionais de regularização no último dia de cinco períodos de manutenção, tendo em vista compensar desequilíbrios de liquidez indesejáveis previstos que resultaram sobretudo de alterações à previsão dos factores autónomos do Eurosistema. Duas operações foram de absorção de liquidez (11 de Maio e 7 Dezembro de 2004) e três foram de cedência de liquidez (8 de Novembro de 2004, 18 de Janeiro e 7 de Fevereiro de 2005). Estas operações tiveram sucesso na reposição de condições de liquidez neutras no final dos respectivos períodos de manutenção.

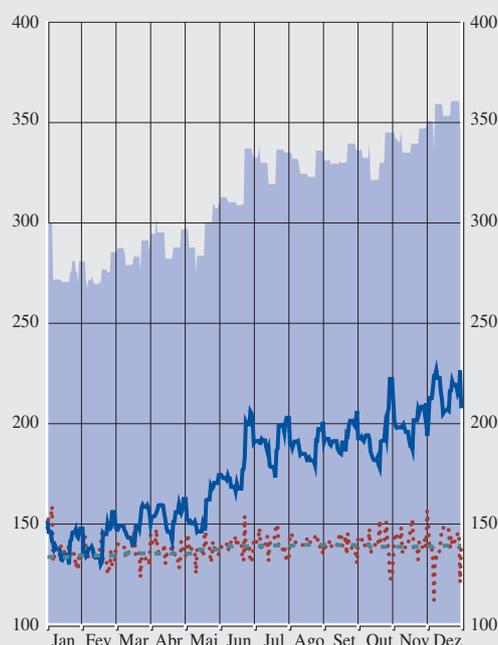
As alterações ao quadro operacional também tiveram implicações na condução das operações

Gráfico 34 Factores de liquidez e evolução das notas na área do euro em 2004

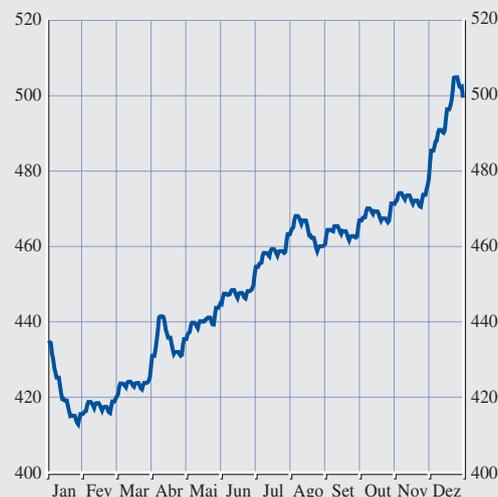
(EUR mil milhões)

- déficit de liquidez
- factores autónomos
- contas à ordem
- - - - - reservas mínimas

Factores de liquidez



Notas



Fonte: BCE.

de refinanciamento de prazo alargado (ORPA). Para minimizar a perturbação do calendário das ORPA, foi interrompida a ligação técnica entre os períodos de manutenção e os dias de colocação das ORPA. A partir de 26 de Fevereiro de 2004, as ORPA são normalmente colocadas na última quarta-feira do mês (em vez de na primeira quarta-feira do período de manutenção). Em contraste com as OPR, as ORPA – que têm uma frequência mensal e um prazo de normalmente três meses – não são utilizadas para assinalar a orientação de política monetária do Conselho do BCE, sendo realizadas como verdadeiros leilões de taxa variável com um volume de colocação pré-anunciado. Em média, em 2004, as ORPA representaram cerca de 23% do total da liquidez, em termos líquidos, cedida através de operações de mercado aberto. Face às antecipadas necessidades de liquidez mais elevadas do sistema bancário da área do euro, o volume de colocação das ORPA aumentou de €20 para €25 mil milhões em Janeiro de 2004 e de €25 para €30 mil milhões em Janeiro de 2005.

EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE LIQUIDEZ

Tendo em vista a preparação dos seus leilões semanais, o BCE acompanha, numa base diária, as necessidades de liquidez do sistema bancário da área do euro, as quais são definidas como a soma das reservas mínimas impostas aos bancos, das reservas excedentárias (fundos detidos pelas instituições de crédito que ultrapassam as reservas mínimas) e dos factores autónomos. As necessidades de liquidez médias diárias do sistema bancário da área do euro atingiram €311.8 mil milhões em 2004, representando um aumento de 30% em comparação com 2003, quando se situaram em €241.5 mil milhões (ver a parte superior do Gráfico 34).

Durante 2004, os factores autónomos líquidos continuaram a crescer fortemente, com um valor médio de €174.2 mil milhões, em comparação com €109.3 mil milhões em 2003. Esta acentuada subida ficou a dever-se quase exclusivamente à continuação do forte crescimento de notas, que aumentou a uma taxa anual de quase 15% em

2004, atingindo um máximo histórico de €505 mil milhões em 24 Dezembro de 2004 (ver a parte inferior do Gráfico 34).

As reservas mínimas que as instituições de crédito da área do euro têm de deter no Eurosistema são calculadas aplicando o rácio de reserva de 2% à base de incidência das instituições de crédito. Em 2004, as reservas mínimas representavam 44% das necessidades de liquidez totais do sistema bancário da área do euro. O nível médio das reservas mínimas agregadas detidas pelas instituições de crédito na área do euro aumentou de €130.9 mil milhões em 2003 para €136.5 mil milhões em 2004, em linha com a expansão da base de incidência. As detenções médias em conta corrente das instituições de crédito em excesso das respectivas reservas mínimas médias situaram-se em €0.6 mil milhões em 2004, o que compara com €0.7 mil milhões em 2003.

ACTIVOS ELEGÍVEIS PARA AS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

Com o objectivo de proteger o Eurosistema de incorrer em perdas, todas as operações de crédito do Eurosistema deverão ser devidamente garantidas. O conjunto de activos aceites como garantia é abrangente. A maior parcela é constituída por instrumentos de dívida transaccionáveis que preencham critérios de elegibilidade uniformes em toda a área do euro, sendo referidos como activos da “Lista 1”. A “Lista 2” é constituída por outros activos, transaccionáveis e não transaccionáveis, que tenham tido particular importância para os mercados financeiros e os sistemas bancários nacionais.

O valor médio dos activos de garantia transaccionáveis elegíveis para as operações de crédito do Eurosistema situou-se em €7 700 mil milhões em 2004, o que compara com €7 100 mil milhões em 2003 (ver Gráfico 35). A maioria dos activos transaccionáveis tomou a forma de títulos de dívida pública (54%) ou obrigações garantidas (ou seja, títulos do tipo *Pfandbrief*) e não garantidas emitidas por instituições de crédito (28%). Além disso, verificou-se um forte

Gráfico 35 Activos de garantia transaccionáveis elegíveis

(montante nominal; EUR mil milhões)

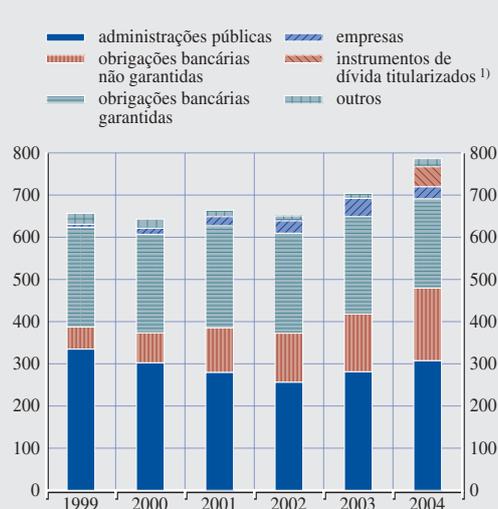


Fonte: BCE.

1) Os dados individuais para os instrumentos de dívida titularizados estão apenas disponíveis a partir de 2004; anteriormente, eram apresentados na rubrica “empresas”.
2) Esta categoria inclui obrigações garantidas e não garantidas emitidas por instituições de crédito.

Gráfico 36 Utilização de activos de garantia transaccionáveis

(montante nominal; EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

1) Os dados individuais para os instrumentos de dívida titularizados estão apenas disponíveis a partir de 2004; anteriormente, eram apresentados na rubrica “empresas”.

crescimento dos instrumentos de dívida titularizados, os quais representaram 5% do total dos activos de garantia transaccionáveis no final de 2004. O valor médio dos activos transaccionáveis usados pelas contrapartes como garantia nas operações de crédito do Eurosistema situou-se em €787 mil milhões em 2004, o que compara com €704 mil milhões em 2003 (ver Gráfico 36). Relativamente ao montante elegível global, as emissões públicas e os títulos de empresas foram usados de forma subproporcional como garantia em operações de crédito com o Eurosistema. Pelo contrário, as emissões de instituições de crédito e os instrumentos de dívida titularizados foram usados de forma sobreproporcional. Para informações sobre o uso dos activos elegíveis entre fronteiras nacionais, ver a Secção 2 do presente capítulo.

PROGRESSOS REALIZADOS NO SENTIDO DE UMA LISTA ÚNICA DE ACTIVOS DE GARANTIA

O actual sistema de activos de garantia de duas listas do Eurosistema contribuiu para o funcionamento regular do quadro operacional do Eurosistema nos primeiros anos da sua existência. No entanto, num contexto de crescente integração dos mercados financeiros na área do euro, a heterogeneidade dos activos incluídos nas Listas 2 dos diferentes BCN da área do euro poderá comprometer as condições de igualdade para as contrapartes e reduzir a transparência do quadro de activos de garantia. Além disso, verifica-se uma tendência ascendente na procura de activos de garantia, devida, em larga medida, ao aumento do défice de liquidez do sector bancário no decurso de 2004. A tendência dos mercados interbancários privados para o crédito com garantia também aumentou as necessidades de activos de garantia das contrapartes.



Para obviar estas questões, e tendo em conta os resultados de uma consulta pública, o Eurosistema decidiu estabelecer ao longo do tempo uma lista única de activos de garantia elegíveis para todas as operações de crédito do Eurosistema. A referida lista única será gradualmente introduzida e irá substituir o actual sistema de duas listas. A primeira etapa para o estabelecimento da lista única terá início em 30 de Maio de 2005, sendo composta por três elementos:

- A inclusão na Lista 1 de novos instrumentos que actualmente não são elegíveis, nomeadamente instrumentos de dívida denominados em euros emitidos por entidades estabelecidas nos países do G10 não pertencentes ao EEE (Estados Unidos, Canadá, Japão e Suíça).
- Os instrumentos de dívida que só são listados ou cotados em mercados não regulamentados tornar-se-ão ou permanecerão elegíveis se o respectivo mercado não regulamentado tiver sido positivamente avaliado pelo Eurosistema face aos três padrões de segurança, transparência e acessibilidade. Estes padrões foram introduzidos para alargar o número de mercados aceitáveis, assegurando, ao mesmo tempo, a avaliação regular e eficiente dos activos de garantia do Eurosistema.
- Um número muito limitado de títulos de dívida transaccionáveis perderá o seu estatuto de elegibilidade e será eliminado ao longo do tempo. Adicionalmente, as acções foram retiradas da Lista 2.

Como segunda etapa no sentido de uma lista única de activos de garantia, o Conselho do BCE aprovou, em princípio, a inclusão na lista única dos empréstimos bancários de todos os países da área do euro, bem como dos instrumentos de dívida não transaccionáveis garantidos por empréstimos hipotecários a particulares, os quais, actualmente, apenas incluem as notas promissórias com garantia hipotecária irlandesas. A principal razão para a aceitação de empréstimos bancários reside no facto de, apesar do crescente papel dos mercados de capitais, o sistema financeiro da área do euro continuar a basear-se, em larga medida, na intermediação bancária, e de os empréstimos bancários permanecerem a classe mais importante de activos nos balanços dos bancos. Ao aceitar os empréstimos bancários como garantia, o Eurosistema reafirma a sua preferência em assegurar o acesso alargado das contrapartes às operações de política monetária e de crédito intradiário.

QUESTÕES DE GESTÃO DE RISCO

A gestão de risco no contexto das operações de política do Eurosistema (ou seja, operações de política monetária ou de crédito dos sistemas de pagamentos) incide sobretudo sobre o risco de crédito em que o Eurosistema incorre quando cede fundos dos bancos centrais a uma contraparte, apesar de também serem tomados em consideração outros tipos de riscos.

Em 2004, realizou-se uma análise exaustiva da inclusão dos empréstimos bancários na lista única de activos de garantia. Uma vez que os emitentes de empréstimos às empresas muitas

vezes não têm notação, terão de ser utilizadas fontes alternativas de avaliação da qualidade do crédito para os empréstimos bancários. Embora os BCN que já aceitam empréstimos bancários como activos de garantia da Lista 2 tenham estabelecido sistemas de avaliação de crédito internos, terão de ser estabelecidas fontes adicionais de avaliação de crédito para os empréstimos bancários quando estes forem incluídos na lista única para o conjunto do Eurosistema. A evolução e implementação de um quadro de avaliação de crédito consistente e eficiente do Eurosistema para activos transaccionáveis e, em particular, não transaccionáveis deverão constituir um desafio primordial para os próximos anos.

1.2 OPERAÇÕES CAMBIAIS

Em 2004, o BCE não realizou qualquer intervenção no mercado cambial por motivos de política. As suas transacções cambiais estiveram exclusivamente relacionadas com a actividade de investimento. Além disso, o BCE não realizou qualquer operação cambial nas moedas dos países que não pertencem à área do euro participantes no MTC II.

O acordo permanente entre o BCE e o FMI para facilitar o início das transacções de direitos de saque especiais (DSE) pelo FMI, em nome do BCE, com outros detentores de DSE, foi accionado quatro vezes em 2004.

1.3 ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO

GESTÃO DAS RESERVAS EXTERNAS

A carteira de activos de reserva externa do BCE é composta por contributos de reserva externa dos BCN da área do euro. O seu objectivo consiste em financiar as operações do BCE no mercado cambial. Em particular, o BCE detém a parte das reservas do Eurosistema que pode ser utilizada directamente e sem demora para financiar intervenções cambiais, podendo exigir novas contribuições em activos de reserva externa dos BCN no caso

de necessitar de reconstituir as respectivas detenções esgotadas.

A carteira de activos de reserva externa do BCE consiste essencialmente em dólares dos EUA, mas também inclui ienes japoneses, ouro e DSE. Em linha com o Acordo entre Bancos Centrais sobre o Ouro, de 26 de Setembro de 1999, renovado em 8 de Março de 2004, as detenções de ouro não foram geridas de forma activa em 2004. O valor dos activos líquidos de reserva externa do BCE desceu de €38.3 mil milhões para €36.3 mil milhões durante 2004, devido sobretudo à depreciação do dólar dos EUA face ao euro.

Actualmente, cada BCN da área do euro gere uma parcela das carteiras de dólares dos EUA e de ienes do BCE. O Eurosistema analisou esta estrutura em 2004 com o objectivo de manter a sua eficácia, em particular tendo em vista o futuro alargamento da área do euro. O novo sistema, que está actualmente em fase de finalização, será implementado em 2006 e implicará especialização entre os membros do Eurosistema, em termos da moeda de denominação das carteiras geridas, respeitando devidamente o princípio da descentralização.

Durante 2004 iniciaram-se os trabalhos de expansão do universo de investimento para incluir *swaps* de taxas de juro, instrumentos com cobertura de riscos cambiais e STRIP dos EUA². Adicionalmente, os modelos de previsão quantitativa para as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública aumentaram a sofisticação da análise da evolução do mercado. Finalmente, foi concebido um exercício piloto, que deverá ter início em 2005, para um programa automático de cedência de títulos na carteira de dólares dos EUA.

GESTÃO DOS FUNDOS PRÓPRIOS

A carteira de fundos próprios do BCE consiste na parcela realizada do capital subscrito e no

² STRIP significa *Separate Trading of Registered Interest and Principal*, o que corresponde a um título criado pela separação do capital da obrigação do pagamento de juros nas obrigações de dívida pública dos EUA.

fundo de reserva geral. A carteira tem por objectivo funcionar como fundo de reserva do BCE para fazer face a perdas eventuais. A gestão desta carteira tem por objectivo gerar receitas acima da taxa média das operações principais de refinanciamento do BCE a longo prazo. Em 2004, as opções de investimento da carteira de fundos próprios foram alargadas através da adição de títulos de rendimento fixo denominados em euros emitidos por alguns dos novos Estados-Membros, algumas obrigações emitidas por administrações regionais da área do euro e mais obrigações com cobertura.

Em 2004, a carteira de fundos próprios do BCE registou um aumento de €0.3 mil milhões, para €6.2 mil milhões. Em particular, a parcela de capital realizado aumentou €63.5 milhões devido ao alargamento da UE e a alterações na tabela de repartição de capital do BCE.

QUESTÕES DE GESTÃO DE RISCO

Aquando da gestão das respectivas carteiras de investimento (reservas externas e fundos próprios), o BCE expõe-se a riscos financeiros. Para gerir estes riscos, o BCE define um quadro que reflecte as suas preferências em relação aos riscos de crédito, de liquidez e de mercado. Este quadro é implementado, designadamente, através de um sistema de limites detalhado, através do qual o cumprimento é acompanhado e verificado numa base diária. Tendo em vista o futuro alargamento da área do euro, realizaram-se trabalhos em 2004 com o objectivo de simplificar o quadro de riscos de crédito e de mercado.

2 SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

O Eurosistema tem a atribuição estatutária de promover o funcionamento harmonioso dos sistemas de pagamentos. O seu principal instrumento para o desempenho desta atribuição – para além da função de superintendência – é a prestação de facilidades de pagamento e de liquidação de títulos. Para este efeito, o Eurosistema criou, para os pagamentos de importâncias avultadas em euros, o Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real, conhecido como TARGET. O TARGET foi alvo de melhorias ao longo dos últimos anos, estando em curso os trabalhos para desenvolver um sistema de segunda geração, o TARGET2. Do lado da liquidação de títulos, o Eurosistema e o mercado oferecem diversos canais para facilitar a utilização de activos de garantia entre fronteiras nacionais.

2.1 O SISTEMA TARGET

O sistema TARGET actual é um “sistema de sistemas”, composto pelos sistemas de pagamentos nacionais dos 15 países membros da UE na altura do lançamento do TARGET, o mecanismo de pagamentos do BCE e um mecanismo de interligação que permite o processamento de pagamentos entre os sistemas ligados. Em 2004, o TARGET deu novo contributo para a integração do mercado monetário do euro e, dado que as operações de crédito do Eurosistema são processadas através deste sistema, continuou a desempenhar um papel importante na execução harmoniosa da política monetária única. Devido ao seu serviço de liquidação em tempo real em moeda do banco central e à sua cobertura do mercado alargada, o sistema TARGET atrai igualmente um grande número de outros pagamentos.

O TARGET funcionou de forma harmoniosa e bem sucedida em 2004, continuando a sua tendência de liquidação de um número crescente de pagamentos de importâncias avultadas em euros, em linha com o objectivo de política do Eurosistema de promover a liquidação em moeda do banco central enquanto meio de

pagamento extraordinariamente seguro. Em 2004, 88% do movimento total dos pagamentos de importâncias avultadas em euros foi realizado através do TARGET. O TARGET está disponível para todas as transferências de crédito em euros entre bancos localizados em qualquer Estado-Membro cujo BCN esteja directa ou indirectamente ligado ao TARGET. Este tipo de transferências pode ser efectuado quer entre bancos no mesmo Estado-Membro (tráfego intra-Estados-Membros), quer entre bancos em diferentes Estados-Membros (tráfego inter-Estados-Membros). O último inquérito de 2004 revelou que existiam 10 483 participantes no TARGET. Este valor é aproximadamente o triplo do registado em 2002, reflectindo sobretudo a introdução de uma nova metodologia para a definição dos participantes no TARGET. No geral, através do TARGET e utilizando um Código de Identificação Bancária, podem ser contactadas cerca de 48 500 instituições, em particular sucursais de participantes.

OPERAÇÕES NO TARGET

Em 2004, foi processada uma média diária de 267 234 pagamentos no TARGET, num valor total de €1 714 mil milhões por dia. Em comparação com 2003, isto representa um aumento de 2% em termos de volume e 4% em termos de valor.

Do tráfego total do TARGET em 2004, o tráfego inter-Estados-Membros representou 33% em termos de valor e 24% em termos de volume, em comparação com 33% e 23%, respectivamente, em 2003. Desse tráfego do TARGET, 95% em termos de valor e 49% em termos de volume foram pagamentos interbancários, sendo o remanescente constituído por pagamentos de clientes. O valor médio de um pagamento interbancário inter-Estados-Membros foi de €17 milhões, e o valor médio de um pagamento de clientes inter-Estados-Membros foi de €0.8 milhões. O Quadro 12 fornece informações adicionais sobre o tráfego de pagamentos.

Em 2004, a disponibilidade global do TARGET, ou seja, a forma como os participantes

Quadro 12 Tráfego de pagamentos no TARGET ¹⁾

Volume (n.º de transacções)	2003	2004	Variação (%)
Global			
Total	66 608 000	69 213 486	4
Média diária	261 208	267 234	2
Intra-Estados-Membros			
Total	51 354 924	52 368 115	2
Média diária	201 392	202 193	0
Inter-Estados-Membros			
Total	15 253 076	16 845 371	10
Média diária	59 816	65 040	9
Valor (EUR mil milhões)			
Global			
Total	420 749	443 992	6
Média diária	1 650	1 714	4
Intra-Estados-Membros			
Total	283 871	297 856	5
Média diária	1 113	1 150	3
Inter-Estados-Membros			
Total	136 878	146 137	7
Média diária	537	564	5

Fonte: BCE.
1) 255 dias de funcionamento em 2003 e 259 dias de funcionamento em 2004.

conseguiram utilizar o TARGET sem incidentes durante o seu horário de funcionamento, atingiu 99.81%. Em média, 95.87% dos pagamentos inter-Estados-Membros foram processados em cinco minutos. O Quadro 13 fornece informações adicionais.

Ao longo de 2004, as alterações obrigatórias necessárias para a migração para o novo sistema de mensagens, o SWIFTNet FIN, continuou, e todas as componentes do TARGET migraram com sucesso.

DISPOSIÇÕES PARA PAGAMENTOS SISTEMICAMENTE IMPORTANTES NO TARGET

Em virtude do papel central do sistema TARGET no mercado e da sua cobertura do mercado alargada, torna-se essencial ao funcionamento fiável e regular do sistema uma protecção adequada face a uma grande variedade de ameaças. É da maior relevância que os pagamentos sistemicamente importantes – ou

Quadro 13 Disponibilidade global do TARGET

(percentagens)	
SLBTR	2004
MPBCE (BCE)	99.48
ELLIPS (BE)	99.88
KRONOS (DK)	99.85
RTGSplus (DE)	99.37
HERMES euro (GR)	99.80
SLBE (ES)	99.89
TBF (FR)	99.94
IRIS (IE)	99.59
BI-REL (IT)	99.91
LIPS-Gross (LU)	99.97
TOP (NL)	99.98
ARTIS (AT)	99.87
SPGT (PT)	99.86
BOF-RTGS (FI)	99.85
E-RIX (SE)	99.74
CHAPS Euro (UK)	99.95
Disponibilidade global do sistema	99.81

Fonte: BCE.

seja, os que poderão provocar um risco sistémico se não forem processados na data devida – sejam efectuados sem demora, mesmo em circunstâncias anormais. O Eurosistema estabeleceu medidas de contingência para assegurar que estes pagamentos sejam processados de forma regular, mesmo em caso de falha no TARGET. Em 2004, os bancos centrais efectuaram diversas simulações (que frequentemente envolveram bancos comerciais), as quais comprovaram a eficácia das medidas de contingência do TARGET e confirmaram que o Eurosistema tem boas condições para assegurar que os sistemas de pagamentos e os mercados financeiros podem continuar a funcionar de forma regular em situação de crise.

LIGAÇÃO AO TARGET PARA OS NOVOS ESTADOS-MEMBROS DA UE

Em Outubro de 2002, o Conselho do BCE decidiu que, após o alargamento da UE, o Eurosistema faria a ligação dos sistemas de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) dos BCN dos novos Estados-Membros ao TARGET, mediante pedido dos mesmos. Dado

o limitado período de vida remanescente do actual sistema TARGET e de modo a poupar custos, o Eurosistema desenvolveu alternativas à plena integração, as quais permitem a ligação dos SLBTR dos novos Estados-Membros ao actual sistema TARGET. Por exemplo, a solução prevista para o SORBNET-EURO, o SLBTR em euros do Narodowy Bank Polski, consiste numa ligação através de um BCN da actual área do euro. A ligação será fornecida em 2005 através do Banca d'Italia.

RELAÇÕES COM UTILIZADORES DO TARGET E OPERADORES DE LIQUIDAÇÃO POR BRUTO EM TEMPO REAL DE OUTRAS ÁREAS MONETÁRIAS

O SEBC mantém relações estreitas com os utilizadores do TARGET, por forma a assegurar que as suas necessidades sejam tomadas em devida consideração e recebam uma resposta adequada. Em 2004, tal como nos anos anteriores, realizaram-se reuniões regulares entre os 15 BCN ligados ao TARGET e os grupos de utilizadores nacionais do TARGET. Adicionalmente, realizaram-se reuniões conjuntas do Grupo de Trabalho para a Gestão do TARGET do SEBC e do Grupo de Trabalho sobre o TARGET do sector bancário europeu para discutir questões operacionais do TARGET. Foram abordadas questões de estratégia no Grupo de Contacto sobre a Estratégia de Pagamentos em Euros, fórum em que estão representados os órgãos de gestão dos bancos comerciais e centrais.

O Eurosistema, como operador de um dos maiores SLBTR do mundo, mantém contactos estreitos com os operadores dos SLBTR de outras áreas monetárias. As crescentes interrelações, como as originadas pela Liquidação em Contínuo, criaram a necessidade de discussões conjuntas sobre questões operacionais.

2.2. TARGET2

Em Dezembro de 2004, o Conselho do BCE aceitou a oferta conjunta do Banca d'Italia, do Deutsche Bundesbank e do Banque de France

para construir a plataforma partilhável única para o TARGET2, desenvolvendo-a e gerindo-a em nome do Eurosistema. Esta decisão terá como resultado uma reformulação significativa da arquitectura TARGET, o qual, actualmente, consiste em SLBTR múltiplos interligados que são mantidos pelos BCN e o BCE. O TARGET2 oferecerá aos utilizadores do TARGET um nível de serviço mais elevado e irá permitir economias de escala.

Os principais trabalhos preparatórios levados a cabo em 2004 para o TARGET2 envolveram o desenvolvimento das especificações operacionais. Este trabalho foi levado a cabo em cooperação estreita com os utilizadores do TARGET. As Especificações Operacionais Gerais (*General Functional Specifications (GFS)*) para o TARGET2, que foram aprovadas pelo Conselho do BCE em Julho de 2004, descrevem de modo geral as características e funcionalidades do sistema bem como a sua arquitectura de TI. O TARGET2 disponibilizará funcionalidades de gestão de liquidez abrangentes que permitirão às instituições de crédito controlar melhor a sua liquidez em euros. Por exemplo, um participante que utilize vários sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos em moeda do banco central terá a possibilidade de liquidar todas essas posições a partir de uma única conta SLBTR no TARGET2. Além disso, para as contas SLBTR de instituições de crédito da área do euro detidas em bancos centrais da área do euro, o TARGET2 disponibilizará um mecanismo de agrupamento de liquidez intradiária. Tal permitirá aos participantes da área do euro no TARGET2 agrupar contas SLBTR individuais detidas em diferentes bancos centrais da área do euro e agrupar a liquidez intradiária disponível em benefício de todos os membros do grupo de contas. Para este fim, o Eurosistema está a envidar esforços no sentido do estabelecimento de um quadro jurídico robusto, que é uma condição prévia para a disponibilização desta funcionalidade. O TARGET2 terá por base um conceito de continuidade operacional inovador que permitirá lidar com situações de desastre regional de grande escala.

Com base nas GFS, o Eurosistema está a preparar as Especificações Operacionais Pormenorizadas do Utilizador (*User Detailed Functional Specifications (UDFS)*), que descrevem as características e funcionalidades do TARGET2 com o nível de pormenor necessário para o arranque dos trabalhos de desenvolvimento e implementação técnica. À semelhança das GFS, as UDFS foram intensamente discutidas com os utilizadores do TARGET. As UDFS deverão ser finalizadas em Abril de 2005.

O Eurosistema também está a desenvolver um sistema de fixação de preços dos serviços de base do TARGET2, o que irá eliminar as actuais diferenças de fixação de preços para as transacções domésticas e as transacções transfronteiras. Inclui uma opção que será decidida pelo Conselho do BCE e que permitiria aos participantes escolher entre o pagamento de um preço de transacção único ou de um preço de transacção mais baixo acrescido de uma taxa periódica. Em 2005, serão definidos mais pormenores do sistema de fixação de preços do TARGET2.

Uma outra área de trabalho importante em 2004 foi o desenvolvimento da estrutura de gestão para o TARGET2 e, com base nisto, uma organização de projecto eficaz para as próximas fases do projecto (desenvolvimento, testes e migração). O Conselho do BCE aprovou regras internas relativas à gestão comum do TARGET2. Estas definem os papéis e as responsabilidades no âmbito do projecto do TARGET2, respectivamente, do Conselho do BCE, do grupo completo de bancos centrais da área do euro e dos três BCN que constroem e operam o sistema. A estrutura de gestão escolhida e a organização de projecto assegurarão a organização eficaz do trabalho de desenvolvimento na fase de projecto e um nível adequado de envolvimento contínuo e controlo por parte de todos os bancos centrais da área do euro após o lançamento do TARGET2.

O desenvolvimento de *software* e o estabelecimento da infra-estrutura de TI para o



TARGET2 serão levados a cabo em 2005. O início das primeiras actividades de teste com os bancos centrais está planeado para o início de 2006. Os utilizadores do TARGET migrarão para o TARGET2 em diferentes vagas e em diferentes datas previamente definidas. Cada vaga consistirá num grupo de comunidades bancárias nacionais e o processo de migração entender-se-á por vários meses, durante os quais coexistirão as actuais componentes do TARGET e o novo sistema. A migração faseada será organizada de modo a minimizar o risco de projecto. Outras considerações importantes quando forem tomadas decisões sobre o processo de migração concreto consistirão em minimizar potenciais problemas de transição e custos para os bancos centrais e os utilizadores do TARGET. Prevê-se que o primeiro grupo de países migrará para o TARGET2 em 2 de Janeiro de 2007. O Eurosistema prosseguirá a sua cooperação estreita com a comunidade de utilizadores do TARGET durante todas as fases do projecto e apresentará relatórios regulares sobre os progressos realizados.

2.3 UTILIZAÇÃO TRANSFRONTEIRAS DE ACTIVOS DE GARANTIA

Os activos elegíveis podem ser utilizados entre fronteiras nacionais para garantir todos os tipos de operação de crédito do Eurosistema através do modelo de banco central correspondente

(MBCC) ou através das ligações elegíveis entre os sistemas de liquidação de títulos (SLT) da UE. O MBCC é disponibilizado pelo Eurosistema, enquanto as ligações elegíveis são uma solução conduzida pelo mercado.

O montante de activos de garantia transfronteiras detidos pelo Eurosistema aumentou de €305 mil milhões em Dezembro de 2003 para €370 mil milhões em Dezembro de 2004. Em termos gerais, no final de 2004 os activos de garantia transfronteiras representavam 43.89% do total dos activos de garantia fornecidos ao Eurosistema. Estes valores confirmam a tendência observada em anos anteriores de uma maior integração dos mercados financeiros na área do euro e a vontade crescente das contrapartes de deterem nas suas carteiras activos emitidos noutro país da área do euro.

O MODELO DE BANCO CENTRAL CORRESPONDENTE

O MBCC continuou a ser o principal canal para a transferência de activos de garantia transfronteiras, representando 35.37% do total de activos de garantia fornecidos ao Eurosistema em 2004. Os activos detidos em custódia através do MBCC aumentaram de €259 mil milhões no final de 2003 para €298 mil milhões no final de 2004.

No início de 2004, em resultado das melhorias feitas em 2003, os BCN tinham já atingido o objectivo de efectuar procedimentos internos do MBCC no prazo de uma hora, desde que as contrapartes (e os respectivos bancos de custódia) apresentassem as respectivas instruções correctamente. O Eurosistema está a investigar novas melhorias e alternativas para a utilização eficiente e segura de activos de garantia transfronteiras.

Os bancos de custódia desempenham frequentemente um papel importante na cadeia de processamento de operações do MBCC, ao entregar os activos de garantia em nome das contrapartes. Em Janeiro de 2004 foram implementadas as “melhores práticas” para os bancos de custódia envolvidos nas operações

do MBCC, estabelecidas pelas principais associações europeias do sector do crédito. O seu objectivo é a optimização da eficiência do MBCC. Os esforços dos participantes no mercado na aplicação destas melhores práticas também ajudaram os BCN a efectuar procedimentos internos do MBCC no prazo de uma hora. Contudo, poderá ocorrer um desvio face a este referencial de uma hora em determinadas circunstâncias, por exemplo, em dias de grande tráfego.

LIGAÇÕES ELEGÍVEIS ENTRE SISTEMAS DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

Os SLT podem estar ligados através de acordos contratuais e operacionais para permitir a transferência transfronteiras de títulos elegíveis entre sistemas. Uma vez transferidos através dessas ligações para outro SLT, os títulos elegíveis podem ser utilizados através dos procedimentos locais como qualquer activo de garantia nacional. Actualmente, estão disponíveis 59 ligações para as contrapartes, das quais apenas um número limitado é activamente utilizado em transferências relacionadas com operações de crédito do Eurosistema. Além disso, estas ligações cobrem apenas parte da área do euro. As ligações tornam-se elegíveis para operações de crédito do Eurosistema se cumprirem os nove padrões de utilização do Eurosistema³, os quais se centram nos requisitos dos bancos centrais nacionais na liquidação das suas operações em SLT. O Eurosistema avalia quaisquer novas ligações ou melhorias de ligações elegíveis em relação a estes padrões. Em 2004, três ligações elegíveis existentes foram melhoradas e avaliadas positivamente.

Os activos de garantia detidos através das ligações aumentaram de €46 mil milhões em Dezembro de 2003 para €72 mil milhões em Dezembro de 2004, mas representaram apenas 8.5% do total dos activos de garantia, transfronteiras e nacionais, detidos pelo Eurosistema.

³ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations* (“Padrões para a utilização de sistemas de liquidação de títulos da UE em operações de crédito do SEBC”), Janeiro de 1998.

3 NOTAS E MOEDAS

3.1 CIRCULAÇÃO DE NOTAS E MOEDAS

PROCURA DE NOTAS E MOEDAS DE EUROS

No seguimento de uma taxa de crescimento anual de 22% em 2003, o valor das notas de euros em circulação aumentou 15.0% em 2004, de €436.1 para €501.3 mil milhões. O número de notas de euros em circulação aumentou 6.8% (o que compara com 10.1% em 2003), de 9.0 para 9.7 mil milhões. O Gráfico 37 mostra a evolução das notas nacionais e das notas de euros em circulação, em termos de valor, entre 2000 e 2004. O Gráfico 38 ilustra a evolução do número de notas de euros em circulação desde a sua introdução.

O valor das notas em circulação aumentou de forma mais acentuada do que o número desde a transição para o euro fiduciário, o que reflecte o aumento particularmente forte do número de notas de elevada denominação em circulação. O Gráfico 39 mostra a evolução das notas de euros em circulação, por denominação, entre 2002 e 2004. O aumento mais forte da procura em 2004 foi da nota de €500, 28.4%. A procura também se mostrou bastante forte nas notas de €50 e €100, cujas taxas de crescimento da circulação se situaram em 12.4% e 13.5%, respectivamente.

O crescimento global do número de notas de €5, €10, €20 e €200 em circulação tem sido bastante moderado desde a introdução das notas em 2002,

embora a evolução possa variar entre países. Foi apenas durante picos sazonais que se registou um forte aumento da procura de notas de €10 e €20, ou seja, as denominações que são utilizadas sobretudo para transacções diárias em numerário. No caso da nota de €50, registou-se um crescimento relativamente elevado, bem como flutuações sazonais. Em contraste, a circulação das notas de €5 e €100 apresentou uma variação sazonal apenas moderada, enquanto a das notas de €200 e €500 não seguiu qualquer padrão sazonal. É claro que a procura para efeitos de transacção na área do euro não é suficiente para explicar a tendência ascendente duradoura da procura destas denominações, devendo outros factores desempenhar também um papel. Um destes factores parece ser a crescente procura internacional de notas de euros. Análises recentes sugerem que cerca de 10% a 15% das notas em circulação são detidas fora da área do euro. Um outro factor tem a ver com o entesouramento pelo público, parcialmente influenciado pelo nível baixo das taxas de juro.

Durante 2004, o valor das moedas de euros em circulação (isto é, a circulação líquida excluindo os *stocks* detidos pelos BCN) aumentou 9.1%, de €14.1 mil milhões para €15.3 mil milhões. O número total de moedas de euros em circulação cresceu 14.8%, situando-se em 56.2 mil milhões. Tem-se verificado um crescimento

Gráfico 37 Valor total de notas em circulação entre 2000 e 2004

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

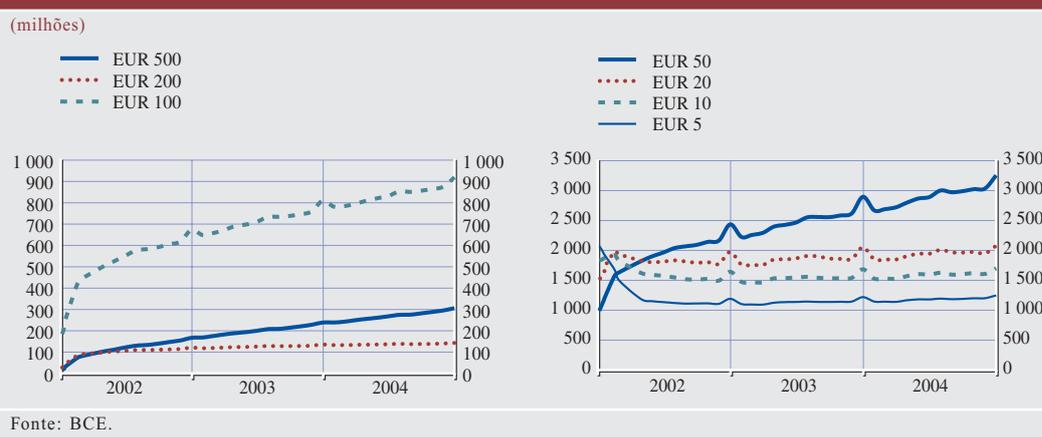
Gráfico 38 Número total de notas de euros em circulação entre 2002 e 2004

(mil milhões)



Fonte: BCE.

Gráfico 39 Número de notas de euros em circulação entre 2002 e 2004



estável do número de moedas de euros em circulação desde o início de 2003, altura em que o volume retomou o nível inicial de 40.4 mil milhões de moedas emitidas na altura da transição para o euro.

PROCESSAMENTO DE NOTAS PELO EUROSISTEMA

Os depósitos e levantamentos de notas de euros foram bastante estáveis em todos os BCN da área do euro desde o segundo trimestre de 2002. Flutuações nos depósitos e levantamentos mensais reflectem principalmente as variações sazonais habituais na procura de notas.

Os BCN da área do euro processaram um total de 29.4 mil milhões de notas de euros em 2004, um valor semelhante ao de 2003. Entre Janeiro e Dezembro de 2004, foi emitido um total de 30.4 mil milhões de notas e 29.7 mil milhões foram recolhidas pelos BCN. A frequência de retorno das notas, medida como o rácio das notas depositadas nos BCN em relação ao número de notas em circulação, manteve-se relativamente estável desde 2002, e em 2004 situou-se em aproximadamente 3.4 vezes por ano. Em 2004, foram destruídos 3.8 mil milhões de notas impróprias para circulação.

3.2 CONTRAFACÇÃO DE NOTAS E DISSUAÇÃO DA CONTRAFACÇÃO

CONTRAFACÇÃO DE NOTAS DE EUROS

Tendo aumentado de forma constante em 2002 e na maior parte de 2003, a taxa de contrafacção de notas de euros é agora relativamente estável. Entre o último trimestre de 2003 e o final de 2004 foram retiradas de circulação, em média, aproximadamente 50 000 contrafacções por mês, com as flutuações sazonais a coincidir com as das notas verdadeiras, por exemplo, durante os períodos de férias. O número total de contrafacções recebidas pelos Centros Nacionais de Análise (CNA)⁴ em 2004 foi de 594 000, o que representa um aumento de 7.8% face a 2003, valor substancialmente inferior à taxa de crescimento observada um ano antes. O Gráfico 40 mostra a tendência das contrafacções retiradas de circulação, com valores

Quadro 14 Distribuição de contrafacções por denominação

	€5	€10	€20	€50
Percentagem	1	5	24	48
	€100	€200	€500	Total
Percentagem	17	4	1	100

Fonte: Eurosistema.

⁴ Centros estabelecidos em cada Estado-Membro da UE, para a análise inicial de contrafacções de notas de euros a nível nacional.

recolhidos em intervalos semestrais desde o lançamento das notas.

O Quadro 14 mostra que a nota de €50 continua a ser o maior alvo dos contrafactores, embora durante o ano tenham surgido alguns elementos que comprovam que o crime organizado visa cada vez mais as notas de €100, €200 e €500. Nestas denominações, foi produzida uma pequena quantidade de contrafacções melhores do que a média.

Em termos gerais, é evidente que o número de contrafacções (594 000 em 2004) é uma fracção ínfima do número médio de notas verdadeiras em circulação (8.9 mil milhões em 2004). O público pode continuar a ter confiança na segurança do euro: esta continua a ser uma moeda bem protegida, em termos quer da sofisticação dos seus elementos de segurança, quer da eficácia das autoridades responsáveis pela aplicação da lei a nível europeu e nacional. No entanto, o público deverá continuar atento. O teste de “toque-aspecto-inclinação” continua a ser suficiente para detectar contrafacções em quase todos os casos.

DISSUAÇÃO DA CONTRAFACÇÃO

Para além da cooperação com os BCN, a Europol e a Comissão Europeia (em particular com o Organismo Europeu de Luta Antifraude,

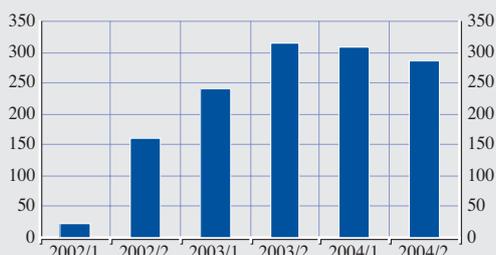


OLAF), o BCE celebrou um acordo com a Interpol em 2004 relativo à protecção do euro e ao combate à contrafacção. Foram estabelecidos outros acordos de cooperação com os bancos centrais de dois dos países vizinhos da UE (Ucrânia e Bulgária), estando previstos para o futuro acordos semelhantes com outros países. O Eurosistema esteve activo na formação de profissionais que lidam com numerário, quer dentro quer fora da UE, no reconhecimento e tratamento de contrafacções de notas. O Centro de Análise de Contrafacções do BCE e os CNA colaboraram com a polícia no combate à contrafacção, e os técnicos dos CNA forneceram às autoridades judiciais, quando solicitado, aconselhamento especializado e relatórios técnicos.

O *International Counterfeit Deterrence Centre* (“Centro Internacional de Dissuasão de Contrafacção”), a funcionar no BCE, continuou a avaliar novos equipamentos de reprodução e sistemas de dissuasão de contrafacção e a apoiar o Grupo de Dissuasão da Contrafacção dos Bancos Centrais, uma iniciativa conjunta de 27 bancos centrais em todo o mundo.

Gráfico 40 Número de contrafacções de notas de euros retiradas de circulação entre 2002 e 2004

(milhares)



Fonte: BCE.

3.3 EMISSÃO E PRODUÇÃO DE NOTAS

O PAPEL DO EUROSISTEMA NO CICLO DO NUMERÁRIO

Em Dezembro de 2004, o Conselho do BCE chegou a acordo sobre os princípios e objectivos comuns no que diz respeito ao papel e responsabilidades do Eurosistema no ciclo do numerário. A definição do seu papel e responsabilidades contribuirá para o estabelecimento da Área Única de Pagamentos em Euros (ver Secção 3 do Capítulo 3). Fornece também um enquadramento fiável para os parceiros do Eurosistema no ciclo do numerário (ou seja, o sector bancário e as empresas de transporte de dinheiro). Em conformidade com o princípio da descentralização, o Conselho do BCE não estabeleceu um sistema totalmente harmonizado para os serviços em numerário da área do euro. Embora seja necessária uma certa harmonização e normalização sob a orientação do BCE, os BCN são responsáveis pela implementação a nível nacional, tendo em consideração as respectivas conjunturas económicas e estruturas bancárias nacionais, a rede existente de sucursais dos BCN e a percentagem relativa de pagamentos em numerário e/ou acordos de longo prazo.

QUADRO PARA DETECÇÃO DE CONTRAFACÇÕES E ESCOLHA DE NOTAS APTAS PARA CIRCULAÇÃO

Após consultas ao sector bancário e às indústrias de transporte de dinheiro, em Dezembro de 2004 o BCE adoptou um quadro para a detecção de contrafacções e a escolha de notas pela qualidade (designada por “escolha de notas aptas para circulação”) por parte das instituições de crédito e outros profissionais que lidam com numerário. Os objectivos principais deste quadro são implementar uma política comum para o tratamento e processamento de notas por instituições de crédito e outros profissionais que lidam com numerário e prestar-lhes assistência no cumprimento das suas obrigações, nos termos do artigo 6.º do Regulamento (CE) n.º 1338/2001 do Conselho relativo à detecção e retirada de circulação de contrafacções de notas de euros. Os BCN aplicarão este quadro no âmbito da sua jurisdição o mais tardar até ao

final de 2006. Haverá um período de transição de dois anos, a terminar no máximo até ao final de 2007, para a adaptação de procedimentos e máquinas existentes em funcionamento pelas instituições de crédito e outros profissionais que lidam com numerário.

ACORDOS DE PRODUÇÃO

Foi produzido um total de 1.6 mil milhões de notas em 2004, o que compara com 3.1 mil milhões em 2003. Esta redução significativa da produção de 2004 ficou a dever-se sobretudo a uma necessidade de substituição efectiva menor do que a esperada em 2003.

Desde 2002, a produção de notas de euros foi atribuída aos BCN, de acordo com um cenário de produção descentralizado com acordos de produção. Nos termos deste acordo, cada BCN da área do euro é responsável pela aquisição de uma determinada percentagem da produção total de certas denominações. O Quadro 15 sintetiza a distribuição da produção de 2004.

Os acordos para os procedimentos para a aquisição de notas de euros no futuro encontram-se descritos na Orientação BCE/2004/18, adoptada pelo Conselho do BCE em Setembro de 2004. A Orientação estabelece um procedimento único de concurso do Eurosistema para a produção de notas de euros, que será implementado o mais tardar até 1 de Janeiro de 2012. A implementação deste procedimento será precedida de um período de transição, dando assim aos BCN e aos centros de impressão muito

Quadro 15 Distribuição da produção de notas de euros em 2004

Denominação	Quantidade (milhões de notas)	BCN responsáveis pela produção
€5	-	-
€10	378	DE, FR, GR, IE, AT
€20	290	FR, PT
€50	683	BE, DE, ES, IT, NL
€100	124	IT, FI
€200	-	-
€500	124	DE, LU
Total	1 599	

Fonte: BCE.

tempo para se prepararem para o novo procedimento. Este período de transição não terá início antes de 1 de Janeiro de 2008, mas a data exacta de início – a decidir pelo Conselho do BCE – depende da obtenção de uma massa crítica em termos quer do número de BCN que acordem em participar no procedimento único de concurso do Eurosistema, quer do volume total de notas que será objecto de concurso.

A Orientação foi desenvolvida de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, incentivando a afectação eficaz dos recursos, e em conformidade com a legislação da UE em matéria de concorrência. Em particular, os objectivos do procedimento são assegurar igualdade de tratamento de todos os centros de impressão que desejem participar no procedimento único de concurso do Eurosistema, bem como garantir a transparência e a continuação de uma produção segura de notas de euros. As regras do concurso estabelecidas na Orientação aplicar-se-ão a toda a produção de notas do Eurosistema. Os BCN que dispõem do seu próprio centro de impressão ou que recorrem a centros de impressão públicos podem decidir não participar no procedimento único de concurso do Eurosistema, continuando então a produzir as notas de euros que lhes correspondam nesses centros de impressão.

NOTAS DE DENOMINAÇÕES MUITO BAIXAS

Em resposta a sugestões de diversas fontes, o Eurosistema analisou os potenciais aspectos positivos e negativos da introdução de notas de denominações muito baixas, por exemplo, €1 e/ou €2. Após aprofundada análise, o Conselho do BCE decidiu em Novembro de 2004 não rever a decisão tomada em 1998 relativa às denominações das notas de euros e, consequentemente, não emitir notas de €1 e €2. Tendo avaliado todos os argumentos apresentados no debate, o Conselho do BCE concluiu que, em termos globais, os aspectos negativos da introdução de notas de denominações muito baixas ultrapassavam os aspectos positivos. A procura insuficiente de notas de denominações muito baixas pela maioria dos cidadãos da área do euro, o aumento

da ineficácia que a sua introdução implicaria para a maior parte dos terceiros afectados – por exemplo, o sector retalhista e a indústria de venda automática – e os elevados custos de impressão e processamento contribuíram, em particular, para esta decisão.

4 ESTATÍSTICAS

O BCE, coadjuvado pelos BCN, recolhe um amplo conjunto de estatísticas que permitem ao SEBC cumprir as suas atribuições. A informação estatística necessária é recolhida tanto das autoridades nacionais competentes como directamente dos agentes económicos. Em 2004, tal como nos anos anteriores, a disponibilização de estatísticas decorreu sem problemas, enquanto se deu continuidade ao aperfeiçoamento do enquadramento estatístico e se disponibilizaram novas estatísticas em conformidade com a estratégia de médio prazo para as estatísticas do BCE. O BCE organizou também a sua segunda conferência sobre estatísticas, que desta vez incidiu sobre a respectiva utilização para a formulação de política monetária e económica.

Subsistem algumas questões, relacionadas sobretudo com a fiabilidade dos dados, na área das estatísticas das finanças públicas, as quais são essenciais para a aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento e a credibilidade da supervisão orçamental. A Comissão Europeia (Eurostat), coadjuvada pelos institutos nacionais de estatística (INE) e os BCN, quando aplicável, é responsável pela disponibilização dessas estatísticas. O BCE utiliza intensivamente estatísticas económicas gerais, a maioria das quais é recolhida e compilada pelo Eurostat. A disponibilização destas estatísticas para a área do euro registou novas melhorias em algumas matérias, por exemplo no que se refere à actualidade dos dados trimestrais do PIB, à qualidade das estimativas provisórias do IHPC e à disponibilidade dos indicadores económicos de curto prazo. Tendo em conta a evolução nos últimos anos, o BCE publicou, em Dezembro de 2004, a sua análise dos requisitos na área das estatísticas económicas gerais.

4.1 NOVAS MELHORIAS NO ENQUADRAMENTO ESTATÍSTICO PARA A ÁREA DO EURO

Não obstante os progressos significativos realizados até ao momento no âmbito do enquadramento estatístico e a boa qualidade das estatísticas da área do euro em geral, continuam

a ser necessárias novas melhorias no enquadramento estatístico global para a área do euro. A transformação económica em curso terá de ser acomodada de forma prospectiva e terão de ser preenchidas algumas lacunas estatísticas remanescentes identificadas pelos utilizadores dentro e fora do BCE, quando tal for exequível. Durante 2004, o BCE encetou novos esforços para a melhoria do enquadramento global. Devido aos longos períodos de tempo necessários à execução dos projectos estatísticos, os resultados deverão surgir a médio prazo.

Um elemento importante do enquadramento estatístico para a área do euro consiste na concepção e compilação de um sistema de contas nacionais trimestrais por sector institucional, que está a ser preparado pelo Eurosistema, em conjunto com o Eurostat e os INE. Os sectores abrangidos por este sistema de contas são as famílias, as sociedades não financeiras, as instituições financeiras, as administrações públicas e o resto do mundo. Estas estatísticas revelarão as interações entre estes diferentes sectores e entre as transacções financeiras e não financeiras na economia. Uma série temporal suficientemente longa dessas contas sectoriais, publicada pouco depois do período de referência, possibilita acompanhar os impulsos de política monetária do sector financeiro ao sectores não financeiros da área do euro e, adicionalmente, analisar melhor o impacto dos choques económicos na área do euro. Este tipo de série temporal também permitirá efectuar um conjunto mais alargado de outras análises. Vários indicadores principais essenciais para a análise do ciclo económico e para as previsões estão também incorporados nas contas nacionais trimestrais por sector institucional.

A incorporação da Norma Internacional de Contabilidade 39 (*International Accounting Standard 39* (IAS 39)) relativa a instrumentos financeiros na legislação da UE, que requer o respectivo uso por todas as empresas cotadas em bolsa a partir de 1 de Janeiro de 2005, tornou necessária a alteração do Regulamento relativo

ao balanço consolidado do sector das IFM (BCE/2001/13), de modo a preservar a base conceptual das estatísticas monetárias. O Regulamento que introduz alterações (BCE/2004/21) entrou em vigor em 1 de Janeiro de 2005 e assegura que, independentemente da forma específica da IAS 39 adoptada no final, as IFM continuem a reportar os montantes dos depósitos e empréstimos ao valor nominal, quaisquer que sejam as alterações que possam vir a ser efectuadas ao quadro contabilístico legal da UE após a referida data.

4.2 ESTATÍSTICAS NOVAS OU MELHORADAS

Durante 2004, o BCE iniciou a publicação de algumas estatísticas novas relevantes para a política monetária e outras atribuições do SEBC, para a política económica em geral, para os participantes no mercado e para o público em geral.

Na Primavera de 2004, o BCE, em conjunto com a Comissão Europeia, divulgou pela primeira vez estatísticas mensais relativas às taxas de juro de longo prazo para os dez novos Estados-Membros da UE, necessárias para avaliar o respectivo cumprimento do elevado grau de convergência requerido para a entrada na UEM. Desde Junho de 2004, o BCE também publica, numa base mensal, a apresentação monetária da balança de pagamentos da área do euro. Além disso, o BCE e o Eurostat publicaram um relatório sobre investimento directo estrangeiro, o qual propõe métodos aperfeiçoados para a compilação dessas estatísticas. Estão agora disponíveis dados trimestrais da balança corrente da balança de pagamentos da área do euro desde 1980. Relativamente às taxas de câmbio efectivas do euro, as ponderações do comércio utilizadas para o cálculo dos índices foram actualizadas e a cobertura geográfica foi melhorada, tendo sido publicadas novas séries desde Setembro de 2004. As estatísticas relativas aos fluxos e saldos das acções cotadas da área do euro são agora divulgadas numa base mensal. As novas estatísticas incluem emissões



brutas, reembolsos e saldos de todas as acções cotadas emitidas pelos residentes na área do euro.

No contexto do Plano de Acção relativo aos Requisitos Estatísticos da UEM do Conselho ECOFIN, o BCE disponibilizou em 2004 um conjunto abrangente de contas financeiras e não financeiras trimestrais para o sector das administrações públicas. Foram já iniciados os trabalhos no sentido da integração destas estatísticas nas contas nacionais trimestrais por sector institucional.

Em 2004, o BCE também melhorou o respectivo enquadramento jurídico para permitir a publicação de novas estatísticas no futuro. Procedeu-se à revisão da Orientação e da Recomendação do BCE relativas aos requisitos de reporte estatístico na área da balança de pagamentos e das estatísticas da posição de investimento internacional e do formulário das reservas internacionais. Em Janeiro de 2005, o BCE começou a publicar estatísticas aperfeiçoadas nesta área, incluindo uma desagregação geográfica. Além disso, publicou notas de orientação relativas às estatísticas do balanço das IFM relacionadas com o alargamento da UE. As referidas notas de orientação têm por objectivo promover uma compreensão clara e consistente dos requisitos e padrões do Regulamento BCE/2003/10.

Em 2004, foram envidados esforços para melhorar a disseminação e a acessibilidade das estatísticas. Quer o Boletim Mensal do BCE reestruturado, publicado pela primeira vez em Janeiro de 2004, quer a nova versão do *site* do BCE, que ficou acessível em Junho de 2004, incorporam secções estatísticas melhoradas.

4.3 ESTATÍSTICAS DAS FINANÇAS PÚBLICAS

No decurso de 2004, surgiram sérias preocupações sobre a fiabilidade das estatísticas para a supervisão orçamental ao abrigo do Tratado e do Pacto de Estabilidade e Crescimento. O BCE apoiou totalmente a declaração sobre bons padrões para as estatísticas proferida após a reunião informal do Conselho ECOFIN em Scheveningen, em 11 de Setembro de 2004. Estes padrões deverão reforçar a independência, integridade e responsabilização dos INE. O BCE está a trabalhar em estreita colaboração com a Comissão Europeia no que se refere a esta matéria, em particular através do Comité de Estatísticas Monetárias, Financeiras e de Balança de Pagamentos, que integra técnicos de estatísticas seniores do Eurostat, dos INE, dos BCN e do BCE. A implementação da Orientação do BCE relativa às estatísticas das finanças públicas, adoptada pelo Conselho do BCE em Fevereiro de 2005, melhorará a qualidade dos agregados das finanças públicas da área do euro e constituirá um passo adicional no estabelecimento da qualidade e dos padrões para um conjunto mais abrangente de dados das finanças públicas para a supervisão orçamental.

5 ESTUDOS ECONÓMICOS

O objectivo dos estudos económicos no BCE consiste em fornecer uma base conceptual e empírica sólida para a formulação de política. Os estudos económicos a nível do Eurosistema centram-se, portanto, no aprofundamento do conhecimento da forma como a economia da área do euro funciona e na disponibilização de análises, modelos e outras ferramentas relevantes para a condução da política monetária do BCE e o cumprimento de outras atribuições do Eurosistema.

Cinco anos após o seu estabelecimento, o BCE solicitou a três especialistas externos independentes que avaliassem os estudos económicos elaborados pelo BCE face a padrões académicos elevados e, ainda, em que medida os estudos efectuados desde 1998 contribuíram para a realização dos objectivos do BCE. O relatório dos especialistas, disponível no *site* do BCE⁵, faz uma avaliação global positiva dos estudos realizados no BCE, em termos de qualidade científica e valor acrescentado, relevância para a condução da política monetária e outras atribuições e funções do BCE e influência na comunidade académica e outras instituições decisoras de política. Tal como solicitado nos termos de referência, os avaliadores fizeram também algumas recomendações para melhorar os estudos. As recomendações abrangem cinco áreas: incentivos para os técnicos realizarem estudos de alta qualidade; gestão do capital humano a longo prazo; cobertura e coordenação dos estudos nas diferentes áreas de actividade do BCE; apoio à investigação e comunicação e disseminação dos estudos. Muitas das sugestões para melhorar os estudos coincidiram com a avaliação do próprio BCE, tendo sido tomadas medidas para a implementação destas melhorias.

5.1 AGENDA DOS ESTUDOS

A agenda dos estudos em 2004 pode ser desagregada em seis áreas principais: macroeconomia e economia monetária; macroeconomia e finanças internacionais;

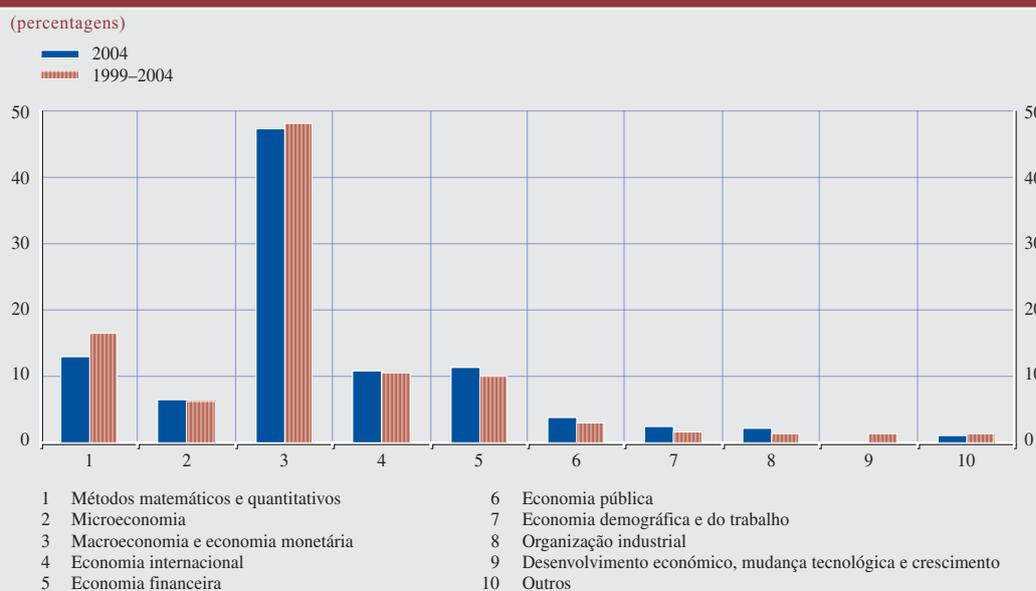
estabilidade financeira; integração financeira; modelos macroeconómicos da área do euro e questões económicas e estruturais gerais. Canalizaram-se também esforços consideráveis para o estudo do alargamento da área do euro e das economias dos novos Estados-Membros da UE. Neste contexto, efectuaram-se trabalhos preparatórios para o subsequente alargamento da área do euro, em particular no que se refere às ferramentas analíticas usadas nas projecções macroeconómicas.

A maioria dos resultados dos estudos realizados pelo BCE, ou com a sua colaboração, foram apresentados na série de Documentos de Trabalho do BCE e, em menor escala, na série de Documentos Ocasionais do BCE, bem como em conferências e encontros de trabalho. Em 2004, foram publicados 126 Documentos de Trabalho do BCE, o que compara com 97 em 2003. Um número considerável de Documentos de Trabalho divulgados desde o lançamento da série em 1999, já foram, ou serão brevemente, publicados em revistas académicas (130) ou livros (30). Em virtude dos longos desfasamentos na publicação resultantes do processo de análise pelos pares, prevê-se que esta parcela, já significativa, aumente em 2005. O Gráfico 41 ilustra a clara incidência em estudos relevantes em termos de política no BCE. Classifica os Documentos de Trabalho do BCE por áreas, utilizando os tipos de classificação do *Journal of Economic Literature*. A “macroeconomia e economia monetária” é a área mais comum da série, seguida de “métodos matemáticos e quantitativos”; “economia financeira” e “economia internacional”.

Ao longo de 2004, o BCE organizou diversas conferências e encontros de trabalho, como a terceira Conferência do BCE sobre Banca Central subordinada ao tema “Os Novos Estados-Membros da UE: convergência e estabilidade”, que abrangeu três tópicos principais: transformação económica e

⁵ M. Goodfriend, R. König e R. Repullo, “External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank”, 2004.

Gráfico 4 | Série de Documentos de Trabalho do BCE: Classificação do *Journal of Economic Literature*



Fonte: BCE.

estrutural dos novos Estados-Membros da UE; ligações internacionais e desempenho macroeconómico dos novos Estados-Membros da UE; e ajustamento macroeconómico nesses países. Em conjunto com o BIS e os bancos centrais do G10, o BCE lançou uma nova publicação intitulada “*International Journal of Central Banking*” (ver Capítulo 6).

5.2 REDES DE INVESTIGAÇÃO

Os estudos do BCE são muitas vezes realizados no contexto de redes organizadas, as quais consistem em grupos de investigadores conjuntamente envolvidos em projectos alargados, de múltiplas finalidades, e que podem integrar economistas do BCE, dos BCN da área do euro, de outros bancos centrais e de organizações de política, bem como académicos. O BCE coordena e dá apoio a nível da organização das referidas redes, quer individualmente quer em conjunto com outras instituições.

A *Eurosystem Inflation Persistence Network* (Rede sobre a Persistência da Inflação do Eurosistema), que reúne investigadores de todos os bancos centrais do Eurosistema, foi criada em 2003 para efeitos de análise da dinâmica da inflação na área do euro e nas economias nacionais. Está a ser utilizado um conjunto alargado de dados para estudar o fenómeno, incluindo dados individuais e sectoriais relativos aos preços no consumidor e no produtor, taxas de inflação macroeconómicas e resultados de inquéritos; os resultados finais da análise estão previstos para 2005. Em 2004, efectuou-se grande parte da análise empírica, tendo sido divulgado um subconjunto de resultados na série de Documentos de Trabalho do BCE e recolhida a reacção da comunidade académica. Foi ainda apresentada uma selecção de resultados em vários encontros de trabalho e conferências internacionais, incluindo uma conferência organizada pela rede e realizada no BCE em Dezembro de 2004. A informação recolhida nestes eventos será utilizada na fase conclusiva da análise efectuada pela rede. Até ao momento, a rede constatou que os preços dos bens de consumo individual e dos serviços

variam com pouca frequência na área do euro, designadamente um vez por ano, em média. Quando se verificam ajustamentos dos preços, estes tendem a ser significativos e quase equitativamente divididos entre aumentos e descidas de preços. A rigidez dos preços está mais generalizada no sector dos serviços do que no sector dos bens e, em termos médios, tende a ser mais elevada na área do euro do que nos Estados Unidos. Além disso, as conclusões da rede sugerem que a persistência da inflação poderá depender dos regimes de inflação e política monetária existentes e que, tudo o resto constante, tende a ser mais baixa quando estão bem enraizadas na economia expectativas de estabilidade de preços.

A *Euro Area Business-Cycle Network* (Rede sobre o Ciclo Económico da Área do Euro), organizada em colaboração com o *Centre for Economic Policy Research* (CEPR) (Centro de Estudos de Política Económica), proporciona um fórum para o estudo do ciclo económico da área do euro. Reúne investigadores dos meios académicos, dos bancos centrais e de outras instituições de política. Em 2004, a rede organizou a segunda acção de formação sobre modelos de factores e metodologias para a análise do ciclo económico, patrocinada pelo Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e pela Universidade Bocconi. Foram ainda organizados dois encontros de trabalho, o primeiro sobre o ciclo económico nos novos Estados-Membros e países aderentes, realizado no Oesterreichische Nationalbank, e o segundo sobre os recentes avanços na combinação de previsões, realizado no Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. Desde o início de 2004, uma parte substancial dos trabalhos da rede tem sido canalizada através de uma nova série de Documentos de Discussão lançada em conjunto com o CEPR.

A *Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe* (Rede de Investigação sobre Mercados de Capitais e Integração Financeira na Europa), lançada em 2002 pelo BCE e o *Center for Financial Studies*



(CFS) (Centro de Estudos Financeiros), tem por objectivo estimular os estudos relevantes em termos de política sobre a integração dos sistemas financeiros na Europa e respectivas ligações internacionais. Em Maio de 2004, a rede concluiu os seus primeiros dois anos de trabalho com um simpósio realizado em Frankfurt (ver Caixa 12). O BCE e o CFS decidiram dar continuidade às actividades da rede até 2007, adicionando três áreas prioritárias: (i) a relação entre integração financeira e estabilidade financeira, (ii) adesão à UE, desenvolvimento financeiro e integração financeira e (iii) modernização dos sistemas financeiros e crescimento económico na Europa. O programa de estudos da “Lamfalussy Fellowship”, estabelecido no contexto da rede, foi também alargado a estas áreas.

5.3 MODELOS MACROECONOMÉTRICOS DA ÁREA DO EURO

O trabalho realizado na nova geração do Modelo para Toda a Área (*Area-Wide Model*) do BCE constituiu uma evolução notável no campo dos modelos macroeconómicos em 2004. O modelo está a ser revisto em linha com os últimos desenvolvimentos da teoria macroeconómica e dos métodos de estimação. Em contraste com os modelos anteriores, a nova geração de modelos macroeconómicos, conhecidos como modelos de equilíbrio geral

estocásticos dinâmicos, baseia-se muito mais em fundamentos microeconómicos. Com o contributo dos estudos realizados no BCE, estes são agora suficientemente sofisticados para serem utilizados no domínio de política⁶. Estão a tornar-se, rapidamente, o padrão para a análise de política e, cada vez mais, para a previsão nos bancos centrais e organizações de política. Para facilitar a construção do novo Modelo para Toda a Área, o BCE estabeleceu um fórum para cooperação com a Assembleia de Governadores do Sistema da Reserva Federal e com o FMI, instituições envolvidas na construção e utilização de modelos similares. O BCE e o Sistema da Reserva Federal cooperam através do *International Research Forum on Monetary Policy* (Fórum de Investigação Internacional sobre Política Monetária), uma iniciativa que promove os estudos sobre questões de política monetária relevantes numa perspectiva mundial. Prevê-se a continuidade do trabalho técnico relativo ao Modelo para Toda a Área no decurso de 2005, e que os resultados finais sejam tornados públicos numa conferência aberta.

6 Os especialistas do Eurosistema têm dado um contributo crucial nesta área. Ver F. Smets e R. Wouters, "An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area", Documento de Trabalho do BCE n.º 171, publicado no *Journal of the European Economic Association*, vol. 1, edição 5, 2003, pp. 1123-1175. Este trabalho foi galardoado com a prestigiosa Medalha Hicks-Tinbergen para estudos excepcionais, da Associação Económica Europeia.

6 OUTRAS ATRIBUIÇÕES E ACTIVIDADES

6.1 CUMPRIMENTO DAS PROIBIÇÕES DE FINANCIAMENTO MONETÁRIO E DE ACESSO PRIVILEGIADO

Nos termos da alínea d) do artigo 237.º do Tratado, o BCE tem a função de acompanhar o cumprimento por parte dos 25 BCN da UE e pelo BCE das respectivas obrigações estipuladas nos artigos 101.º e 102.º do Tratado e nos Regulamentos (CE) n.ºs 3603/93 e 3604/93 do Conselho. O artigo 101.º proíbe a concessão de créditos sob a forma de descobertos ou sob qualquer outra forma pelo BCE ou pelos BCN em benefício de governos e instituições ou organismos da Comunidade, bem como a compra directa de títulos de dívida a essas entidades. O artigo 102.º proíbe quaisquer medidas, não baseadas em considerações de ordem prudencial, que possibilitem o acesso privilegiado às instituições financeiras por parte dos governos e instituições ou organismos da Comunidade. A par do BCE, a Comissão Europeia acompanha o cumprimento por parte dos Estados-Membros das disposições atrás referidas.

O BCE acompanha igualmente a compra pelos bancos centrais da UE no mercado secundário de títulos de dívida emitidos quer pelo sector público nacional, quer pelo sector público de outros Estados-Membros. Nos termos dos considerandos do Regulamento (CE) n.º 3603/93 do Conselho, a aquisição de títulos de dívida do sector público no mercado secundário não deve servir para iludir o objectivo visado no artigo 101.º do Tratado. Tais aquisições não se deverão tornar uma forma de financiamento monetário indirecto ao sector público.

6.2 FUNÇÕES CONSULTIVAS

O BCE, de acordo com o disposto no n.º 4 do artigo 105.º do Tratado e no artigo 4.º dos Estatutos do SEBC, deverá ser consultado pela instituição da Comunidade relevante ou pelas autoridades nacionais competentes⁷, conforme o caso, sobre qualquer proposta de legislação comunitária ou nacional, no domínio das suas

atribuições. Os limites e condições que se aplicam às consultas a efectuar ao BCE pelas autoridades nacionais sobre propostas de legislação encontram-se fixados na Decisão do Conselho 98/415/CE, de 29 de Junho de 1998. Todos os pareceres do BCE são publicados no seu *site*. A partir de Janeiro de 2005, os pareceres sobre as propostas de legislação nacional são, em geral, publicados imediatamente após a sua adopção e posterior transmissão à autoridade consultiva, tal como já sucedia com os pareceres sobre propostas de legislação da UE.

No total, em 2004, iniciaram-se 41 consultas, das quais 32 foram iniciadas por uma autoridade nacional e 9 pelo Conselho da UE. Uma lista dos pareceres adoptados em 2004 é incluída num anexo a este Relatório Anual. Os seguintes pareceres, adoptados a pedido de autoridades nacionais, merecem referência específica:

O BCE foi consultado por vários Estados-Membros, em particular a Hungria e a Itália, sobre propostas de legislação que, na opinião do BCE, exigiam modificação, de modo a assegurar o cumprimento por parte dos estatutos dos BCN das disposições relativas à independência dos bancos centrais estabelecidas no Tratado e nos Estatutos do SEBC, incluindo a independência pessoal dos membros dos órgãos de decisão dos BCN⁸.

O BCE foi consultado pela Itália, Países Baixos e Eslováquia sobre reformas legislativas significativas do quadro de supervisão financeira. O BCE examinou projectos de propostas de legislação na Itália e nos Países Baixos, baseadas num modelo de supervisão financeira do tipo “*twin peaks*” (duas autoridades de supervisão), no qual o BCN seria responsável pela supervisão prudencial de todo o sector financeiro e uma autoridade

⁷ Em conformidade com o Protocolo relativo a certas disposições relacionadas com o Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte anexo ao Tratado, o n.º 4 do artigo 105.º do Tratado e o artigo 4.º dos Estatutos do SEBC não se aplicam ao Reino Unido. Por conseguinte, a obrigação de consultar o BCE não se estende às autoridades nacionais do Reino Unido.

⁸ CON/2004/16; CON/2004/35.

responsável pelos mercados financeiros nacionais asseguraria a supervisão da conduta do mercado⁹. O BCE acolheu com agrado o quadro institucional proposto em ambos os países, salientando no seu parecer sobre a proposta neerlandesa que esta abordagem reconhecia o carácter distinto dos dois objectivos de estabilidade financeira e protecção dos investidores, tendo em consideração o aumento do risco sistémico, devido às ligações mais próximas entre instituições de crédito, sociedades de seguros, sociedades de investimento e fundos de pensões. O BCE considerou que a proposta de legislação da Eslováquia, que alargaria os poderes de supervisão do BCN tornando-o directa e totalmente responsável pela supervisão de todo o mercado financeiro da Eslováquia, estabeleceria uma estrutura de supervisão que – embora actualmente única na UE – seria totalmente compatível com as atribuições relacionadas com o SEBC de um BCN¹⁰.

O BCE foi consultado pela Bélgica sobre uma proposta de “taxa Tobin”, que tomaria a forma de um imposto sobre todas as transacções cambiais na Bélgica, caso fosse introduzida legislação comparável por outros Estados-Membros ou a nível comunitário¹¹. Embora o BCE tenha reconhecido as boas intenções subjacentes ao projecto de lei, concluiu que a utilidade económica e monetária de um imposto desse tipo era altamente questionável. Além disso, segundo a forma proposta no projecto de lei belga, o imposto seria incompatível com o disposto no artigo 56.º do Tratado relativamente à livre circulação de capitais e pagamentos entre Estados-Membros, e entre Estados-Membros e países terceiros.

O BCE foi consultado pela França sobre uma proposta de legislação destinada a autorizar a concessão de empréstimos indexados à inflação por instituições de crédito¹². O BCE manifestou a sua compreensão quanto ao objectivo de alargar a liberdade de contrato e permitir aos agentes económicos a cobertura contra o risco de inflação, mas salientou que a utilização generalizada da cláusula de indexação daria

origem a preocupações consideráveis, uma vez que a indexação generalizada na fixação de salários e preços poderia gerar excessiva rigidez no sistema de preços relativos, podendo haver o risco de desencadear espirais de inflação.

O BCE também emitiu um parecer, nos termos da alínea b) do n.º 2 do artigo 112.º do Tratado e do artigo 11.º-2 dos Estatutos do SEBC, relativo a uma recomendação do Conselho da UE sobre a nomeação de um novo membro da Comissão Executiva do BCE.

6.3 ADMINISTRAÇÃO DAS OPERAÇÕES ACTIVAS E PASSIVAS DA COMUNIDADE EUROPEIA

Nos termos do n.º 2 do artigo 123.º do Tratado e do artigo 9.º do Regulamento (CE) n.º 332/2002 do Conselho, de 18 de Fevereiro de 2002, o BCE continua a ser responsável pela administração das operações activas e passivas da Comunidade Europeia ao abrigo do mecanismo de Assistência Financeira a Médio Prazo. Em 2004, o BCE não realizou quaisquer atribuições administrativas desta natureza. Não existia qualquer saldo por liquidar no final de 2003 e não se iniciaram novas operações durante 2004.

9 CON/2004/16; CON/2004/21.

10 CON/2004/31.

11 CON/2004/34.

12 CON/2004/20.

SERVIÇOS DE GESTÃO DE RESERVAS DO EUROSISTEMA

Em 2004, o Eurosistema concluiu o trabalho iniciado em 2003 sobre um novo enquadramento para a disponibilização de um conjunto abrangente de serviços de gestão de reservas em euros aos bancos centrais, autoridades monetárias e agências governamentais localizados fora da área do euro e organizações internacionais. O novo enquadramento, desenvolvido para dar resposta ao uso continuamente crescente do euro como moeda de reserva internacional, baseia-se nos serviços de gestão de reservas bem estabelecidos e na experiência dos bancos centrais do Eurosistema a nível individual. Os serviços abrangem desde a disponibilização de contas de guarda de títulos e outros serviços de custódia relacionados (guarda de valores) e de liquidação a serviços de numerário e investimento. Exemplos de serviços-chave abrangidos pelo novo enquadramento incluem (i) a disponibilização de uma facilidade de investimento *overnight* automática que permite aos clientes investir fundos directamente com o respectivo prestador de serviços e/ou no mercado a taxas de remuneração atractivas, (ii) a facilitação de programas automáticos de empréstimo de títulos e (iii) a execução de ordens e instruções permanentes de acordo com as preferências de investimento específicas dos clientes.

Um dos aspectos-chave do novo enquadramento consiste na prestação de serviços de elevada qualidade para os activos de reserva denominados em euros de clientes através de um ponto de acesso único na área do euro. Este conceito é comparável à forma como os serviços de gestão de reservas são oferecidos pelos principais bancos centrais em todo o mundo. Os bancos centrais do Eurosistema que funcionam como pontos de acesso único são conhecidos por “prestadores de serviços do Eurosistema” e oferecem o conjunto completo de serviços de gestão de reservas abrangidos pelo novo enquadramento. Em consequência da implementação do conceito de ponto de acesso único, os clientes podem agora liquidar e deter em custódia um conjunto extensivo de títulos de rendimento fixo denominados em euros, emitidos em toda a área do euro, utilizando uma única conta de guarda de títulos. Foi estabelecido um elevado grau de harmonização, com cada prestador de serviços do Eurosistema a oferecer o mesmo leque de serviços de gestão de reservas, sujeitos a termos e condições harmonizados e em conformidade com os padrões gerais do mercado.

Existem actualmente seis prestadores de serviços do Eurosistema, nomeadamente, Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Banque centrale du Luxembourg e De Nederlandsche Bank. Os restantes bancos centrais do Eurosistema podem oferecer alguns dos serviços abrangidos pelo novo enquadramento. Além disso, quer os prestadores de serviços do Eurosistema quer os outros bancos centrais do Eurosistema podem oferecer serviços de gestão de reservas adicionais em euros, numa base individual. O BCE desempenha um papel de coordenação global, assegurando o bom funcionamento do enquadramento.

Em linha com a forma como os serviços de gestão de reservas têm sido disponibilizados há muitos anos, o novo enquadramento baseia-se nos princípios básicos da gestão de reservas oficiais, tais como segurança financeira e jurídica e, principalmente, confidencialidade. Os serviços de gestão de reservas ao abrigo do novo enquadramento são oferecidos aos clientes tradicionais dos bancos centrais, satisfazendo assim as necessidades e preocupações especiais

dessas instituições, que operam na mesma área de actividade de banca central como o próprio Eurosistema.

O novo enquadramento, lançado em 1 de Janeiro de 2005, será flexível e terá constante evolução, seguindo de perto os últimos desenvolvimentos no sector financeiro e respondendo com prontidão às necessidades dos clientes relativamente a serviços de gestão de reservas denominados em euros abrangentes e actualizados.

Artista

Jacob Dahlgren

Título

Krakow, 2002

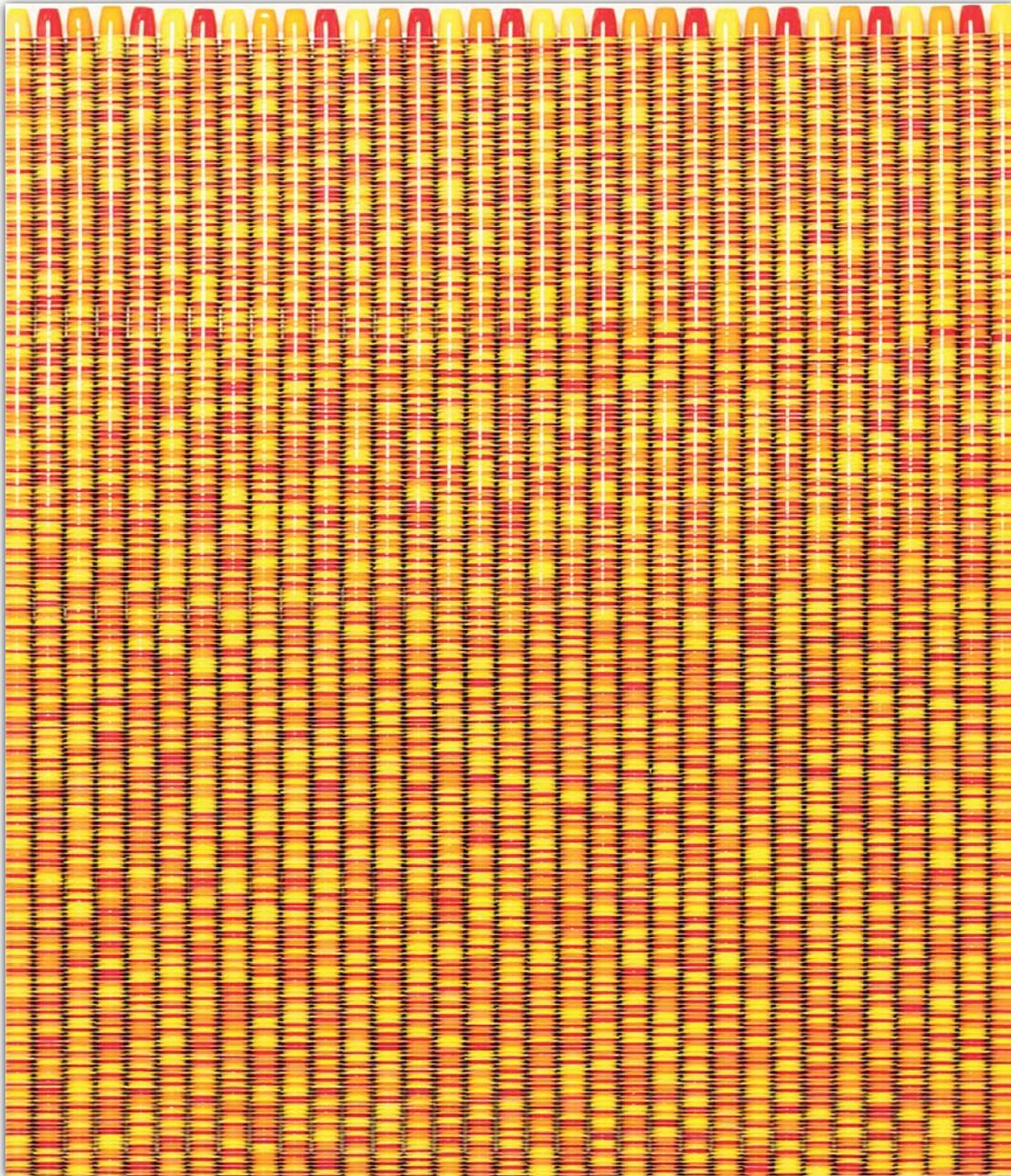
Material

Copos de iogurte empilhados em alumínio

Formato

184 × 148 × 10 cm

© VG Bild-Kunst, Bona 2005



CAPÍTULO 3

ESTABILIDADE E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS

I ESTABILIDADE FINANCEIRA

O Eurosistema contribuiu para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades nacionais competentes no que se refere à supervisão prudencial das instituições de crédito e à estabilidade do sistema financeiro. Também dá o seu parecer a estas autoridades e à Comissão Europeia sobre o âmbito e a aplicação da legislação comunitárias nestas áreas.

I.1 ACOMPANHAMENTO DA ESTABILIDADE FINANCEIRA

O BCE, em colaboração com o Comité de Supervisão Bancária (BSC) do SEBC, acompanha os riscos para a estabilidade financeira por forma a avaliar a capacidade de absorção de choques por parte do sistema financeiro¹. Incide essencialmente sobre os bancos, dado que estes continuam a ser os principais intermediários no encaminhamento de fundos dos depositantes para os mutuários na área do euro e, deste modo, constituem um canal importante através do qual os riscos se podem alastrar ao resto do sistema financeiro. Porém, devido à crescente importância de outras instituições e mercados financeiros e às suas interligações com os bancos, a vulnerabilidade dessas componentes do sistema financeiro pode estender-se aos bancos. Assim, o acompanhamento também abrange a evolução destas outras componentes.

EVOLUÇÃO CÍCLICA

Em 2004, a capacidade do sistema financeiro da área do euro para absorver choques melhorou. As instituições financeiras beneficiaram de um fortalecimento melhor do que o esperado da actividade económica mundial, da melhoria dos balanços de empresas de grande dimensão e da persistência da apetência pelo risco por parte dos investidores. Em resultado, a rentabilidade dos bancos e das sociedades de seguros registou uma melhoria. Porém, persistiram sinais anteriores de fragilidade dos sistemas financeiros mundiais, em consequência da percepção dos riscos da subida das taxas de juro de longo prazo face a níveis muito baixos.

No sector bancário da área do euro, os bancos de grande dimensão consolidaram a tendência iniciada em 2003, continuando a mostrar sinais de uma melhor rentabilidade. As principais fontes de melhoria em 2004 consistiram numa continuação da redução de custos e na redução da constituição de provisões para perdas com empréstimos. Os aumentos de rentabilidade foram generalizados, tendo os bancos com piores resultados conseguido também melhorar a rentabilidade dos capitais próprios.

De modo a suportar a sua rentabilidade, o controlo de custos constituiu uma prioridade para os bancos. O principal método utilizado para cortar custos consistiu na redução da dimensão das redes de sucursais e do número de funcionários. A constituição de provisões para perdas com empréstimos caiu em 2004, à semelhança de 2003. O principal factor subjacente terá sido uma avaliação mais favorável do risco de crédito por parte dos bancos devido à recuperação económica. Esta reapreciação pareceu reflectir expectativas de uma consolidação da rentabilidade das empresas e de um novo fortalecimento dos balanços por parte de empresas de grande dimensão da área do euro. Porém, existiram indicações de que as perspectivas para as pequenas e médias empresas continuavam a ser menos favoráveis do que para as empresas de grande dimensão.

Não obstante as melhorias na rentabilidade, os rendimentos líquidos dos juros – a principal componente da rentabilidade do sector bancário – continuaram a descer em 2004. Tal sucedeu não obstante sinais iniciais de uma recuperação do crédito a empresas e a continuação do dinamismo do crédito às famílias para aquisição de habitação. A descida dos rendimentos líquidos dos juros resultou principalmente da

¹ Em 2004, o BCE publicou, pela primeira vez, um relatório sobre a estabilidade do sistema financeiro da área do euro intitulado “*Financial Stability Review*”. Também publicou a terceira edição da publicação intitulada “*EU banking sector stability*”, que apresenta as principais conclusões tiradas pelo BSC do acompanhamento regular da estabilidade do sector bancário. Estas publicações estão disponíveis no *site* do BCE.

conjuntura de taxas de juro baixas e da menor inclinação das curvas de rendimentos do mercado que, embora tenham impulsionado a procura de empréstimos, afectaram as margens do crédito e dos depósitos dos bancos da área do euro. No que se refere aos rendimentos dos bancos à excepção das receitas de juros, os lucros comerciais excepcionais registados por muitas instituições em 2003, devido ao dinamismo dos mercados bolsistas e à redução dos diferenciais de crédito, não se repetiram em 2004. Surgiram indicações de que alguns dos principais bancos da área do euro aumentaram o seu risco de mercado ao longo de 2004. Os bancos obtiveram rendimentos com comissões mais elevados, principalmente devido ao aumento da actividade associada aos mercados financeiros, quer por conta própria quer na gestão de patrimónios.

Os principais rácios de solvabilidade regulamentares dos grandes bancos da área do euro registaram uma nova melhoria em 2004. É de salientar que os bancos com os rácios de solvabilidade mais fracos conseguiram colocar a sua solvabilidade numa posição mais sólida. A melhoria da capacidade de absorção de choques por partes destes bancos contribuiu positivamente para a estabilidade do sistema financeiro na área do euro.

O desempenho financeiro das sociedades de seguros também registou uma nova melhoria em 2004. No sector não vida, o principal factor foi o dinamismo das receitas de prémios líquidas, impulsionado por uma fixação de preços mais sensível ao risco e condições de subscrição mais rigorosas. Esta melhoria nas actividades essenciais tornou possível um novo fortalecimento da já confortável posição de solvabilidade das empresas do ramo não vida. As sociedades de seguros do ramo vida na maior parte dos países registaram um crescimento das receitas de prémios, sustentado pelo aumento da procura de produtos cujo desempenho está ligado ao mercado bolsista. Em conjunto com o crescimento dos rendimentos de investimento líquidos, tal contribuiu para uma melhoria da sua posição de solvabilidade. Porém, as

sociedades de seguros do ramo vida financeiramente mais fracas permanecem ainda sob pressão.

O sector mundial dos fundos de cobertura continuou a crescer em 2004. Não obstante a descida das receitas registada em 2004, não se observaram sinais claros de que os investidores retiraram o seu capital. As implicações para a estabilidade financeira do crescimento deste sector têm origem principalmente nas suas ligações com o sector bancário. Uma forte concorrência entre os principais corretores melhorou o acesso ao crédito dos fundos de cobertura. Os principais corretores são tipicamente bancos e empresas de títulos que proporcionam financiamento, corretagem e outros serviços para a cobertura de fundos, com alguns intervenientes importantes da área do euro. A gestão do risco de contraparte por parte dos principais corretores, que melhorou após o quase colapso do fundo *Long-Term Capital Management* em 1998, beneficiou da utilização alargada de medidas de valor em risco e testes de esforço.

EVOLUÇÃO ESTRUTURAL

Alterações estruturais do sector bancário podem ter consequências significativas para a estabilidade financeira no longo prazo. As opções estratégicas feitas pelos bancos afectam o compromisso entre risco e rendibilidade, influenciando, em última instância, a capacidade de absorção de choques do sistema financeiro. Para além das alterações à conjuntura regulamentar e de supervisão (ver a Secção 2 do presente capítulo), a evolução estrutural mais importante em 2004 continuou a envolver a consolidação, internacionalização, intermediação e contratação externa².

O sector bancário da área do euro foi caracterizado por um processo continuado de consolidação nos últimos anos. No período entre 1997 e 2004, quase 2 300 instituições de crédito

² Está disponível uma análise mais pormenorizada da evolução estrutural no relatório do BSC intitulado "Review of structural developments in the EU banking sector", Novembro de 2004.



desapareceram. Esta consolidação deveu-se em parte a fusões e aquisições, mas também à reestruturação interna de grupos bancários. A reestruturação poderá ajudar os bancos a manter ou melhorar a sua rentabilidade, o que, em última instância, deverá dar origem a um sistema bancário mais resistente. Porém, na medida em que tal conduz à criação de instituições financeiras complexas e de grande dimensão sistemicamente relevantes, o impacto final poderá mais ambíguo. Tal sublinha a necessidade de melhores mecanismos no âmbito do controlo do risco interno e de uma supervisão eficiente.

A actividade de fusões e aquisições restringiu-se sobretudo a negócios domésticos. Ao longo dos últimos dez anos, os negócios entre bancos transfronteiras na Europa representaram apenas 15% do volume total de fusões no sector bancário, face a uma média de cerca de 40% no sector industrial. Esta orientação doméstica persistente poderá dever-se, entre outros factores, à possibilidade de obter maiores sinergias de custos através da consolidação doméstica, bem como diferenças nas normas fiscais, padrões de protecção dos consumidores e culturas empresariais.

Não obstante a actividade de fusões e aquisições transfronteiras relativamente reduzida, o processo de internacionalização prossegue. Os activos detidos pelos bancos da área do euro nas suas sucursais e filiais em outros países da área representam agora mais de 10% dos activos bancários não consolidados da área. Além disso, os bancos têm vindo cada vez mais a prestar serviços financeiros numa base transfronteiras

sem terem um estabelecimento local no país onde o destinatário se encontra sediado. Os progressos têm sido mais visíveis no que diz respeito aos domínios interbancário e por grosso, sendo o volume da actividade retalhista transfronteiras ainda muito reduzido.

A importância das operações a retalho cresceu ao longo dos últimos anos, em particular devido à rápida ascensão da procura de empréstimos para aquisição de habitação. Tal dá ênfase ao facto de que é importante que os bancos da área do euro se centrem nas actividades fundamentais e melhorem o conhecimento dos seus clientes.

Em 2004, o recurso à contratação externa continuou a ganhar importância. Observam-se dois tipos de contratação externa: contratação externa de fornecedores externos e contratação externa intra-grupo. Tipicamente, recorre-se a mão-de-obra externa para as actividades de apoio e logísticas, enquanto as actividades fundamentais são ainda realizadas pelo banco. No contexto dos maiores grupos, algumas actividades fundamentais são efectuadas por filiais especializadas e os seus produtos são distribuídos por outras entidades do grupo. A contratação externa é motivada principalmente pelo desejo de reduzir os custos, mas a aquisição de serviços profissionais de gestão e especializados e a libertação de recursos para actividades fundamentais são frequentemente motivos adicionais. É necessário acompanhar as implicações desta evolução para a estabilidade financeira, em particular nos casos em que a contratação externa por parte de várias instituições financeiras se concentra num único prestador de serviços.

I.2 COOPERAÇÃO EM SITUAÇÕES DE CRISE

O quadro para a cooperação entre os bancos centrais e as autoridades de supervisão bancária na área da gestão de crises continuou a ser melhorado. Em Junho de 2004, os bancos centrais e os supervisores bancários dos novos Estados-Membros concordaram em aderir ao Memorando de Acordo (MdA) sobre cooperação na gestão de situações de crise, que foi ratificado pelos outros bancos centrais e supervisores bancários da UE em Março de 2003. Este MdA consiste num conjunto de princípios e de procedimentos para a cooperação transfronteiras entre estas instituições em situações de crise.

Além disso, o BSC e o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária criaram um grupo de trabalho conjunto sobre gestão de crises, constituído por representantes de todos os supervisores bancários e bancos centrais da UE. A sua missão consiste em desenvolver propostas no sentido de melhorar a cooperação, particularmente em termos de identificação das melhores práticas para a resolução de crises financeiras num contexto transfronteiras. Contribuirá também para o trabalho do Comité Económico e Financeiro no domínio da gestão de crises.

2 REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS

2.1 SECTOR BANCÁRIO

Na área da supervisão bancária, a reforma do quadro de adequação dos fundos próprios continuou a ser uma questão importante em 2004. Em Junho, os governadores dos bancos centrais e os presidentes das autoridades de supervisão bancária dos países do G10 aprovaram o novo quadro, conhecido por Novo Quadro de Capital de Basileia ou Basileia II. Tal constituiu um sucesso importante, dado que praticamente concluiu o esforço de cinco anos por parte do Comité de Basileia de Supervisão Bancária (CBSB) e das autoridades que dele fazem parte nesta área. O novo quadro será aplicado a partir do final de 2006. Porém, a utilização das abordagens mais avançadas para o cálculo dos requisitos de capital dos bancos apenas será permitida um ano depois.

Na sequência da aprovação do novo quadro, a incidência das actividades internacionais e europeias nesta área passou para questões de aplicação e para o trabalho do Grupo de Aplicação do Acordo do CBSB. Vários países, membros do G10 e outros, deverão elaborar um quarto estudo de impacto quantitativo (conhecido por “QIS4”). Os resultados deverão ser disponibilizados no final de 2005 e poderão dar origem a novos ajustamentos quantitativos do quadro em 2006. O CBSB também identificou áreas técnicas que exigem algum trabalho adicional. O BCE continuará a apoiar e a contribuir para este processo de aplicação através da sua participação, na qualidade de observador, no CBSB e nas suas principais subestruturas, incluindo o Grupo de Aplicação do Acordo.

A nível europeu, o novo quadro de adequação dos fundos próprios da UE, que terá por base Basileia II, será introduzido na legislação da UE através da alteração à Directiva Bancária Codificada e à Directiva relativa à adequação dos fundos próprios. Em contraste com Basileia II, que se aplica apenas a bancos com actividade internacional, o quadro de capital da UE aplicar-se-á a todas as instituições de crédito numa base consolidada e individual, bem como

às sociedades de investimento. O quadro da UE prevê a melhoria da cooperação e coordenação entre as autoridades de supervisão bancária ao reforçar o papel da “autoridade de supervisão consolidante”. Esta, em regra, consiste na autoridade de supervisão nacional do Estado-Membro onde a instituição-mãe do grupo recebeu a sua licença bancária e que é responsável pelo nível mais elevado de supervisão de um grupo bancário transfronteiras da UE. O papel deste supervisor seria reforçado ao torná-lo responsável pela coordenação do processamento e da aprovação do pedido de um grupo transfronteiras da UE no sentido de utilizar as abordagens mais sofisticadas para calcular requisitos de capital. O reforço do papel da autoridade de supervisão consolidante reduziria assim o encargo global de supervisão desse grupo bancário.

Após ter sido consultado pelo Conselho da UE, o BCE emitiu um parecer sobre o novo quadro de capital da UE, através do qual se mostrou favorável, em geral, à linha de orientação do novo conjunto de regras. O BCE sublinhou a aplicação paralela do novo quadro da UE e do quadro de Basileia revisto, que é fundamental para garantir a igualdade nas condições dos bancos europeus e dos seus concorrentes de outros países. O BCE também sublinhou a necessidade de uma melhor cooperação entre as autoridades de supervisão no sentido de prosseguir uma transposição e aplicação consistentes da legislação da UE às leis e práticas nacionais. No que respeita a este último ponto, o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária deverá desempenhar um papel importante.

2.2 VALORES MOBILIÁRIOS

Uma das medidas mais significativas do Plano de Acção para os Serviços Financeiros (PASF) foi a adopção pelo Conselho da UE em Maio de 2004 da Directiva relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros, que substituiu o regime estabelecido pela Directiva relativa aos Serviços de Investimento de 1993. A nova

Directiva estabelece um conjunto abrangente de regras aplicáveis a todas as infra-estruturas de negociação, nomeadamente aos mercados regulamentados, aos sistemas de negociação multilateral e aos intermediários que executam internamente ordens de clientes. Esta Directiva reforça a cooperação entre os reguladores financeiros com o objectivo de obter um enquadramento de supervisão eficaz em toda a UE.

Estão em curso trabalhos no sentido de harmonizar as regras de divulgação de informação aplicáveis às empresas com títulos cotados em mercados de capitais europeus. Em Maio de 2004, o Conselho da UE chegou a um acordo político sobre uma nova directiva, conhecida por Directiva relativa à Transparência. A introdução de normas de divulgação de informação melhores e harmonizadas terá efeitos benéficos sobre a economia europeia.

Tendo em conta a sua importância para a integração dos mercados financeiros europeus e a melhoria da estabilidade financeira, o Eurosistema apoia totalmente ambas as iniciativas regulamentares e tem vindo a acompanhar de perto o processo legislativo relacionado com esta questão. O BCE também contribuiu para o processo através da sua colaboração com o Comité Europeu de Valores Mobiliários.

2.3. CONTABILIDADE

O Eurosistema está interessado no desenvolvimento de um quadro contabilístico harmonizado na UE devido ao seu potencial impacto sobre os bancos e, em última instância, sobre a estabilidade financeira. O Eurosistema também apoia o desenvolvimento das novas normas, na medida em que estas promovem a continuação da integração financeira e contribuem para uma maior eficiência dos mercados financeiros na Europa. Durante 2004, o International Accounting Standards Board (IASB) prosseguiu o seu trabalho sobre as novas

normas de contabilidade, e em particular a Norma Internacional de Contabilidade 39 (IAS 39) relativa à utilização de justos valores para instrumentos financeiros, os quais representam uma grande parte dos balanços dos bancos.

As preocupações relativas a potenciais implicações para a estabilidade financeira manifestadas principalmente pelo Conselho do BCE e pelos supervisores prudenciais levou o IASB a emitir um projecto de normas revisto sobre a IAS 39, que introduziu determinadas restrições à utilização opcional de justos valores para instrumentos financeiros. A avaliação do projecto de normas pelo Conselho do BCE, que também teve por base elementos quantitativos, foi globalmente favorável a esta iniciativa, partindo do pressuposto que os bancos aplicam a opção do justo valor de forma prudente. Esta avaliação foi apresentada numa carta enviada pelo Presidente do BCE ao IASB em Setembro de 2004, na qual também requereu que a opção do justo valor fosse limitada de modo a reduzir a volatilidade artificial³. O diálogo com o IASB prosseguirá em 2005.

³ A carta, em conjunto com o anexo que apresenta as principais conclusões da análise empírica, está disponível no *site* do BCE.

3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

O SEBC está empenhado na integração dos mercados financeiros europeus e das infra-estruturas de mercado, devido ao papel fundamental destes na transmissão de política monetária e na estabilidade financeira. Mais, a integração dos mercados financeiros deverá contribuir para promover a igualdade nas condições de concorrência entre todos os agentes económicos, independentemente da sua localização na UE. Além disso, o artigo 105.º do Tratado estabelece que, sem prejuízo do objectivo da estabilidade dos preços, o SEBC apoiará as políticas económicas gerais na Comunidade, entre as quais a integração financeira ocupa lugar de destaque. Este apoio assume a forma de acção directa e catalise da acção colectiva pelos participantes no mercado.

CONTRIBUTO PARA A POLÍTICA DE SERVIÇOS FINANCEIROS DA UE

O Plano de Acção para os Serviços Financeiros (PASF), lançado pela Comissão Europeia em Maio de 1999, destina-se a completar o quadro legislativo necessário ao exercício efectivo da liberdade do mercado de serviços financeiros em toda a UE. A adopção de 39 das 42 medidas comunitárias apresentadas no PASF até ao final do mandato do Parlamento Europeu em meados de 2004 levou a um melhoramento substancial da regulamentação do sector financeiro da UE e representa um importante passo em frente no processo de integração dos mercados financeiros europeus e das infra-estruturas de mercado. Em Junho de 2004, o BCE deu o seu contributo para a conferência de alto nível sobre integração financeira europeia, organizada pela Comissão Europeia, e que constituiu a primeira avaliação das realizações do PASF. O ponto de vista do BCE, amplamente partilhado por outros participantes, defende que a medida em que o PASF contribuiu para o estabelecimento efectivo de um mercado financeiro único depende da aplicação e do cumprimento consistente das suas medidas pelos Estados-Membros. É provável que o impacto do PASF nas instituições e nos mercados financeiros leve algum tempo a fazer-se sentir em pleno, uma vez que só recentemente foi adoptado um número significativo de medidas-chave, sendo que a

maior parte ainda não foi implementada a nível nacional.

No que respeita ao trabalho futuro, o BCE considera que deve ser dada prioridade ao desenvolvimento de um quadro regulamentar para as instituições financeiras. Esse quadro regulamentar deverá ser mais harmonizado em todos os Estados-Membros do que o actual e suficientemente flexível de modo a adaptar-se a uma conjuntura em mudança. Esse projecto deverá ser complementado por um esforço considerável de convergência das práticas de supervisão, que deve ser alcançada através da maior cooperação entre as autoridades nacionais, nomeadamente, nos comités do Nível 3. Além disso, o projecto deve ser acompanhado por uma análise pormenorizada da relação entre a integração e a estabilidade financeiras. Em particular, o impacto do desenvolvimento da banca transfronteiras sobre a abordagem do controlo pelo país de origem, que é fundamental para o quadro regulamentar da UE, deve ser objecto de nova análise. A política de concorrência deve igualmente fazer parte do cenário pós-PASF, dado que é fulcral para o desenvolvimento de um mercado pan-europeu. O desenvolvimento da integração pode também ser induzido através de um maior papel do sector privado, através da auto-regulamentação. O BCE contribuirá para a definição de iniciativas pós-PASF. Esse contributo beneficiará da actividade de investigação do BCE sobre questões relacionadas com a integração financeira (ver Caixa 12).

INICIATIVA STEP

O sector privado pode contribuir para a integração financeira através de acção colectiva destinada a promover a convergência das práticas do mercado. Neste processo, o BCE pode actuar como catalisador, como mostra o seu papel na iniciativa STEP (*Short-Term European Paper*). A ACI, a Associação dos Mercados Financeiros, lançou esta iniciativa para encorajar a convergência das práticas e dos padrões prevalecentes nos fragmentados mercados de títulos de curto prazo europeus. Essa convergência será alcançada através do

REDE DE INVESTIGAÇÃO SOBRE MERCADOS DE CAPITAIS E INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NA EUROPA

Em 2002, o BCE e o *Center for Financial Studies* – CFS (Centro de Estudos Financeiros) lançaram uma rede de investigação destinada a promover a investigação sobre os mercados de capitais e a integração financeira na Europa. Inicialmente, a rede foi criada por um período de dois anos, que terminou em Maio de 2004 com um simpósio organizado sobre cinco áreas prioritárias.

A investigação apresentada sobre a área prioritária relativa aos mercados obrigacionistas europeus foi particularmente elucidativa. A introdução de uma plataforma electrónica pan-europeia comum de negociação (Euro MTS) reduziu substancialmente os custos de transacção. Não só melhorou a integração deste segmento de mercado, como conseguiu maior liquidez e menores taxas de rendibilidade, em particular para os bilhetes do Tesouro emitidos regularmente. Contudo, mantêm-se algumas diferenças entre os países relativamente aos diferenciais das taxas de rendibilidade, nomeadamente das obrigações de mais longo prazo, largamente explicadas por um factor de risco internacional. Os diferenciais de liquidez só desempenham um papel em conjunto com este último factor. O mercado obrigacionista das empresas, com um desenvolvimento dinâmico, apresenta um nível relativamente elevado de integração, enquanto os factores relacionados com o país onde é emitida uma obrigação apenas representam uma pequena parte dos diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de empresas.

O trabalho efectuado pela rede de investigação nos seus dois primeiros anos ajudou a identificar três áreas-chave de política: (i) abordando os aspectos estruturais dos sistemas de compensação e liquidação que impedem uma maior integração, (ii) utilizando de forma activa as políticas de concorrência para evitar práticas discriminatórias contra os prestadores de serviços financeiros estrangeiros e (iii) eliminando as diferenças existentes na regulamentação financeira nacional que tornam a prestação de serviços financeiros pan-europeus desnecessariamente mais onerosa.

Após a conclusão bem sucedida da primeira fase, o BCE e o CFS decidiram que as actividades da rede continuarão até 2007. O âmbito da rede foi alargado aos novos Estados-Membros da UE nesta segunda fase. Possíveis áreas de estudo nesta segunda fase são os efeitos iniciais do PASF sobre o funcionamento do sistema financeiro europeu, bem como algumas áreas que não foram abordadas na primeira fase. As principais prioridades da rede foram alargadas de modo a incluir três áreas que não tinham sido abordadas na primeira fase: (i) relação entre integração financeira e estabilidade financeira, (ii) adesão à UE, desenvolvimento financeiro e integração financeira, e (iii) modernização do sistema financeiro e crescimento económico na Europa¹.

¹ Foram publicados resumos alargados dos resultados da primeira fase da rede no relatório intitulado “*Research Network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years*”, BCE e CFS, 2004, e numa edição especial da *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20(4), 2004, sobre “*European financial integration*”, produzida em cooperação com a rede.

cumprimento voluntário por parte dos intervenientes no mercado dos padrões estabelecidos numa convenção do mercado, que abrangem a divulgação de informação, documentação, liquidação e disponibilização de dados ao SEBC para a produção de estatísticas. A ACI atribuirá uma classificação STEP aos programas de emissão que cumpram esses padrões. Contudo, a classificação não se referirá à solidez financeira do emitente, à liquidez dos activos ou ao rigor das informações disponibilizadas no memorando de informação. Além disso, continuarão a ser aplicadas as regras nacionais respeitantes aos títulos de dívida. Os promotores da iniciativa apresentaram as suas recomendações num relatório publicado em Março de 2004, que também incluiu algumas recomendações dirigidas ao SEBC.

O Conselho do BCE avaliou as recomendações da ACI assumindo uma atitude globalmente favorável relativamente às mesmas. No que respeita às recomendações dirigidas ao SEBC, foi decidido que dentro de certas condições o SEBC dará apoio técnico às actividades relacionadas com a introdução de uma classificação STEP durante os dois primeiros anos após o seu lançamento. Contudo, o Comité de Mercado STEP será o responsável pela classificação STEP. Esse contributo técnico para o processo de classificação não levará o SEBC a actuar, nomeadamente, proibindo ou suspendendo a emissão, se um emitente não cumprir os requisitos da convenção. Nesse caso, a única consequência será que a ACI retirará a classificação STEP do programa de emissões. O Conselho do BCE também decidiu seguir a recomendação de produzir e publicar estatísticas sobre taxas de rendibilidade e montantes, sujeitas a uma verificação quanto à eficácia do processo de recolha. A ACI está actualmente a levar a cabo o projecto STEP, tendo em consideração as decisões do Conselho do BCE.

ÁREA ÚNICA DE PAGAMENTOS EM EUROS

O BCE também desempenha um papel catalisador na criação de uma área única de

pagamentos em euros (*Single Euro Payments Area* – SEPA), um projecto que foi lançado pelo sector bancário europeu em 2002. O seu objectivo consiste em permitir que pagamentos transfronteiras possam ser efectuados a partir de uma única conta bancária em toda a área do euro com a mesma facilidade e segurança dos pagamentos domésticos. Todos os pagamentos devem atingir um nível de segurança e eficiência pelo menos igual ao dos melhores sistemas de pagamentos nacionais. O BCE participa como observador no Conselho Europeu de Pagamentos (*European Payments Council* – EPC), criado pelo sector bancário europeu para orientar este projecto. Ao longo de 2004, o Eurosistema continuou a colaborar estreitamente com os participantes no mercado através do Grupo de Contacto sobre a Estratégia de Pagamentos em Euros, tendo também trabalhado em estreita colaboração com a Comissão Europeia, face aos papéis complementares desempenhados pela Comissão e pelo Eurosistema no que respeita a facilitar a SEPA.

Num terceiro relatório de progresso sobre a SEPA, o Conselho do BCE avaliou formalmente os objectivos alcançados pelo sector bancário nesta área⁴. O Eurosistema acolheu favoravelmente o objectivo do sector bancário de ter uma infra-estrutura SEPA completa até ao final de 2010 e recomendou que, já em 2008, deve ser concretizada uma SEPA para os cidadãos, oferecendo-lhes e às empresas a oportunidade de utilizar instrumentos e padrões pan-europeus também para os pagamentos nacionais. O EPC é responsável pela definição dos objectivos e da estratégia global da SEPA, mas a implementação pode diferir, dependendo das condições locais. Para conduzir a implementação nacional, o Eurosistema convidou comunidades bancárias da área do euro para apresentar ao EPC ao longo de 2005 planos nacionais para a transição gradual para a SEPA antes do final de 2010.

⁴ “Progressos realizados no sentido de uma área única de pagamentos em euros – Terceiro Relatório de Progresso”, BCE, Dezembro de 2004.

PAGAMENTOS ELECTRÓNICOS

Os pagamentos electrónicos são pagamentos gerados e tratados de forma electrónica. As actividades do Eurosistema relacionadas com os pagamentos electrónicos incluem a promoção da cooperação e a formação de consensos no mercado de pagamentos electrónicos, acompanhando o seu desenvolvimento, fomentando a sua segurança e melhorando as informações estatísticas com eles relacionadas. Em 2004, o BCE continuou a operar o *site* do *e-Payment Systems Observatory* (ePSO)⁵, tendo realizado uma conferência intitulada “Pagamentos electrónicos sem fronteiras”, em Novembro de 2004, antes da qual foi publicado um documento de trabalho para comentários públicos. Embora, de um modo geral, tenham sido realizados alguns progressos, ainda são necessários esforços consideráveis para conseguir sistemas de pagamentos electrónicos transfronteiras seguros, fáceis de utilizar e eficientes. Trata-se, em particular, do caso das transacções electrónicas de pagamentos de retalho, cujos aspectos operacionais, encargos e regulamentos ainda diferem substancialmente.

SISTEMAS DE PAGAMENTO COM CARTÃO

O Eurosistema atribui grande importância aos cartões de pagamento como sendo um dos mais importantes instrumentos de pagamento escriturais, em particular num contexto transfronteiras. O BCE efectuou um inquérito a fim de obter mais informações sobre a estrutura do negócio dos pagamentos com cartão na Europa e sobre as diferentes formas de os processar e liquidar. O inquérito cobriu aspectos relacionados com a gestão, emissão e aquisição, infra-estrutura técnica geral, bem como gestão do risco e enquadramento jurídico. O BCE também organizou uma Mesa Redonda sobre Cartões de Pagamento, que reuniu os principais interessados e intervenientes nesta área. Nessa Mesa Redonda, o Eurosistema expressou o seu interesse crescente neste domínio, como parte das suas acções de promoção da SEPA, tendo identificado várias questões que requerem uma nova abordagem, tais como comissões de troca,

aceitação de cartões, quadro regulamentar e prevenção da fraude.

INFRA-ESTRUTURA DE COMPENSAÇÃO E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

Em Abril de 2004, a Comissão Europeia lançou uma consulta pública sobre compensação e liquidação, salientando as medidas que tenciona tomar para promover a integração europeia e a eficiência nesta área. O Eurosistema respondeu positivamente a esta consulta⁶.

O BCE encoraja a integração e a reforma da liquidação e compensação de valores mobiliários através da sua participação no Grupo consultivo e de acompanhamento em matéria de compensação e liquidação, criado pela Comissão Europeia em 2004. Desta forma, contribui para a coordenação de iniciativas do sector público e privado e estabelece uma ligação com o mercado, de modo a apoiar a supressão dos obstáculos técnicos identificados pelo Grupo Giovannini, um fórum de especialistas financeiros que aconselha a Comissão Europeia sobre questões do sector financeiro. Além disso, o BCE realizou uma reunião conjunta com a associação de centrais de depósito de títulos europeia e a associação de centrais de depósito de títulos da Europa Central e de Leste, que se centrou na integração do sector de liquidação e compensação da UE. O BCE acolherá com agrado novos passos no sentido da criação de uma única associação europeia de centrais de depósito de títulos.

O processo de consolidação da infra-estrutura europeia de valores mobiliários prosseguiu em 2004 com a fusão entre as centrais de depósito de títulos finlandesa e sueca. O plano de longo prazo do novo grupo consiste na utilização de uma plataforma tecnológica comum.

5 ePSO é uma plataforma para a partilha de informação sobre pagamentos electrónicos, cujo endereço na Internet é: www.e-pso.info.

6 “*Communication on clearing and settlement – the Eurosystem’s response*”, BCE, Julho de 2004.

ACOMPANHAMENTO DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

O BCE tem desenvolvido vários indicadores para medir o grau de integração financeira na área do euro. Um conjunto desses indicadores foi incluído num Documento de Trabalho Ocasional do BCE, publicado em 2004⁷. Os indicadores servem de base à avaliação dos progressos realizados na integração em vários

mercados financeiros. A Caixa 13 apresenta mais informações sobre a integração do mercado de crédito da área do euro. O BCE tenciona continuar a medir os progressos realizados no futuro em matéria de integração financeira.

⁷ Ver L. Baele et al., “*Measuring financial integration in the euro area*”, Documento de Trabalho Ocasional do BCE N.º 14, Maio de 2004.

Caixa 13

INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NO MERCADO DE CRÉDITO DA ÁREA DO EURO

A comparação das taxas de juro entre países fornece uma indicação importante da integração no mercado da banca a retalho. À medida que aumenta a integração, é esperada uma redução dos diferenciais entre países das taxas de juro para produtos bancários semelhantes. Contudo, diferenças nos produtos e nas instituições dificultam a verificação, na prática, se os diferenciais efectivamente diminuem. Tal acontece especialmente na banca a retalho, uma vez que os mercados continuam a ser predominantemente locais na área do euro. Além das barreiras geográficas, existem muitas outras razões subjacentes aos diferenciais entre países, tais como factores económicos, estruturais e institucionais. Estes factores estão relacionados, por exemplo, com diferenças na regulamentação, concorrência, relações banco-cliente e com a evolução global do sistema financeiro.

As estatísticas harmonizadas de taxas de juro do BCE podem ser usadas para medir a integração no mercado de crédito da área do euro. Contudo, na interpretação desses dados, deve ser tido em consideração que, dentro de cada categoria de taxa de juro, ainda pode haver significativa heterogeneidade entre as séries nacionais. Tal deve-se, por exemplo, à agregação de vários instrumentos dentro das bandas de maturidade actualmente definidas e à agregação de empréstimos garantidos e não garantidos dentro da mesma categoria. Tendo em conta as limitações dos dados, várias medidas da integração, baseadas na dispersão das taxas de juro entre países da área do euro, indicam que o grau de integração varia significativamente entre diferentes segmentos do mercado. Por exemplo, este parece ser mais elevado para os empréstimos às famílias para compra de habitação e para os empréstimos de curto prazo a sociedades não financeiras e menos elevado para os descobertos bancários de sociedades não financeiras e para os empréstimos às famílias para consumo.

4 SUPERINTENDÊNCIA DE INFRA-ESTRUTURAS DE MERCADO

Um dos papéis estatutários do Eurosistema é o exercício da superintendência dos sistemas de pagamentos e de compensação. Esta função tem como objectivo assegurar que a organização geral dos fluxos de pagamentos na economia seja eficiente e segura. Além disso, o Eurosistema tem um interesse generalizado noutras infra-estruturas utilizadas para a transferência de títulos, tais como sistemas de liquidação e de compensação de títulos, dado que falhas durante a liquidação de garantias poderiam pôr em perigo a execução da política monetária e o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.

4.1 SUPERINTENDÊNCIA DE INFRA-ESTRUTURAS E DE SISTEMAS DE PAGAMENTOS DE IMPORTÂNCIAS AVULTADAS EM EUROS

O papel de superintendência do Eurosistema abrange todos os sistemas de pagamentos em euros, incluindo os que são geridos pelo próprio Eurosistema. O Eurosistema aplica os mesmos padrões de superintendência quer aos seus próprios sistemas quer aos sistemas operados a nível privado. Esses padrões são os “Princípios Básicos para Sistemas de Pagamentos Sistemicamente Importantes”, adoptados pelo Conselho do BCE em 2001, como base para a sua política de superintendência dos sistemas de pagamentos sistemicamente importantes.

TARGET E OUTROS SISTEMAS DE PAGAMENTOS DE IMPORTÂNCIAS AVULTADAS EM EUROS

O quadro de superintendência do TARGET continuou a ser desenvolvido através da definição de requisitos metodológicos mínimos que devem ser cumpridos por todos os BCN e pelo BCE na condução da superintendência do TARGET. Os superintendentes do TARGET também começaram a analisar o TARGET2 numa perspectiva de superintendência.

Em 2004, os sistemas de pagamentos de importâncias avultadas em euros foram avaliados face aos Princípios Básicos com base na situação observada em meados de 2003. Os

resultados globais foram publicados em Maio de 2004, tendo sido concluído que todas as componentes do TARGET apresentam um elevado grau de cumprimento dos Princípios Básicos. Foram identificados alguns aperfeiçoamentos a fazer nas áreas da eficiência económica e nos acordos de continuidade das operações. Estas questões serão alvo de novas análises pelos superintendentes e operadores do TARGET. Os superintendentes do TARGET reconheceram o papel importante desempenhado pelos operadores do TARGET em assegurar a operação segura do TARGET através da gestão do risco. A avaliação que os superintendentes fizeram do relatório sobre o ponto de situação preparado pelos operadores do TARGET sobre a situação de risco no TARGET foi geralmente positiva. A análise dos sistemas de pagamentos de importâncias avultadas em euros operados a nível privado não revelou quaisquer insuficiências importantes.

EURO I

A superintendência do EURO 1 concentrou-se nos planos da *EBA Clearing* (EBA) (Associação Bancária do Euro), a operadora do EURO 1, para continuar a desenvolver o Mecanismo de Liquidação Flexível, que permite aos bancos liquidar as suas posições STEP 2 no EURO 1 sem se tornarem membros/accionistas directos do EURO 1. O STEP 2 é o sistema de pagamentos de retalho da EBA. Sujeito a aprovação do BCE, na qualidade de superintendente, a EBA tenciona expandir esta função, que actualmente se encontra especificamente limitada a “participantes pré-fundo” no EURO 1, de modo a permitir que todos os membros do EURO 1 transfiram moeda do banco central para o EURO 1 através do sistema TARGET, a fim de aumentar a respectiva capacidade de processamento no EURO 1.

SISTEMA DE LIQUIDAÇÃO EM CONTÍNUO

O sistema de Liquidação em Contínuo (*Continuous Linked Settlement – CLS*) liquida transacções cambiais numa base de pagamento contra pagamento, eliminando assim em grande parte o risco de liquidação cambial.

Actualmente liquida transacções em 15 moedas transaccionadas internacionalmente, incluindo, desde Dezembro de 2004, o dólar de Hong Kong, o dólar neozelandês, o won coreano e o rand da África do Sul.

Em Dezembro de 2004, o CLS processou, em média, 69 000 transacções por dia, com um valor médio diário de USD 960 mil milhões⁸. De acordo com um inquérito realizado pelo BIS em Abril de 2004, o CLS cobria cerca de um quarto de todo o mercado cambial à data do inquérito. Depois do dólar dos EUA, o euro é a moeda de liquidação mais importante. Em Dezembro de 2004, as liquidações em euros no CLS ascenderam, em média, a €309 mil milhões por dia, representando 22% das liquidações totais em termos de valor (as liquidações em dólares dos EUA representavam 46%). A percentagem do euro diminuiu ligeiramente em comparação com 2003, devido ao número mais elevado de moedas liquidadas no CLS, bem como a efeitos de valorização.

O BCE desempenha um duplo papel no que respeita ao CLS. Está envolvido na superintendência do sistema e presta serviços de liquidação. O BCE participa na superintendência cooperativa do CLS, efectuada pelos bancos centrais dentro e fora do G10 das moedas liquidadas no sistema, onde o Sistema da Reserva Federal tem o papel de superintendente principal. Em 2004, o BCE dedicou a maior parte da sua atenção em termos de superintendência ao reforço da resistência do CLS e a assegurar o desenvolvimento de um quadro objectivo para a inclusão de novas moedas.

O BCE considera que o CLS é uma solução muito convincente para a redução do risco de liquidação cambial nas transacções em euros. Contudo, no CLS apenas é liquidada uma minoria das transacções cambiais por grosso envolvendo o euro. Por conseguinte, os bancos foram convidados a analisar as suas práticas de liquidação no que respeita às transacções cambiais e a avaliar se os seus métodos para reduzir este risco são adequados.

SWIFT

A SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* – SWIFT) opera uma rede de troca de mensagens que facilita a troca segura de mensagens financeiras entre instituições financeiras. Embora não seja um banco ou uma instituição financeira, está sujeita à superintendência dos bancos centrais devido à sua importância para o bom funcionamento do sistema financeiro mundial. O BCE contribui para a superintendência da SWIFT, que é efectuada através da cooperação entre os bancos centrais do G10, sendo o Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique o superintendente principal. Em 2004, os acordos de superintendência foram reforçados, de modo a assegurar o envolvimento adequado de todos os superintendentes do G10 e permitir uma maior uniformização no reporte e comunicação entre a SWIFT e os seus superintendentes. A superintendência concentrou a sua atenção na resistência da SWIFT às crises, nos processos internos de gestão do risco e na substituição da antiga rede de transmissão de mensagens SWIFT pela SWIFTNet, uma infra-estrutura baseada na tecnologia da Internet.

CORRESPONDENTE BANCÁRIO

Os bancos dispõem frequentemente de acordos destinados à prestação mútua de pagamentos e serviços relacionados, principalmente para pagamentos transfronteiras. Estes acordos são conhecidos por acordos de correspondente bancário. Em 2004, o Eurosistema realizou o seu quarto inquérito sobre a actividade de correspondente bancário, o qual confirmou que a actividade de correspondente bancário em euros está muito concentrada num pequeno número de operadores na UE. De momento, esta situação não coloca qualquer risco sistémico imediato; contudo, o Eurosistema continuará a acompanhar os desenvolvimentos nesta área face ao seu interesse na estabilidade do sistema financeiro no seu todo.

⁸ Cada transacção consiste em duas transacções, sendo cada uma numa das moedas envolvidas. Assim, em Dezembro de 2004, o CLS liquidou transacções com um valor médio diário equivalente a USD 1 920 mil milhões.

4.2 SERVIÇOS DE PAGAMENTOS DE RETALHO

SUPERINTENDÊNCIA DOS SISTEMAS DE PAGAMENTOS DE RETALHO

Tendo por base os “Padrões de Superintendência para os Sistemas de Pagamentos de Retalho Operando em Euros”, adoptados pelo Conselho do BCE em 2003, foi efectuado um exercício de classificação em 2004, que identificou 15 sistemas de pagamentos de retalho operando em euros que se enquadram na superintendência do Eurosistema. Seis foram classificados como tendo importância sistémica, pelo que têm de cumprir todos os dez Princípios Básicos. Sete foram considerados de grande importância, pelo que têm de cumprir os Padrões de Retalho do Eurosistema (um subconjunto dos Princípios Básicos). Dois não se enquadraram em nenhuma categoria, ficando sujeitos aos padrões de superintendência como e quando definidos pelo respectivo superintendente. Os sistemas com importância sistémica e grande importância são avaliados tendo em conta os padrões de superintendência pelo respectivo BCN, enquanto o BCE é responsável pela avaliação do sistema STEP 2 da EBA. O exercício de avaliação global e consistência entre países é coordenado a nível do Eurosistema.

SISTEMAS DE MOEDA ELECTRÓNICA

Na sequência da definição dos objectivos de segurança dos sistemas de moeda electrónica em 2003 e tendo por base as avaliações voluntárias de alguns sistemas de moeda electrónica, em 2004 o Eurosistema começou a aperfeiçoar os requisitos metodológicos e os termos de referência para a avaliação dos sistemas relevantes, planeada para 2005.

4.3 SISTEMAS DE COMPENSAÇÃO E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

O Eurosistema desempenha dois papéis relativamente ao bom funcionamento dos sistemas de compensação e de liquidação de títulos e respectiva superintendência. Primeiro, o Conselho do BCE avalia o cumprimento dos nove padrões do utilizador específicos⁹ por parte



dos sistemas de liquidação de títulos (SLT) da UE. Segundo, o Eurosistema coopera com outras autoridades responsáveis pela regulamentação e superintendência dos sistemas de compensação e de liquidação de títulos a nível da UE. Neste contexto, o BCE encorajou o debate acerca do desenvolvimento de um quadro pan-europeu relativo à compensação e liquidação de títulos através da sua participação no Grupo Consultivo e de Acompanhamento em matéria de Compensação e Liquidação da Comissão Europeia. A cooperação do SEBC com o Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (*Committee of European Securities Regulators – CESR*) tem sido fundamental para o desenvolvimento de padrões pan-europeus que serão aplicados à compensação e à liquidação. Para além disso, o BCE contribuiu para o Grupo dos Trinta, um órgão de reflexão internacional, com o objectivo de assegurar que as recomendações do Grupo relativas à compensação e à liquidação, publicadas em 2003, fossem implementadas de forma a serem consistentes com as iniciativas da UE. O BCE também deu forma à iniciativa da Comissão de actualizar a Directiva relativa ao carácter

⁹ Na falta de padrões de superintendência harmonizados na UE, os padrões do utilizador foram considerados como padrões comuns de facto para os SLT da UE e, como tal, são analisados neste capítulo. Não obstante, os padrões do utilizador não se destinam a ser um conjunto abrangente de padrões de superintendência ou supervisão dos SLT.

definitivo da liquidação, adoptada pela primeira vez em 1998. Por último, o BCE contribuiu para as recomendações para as contrapartes centrais desenvolvidas pelo Comité dos Sistemas de Pagamentos e de Liquidação (CPSS) e pela Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO-OICVM).

AVALIAÇÃO DOS SISTEMAS DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

Todas as operações de crédito do Eurosistema têm de estar adequadamente garantidas por activos elegíveis. Entre estes incluem-se títulos que são disponibilizados no Eurosistema através dos SLT, ou seja, prestadores de serviços especializados na transferência da propriedade legal, ou de direitos equivalentes, de títulos elegíveis de uma parte para outra. O Eurosistema, para assegurar que neste processo não se encontra exposto a riscos desnecessários, avalia anualmente o SLT que utiliza tendo em conta nove padrões do utilizador¹⁰. O exercício de avaliação de 2004 abrangeu 18 SLT, tendo concluído que o cumprimento dos padrões do utilizador por parte destes SLT era elevado e que estavam a ser realizados esforços no sentido de serem introduzidos novos melhoramentos. Alguns sistemas aumentaram a sua fiabilidade operacional, tendo sido tomadas medidas para melhorar a solidez financeira dos operadores do sistema. O Eurosistema acompanha todos os esforços realizados para melhorar a eficiência e a segurança dos SLT utilizados nas suas operações de crédito e congratula-se com os mesmos.

COOPERAÇÃO COM O COMITÉ DAS AUTORIDADES DE REGULAMENTAÇÃO DOS MERCADOS EUROPEUS DE VALORES MOBILIÁRIOS

Em 2001, o Conselho do BCE aprovou um quadro de cooperação para os sistemas de compensação e de liquidação de títulos entre o SEBC e o CESR. Foi criado um grupo de trabalho, constituído por um representante de cada banco central do SEBC e de cada autoridade de regulamentação de valores mobiliários no CESR. Este grupo de trabalho preparou um relatório sobre "*Standards for securities clearing and settlement in the*

European Union"¹¹, aprovado quer pelo Conselho do BCE quer pela CESR em Outubro de 2004. Utilizando como base as recomendações para os SLT feitas pelo CPSS e pela IOSCO (conhecidas por "Recomendações CPSS-IOSCO"), o relatório SEBC-CESR contém 19 padrões destinados a aumentar a segurança, a solidez e a eficiência da compensação e da liquidação de títulos na UE (ver Caixa 14). Em comparação com as Recomendações CPSS-IOSCO, os padrões SEBC-CESR procuram aprofundar e reforçar os requisitos em algumas áreas devido a algumas características específicas dos mercados europeus. O objectivo global dos padrões SEBC-CESR consiste em promover a integração dos mercados de capitais da UE, colocando assim maior ênfase nas soluções comuns e na interoperabilidade. O trabalho da Comissão nesta área foi tomado em consideração.

O grupo de trabalho tem conduzido o seu trabalho de forma aberta e transparente. Os interessados na área da compensação e da liquidação de títulos foram convidados a comentar o trabalho em várias ocasiões. Os contributos recebidos foram cuidadosamente considerados e o grupo de trabalho tem feito o máximo esforço para assegurar que as opiniões expressas são contempladas nos padrões. Os padrões poderão ser aplicados logo que esteja desenvolvida a metodologia de avaliação dos sistemas, no seguimento do relatório. Desde Outubro de 2004, o grupo tem prosseguido o seu trabalho nos quatro domínios seguintes: (i) desenvolvimento da metodologia de avaliação para os padrões dos SLT, (ii) desenvolvimento de padrões e de uma metodologia para a avaliação das contrapartes centrais, (iii) análise de questões relacionadas com custodiantes com importância significativa, e (iv) análise de matérias com interesse para a cooperação entre autoridades de regulamentação, de supervisão e de superintendência.

¹⁰ Estes padrões podem ser encontrados no documento intitulado "*Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*", Janeiro de 1998.

¹¹ Disponível no site do BCE.

PADRÕES PARA A COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NA UNIÃO EUROPEIA

Padrão 1: Enquadramento legal

Os sistemas de compensação e de liquidação de valores mobiliários e as ligações entre si devem ter uma base legal bem fundamentada, clara e transparente nas respectivas jurisdições.

Padrão 2: Confirmação das transacções e concordância (matching) das instruções de liquidação

A confirmação das transacções entre participantes directos no mercado deve ocorrer o mais rapidamente possível após a execução da transacção, mas nunca após a data da transacção (T+0). Nos casos em que é exigida a confirmação de transacções por participantes indirectos no mercado (como por exemplo, investidores institucionais), esta deve ocorrer o mais rapidamente possível após a execução da transacção, de preferência no dia T+0, mas nunca após o dia T+1.

Deve ser assegurada a concordância (*matching*) das instruções de liquidação o mais rapidamente possível e, no caso de ciclos de liquidação que ultrapassam T+0, o *matching* deve ser feito o mais tardar no dia anterior à data de liquidação especificada.

Padrão 3: Ciclos de liquidação e horários de funcionamento

Deve ser adoptada uma liquidação por ciclos (*rolling settlement*) em todos os mercados de valores mobiliários. A liquidação definitiva não deve ocorrer após T+3. Devem ser avaliados os custos e os benefícios de ciclos de liquidação a nível da UE inferiores a T+3.

As CDT e, quando relevante, as contrapartes centrais devem harmonizar os seus horários e dias de funcionamento, estando abertas, pelo menos, no horário de funcionamento do TARGET para transacções denominadas em euros.

Padrão 4: Contrapartes centrais

Devem ser avaliados os custos e os benefícios de estabelecer uma contraparte central. Nos casos em que é introduzido um mecanismo deste tipo, a contraparte central deve controlar rigorosamente os riscos que assume.

Padrão 5: Empréstimo de títulos

O empréstimo de títulos (ou acordos de recompra e outras transacções equivalentes em termos económicos) deve ser encorajado como método de evitar falhas de liquidação e acelerar a liquidação de títulos. Devem ser suprimidos os obstáculos que inibem a prática do empréstimo de títulos com este objectivo. Os acordos de empréstimo de títulos devem ser sólidos, seguros e eficientes.

Padrão 6: Centrais de depósito de títulos (CDT)

Os títulos devem ser imobilizados ou desmaterializados e transferidos de forma escritural nas CDT, sempre que possível. Para salvaguardar a integridade das emissões de títulos e os interesses dos investidores, as CDT devem assegurar que a emissão, detenção e transferência de títulos são conduzidas de forma adequada e apropriada.

Padrão 7: Entrega contra pagamento (DVP)

O risco do capital deve ser eliminado ligando as transferências de títulos às transferências de fundos, de forma a obter a entrega contra pagamento.

Padrão 8: Momento da definitividade da liquidação

O carácter definitivo da liquidação intradiária deve ser conseguido através do processamento em tempo real e/ou do processamento em lotes múltiplos, a fim de reduzir os riscos e permitir a liquidação efectiva entre sistemas.

Padrão 9: Controlos de risco de crédito e de liquidez

Por razões de estabilidade sistémica, é importante que as CDT operem sem interrupção. Por conseguinte, as CDT, quando autorizadas pela legislação nacional a conceder crédito, devem limitar as suas actividades de crédito exclusivamente às que são necessárias ao regular funcionamento da liquidação de títulos e serviço dos activos. As CDT que concedem crédito (incluindo crédito intradiário e *overnight*), sempre que possível, devem assegurar que a sua exposição ao crédito se encontra completamente garantida. O crédito não garantido deve ser restringido a um número limitado de casos bem identificados e sujeito a medidas adequadas de controlo de risco de crédito, incluindo limites à exposição ao risco, qualidade da contraparte e duração do crédito.

A maior parte dos custodiantes encontra-se sujeita à regulamentação bancária da UE. No que respeita aos custodiantes que operam mecanismos significativos para a liquidação de transacções de títulos, e de modo a conter os riscos sistémicos relacionados com a sua actividade de liquidação de títulos, as autoridades de regulamentação nacionais de valores mobiliários, os supervisores bancários e os superintendentes devem examinar as políticas de gestão de risco aplicadas pelos referidos custodiantes para avaliar se as mesmas estão em conformidade com os riscos criados para o sistema financeiro. Em particular, deve ser investigada a possibilidade de aumentar o nível de garantia das exposições do crédito, incluindo do crédito intradiário.

Os operadores de sistemas de liquidação pelos valores líquidos devem instituir controlos do risco que, no mínimo, assegurem a liquidação atempada no caso do participante com a maior obrigação de pagamento se encontrar impossibilitado de efectuar a liquidação. O conjunto de controlos mais fiável consiste numa combinação de requisitos a nível da garantia e dos limites do crédito.

Padrão 10: Activos para a liquidação financeira

Os activos utilizados na liquidação de obrigações de pagamento resultantes de transacções de títulos devem ter pouco ou nenhum risco de crédito ou liquidez. Se não for usada moeda do banco central, devem ser tomadas medidas para proteger os participantes no sistema de perdas potenciais e de pressões de liquidez, resultantes de falha do agente da liquidação financeira, cujos activos são utilizados para esse fim.

Padrão 11: Fiabilidade operacional

As fontes de risco operacional resultantes do processo de compensação e de liquidação devem ser identificadas, acompanhadas e regularmente avaliadas. Este risco deve ser minimizado através do desenvolvimento de sistemas adequados e de controlos e procedimentos eficientes. Os sistemas e as funções com eles relacionadas devem (i) ser fiáveis e seguros, (ii) ser baseados em soluções técnicas de confiança, (iii) ser desenvolvidos e mantidos de acordo com

procedimentos reconhecidos, (iv) ter capacidades adequadas e passíveis de expansão, (v) ser dotados de capacidade de continuidade operacional e de acordos de recuperação em caso de desastre e (vi) estar sujeitos a auditorias frequentes e independentes dos procedimentos que permitem a recuperação atempada de operações e a conclusão do processo de liquidação.

Padrão 12: Protecção dos títulos de clientes

As entidades que detêm títulos em custódia devem utilizar práticas contabilísticas e procedimentos de guarda de valores que protejam integralmente os títulos dos clientes. É essencial que os títulos dos clientes estejam protegidos contra as reclamações dos credores de todas as entidades envolvidas na cadeia de custódia.

Padrão 13: Gestão

Os acordos de gestão para as CDT e as contrapartes centrais devem ser concebidos de modo a cumprir os requisitos de interesse público e a promover os objectivos dos seus detentores e dos participantes no mercado.

Padrão 14: Acesso

As CDT e as contrapartes centrais devem ter critérios objectivos e públicos quanto à participação, que permitam um acesso justo e aberto aos seus sistemas. As regras e os requisitos que limitem o acesso devem ter em vista o controlo do risco.

Padrão 15: Eficiência

Executando as operações de uma forma fiável e segura, os sistemas de compensação e de liquidação de títulos devem simultaneamente ser eficientes.

Padrão 16: Procedimentos de comunicação, padrões de mensagens e processamento continuado (STP)

As entidades que oferecem serviços de compensação e liquidação e os participantes nos seus sistemas devem utilizar ou acomodar os procedimentos de comunicação internacionais relevantes, mensagens-padrão e dados de referência, a fim de facilitar a compensação e a liquidação eficientes em todos os sistemas. Desta forma, será promovido o processamento continuado (*straight-through processing*) ao longo de todo o processo de transacções de títulos. Os prestadores de serviços devem evoluir no sentido do processamento continuado para conseguirem um processamento atempado, seguro e eficiente em termos de custos, incluindo a confirmação, concordância, compensação pelos valores líquidos, liquidação e custódia.

Padrão 17: Transparência

As CDT e as contrapartes centrais devem disponibilizar aos participantes no mercado a informação necessária para identificar e avaliar com rigor os riscos e custos associados aos serviços de compensação e liquidação de títulos.

Os custodiantes de importância significativa devem disponibilizar informação suficiente, de modo a permitir que os seus clientes identifiquem e avaliem com rigor os riscos associados aos serviços de compensação e liquidação de títulos.

Padrão 18: Regulação, supervisão e superintendência

As entidades que oferecem serviços de compensação e liquidação de títulos devem estar sujeitas, no mínimo, a uma actividade de regulação e supervisão transparente, consistente e

eficiente. Os sistemas/mecanismos de compensação e liquidação de títulos devem estar sujeitos, no mínimo, a uma actividade de superintendência transparente, consistente e eficiente por parte de cada banco central. Os bancos centrais, as autoridades de regulamentação dos valores mobiliários e os supervisores bancários devem colaborar entre si, a nível nacional e transfronteiras (em particular dentro da UE), de uma forma eficiente e transparente.

Padrão 19: Riscos em ligações entre sistemas¹

As CDT que estabelecem ligações para liquidar transacções transfronteiras devem conceber e operar essas ligações de modo a reduzir os riscos associados às liquidações entre sistemas.

¹ Este padrão não cobre as ligações estabelecidas por contrapartes centrais. Esta questão será incluída no trabalho futuro do SEBC-CESR sobre contrapartes centrais.

Artista

Ana Luísa Ribeiro

Título

Sem título, 2002

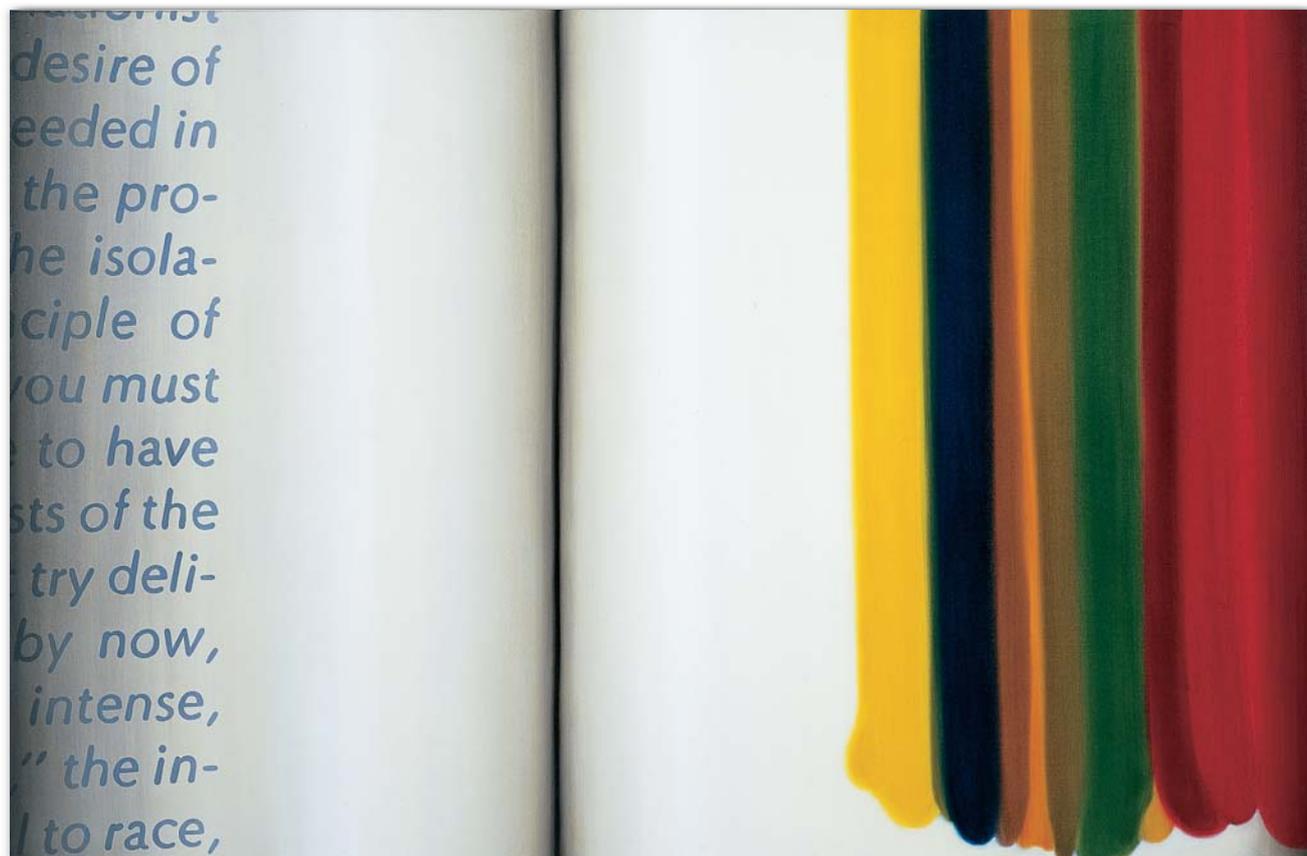
Material

Óleo sobre tela

Formato

150 × 230 cm

© Banco Central Europeu



**RELAÇÕES EUROPEIAS E
INTERNACIONAIS**

I QUESTÕES EUROPEIAS

I.1 QUESTÕES DE POLÍTICA

O PACTO DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO

Em 2004, verificou-se que dois países da área do euro, a Grécia e os Países Baixos, e seis dos dez novos Estados-Membros da UE, nomeadamente Chipre, Eslováquia, Hungria, Malta, Polónia e República Checa, se encontravam numa situação de défice excessivo (ver também a Secção 2.5 do Capítulo 1). Os procedimentos relativos aos défices excessivos lançados em 2003 para a França e a Alemanha continuaram a ser aplicáveis, embora tenham sido, de facto, suspensos, na sequência das conclusões do Conselho ECOFIN de 25 de Novembro de 2003. De acordo com estas conclusões, a França e a Alemanha deveriam corrigir os défices excessivos até 2005, e não 2004, como previsto nas recomendações para estes países emitidas pelo próprio Conselho ECOFIN, nos termos do n.º 7 do artigo 104.º do Tratado. O procedimento relativo aos défices excessivos para Portugal foi revogado.

Em Julho de 2004, o Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias anulou as conclusões do Conselho ECOFIN de 25 de Novembro de 2003 relativas à França e Alemanha, na medida em que estas continham a decisão de suspender os procedimentos relativos aos défices excessivos e modificar as recomendações anteriores para os dois países. O Tribunal salientou que as regras e procedimentos previstos no Tratado e no Pacto de Estabilidade e Crescimento e o direito de iniciativa da Comissão teriam de ser sempre respeitados.

O BCE expressou a sua satisfação pelo facto de o acórdão confirmar a necessidade de uma total aplicação das regras e procedimentos previstos no Tratado e no Pacto e solicitou às instituições envolvidas que tomassem as medidas necessárias para assegurar esta aplicação.

Em Setembro de 2004, a Comissão emitiu uma comunicação relativa ao reforço da governação económica e à clarificação da aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Esta

comunicação estabeleceu diversas propostas de reforma do Pacto. As propostas relativas à vertente preventiva do Pacto incluíam assegurar acções antecipadas para corrigir desenvolvimentos inadequados através de uma utilização mais atempada e activa de alertas rápidos, redefinir os objectivos de médio prazo para os saldos orçamentais de modo a acomodar circunstâncias específicas de cada país e dar maior ênfase à dívida e à sustentabilidade na supervisão das posições orçamentais. As propostas relativas à vertente correctiva incluíam modificar a definição das circunstâncias excepcionais nas quais um rácio do défice superior ao valor de referência de 3% do PIB não é considerado excessivo, alterar a trajectória de ajustamento para a correcção de um défice excessivo e clarificar o critério da dívida.

No debate sobre a reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento, o Conselho do BCE exprimiu a opinião de que melhorar a aplicação do Pacto seria possível e benéfico. Neste sentido, foram úteis as propostas da Comissão Europeia para melhorar a aplicação da vertente preventiva do Pacto. Ao mesmo tempo, o Conselho do BCE preveniu contra alterações ao Pacto e, em particular, ao procedimento relativo aos défices excessivos, por considerar a credibilidade do limite de 3% para o défice essencial para ancorar expectativas de disciplina orçamental.

Em Setembro de 2004, a Grécia apresentou valores do défice e da dívida para o período de 2000 a 2003 consideravelmente acima dos anteriormente divulgados. O rácio do défice ultrapassou o valor de referência de 3% do PIB. Posteriormente, foram divulgados valores para o período de 1997 a 1999 que também apresentavam défices superiores a 3% do PIB (ver também a Secção 2.5 do Capítulo 1). O BCE considera a compilação fiável e o reporte rigoroso e atempado de estatísticas das finanças públicas de importância vital para a credibilidade da supervisão orçamental e da UEM em geral. As normas de contabilidade

europeias terão de ser totalmente respeitadas no registo de todos os tipos de despesa e receita e aplicadas de forma consistente e estável ao longo do tempo e homogénea em todo os Estados-Membros.

A ESTRATÉGIA DE LISBOA

Na sua reunião em Lisboa em Março de 2000, o Conselho Europeu estabeleceu uma estratégia a dez anos – a estratégia de Lisboa – a qual deveria, até 2010, transformar a UE no “espaço económico mais dinâmico e competitivo do mundo baseado no conhecimento e capaz de garantir um crescimento económico sustentável, com mais e melhores empregos, e com maior coesão social”. Os resultados atingidos até 2004 no âmbito da estratégia de Lisboa foram variados. Fizeram-se progressos em algumas áreas, por exemplo, a nível dos mercados de trabalho. Contudo, o progresso foi medíocre na maioria dos casos. Tornou-se evidente que o ritmo de reforma teria de ser consideravelmente intensificado caso se pretendesse atingir os objectivos de Lisboa até 2010.

Neste contexto, na reunião da Primavera de 2004, o Conselho Europeu decidiu efectuar uma análise intercalar da estratégia de Lisboa. Como primeira medida, convidou a Comissão a estabelecer um grupo de alto nível – presidido por Wim Kok – que levasse a cabo uma avaliação independente dos progressos efectuados no âmbito da estratégia de Lisboa, a qual serviria de base para a revisão intercalar da Comissão e do Conselho da UE. Prevê-se que esta revisão esteja concluída a tempo do Conselho Europeu da Primavera de Março de 2005.

O grupo de alto nível apresentou o seu relatório, intitulado “*Facing the challenge*” (“Enfrentar o desafio”), em Novembro de 2004. O relatório sublinhou que, face aos desafios gémeos da concorrência mundial e do envelhecimento das populações, a manutenção do *status quo* não é opção para a UE, especialmente se quiser salvaguardar o seu modelo social. O relatório concluiu que os objectivos ambiciosos da estratégia de Lisboa, bem como o prazo limite de



2010 para os atingir, deveriam ser mantidos, pelos motivos referidos. Apelou a uma melhor atribuição de prioridade aos objectivos e à actuação urgente em cinco áreas-chave de política: sociedade do conhecimento, mercado interno, clima empresarial, mercado de trabalho e sustentabilidade ambiental.

O BCE aprovou repetidamente as ambições da estratégia de Lisboa, tendo manifestado o seu apoio aos esforços empreendidos por governos e parceiros sociais. Apelou ainda a uma aplicação mais célere das medidas necessárias e a uma aferição mais eficiente do progresso da reforma. A reforma é essencial para assegurar o crescimento e oportunidades de emprego no futuro, bem como reforçar a capacidade de ajustamento da área do euro a choques económicos. As reformas nos mercados de trabalho, capitais, bens e serviços, em particular, podem promover o investimento e reduzir a persistência da inflação através do aumento da concorrência. A UE deverá tirar partido da revisão intercalar para revitalizar a estratégia de Lisboa e aumentar o ritmo da reforma estrutural.

I.2 QUESTÕES INSTITUCIONAIS

A CONSTITUIÇÃO EUROPEIA

Na reunião final da Conferência Intergovernamental (CIG) de 17-18 de Junho de 2004, os Chefes de Estado ou de Governo chegaram a acordo sobre o Tratado que estabelece uma Constituição para a Europa (a Constituição Europeia). A Constituição Europeia foi assinada em Roma no dia 29 de Outubro de 2004. Após a ratificação pelos 25 Estados-Membros em conformidade com os respectivos procedimentos nacionais, entrará em vigor no dia 1 de Novembro de 2006. Em alguns Estados-Membros, os procedimentos de ratificação envolvem a realização de um referendo.

O BCE acompanhou de perto a CIG e deu contributos formais e informais para as negociações sobre assuntos de relevo para as atribuições e mandato do BCE, Eurosistema e SEBC. Nos termos do artigo 48.º do Tratado da União Europeia, o BCE foi consultado e, em 19 de Setembro de 2003, o Conselho do BCE adoptou um parecer relativo ao projecto de Tratado que estabelece uma Constituição para a Europa¹. Além disso, o Presidente do BCE enviou cartas ao Presidente do Conselho da UE em Novembro de 2003 e Abril de 2004 com vista a aprofundar este parecer.

O BCE acolheu com satisfação os esforços feitos pela Convenção Europeia sobre o Futuro da Europa e pela CIG subsequente no sentido de simplificar, ajustar e clarificar o quadro jurídico e institucional da UE. Tornou também claro que as disposições existentes aplicáveis à UEM eram sólidas em termos quer dos seus objectivos, quer da atribuição de responsabilidades.

Em particular, o BCE considerou essencial que a estabilidade de preços permanecesse não só o objectivo primordial do BCE e do SEBC, mas também um objectivo declarado da UE. A Constituição Europeia confirma em pleno esta opinião.

O BCE também considerou indispensável para o desempenho eficaz das suas atribuições a preservação das características institucionais especiais do BCE e do SEBC, as quais distinguem o BCE de outras instituições europeias. A Constituição Europeia preserva estas características institucionais especiais, confirmando a independência do BCE, do SEBC e dos BCN, bem como a personalidade jurídica e poderes regulamentares do BCE. Sublinha também a natureza especial do BCE, classificando-o como uma das “outras instituições e órgãos consultivos da União”. O BCE é, assim, indicado separadamente das “Instituições da União”, nomeadamente o Parlamento Europeu, o Conselho Europeu, o Conselho de Ministros, a Comissão Europeia e o Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias, classificados no “quadro institucional” da UE.

A pedido específico do BCE, o termo “Eurosistema” foi introduzido na Constituição Europeia. Este termo, que se refere ao BCE e aos BCN da área do euro, tendo sido adoptado pelo Conselho do BCE em 1999, ajuda a distinguir entre o SEBC, composto por todos os bancos centrais da UE, e o sistema de bancos centrais da área do euro. O termo “Eurosistema” também reflecte adequadamente o facto de o BCE e os BCN da área do euro serem partes integrantes de um sistema (ver também o Capítulo 8).

Face ao acima exposto, o BCE considera que a Constituição Europeia confirma o enquadramento monetário existente na UE e acolherá com satisfação a conclusão bem sucedida do processo de ratificação.

OS NOVOS MÉTODOS DE TRABALHO DO EUROGRUPO

Durante a reunião informal do Conselho ECOFIN de 10-11 de Setembro em Scheveningen (Países Baixos), os ministros da economia e finanças da área do euro chegaram a acordo relativamente aos novos métodos de trabalho para o Eurogrupo, os quais pretendem melhorar a eficiência e eficácia do Eurogrupo.

¹ CON/2003/20.

Os novos métodos incluem discussões estratégicas mais prospectivas, em particular sobre reforma estrutural, e a criação de uma presidência estável do Eurogrupo, por um período de dois anos, ao invés de uma presidência rotativa de seis meses. O Presidente do Eurogrupo é eleito por maioria simples dos membros do Eurogrupo. Em Scheveningen, o primeiro-ministro e ministro das finanças do Luxemburgo, Jean-Claude Juncker, foi eleito o primeiro Presidente do Eurogrupo, por um período de dois anos de 2005 a 2006.

O BCE, sendo regularmente convidado a tomar parte nas reuniões do Eurogrupo, participou na avaliação dos seus métodos de trabalho. Na opinião do BCE, estes novos métodos de trabalho, incluindo a criação de uma presidência estável do Eurogrupo, contribuirão para um funcionamento mais eficiente e eficaz do Eurogrupo. Os novos métodos não implicam quaisquer alterações na afectação de atribuições entre o BCE e os ministros das finanças da área do euro, no contexto da UEM. No entanto, sublinham a responsabilidade comum dos governos pela condução de políticas orçamentais e estruturais sólidas, necessárias para a continuação do sucesso da moeda única.

2 QUESTÕES INTERNACIONAIS

2.1 DESENVOLVIMENTOS IMPORTANTES NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL

SUPERVISÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS NA ECONOMIA MUNDIAL

As políticas macroeconómicas na economia mundial, em particular as políticas conduzidas pelos principais países industrializados, são um elemento essencial da conjuntura internacional que o BCE tem de considerar na condução da sua política monetária e outras atribuições. O Eurosistema participa na supervisão destas políticas macroeconómicas por instituições e fóruns financeiros internacionais, a qual tem lugar sobretudo nas reuniões do Conselho de Administração do FMI, da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), dos ministros das finanças e governadores dos bancos centrais do G7 e dos governadores dos bancos centrais do G10. O objectivo do BCE é o intercâmbio de opiniões e a análise de opções de política conducentes a uma conjuntura macroeconómica estável, políticas macroeconómicas sólidas e estabilidade de preços na área do euro.

A conjuntura de política mundial em 2004 caracterizou-se por um forte crescimento económico e pressões inflacionistas em larga medida contidas. Registou-se uma recuperação positiva no produto em muitas economias avançadas, bem como na América Latina, coincidente com a continuação de taxas de crescimento fortes nos mercados emergentes na Ásia e Europa de leste. No sentido descendente, contudo, os desequilíbrios mundiais – incluindo desequilíbrios externos da economia dos EUA – persistiram, chegando mesmo a aumentar ainda mais.

Em diversas ocasiões, o BCE sublinhou os riscos e incertezas relacionados com a continuação destes desequilíbrios. Em termos gerais, o BCE partilha a opinião da comunidade internacional de que existem três requisitos-chave para o processo de ajustamento: fazer face à diferença entre poupança e investimento nos países com défices; fomentar um maior

crescimento sustentável através de reformas estruturais nos países com um crescimento potencial relativamente baixo; e promover a flexibilidade cambial para os principais países e regiões em que esta não existe. No que respeita à evolução cambial, os comunicados do G7 em 2004 e Fevereiro de 2005 enfatizaram que as taxas de câmbio deveriam reflectir fundamentos económicos e que a volatilidade excessiva e movimentos desordenados das taxas de câmbio eram indesejáveis para o crescimento económico.

A relevância cada vez maior dos países da Ásia Oriental para a economia mundial, reflectida no seu considerável contributo para o crescimento do produto mundial e o comércio mundial, foi uma questão fundamental em 2004. O BCE acompanhou de perto os desenvolvimentos nestes países e reforçou as relações directas com os bancos centrais asiáticos, organizando, juntamente com a Autoridade Monetária de Singapura, um seminário ao mais alto nível, que reuniu os 11 governadores da *Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks* (EMEAP – Reunião de Executivos dos Bancos Centrais da Ásia Oriental-Pacífico)², os governadores dos BCN da área do euro e o Presidente do BCE. O evento, que teve lugar em Singapura em Julho de 2004, centrou-se no peso económico crescente de muitos países da Ásia Oriental, no papel das moedas internacionais e na integração e cooperação a nível regional.

Os fluxos de capitais para as economias dos mercados emergentes, que o BCE acompanha continuamente devido à sua relevância para a estabilidade financeira internacional, mantiveram-se robustos em 2004, à semelhança do comportamento económico destes países em geral. Os factores cruciais foram as condições favoráveis de financiamento externo, os preços internacionais de exportação de matérias-primas elevados e uma recuperação da procura de importações por parte das economias

² Os países do EMEAP são a Austrália, China, Coreia, Filipinas, Hong Kong R.A.E., Indonésia, Japão, Malásia, Nova Zelândia, Singapura e Tailândia.

avançadas. Consequentemente, registaram-se excedentes da balança corrente e os níveis da dívida externa diminuíram, no geral, embora o endividamento tenha permanecido elevado em diversos países. Condições de financiamento acomodáticas induziram os mutuários públicos e privados dos mercados emergentes a recorrer fortemente aos mercados obrigacionistas internacionais, contratando a taxas de juro baixas. Tendo aumentado temporariamente no segundo trimestre de 2004, no final do ano os diferenciais das obrigações dos mercados emergentes retomaram níveis baixos quando comparados com padrões históricos.

Por último, a própria área do euro foi analisada, como parte dos exercícios de supervisão da política internacional. Tanto o FMI como a OCDE realizaram as suas análises regulares das políticas monetária, financeira e económica da área do euro, para além das suas análises dos países da área do euro a nível individual. As consultas ao abrigo do Artigo IV do FMI e a análise do Comité de Exame das Situações Económicas e dos Problemas de Desenvolvimento da OCDE proporcionaram uma oportunidade para um intercâmbio proveitoso de opiniões entre estas organizações internacionais e o BCE, a presidência do Eurogrupo e a Comissão Europeia. Na sequência destas discussões, tanto o FMI como a OCDE produziram um relatório contendo uma avaliação das políticas da área do euro³. Ambas as análises realizadas em 2004 prestaram especial atenção à adesão de dez novos Estados-Membros à UE a 1 de Maio de 2004.

ARQUITECTURA FINANCEIRA INTERNACIONAL

Face ao elevado grau de integração da UE na economia mundial, o SEBC e o Eurosistema têm interesse no funcionamento regular do sistema financeiro mundial. Por conseguinte, contribuem activamente para as discussões em curso sobre a arquitectura financeira internacional, inclusivamente através da participação em instituições e fóruns internacionais relevantes. O BCE participa directamente em alguns destes fóruns e instituições, e noutros foi-lhe concedido

estatuto de observador. O SEBC também participa nestes trabalhos a nível europeu, em particular no Comité Económico e Financeiro.

No contexto dos trabalhos dos ministros das finanças e governadores dos bancos centrais do G10, o BCE congratulou-se pela maior inclusão de cláusulas de acção colectiva (CAC) – disposições contratuais com o objectivo principal de facilitar a reestruturação regular de dívidas em situação de incumprimento – nas emissões de obrigações soberanas. Em menos de dois anos, a utilização de CAC tornou-se o padrão do mercado para a emissão de obrigações soberanas ao abrigo da legislação nova-iorquina, embora não cumprindo na íntegra as recomendações do G10.

O BCE também discutiu outros aspectos do envolvimento do sector privado na resolução de crises financeiras e examinou a experiência com diversos instrumentos para a promoção deste envolvimento. Além disso, acompanhou o progresso no desenvolvimento dos “*Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets*” (“Princípios para Fluxos de Capitais Estáveis e Reestruturação Justa da Dívida em Mercados Emergentes”), divulgados em Novembro de 2004 por um grupo de emitentes soberanos dos mercados emergentes e credores do sector privado. Anteriormente designados por “Código de Conduta”, estes princípios visam promover a divulgação de informação sobre endividamento, um diálogo regular entre devedores e credores, negociações para a reestruturação da dívida de boa fé e igualdade de tratamento para todos os credores afectados. Estes princípios, acolhidos favoravelmente pelos ministros das finanças e governadores dos bancos centrais do G20, vêm colmatar algumas lacunas remanescentes na arquitectura financeira mundial. Uma vez implementados, deverão contribuir de modo substancial para os esforços a mais longo prazo de construção de um sistema que promova a

³ FMI: “*Euro Area Policies: Staff Report*” (“Políticas da Área do Euro: Relatório do Corpo Técnico”), Agosto de 2004; OCDE: “*Economic Survey – Euro Area 2004*” (“Análise Económica – Área do Euro 2004”), Julho de 2004.



cooperação, o crescimento e a estabilidade financeira a nível mundial.

Um outro tópico acompanhado pelo BCE foi a situação financeira do FMI. Na reunião realizada em Outubro de 2004, os ministros das finanças e governadores dos bancos centrais do G10 referiram que a situação financeira sólida do FMI, que era essencial para o cumprimento das suas responsabilidades, enfrentaria alguns desafios, no contexto de uma economia mundial em evolução. Fazer face a estes desafios exigiria diversas medidas de política, entre as quais o reforço da supervisão, um maior ênfase na sustentabilidade da dívida nas decisões de crédito, a adesão rigorosa ao quadro de acesso excepcional recentemente acordado, bem como outras alterações possíveis à estrutura financeira do FMI para promover a amortização atempada e menos acordos sucessores.

INTEGRAÇÃO E COOPERAÇÃO A NÍVEL REGIONAL

Dado que a própria UE é o resultado de um longo processo de integração económica regional, o BCE tornou-se um parceiro natural das autoridades monetárias em diversos grupos regionais no mundo, que lhe solicitam que partilhe a sua experiência com os decisores de política e, por vezes, com os académicos. Neste contexto, o BCE está interessado não só em explicar o caso europeu, especialmente no

domínio da cooperação monetária, como considera igualmente importante compreender a integração económica regional fora da UE.

Em Setembro de 2004, realizou-se em Pequim um encontro de trabalho do G20 sobre integração económica regional num contexto mundial, organizado pelo Banco Popular da China e pelo BCE. Entre os assuntos analisados incluíram-se as condições prévias para acordos de cooperação regional, a sequência óptima dos processos de integração e cooperação monetária e financeira e a compatibilidade entre a integração regional do comércio e as regras da Organização Mundial do Comércio.

Em 2004, o BCE também reforçou as suas relações com instituições monetárias regionais em África. Neste contexto, o BCE, juntamente com alguns BCN da área do euro, estendeu a assistência técnica ao Instituto Monetário da África Ocidental (com sede em Acra, no Gana), organismo que está a levar a cabo os preparativos técnicos para a integração monetária entre os países de língua oficial inglesa da África Ocidental.

PAPEL INTERNACIONAL DO EURO

Em 2004, o papel do euro manteve-se amplamente estável nos mercados cambiais e de capitais internacionais e como moeda de âncora, de reserva e de intervenção. Houve alguma evidência de uma maior utilização do euro como moeda de facturação e de liquidação no comércio internacional de alguns países da área do euro. Na maioria destes países, a utilização do euro parece ser mais generalizada no caso das exportações do que das importações e, a nível das exportações, é mais elevada nos bens do que nos serviços. Na maioria dos novos Estados-Membros da UE e nos países candidatos, observou-se igualmente um aumento notório da percentagem do euro no comércio internacional (com base em dados de 2003). O aumento da utilização do euro ultrapassou em muitos casos o aumento das relações comerciais com a área do euro, sugerindo que esta moeda está a ser cada

vez mais utilizada no comércio internacional destes países com parceiros comerciais não participantes na área do euro⁴.

O BCE continuou a desenvolver a cobertura estatística necessária para a análise que efectua do papel internacional do euro. Com base em estudos anteriores, foram construídos dois novos conjuntos de dados para identificar características de relevo do mercado de obrigações denominadas em euros emitidas por não residentes na área do euro.

2.2 COOPERAÇÃO COM PAÍSES FORA DA UE

O Eurosistema continuou a desenvolver contactos na comunidade de bancos centrais fora da UE, principalmente através da organização de seminários e encontros de trabalho, mas também através de assistência técnica. O objectivo consiste na recolha de informação e intercâmbio de opiniões sobre a evolução económica e monetária em diferentes regiões do mundo com potencial influência na conjuntura económica mundial ou na evolução na área do euro.

O projecto de assistência técnica do Eurosistema com o Banco Central da Federação Russa (BCR), financiado pela UE no âmbito do seu programa de Assistência Técnica à Comunidade de Estados Independentes (TACIS), está a ser implementado conforme planeado. Lançado em Novembro de 2003, o objectivo do projecto de dois anos consiste num maior reforço da função de supervisão bancária do BCR como medida-chave para promover um clima financeiro mais estável na Rússia. O plano de formação do projecto, acordado em Janeiro de 2004 entre o BCR, por um lado, e nove BCN da área do euro, três autoridades de supervisão e o BCE, por outro, tem previstos 64 cursos, oito visitas de estudo e quatro seminários ao mais alto nível. Até ao final de 2004, tinham-se realizado 34 cursos, quatro visitas de estudo e dois seminários. Aproximadamente 400 funcionários do BCR participaram neste plano de formação. Para além do projecto TACIS, em

Maio de 2004 o Eurosistema realizou o seu primeiro seminário bilateral ao mais alto nível com o BCR, que teve lugar em Helsínquia, coordenado pelo Suomen Pankki – Finlands Bank e o BCE. Este seminário centrou-se nas políticas monetária e cambial, na livre mobilidade de capitais, nas ligações económicas entre a UE e a Rússia, incluindo políticas comerciais, bem como na evolução do sistema bancário e em questões de estabilidade do sector financeiro.

O Eurosistema estabeleceu um quadro para a cooperação com os bancos centrais na região do Mediterrâneo. Em Janeiro de 2004, teve lugar em Nápoles o primeiro seminário ao mais alto nível do Eurosistema com governadores dos bancos centrais dos países parceiros no quadro do Processo de Barcelona⁵, numa organização conjunta do BCE e Banca d'Italia. Na sequência de um encontro de trabalho técnico em Setembro de 2004, realizou-se em Cannes, em Fevereiro de 2005, o segundo seminário ao mais alto nível, organizado conjuntamente pelo BCE e o Banque de France. Este seminário centrou-se na evolução monetária e financeira recente na região do Mediterrâneo, nas ligações económicas entre a área do euro e os países do Mediterrâneo (com especial incidência nas remessas dos trabalhadores), bem como na independência dos bancos centrais.

Nos Balcãs Ocidentais, o BCE iniciou relações com os bancos centrais a nível dos órgãos de gestão, através de diversas visitas, incluindo ao Banco Central da Bósnia e Herzegovina e ao Banco Nacional da Sérvia. Estas visitas tiveram como objectivo desenvolver o diálogo entre o BCE e os bancos centrais destes países, uma vez que estes são potenciais países candidatos à UE.

Um dos objectivos do Eurosistema foi também melhorar o seu conhecimento da evolução das economias sistemicamente importantes na América Latina. Com este propósito, o BCE,

4 Ver "Review of the international role of the euro" ("Análise do papel internacional do euro"), BCE, Dezembro de 2004.

5 Argélia, Autoridade Palestiniana, Egipto, Israel, Jordânia, Líbano, Marrocos, Síria, Tunísia e Turquia.

juntamente com o Banco Central do Brasil, o Banco de Portugal e o Banco de Espanha, organizou o segundo seminário ao mais alto nível dos bancos centrais do Eurosistema e da América Latina, que teve lugar no Rio de Janeiro em Novembro de 2004, tendo sido precedido de um encontro de trabalho técnico preparatório em Lisboa. Os participantes discutiram as possíveis restrições à condução da política monetária resultantes das políticas orçamentais, vulnerabilidades da dívida e características dos sistemas financeiros.

No Médio Oriente, o BCE desenvolveu adicionalmente as relações com o Secretariado Geral do Conselho de Cooperação do Golfo (CCG) e com os organismos monetários e bancos centrais dos estados-membros do CCG, dado o plano para a introdução de uma moeda única nestes estados-membros⁶ até 2010.

⁶ Os seis estados-membros do CCG são: Arábia Saudita, Barém, Catar, Emirados Árabes Unidos, Koweit e Omã.

Artista

Xenia Hausner

Título

Traumspiel, 2004

Material

Cromolitografía sobre papel de fabrico manual (ed. 16/25)

Formato

96 × 129 cm

© VG Bild-Kunst, Bona 2005



CAPÍTULO 5

RESPONSABILIZAÇÃO

I RESPONSABILIZAÇÃO PERANTE O PÚBLICO EM GERAL E O PARLAMENTO EUROPEU

A responsabilização pode ser entendida como a obrigação jurídica e institucional de um banco central independente explicar as suas decisões de forma clara e rigorosa aos cidadãos e aos seus representantes eleitos, responsabilizando, assim, o banco central pela realização dos seus objectivos. Deste modo, a responsabilização constitui uma contraparte importante da independência de um banco central.

Desde o seu início, o BCE reconheceu a importância fundamental das suas obrigações de responsabilização, mantendo um diálogo regular com os cidadãos e os seus representantes eleitos. O Tratado prevê vários requisitos de reporte para o BCE, que incluem desde a publicação de um relatório anual, de um relatório trimestral e da situação financeira consolidada semanal até à comparência no Parlamento Europeu. O BCE cumpre integralmente estes requisitos e até os excede, uma vez que publica, por exemplo, um Boletim Mensal, e não apenas um relatório trimestral, realiza conferências de imprensa mensais e, desde Dezembro de 2004, divulga, numa base mensal, as decisões tomadas pelo Conselho do BCE para além das decisões sobre taxas de juro (ver também a Secção 1 do Capítulo 6). A nível institucional, o Tratado atribui um papel proeminente ao Parlamento Europeu no que respeita à responsabilização do BCE.

Durante 2004, os membros do Conselho do BCE continuaram a proferir inúmeros discursos em toda a área do euro, a fim de explicar ao público as políticas do BCE. Em conformidade com o disposto no artigo 113.º do Tratado, o BCE continuou a comunicar regularmente ao Parlamento Europeu as decisões tomadas em matéria de política monetária e restantes atribuições. Como nos anos anteriores, as audições trimestrais do Presidente do BCE na Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários constituíram o principal fórum para a troca regular de opiniões. O Presidente também apresentou o Relatório Anual do BCE de 2003 à Comissão e na sessão plenária do Parlamento Europeu.

A Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários também convidou outro membro da Comissão Executiva para apresentar a opinião do BCE sobre a conjuntura económica e sobre as questões fundamentais no domínio das reformas estruturais. Além disso, o BCE participou numa audiência organizada pela Comissão sobre a Área Única de Pagamentos em Euros.

Para além das obrigações que lhe são impostas pelo Tratado, o BCE continuou a prática voluntária de responder a questões escritas apresentadas por membros do Parlamento Europeu sobre assuntos relativos ao cumprimento do mandato do BCE. Além disso e à semelhança de anos anteriores, uma delegação constituída por membros da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários visitou o BCE para discussões informais sobre várias questões com os membros da Comissão Executiva.

De acordo com o disposto no artigo 112.º do Tratado, o Parlamento Europeu dará o seu parecer sobre os candidatos para a Comissão Executiva antes da sua nomeação de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos Estados-Membros que adoptaram o euro. Na sequência de uma recomendação pelo Conselho da UE, o Parlamento Europeu convidou José Manuel González-Páramo a comparecer perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários para apresentar os seus pontos de vista e responder a questões de membros da Comissão. Na sequência desta audição, o Parlamento Europeu aprovou, em sessão plenária, a sua nomeação como sucessor de Eugenio Domingo Solans na Comissão Executiva.

2 OPINIÕES DO BCE SOBRE QUESTÕES ESPECÍFICAS ABORDADAS NAS REUNIÕES COM O PARLAMENTO EUROPEU

Durante as audições do Presidente no Parlamento Europeu foram discutidas diversas questões, sendo o principal tema abordado a avaliação da evolução económica e monetária e a condução da política monetária do BCE. A seguir são discutidas algumas das questões levantadas pelo Parlamento Europeu durante a troca de opiniões com o BCE e na sua resolução sobre o Relatório Anual de 2003, adoptada em Outubro de 2004.

CONTRIBUTO DA POLÍTICA MONETÁRIA ÚNICA PARA AS POLÍTICAS ECONÓMICAS GERAIS NA COMUNIDADE

O contributo da política monetária única para as políticas económicas gerais na Comunidade foi uma questão-chave abordada durante as audiências do Presidente no Parlamento Europeu. Enquanto alguns membros da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários expressaram a opinião de que a manutenção da estabilidade de preços não era suficiente para apoiar o crescimento e o emprego e que existia um compromisso entre inflação e desemprego, outros membros da Comissão consideraram que as disposições do artigo 105.º do Tratado eram perfeitamente adequadas e que a manutenção da estabilidade de preços deveria continuar a ser o objectivo primordial da política monetária única.

O Presidente salientou que, ao prosseguir de forma credível a estabilidade de preços e ao proporcionar uma âncora sólida para as expectativas de inflação a médio e longo prazo, o BCE dá o seu melhor contributo para a criação de um cenário económico conducente ao crescimento sustentável. Na sua resolução sobre o Relatório Anual do BCE de 2003, o Parlamento Europeu aprovou esta opinião e elogiou o BCE por se concentrar na manutenção da estabilidade de preços.

REGULAMENTAÇÃO E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS

No âmbito das audiências trimestrais, os membros da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários também questionaram o Presidente sobre a opinião do BCE sobre questões relacionadas com a

regulamentação e integração financeiras. Em particular, o Parlamento Europeu prestou especial atenção às actividades do SEBC e do Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (*Committee of European Securities Regulators* – CESR) em matéria de compensação e liquidação de valores mobiliários. Mais especificamente, a resolução sobre o Relatório Anual do BCE de 2003 exprimiu a preocupação de que os padrões propostos pelo SEBC e pelo CESR pudessem afectar o próximo processo legislativo nesta área.

O Presidente salientou que os padrões propostos não se destinavam a condicionar futuros actos legislativos, tendo afirmado que, se numa fase posterior for adoptada uma directiva relativa à liquidação e compensação, os padrões terão de ser avaliados do ponto de vista da sua conformidade com as disposições de tal directiva e, se se justificar, serão adaptados em conformidade (ver também a Secção 4 do Capítulo 3).

RESPONSABILIZAÇÃO E TRANSPARÊNCIA DO BCE

Na sua resolução sobre o Relatório Anual do BCE de 2003, o Parlamento Europeu considerou o diálogo com o BCE um sucesso, uma vez que as trocas regulares de opiniões tornam a política monetária do BCE mais transparente e acessível ao público. Em simultâneo, o BCE e o Parlamento Europeu continuaram a ter opiniões divergentes sobre algumas questões relacionadas com a responsabilização e a transparência. Na sua resolução, o Parlamento Europeu reiterou o seu pedido para que sejam publicadas as actas e a relação dos votos nas reuniões do Conselho do BCE.

No que respeita ao pedido de publicação das actas, o Presidente salientou que os canais de comunicação escolhidos pelo BCE são mais eficientes em termos de disponibilização em tempo oportuno. Em particular, as conferências de imprensa mensais, realizadas imediatamente após as reuniões do Conselho do BCE dão, em tempo real, uma visão abrangente das razões subjacentes às decisões do Conselho do BCE,

pelo que, na essência, servem o mesmo objectivo que as actas. Para além disso, as razões subjacentes às decisões do Conselho do BCE são disponibilizadas ao público muito mais cedo do que seriam no caso de actas adoptadas formalmente. Estas conferências de imprensa, em conjunto com instrumentos de comunicação adicionais, tais como o Boletim Mensal e a comunicação mensal das decisões do Conselho do BCE, para além das decisões sobre as taxas de juro, fazem do BCE um dos bancos centrais mais transparentes do mundo.

No que respeita ao pedido de divulgação de informações sobre o comportamento de voto dos membros do Conselho do BCE, o Presidente lembrou que, face ao cenário institucional específico no qual opera a política monetária única, a publicação dos votos corre o risco de exercer pressão desnecessária sobre os membros do Conselho do BCE para se desviarem da perspectiva da área do euro. Por conseguinte, o BCE prossegue a sua política de não dar quaisquer indicações sobre opiniões ou comportamentos de voto individuais. Esta abordagem contribui para que a atenção do público se concentre sobretudo nos fundamentos económicos subjacentes às decisões e não no comportamento individual de voto, sendo consistente com a natureza colegial do Conselho do BCE e com a sua perspectiva da área do euro.

CONTRAFACÇÃO E SEGURANÇA DAS NOTAS DE BANCO

Os membros da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários também abordaram a questão da contrafacção do euro. Na sua resolução sobre o Relatório Anual do BCE de 2003, o Parlamento Europeu solicitou ao BCE que estivesse muito atento à contrafacção e que tenha em consideração a experiência adquirida quando for concebida uma nova geração de notas de banco.

Quando compareceu perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários, o Presidente salientou que o BCE leva muito a sério a questão da contrafacção e que tenta continuamente melhorar as suas políticas contra

a contrafacção. Neste particular, foram celebrados acordos de cooperação na luta contra a contrafacção com várias autoridades nacionais e internacionais. Para além disso, a experiência com a contrafacção de notas está a orientar o estudo e o desenvolvimento de novas características de segurança para a nova geração de notas. As informações sobre todas as notas de euros falsas é guardada numa base de dados do BCE, à qual têm acesso todos os bancos centrais da UE e as autoridades nacionais responsáveis pela aplicação da lei (ver também a Secção 3 do Capítulo 2).

Artista

Philippe Cognée

Título

Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

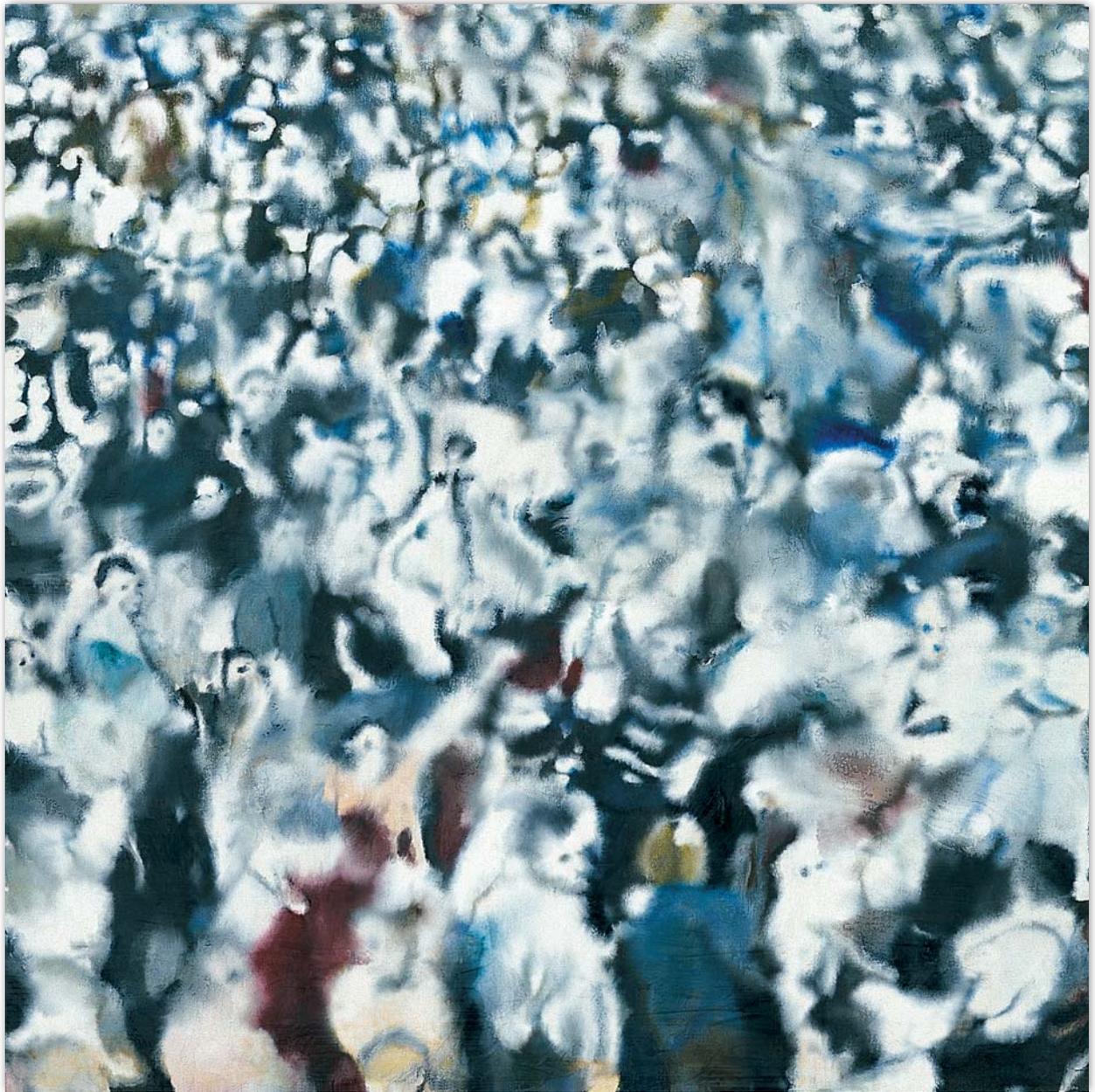
Material

Encáustica sobre tela

Formato

154 × 153 cm

© VG Bild-Kunst, Bona 2005



COMUNICAÇÃO EXTERNA

I POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO

A comunicação é uma parte integrante da política monetária do BCE e do desempenho das suas outras atribuições. Dois elementos-chave – abertura e transparência – orientam as actividades de comunicação do BCE. Ambos contribuem para a eficácia, eficiência e credibilidade da política monetária do BCE e também apoiam os seus esforços para participar na íntegra todas as suas acções, como explicado mais pormenorizadamente no Capítulo 5.

Na área da comunicação, o BCE estabeleceu padrões mais elevados. As decisões de política monetária são explicadas em conferência de imprensa imediatamente após terem sido tomadas pelo Conselho do BCE. É proferida uma declaração introdutória abrangente e o Presidente e o Vice-Presidente estão à disposição dos meios de comunicação para responder a questões. O conceito de explicação regular, em tempo real e pormenorizada das avaliações e decisões de política monetária do BCE, introduzido em 1999, representa uma abordagem única de abertura e transparência da comunicação dos bancos centrais.

Além disso, tem sido melhorada a comunicação relativa a outras decisões. Desde Dezembro de 2004 é publicado todos os meses nos *sites* dos bancos centrais do Eurosistema um texto que apresenta decisões tomadas pelo Conselho do BCE, para além das decisões relativas às taxas de juro.

Como parte do enquadramento institucional da UE, o BCE tem de disponibilizar a sua legislação e as suas publicações estatutárias em todas as línguas oficiais da Comunidade, cujo número aumentou de 11 para 20 com o alargamento da UE em 1 de Maio de 2004. As publicações estatutárias são o Relatório Anual, a versão trimestral do Boletim Mensal, a situação financeira consolidada semanal do Eurosistema e o Relatório de Convergência. Para efeitos de responsabilização e transparência face aos cidadãos europeus e aos seus representantes eleitos, o BCE também publica outra documentação em todas as línguas oficiais, em particular comunicados sobre decisões de política monetária, projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema e posições de política de relevância para o público em geral. A elaboração, publicação e distribuição das versões das línguas nacionais das principais publicações do BCE são levadas a cabo em cooperação com os BCN.



2 ACTIVIDADES DE COMUNICAÇÃO

A comunicação do BCE assenta em várias publicações e ferramentas, as quais são constantemente aperfeiçoadas, por forma a informar da forma mais eficaz o público em geral e as partes interessadas.

O Relatório Anual apresenta uma análise abrangente das actividades do BCE no ano anterior, contribuindo para a responsabilização do BCE pelas suas acções. O Boletim Mensal disponibiliza uma actualização contínua da avaliação do BCE da evolução económica e monetária e informação pormenorizada subjacente às suas decisões. Também contém artigos sobre tópicos gerais sobre a banca central. O BCE contribui para a disseminação dos resultados da investigação ao publicar Documentos de Trabalho e Documentos Ocasiais e organizar conferências académicas, seminários e encontros de trabalho.

Em conjunto com o BIS e os bancos centrais do G10, o BCE lançou uma nova publicação intitulada “*International Journal of Central Banking*” em 2004. Esta apresenta artigos relevantes em termos de política sobre teoria e prática da banca central, com particular ênfase nos estudos relacionados com política monetária e estabilidade financeira. A primeira edição trimestral será publicada em 2005.

Todos os membros do Conselho do BCE participam directamente nos esforços para melhorar o conhecimento público e a compreensão das atribuições e políticas do BCE através de testemunhos perante o Parlamento Europeu e os parlamentos nacionais, de discursos públicos e dos meios de comunicação. Em 2004, os seis membros da Comissão Executiva proferiram cerca de 220 discursos, deram numerosas entrevistas e os seus artigos foram publicados em revistas e jornais. As visitas efectuadas pelo Presidente e pelos outros membros da Comissão Executiva a Estados-Membros da UE e outros países no decurso de 2004 contribuíram para fazer chegar a mensagem do BCE directamente aos cidadãos da Europa e mais além. Os esforços de comunicação do BCE dirigiram-se de forma crescente a audiências nos novos Estados-Membros da UE, quer anteriormente à sua adesão à UE em 2004, quer na sequência desta.

Os BCN da área do euro também desempenham um papel importante na comunicação, assegurando a disseminação a nível nacional da informação relativa ao euro e às actividades do Eurosistema ao público em geral e às partes interessadas, e dirigindo-se a uma diversidade de audiências regionais e nacionais nas línguas e contextos próprios.

Outro canal importante para prestar informação aos mercados financeiros é o sistema automatizado de informação do BCE. Este sistema presta informação em tempo real a algumas agências noticiosas, que apresentam nos respectivos écrans informação sobre taxas de juro directoras do BCE, operações de mercado e condições de liquidez na área do euro. As páginas são disponibilizadas e actualizadas regularmente pelo BCE. Na sequência de um processo de candidatura, o número de agências noticiosas a que foi concedido acesso ao sistema pelo BCE subiu de três para cinco em 2004.

Todos os documentos publicados pelo BCE e as suas várias actividades são apresentados no *site* do BCE (www.ecb.int). Em 2004, foi lançada uma nova versão do *site*. A sua concepção foi modernizada e os conteúdos reestruturados, para os tornar mais fáceis de utilizar. O *site* do BCE também serve como ponto de contacto para as questões colocadas pelo público e como plataforma para o lançamento de consultas públicas do BCE. Em 2004, foram recebidas através de vários canais e tratadas cerca de 47 000 questões.

O BCE também pratica abertura num sentido literal, recebendo grupos de visitantes nas suas instalações em Frankfurt. Em 2004, cerca de 8 000 visitantes receberam informação em primeira mão sob a forma de palestras e apresentações realizadas por técnicos do BCE. Os visitantes foram, na sua maioria, estudantes universitários e profissionais do sector financeiro.

Artista

Jan Fabre

Título

Sem título, 1987

Material

Tinta esferográfica sobre papel

Formato

200 × 158 cm

© VG Bild-Kunst, Bona 2005



**ALARGAMENTO
DA UNIÃO
EUROPEIA**

I ADEÇÃO BEM SUCEDIDA DE DEZ NOVOS ESTADOS-MEMBROS

Em 1 de Maio de 2004, aderiram à UE dez países da Europa Central e de Leste e do Mediterrâneo – República Checa, Estónia, Chipre, Letónia, Lituânia, Hungria, Malta, Polónia, Eslovénia e Eslováquia. Os BCN dos novos Estados-Membros foram integrados no SEBC e os seus governadores tornaram-se membros plenos do Conselho Geral do BCE. Os peritos destes BCN gozam do estatuto de membros de pleno direito nas reuniões dos comités do SEBC sempre que são abordadas questões da esfera de competência do Conselho Geral do BCE.

A integração dos novos membros no SEBC decorreu sem problemas. Tendo por base o Plano Director de Adesão do BCE, estabelecido em 2003, foram efectuados preparativos, em especial nas áreas das operações dos bancos centrais, sistemas de pagamentos e de liquidação, estatísticas, notas de banco e infra-estrutura e aplicações de TI. A infra-estrutura de TI do SEBC foi aperfeiçoada e actualmente liga todos os 25 BCN e o BCE, proporcionando serviços com maior fiabilidade e segurança. A tabela de repartição do capital do BCE foi alargada e os BCN dos novos Estados-Membros pagaram uma percentagem do capital por eles subscrito como contributo para os custos operacionais do BCE.

O quinto seminário de alto nível sobre o processo de adesão, realizado em Paris em Março de 2004, marcou a fase final dos preparativos para a adesão. O seminário, organizado conjuntamente pelo BCE e pelo Banque de France, reuniu os governadores e representantes de alto nível dos bancos centrais do SEBC, dos dez países aderentes e dos dois países candidatos, ou seja, a Bulgária e a Roménia, que estão a finalizar as negociações de adesão à UE. O seminário focou as políticas monetária e cambial e o funcionamento prático do MTC II, a disciplina orçamental no contexto do Pacto de Estabilidade e Crescimento e questões relacionadas com padrões financeiros, normas contabilísticas e gestão.

A experiência prática adquirida durante o processo de alargamento foi avaliada e será

tida em consideração em futuros alargamentos da UE e da área do euro.

Em 20 de Outubro de 2004, a Comissão Europeia e o BCE publicaram os respectivos Relatórios de Convergência sobre os progressos alcançados no cumprimento das obrigações relativamente à realização da UEM pelos Estados-Membros que beneficiam de uma derrogação, incluindo os novos Estados-Membros. O Relatório de Convergência do BCE concluiu que nenhum dos países avaliados cumpria todas as condições para a adopção do euro, incluindo os requisitos legais para a salvaguarda de independência efectiva dos BCN.

Em termos do número de países aderentes, este alargamento foi o mais importante na história da integração europeia. Contudo, o peso económico dos novos Estados-Membros é relativamente pequeno em comparação com alargamentos anteriores. Em consequência, a adesão dos novos Estados-Membros não mudou fundamentalmente as características-chave da economia da UE. Contudo, a diversidade económica na UE aumentou, uma vez que as características institucionais e estruturais dos novos Estados-Membros são diferentes em muitos aspectos das dos restantes Estados-Membros. A maioria dos novos Estados-Membros tem estado envolvida num processo de transição de uma economia central planificada para uma economia de mercado, compreendendo mudanças fundamentais a nível institucional e estrutural nas suas economias. Num horizonte a mais longo prazo, o alargamento deverá contribuir positivamente para o crescimento económico na UE; na verdade, já foi observado um impacto positivo durante a década de preparação para o alargamento. Esta secção apresenta várias características macroeconómicas-chave da UE antes e depois da adesão dos novos Estados-Membros, bem como dados correspondentes sobre os Estados Unidos e o Japão.

POPULAÇÃO E ACTIVIDADE ECONÓMICA

Como ilustrado no Quadro 16, o alargamento de 2004 traduziu-se num aumento de quase 20% da população da UE, sendo actualmente a sua população total de 457.7 milhões de habitantes. A UE, medida nestes termos, continua a ser a maior entidade do mundo industrializado.

A actividade económica nos países que constituem a UE25, medida pelo PIB, totalizava €9752 mil milhões em 2003, para os quais, com base em taxas de câmbio correntes, a adesão dos novos Estados-Membros teve um contributo de 4.5%. Numa perspectiva histórica, a dimensão económica deste alargamento foi relativamente limitada. Por exemplo, a adesão de Espanha e Portugal à Comunidade Europeia em 1986 (que na altura era constituída por dez países) aumentou o PIB total da Comunidade num valor

ligeiramente superior a 8%, e o alargamento à Áustria, Finlândia e Suécia em 1995 aumentou o produto num valor ligeiramente superior a 7%. Tendo por base os dados do PIB e as taxas de câmbio para 2003, a adesão dos novos Estados-Membros levou a um aumento da percentagem da UE no PIB mundial de 30.4% para 31.8%. Contudo, convém salientar que estas comparações internacionais estão muito influenciadas pela evolução das taxas de câmbio. Uma forma de ultrapassar a variabilidade e distorções potenciais associadas aos preços de mercado consiste em usar uma comparação com base nas paridades do poder de compra (PPC), ainda que estas medidas tenham as suas próprias reservas. Em termos de PPC e com base em dados de 2003, o alargamento mais recente aumentou o PIB da UE em 9.5%, tornando-o superior ao dos Estados Unidos.

Quadro 16 Principais características da economia da UE incluindo e excluindo os novos Estados-Membros

	Período de referência	Unidade	UE15	UE25	Estados Unidos	Japão
População	2004	milhões	384.5	457.7	293.9	127.5
PIB (percentagem do PIB mundial) ¹⁾	2003	%	30.4	31.8	30.4	11.9
PIB	2003	€ mil milhões	9 310	9 752	9 673	3 800
	2003	PPC mil milhões	9 310	10 193	9 957	3 254
PIB <i>per capita</i>	2003	€ milhares	24.2	21.3	32.9	29.8
	2003	PPC milhares	24.3	22.3	34.2	25.5
Exportações de bens e serviços	2003	% do PIB	14.0	12.4	9.3	12.2
Importações de bens e serviços	2003	% do PIB	13.3	12.1	13.8	10.6
Sectores da produção ²⁾						
Agricultura, pescas, silvicultura	2003	% do PIB	2.0	2.1	0.8	1.2
Indústria (incluindo construção)	2003	% do PIB	26.6	26.8	19.7	29.2
Serviços	2003	% do PIB	71.4	71.1	79.5	69.6
Taxa de desemprego	2003	%	8.1	9.1	6.0	5.3
Taxa de participação da população activa ³⁾	2003	%	70.0	69.3	75.8	78.2
Taxa de emprego ⁴⁾	2003	%	64.4	63.0	71.2	68.4
Administrações públicas ⁵⁾						
Excedente (+) ou défice (-)	2003	% do PIB	-2.7	-2.8	-4.6	-7.5
Despesa	2003	% do PIB	48.5	48.5	34.4	39.1
Receita	2003	% do PIB	45.8	45.6	29.8	31.6
Dívida bruta	2003	% do PIB	64.2	63.2	63.1	156.9
Depósitos bancários ⁶⁾	2003	% do PIB	83.9	82.4	47.8	120.2
Stock de empréstimos ao sector privado ⁷⁾	2003	% do PIB	99.2	96.3	51.4	118.8
Capitalização do mercado bolsista	2003	% do PIB	66.3	65.2	126.7	61.6

Fontes: Eurostat, Comissão Europeia, FMI, BIS, BCE e cálculos do BCE.

1) As percentagens do PIB têm por base os PIB dos países em dólares dos EUA correntes.

2) Com base no valor acrescentado bruto a preços correntes.

3) Definida como o rácio entre a população activa e a população em idade activa (com idades compreendidas entre 15 e 64 anos).

4) Definida como o rácio entre o número de indivíduos empregados e a população activa (com idades compreendidas entre 15 e 64 anos).

5) Com base no SEC 95.

6) UE15 e UE25: total de depósitos em IFM; Estados Unidos: depósitos à ordem, a prazo e de poupança em instituições bancárias; Japão: depósitos à ordem e a prazo em bancos de depósitos monetários.

7) UE15 e UE25: empréstimos de IFM e outros residentes; Estados Unidos: empréstimos de bancos comerciais, caixas económicas e cooperativas de crédito; Japão: empréstimos ao sector privado.

Como os novos Estados-Membros têm uma população relativamente elevada em relação ao seu nível actual de actividade económica, a sua adesão implica uma descida do nível médio do PIB *per capita* na UE. Contudo, esta situação deverá mudar gradualmente em linha com os progressos no processo de convergência. Em comparação com os Estados Unidos e o Japão, o PIB *per capita* na UE25 é relativamente baixo, embora o diferencial face ao Japão seja mais limitado em termos de PPC (com base nos valores para 2003).

A adesão dos novos Estados-Membros terá igualmente um efeito a mais longo prazo na actividade económica, uma vez que afecta os incentivos e os impedimentos ao fluxo de bens, serviços, capital e pessoas (as “quatro liberdades”) entre os novos Estados-Membros e os restantes países da UE, embora os fluxos migratórios sejam restringidos durante alguns anos. Por exemplo, a expansão do Mercado Único, ao aumentar o âmbito destas quatro liberdades a 25 países, deverá aumentar a concorrência e criar economias de escala. O alcance destes efeitos e a rapidez da sua concretização dependerá, contudo, de muitos factores, tais como as políticas económicas dos Estados-Membros da UE no futuro.

COMÉRCIO INTERNACIONAL

Na sequência do alargamento, o comércio da UE15 com os novos Estados-Membros e o comércio entre estes Estados-Membros é naturalmente registado como comércio intra-UE e não como comércio internacional. Pelo contrário, o comércio entre os novos Estados-Membros e o resto do mundo excluindo os países da UE15 actualmente é registado como comércio extra-UE25. A adesão dos novos Estados-Membros reduziu ligeiramente a abertura comercial da UE, apesar de a maioria dos novos Estados-Membros ter economias muito abertas, uma vez que o comércio da UE15 com os novos Estados-Membros é mais significativo do que o dos novos Estados-Membros com países fora da UE. De acordo com dados relativos a 2003, as exportações de bens e serviços representaram 12.4% do PIB da

UE alargada, face a 9.3% e 12.2% nos Estados Unidos e no Japão, respectivamente.

ESTRUTURA DE PRODUÇÃO

A estrutura de produção nos novos Estados-Membros é caracterizada por uma percentagem maior da agricultura (3.2%) e indústria (31.9%) e por uma percentagem menor dos serviços (64.9%) no PIB do que a média dos restantes países da UE. As diferenças entre sectores tendem a ser mais pronunciadas nos novos Estados-Membros do que na UE15 em termos da distribuição do emprego nestes sectores. Não obstante, o alargamento deu apenas origem a ligeiras alterações nas percentagens destes grandes sectores no PIB da UE e na distribuição do emprego. Em relação a outros grandes blocos económicos, o sector agrícola da UE é grande em comparação com o dos Estados Unidos e o do Japão, enquanto o sector industrial da UE é maior do que o dos Estados Unidos, mas inferior ao do Japão. O sector dos serviços da UE é maior do que o do Japão, mas menor do que o dos Estados Unidos.

MERCADO DE TRABALHO

A taxa de desemprego média nos novos Estados-Membros é mais elevada do que nos países da UE15, tendo assim o alargamento levado a uma taxa de desemprego média ligeiramente maior na UE25. Apesar de ter registado uma queda durante o final da década de 90, a taxa de desemprego quer na UE15 quer na UE25, que se situou em 8.1% e 9.1%, respectivamente, em 2003, continua a ser significativamente mais elevada do que nos Estados Unidos e no Japão, onde se situou em 6.0% e 5.3%, respectivamente. Nos novos Estados-Membros da Europa Central e de Leste, as taxas de desemprego aumentaram e as diferenças regionais do desemprego cresceram ao longo da última década, devido a ajustamentos estruturais associados à transição para uma economia de mercado. Contudo, as perspectivas de emprego podem melhorar nos próximos anos, uma vez que se pode verificar um abrandamento das reduções de emprego associado à reestruturação empresarial. A mais longo prazo, o potencial de convergência dos novos Estados-

-Membros em termos de PIB *per capita* pode também contribuir para tendências favoráveis no emprego e menor desemprego.

A adesão dos novos Estados-Membros baixou a taxa de emprego na UE em 1.4 pontos percentuais, pelo que esta se situa agora em 63.0%. A desagregação da taxa de emprego nos novos Estados-Membros sugere que a taxa de participação dos homens, em particular, é consideravelmente inferior à registada nos países da UE15, enquanto o desvio no caso das mulheres é menos pronunciado. A taxa de emprego dos trabalhadores mais velhos (ou seja, com idades compreendidas entre 55 e 64 anos) é também significativamente inferior nos novos Estados-Membros do que na UE15. Em comparação com os Estados Unidos e o Japão, a taxa de participação da população activa da UE é baixa. A combinação de uma taxa de participação mais baixa e de uma taxa de desemprego mais alta na UE reflecte-se na taxa de emprego, que é inferior à dos Estados Unidos e do Japão.

POSIÇÃO ORÇAMENTAL E DIMENSÃO DO SECTOR PÚBLICO

A adesão dos novos Estados-Membros não alterou substancialmente a média ponderada do rácio do défice público na UE, apesar de a maior parte dos novos Estados-Membros ter défices orçamentais elevados (ver também Secção 2.5 do Capítulo 1). As percentagens da despesa e da receita públicas no PIB são ligeiramente inferiores na maior parte dos novos países da UE, embora sejam elevadas em relação aos seus níveis de rendimento. A pequena dimensão das economias dos novos Estados-Membros significa que o peso do sector das administrações públicas na UE25 é praticamente igual ao da UE15. Como o rácio da dívida pública nos novos Estados-Membros, em geral, é significativamente inferior ao da UE15, o rácio médio da dívida em relação ao PIB na UE é ligeiramente inferior ao valor registado antes do alargamento.

O défice das administrações públicas, que se situava em 2.8% na UE25 em 2003, é



actualmente mais baixo do que nos Estados Unidos e no Japão. Ao mesmo tempo, o sector das administrações públicas tem maior peso na economia da UE25 do que nos Estados Unidos e no Japão. Na UE25, o rácio da despesa pública situa-se em quase 49% e o rácio da receita pública num valor ligeiramente inferior a 46%. Nos Estados Unidos, o sector das administrações públicas representa pouco mais de 34% do PIB em termos de despesa e pouco menos de 30% do PIB em termos de receita. No Japão, o elevado défice público resulta de um rácio da despesa pública ligeiramente superior a 39% do PIB e de um rácio da receita pública de quase 32%. A acumulação no passado de défices públicos levou a rácios da dívida pública semelhantes na UE e nos Estados Unidos, sendo, no entanto, significativamente inferiores aos do Japão.

ESTRUTURA FINANCEIRA

O alargamento não levou a mudanças significativas na estrutura financeira do conjunto da UE, embora a intermediação financeira esteja, em média, mais concentrada nos bancos nos novos Estados-Membros do que na UE15. Na maior parte dos novos Estados-Membros, o sector financeiro é relativamente pequeno, medido pelo total dos activos do sector bancário e pela capitalização no mercado de

títulos. Contudo, o nível da intermediação financeira, isto é, a canalização de novos fundos através das instituições financeiras para financiar o investimento, aumentou ultimamente de forma bastante rápida em alguns dos novos Estados-Membros. Em comparação com os Estados Unidos, o sector financeiro da UE continua a estar mais orientado para o sector bancário, enquanto o papel dos mercados bolsistas na intermediação financeira é menos importante. Contudo, em comparação com o Japão, o sector bancário tem um papel menos importante no sector financeiro da UE, enquanto os mercados bolsistas têm um peso mais significativo.

2 RELAÇÕES COM PAÍSES CANDIDATOS À UE

Existem actualmente quatro países com estatuto de candidatos à adesão à UE: Bulgária, Croácia, Roménia e Turquia. Após a conclusão com êxito das negociações de adesão com a Bulgária e a Roménia, o Conselho Europeu em Dezembro de 2004 apelou para que o Tratado de Adesão com estes dois países fosse finalizado, com vista à sua assinatura em Abril de 2005. A Bulgária e a Roménia deverão aderir à UE em Janeiro de 2007. A Croácia é um país candidato desde Junho de 2004 e, desde que se verifique plena colaboração com o Tribunal Criminal Internacional para a Antiga Jugoslávia, as negociações de adesão à UE terão início em Março de 2005. A Turquia recebeu o estatuto de país candidato no Conselho Europeu de Helsínquia em 1999 e, em Dezembro de 2004, o Conselho Europeu decidiu que à luz de um relatório e de uma recomendação da Comissão, a Turquia preenche suficientemente os critérios políticos de Copenhaga para poder dar início às negociações de adesão, desde que ponha em vigor alguma legislação específica. Neste contexto, o Conselho Europeu pediu à Comissão que preparasse uma proposta de quadro de negociações para que as mesmas sejam iniciadas em 3 de Outubro de 2005.

O Eurosistema continuou a acompanhar a evolução económica e monetária nos países candidatos, tendo prestado especial atenção ao processo de desinflação, às questões do sector financeiro e à convergência estrutural para a UE.

O BCE reforçou as suas relações bilaterais com os bancos centrais da Bulgária e da Roménia. As primeiras visitas ao Bulgarian National Bank e ao National Bank of Romania por parte do BCE, a nível da Comissão Executiva, tiveram lugar em Outubro. O principal objectivo destas visitas consistiu na discussão da futura cooperação com o Eurosistema, a qual incluirá um diálogo de pré-adesão entre o BCE e os bancos centrais dos países que estão a negociar a adesão. Após a assinatura do Tratado de Adesão, os governadores destes bancos centrais serão convidados a assistir às reuniões do Conselho Geral do BCE, na qualidade de observadores. Os peritos destes bancos centrais terão o estatuto de

observadores nas reuniões dos comités do SEBC, sempre que forem abordadas questões da esfera de competência do Conselho Geral do BCE. Em Março de 2005 deverá ser efectuada uma visita ao Croatian National Bank.

O BCE prosseguiu o diálogo de política ao mais alto nível com o Central Bank of the Republic of Turkey, incluindo a realização de reuniões anuais a nível da Comissão Executiva. As discussões centraram-se no processo de estabilização macroeconómica da Turquia, na política monetária e cambial do Central Bank of the Republic of Turkey e na situação económica na área do euro. Para além do diálogo sobre as políticas, prosseguiu a cooperação técnica entre áreas operacionais do BCE e do Central Bank of the Republic of Turkey.

Artista

Reinhold A. Goelles

Título

Sem título

Material

Acrílico sobre tela

Formato

152 × 100 cm

© Banco Central Europeu



**ENQUADRAMENTO
INSTITUCIONAL,
ORGANIZAÇÃO E
CONTAS ANUAIS**

I ÓRGÃOS DE DECISÃO E GESTÃO DO BCE

I.1 O EUROSISTEMA E O SISTEMA EUROPEU DE BANCOS CENTRAIS



O Eurosistema é o sistema de banca central da área do euro. É composto pelo BCE e pelos BCN dos 12 Estados-Membros cuja moeda comum é o euro. O Conselho do BCE adoptou o termo “Eurosistema” para facilitar a compreensão da estrutura da banca central na área do euro. O termo enfatiza a identidade partilhada, o trabalho de equipa e a cooperação de todos os seus membros, tendo sido também introduzido no Tratado que estabelece uma Constituição para a Europa, assinado em Roma no dia 29 de Outubro de 2004. O Conselho do BCE também aprovou uma declaração sobre a missão do Eurosistema, juntamente com propósitos estratégicos e princípios organizativos para o cumprimento das funções do Eurosistema por todos os seus membros (ver Caixa 15).

O SEBC é constituído pelo BCE e pelos BCN de todos os Estados-Membros da UE (25 desde 1 de Maio de 2004), ou seja, inclui os BCN dos Estados-Membros que não adoptaram ainda o euro. Enquanto existirem Estados-Membros que não tenham ainda adoptado o euro, será necessário fazer uma distinção entre o Eurosistema e o SEBC.

Ao abrigo do direito público internacional, o BCE tem personalidade jurídica. Foi estabelecido como o núcleo do Eurosistema e do SEBC e assegura a realização das respectivas atribuições, quer através das suas próprias actividades, quer através dos BCN.

Cada BCN tem personalidade jurídica nos termos da legislação nacional do respectivo

país. Os BCN da área do euro, que fazem parte integrante do Eurosistema, realizam as atribuições que competem ao Eurosistema de acordo com os regulamentos estabelecidos pelos órgãos de decisão do BCE. Os BCN também contribuem para os trabalhos do Eurosistema e do SEBC através da sua participação nos diversos comités do Eurosistema/SEBC (ver Secção 1.5 do presente capítulo). Podem exercer funções que não são consideradas funções do Eurosistema, sob a sua própria responsabilidade, salvo se o Conselho do BCE for de opinião que tais funções interferem com os objectivos e atribuições do Eurosistema.

O Eurosistema e o SEBC são dirigidos pelos órgãos de decisão do BCE: o Conselho do BCE e a Comissão Executiva. A tomada de decisões a nível do Eurosistema e do SEBC é centralizada. Contudo, o BCE e os BCN da área do euro contribuem, em conjunto, estratégica e operacionalmente, para a consecução dos objectivos comuns, no devido respeito pelo princípio da descentralização, em conformidade com os Estatutos do SEBC.

O Conselho Geral é constituído como um terceiro órgão de decisão do BCE, enquanto existirem Estados-Membros que não tenham ainda adoptado o euro. O funcionamento dos órgãos de decisão é regulamentado pelo Tratado, pelos Estatutos do SEBC e pelos Regulamentos Internos relevantes¹. Em 2004, tendo em vista a adaptação destes regulamentos aos desenvolvimentos registados desde 1999 e a antecipação das alterações resultantes do alargamento do SEBC, tanto o Regulamento Interno do BCE como o Regulamento Interno do Conselho Geral do BCE foram objecto de revisão.

¹ Para mais pormenores sobre o Regulamento Interno do BCE, ver Decisão BCE/2004/2, de 19 de Fevereiro de 2004, que adopta o Regulamento Interno do Banco Central Europeu, JO L 80, 18.3.2004, p. 33; Decisão BCE/2004/12, de 17 de Junho de 2004, que adopta o Regulamento Interno do Conselho Geral do Banco Central Europeu, JO L 230, 30.6.2004, p. 61; e Decisão BCE/1999/7, de 12 de Outubro de 1999, relativa ao regulamento interno da Comissão Executiva do Banco Central Europeu, JO L 314, 8.12.1999, p. 34. Estes regulamentos também se encontram disponíveis no *site* do BCE.

Caixa 15

A DECLARAÇÃO SOBRE A MISSÃO DO EUROSISTEMA

Em Janeiro de 2005 foi publicada a declaração sobre a missão do Eurosistema. A sua adopção pelo Conselho do BCE, na sequência da adopção pela Comissão Executiva da declaração sobre a missão do BCE em Agosto de 2003, tem por base a experiência desde 1999 com um sistema comum de banca central para a área do euro e os conhecimentos específicos e contributos indispensáveis de todos os bancos centrais do Eurosistema. A declaração sobre a missão consiste no seguinte texto:

“O Eurosistema, constituído pelo Banco Central Europeu e pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros que adoptaram o euro, é a autoridade monetária da área do euro. No Eurosistema, o nosso objectivo primordial é a manutenção da estabilidade de preços para o bem comum. Ao desempenharmos, igualmente, o papel de autoridade financeira de primeiro plano, visamos salvaguardar a estabilidade financeira e promover a integração financeira europeia.

Na prossecução dos nossos objectivos, atribuímos a máxima importância à credibilidade, confiança, transparência e responsabilização. Visamos comunicar eficazmente com os cidadãos da Europa e os meios de comunicação social. Estamos empenhados em conduzir as nossas

relações com as autoridades europeias e nacionais em plena conformidade com as disposições do Tratado e tendo em devida conta o princípio da independência.

Em conjunto, contribuímos, estratégica e operacionalmente, para a consecução dos nossos objectivos comuns, no devido respeito pelo princípio da descentralização. Estamos empenhados em seguir os princípios da boa gestão e em desempenhar as nossas funções eficaz e eficientemente, num espírito de cooperação e de equipa. Tirando partido da diversidade e profundidade das nossas experiências, bem como da troca de conhecimentos, procuramos reforçar a nossa identidade partilhada, expressar-nos a uma só voz e explorar sinergias, num enquadramento em que os papéis e as responsabilidades de todos os membros do Eurosistema estão claramente definidos.”

Esta declaração sobre a missão define o que os bancos centrais do Eurosistema pretendem atingir em conjunto e a forma como interagem e cooperam com base em valores partilhados. A declaração sobre a missão tem por base um conjunto acordado de princípios organizativos e diversos propósitos estratégicos (o *site* do BCE contém mais informação sobre o assunto). Tem igualmente em vista fornecer princípios orientadores claros a todo o pessoal e informar o público da forma como o Eurosistema desempenha as atribuições e atinge os objectivos que lhe são cometidos pelo Tratado e pelos Estatutos do SEBC.

1.2 O CONSELHO DO BCE

O Conselho do BCE é composto por todos os membros da Comissão Executiva e pelos governadores dos BCN dos Estados-Membros que adoptaram o euro. Nos termos do Tratado, as suas principais atribuições são:

- adoptar as orientações e tomar as decisões necessárias ao desempenho das atribuições cometidas ao Eurosistema;
- definir a política monetária da área do euro, incluindo, quando apropriado, as decisões relativas a objectivos monetários intermédios, taxas de juro directoras e provisionamento de reservas no Eurosistema, e estabelecer as orientações necessárias à respectiva execução.

O Conselho do BCE reúne, regra geral, duas vezes por mês nas instalações do BCE em Frankfurt am Main, na Alemanha. Realiza, nomeadamente, uma análise aprofundada da evolução monetária e económica e toma, em

específico na primeira reunião do mês, decisões relacionadas, enquanto a segunda reunião se concentra normalmente em questões relativas a outras atribuições e responsabilidades do BCE e do Eurosistema. Em 2004 foram realizadas duas reuniões fora de Frankfurt: uma foi promovida pelo Suomen Pankki – Finlands Bank em Helsínquia e outra pelo Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique em Bruxelas.

Quando tomam decisões sobre política monetária e sobre outras atribuições do BCE e do Eurosistema, os membros do Conselho do BCE não actuam como representantes nacionais, mas na qualidade de membros totalmente independentes. Esta actuação reflecte-se no princípio “um membro, um voto” aplicado no Conselho do BCE.

Em conformidade com a “cláusula de habilitação” do BCE constante do Tratado de Nice, o Conselho da UE, reunido a nível de Chefes de Estado ou de Governo, com base numa recomendação do BCE, adoptou por

unanimidade uma Decisão relativa a uma alteração ao artigo 10.º-2 dos Estatutos do SEBC (procedimentos de votação no Conselho do BCE) em 21 de Março de 2003. Após ratificação por todos os Estados-Membros, esta Decisão entrou em vigor em 1 de Junho de 2004. De acordo com esta Decisão, todos os membros do Conselho do BCE continuarão a participar nas reuniões e nas deliberações. No entanto, o número de governadores dos BCN com direito de voto nunca será superior a 15. A partir da data em que o número de governadores de BCN no Conselho do BCE se torne superior a 15, estes exercerão o direito de voto com base num sistema rotativo. Os 15 direitos de voto serão exercidos pelos governadores de acordo com este sistema, segundo regras preestabelecidas. Os seis membros da Comissão Executiva continuarão a ter direito de voto permanente.

O CONSELHO DO BCE



Jean-Claude Trichet

Presidente do BCE

Lucas D. Papademos

Vice-Presidente do BCE

Jaime Caruana

Governador do Banco de España

Vítor Constâncio

Governador do Banco de Portugal

Eugenio Domingo Solans (até 31 de Maio de 2004)

Membro da Comissão Executiva do BCE

Antonio Fazio

Governador do Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

Governador do Bank of Greece

José Manuel González-Páramo

(a partir de 1 de Junho de 2004)

Membro da Comissão Executiva do BCE

John Hurley

Governador do Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Otmar Issing

Membro da Comissão Executiva do BCE

Klaus Liebscher

Governador do Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen (a partir de 12 de Julho de 2004)

Governador do Suomen Pankki – Finlands Bank

Matti Louekoski

(de 1 de Abril a 11 de Julho de 2004)

Governador em exercício do Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Governador do Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Governador do Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa

Membro da Comissão Executiva do BCE

Guy Quaden

Governador do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Jürgen Stark (de 7 a 29 de Abril de 2004)

Presidente em exercício do Deutsche Bundesbank

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro da Comissão Executiva do BCE

Matti Vanhala (até 31 de Março de 2004)

Governador do Suomen Pankki – Finlands Bank

Axel A. Weber (a partir de 30 de Abril de 2004)

Presidente do Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente do De Nederlandsche Bank

Ernst Welteke (até 6 de Abril de 2004)

Presidente do Deutsche Bundesbank

Fila de trás

(da esquerda para a direita):

Klaus Liebscher, Nout Wellink, Erkki Liikanen, Tommaso Padoa-Schioppa, Antonio Fazio, Jaime Caruana

Fila do meio

(da esquerda para a direita):

Axel A. Weber, Nicholas C. Garganas, Christian Noyer, Vítor Constâncio, José Manuel González-Páramo, Guy Quaden

Fila da frente

(da esquerda para a direita):

Gertrude Tumpel-Gugerell, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Yves Mersch, Otmar Issing, John Hurley

Em 29 de Setembro de 2004 faleceu Matti Vanhala, membro do Conselho do BCE (1998-2004). Em 9 de Novembro de 2004 faleceu Eugenio Domingo Solans, membro da Comissão Executiva e do Conselho do BCE (1998-2004).

1.3 A COMISSÃO EXECUTIVA

A Comissão Executiva é composta pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e por quatro vogais nomeados de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos Estados-Membros que adoptaram o euro. As principais responsabilidades da Comissão Executiva, que, em regra, se reúne com uma frequência semanal, são:

- preparar as reuniões do Conselho do BCE;
- executar a política monetária da área do euro em conformidade com as orientações e

decisões estabelecidas pelo Conselho do BCE, dando, para tal, as instruções necessárias aos BCN da área do euro;

- gerir as actividades correntes do BCE;
- exercer certos poderes que lhe tenham sido delegados pelo Conselho do BCE, incluindo alguns de natureza regulamentar.

O Comité de Gestão, presidido por um membro da Comissão Executiva, aconselha e apoia a Comissão Executiva relativamente à gestão do BCE, ao planeamento das actividades e ao processo orçamental anual.

Fila de trás
(da esquerda para a direita):
José Manuel González-Páramo,
Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing

Fila da frente
(da esquerda para a direita):
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet

Presidente do BCE

Lucas D. Papademos

Vice-Presidente do BCE

Eugenio Domingo Solans

(até 31 de Maio de 2004)

Membro da Comissão Executiva do BCE

José Manuel González-Páramo

(a partir de 1 de Junho de 2004)

Membro da Comissão Executiva do BCE

Otmar Issing

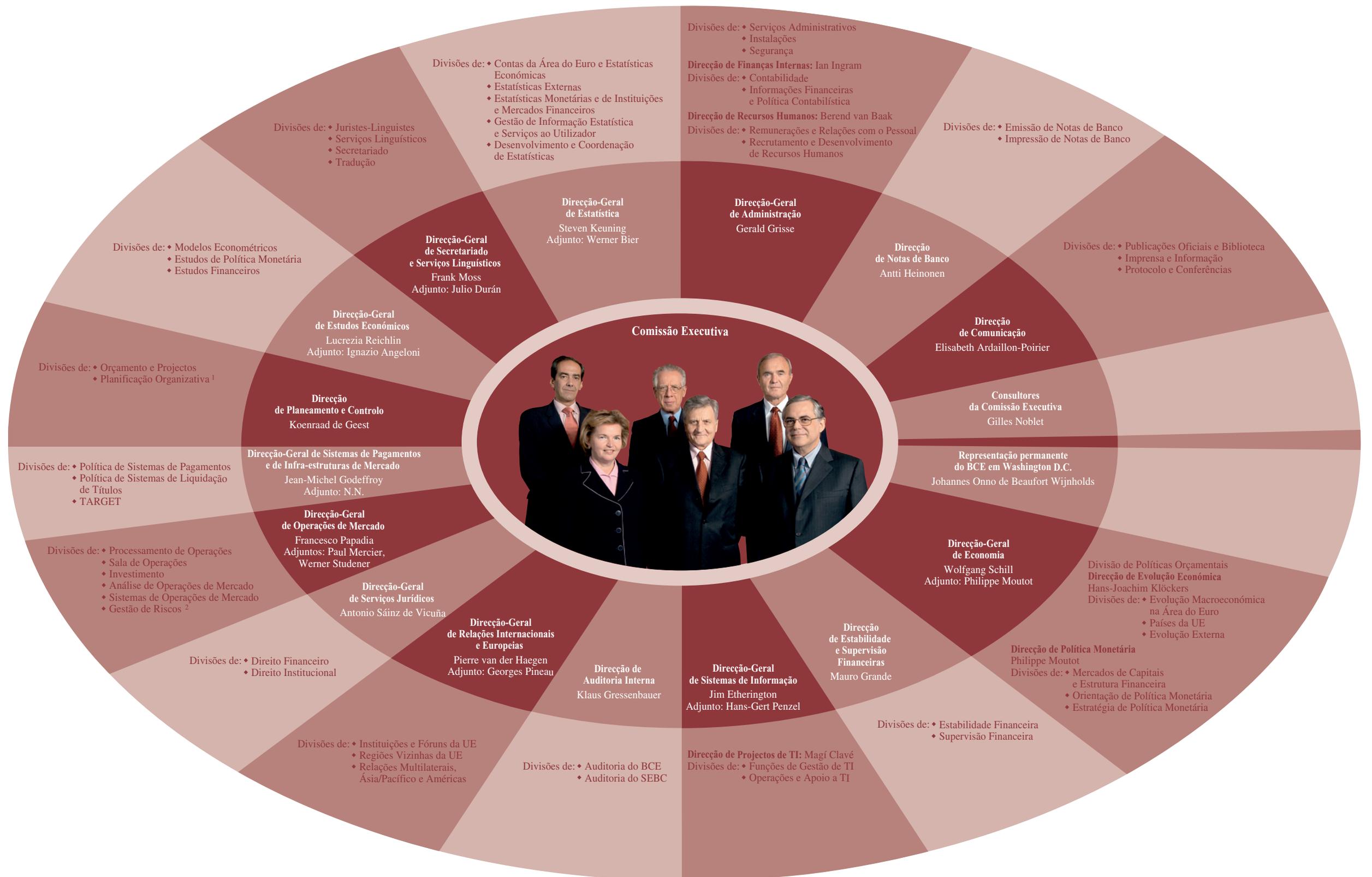
Membro da Comissão Executiva do BCE

Tommaso Padoa-Schioppa

Membro da Comissão Executiva do BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro da Comissão Executiva do BCE



Comissão Executiva

Fila de trás (da esquerda para a direita): José Manuel González-Páramo, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing

Fila da frente (da esquerda para a direita): Gertrude Tumpel-Gugereil, Jean-Claude Trichet (Presidente), Lucas D. Papademos (Vice-Presidente)

¹ Inclui a função de protecção de dados.

² Em questões específicas responde directamente perante a Comissão Executiva.

1.4 O CONSELHO GERAL

O Conselho Geral é composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos governadores dos BCN de todos os Estados-Membros da UE. Compete-lhe as atribuições anteriormente desempenhadas pelo IME e que o BCE deve ainda levar a cabo devido ao facto de nem todos os Estados-Membros terem

adoptado o euro. Em 2004, o Conselho Geral reuniu cinco vezes. Em 17 de Junho de 2004, os governadores dos bancos centrais dos novos Estados-Membros, que tinham vindo a participar, a partir da data da assinatura do Tratado de Adesão, nas reuniões do Conselho Geral na qualidade de observadores, participaram pela primeira vez na qualidade de membros numa reunião do Conselho Geral.

Fila de trás

(da esquerda para a direita):
Vahur Kraft, Lars Heikensten,
Reinoldijus Šarkinas,
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink

Fila do meio

(da esquerda para a direita):
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Vitor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,
Leszek Balcerowicz, Bodil Nyboe
Andersen, Klaus Liebscher,
Mitja Gaspari, Jaime Caruana,
Antonio Fazio

Fila da frente

(da esquerda para a direita):
Erkki Liikanen, Zsigmond Járαι,
Christodoulos Christodoulou,
Michael C. Bonello,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,
Marián Jusko, John Hurley



Jean-Claude Trichet Presidente do BCE
Lucas D. Papademos Vice-Presidente do BCE
Bodil Nyboe Andersen
Governadora do Danmarks Nationalbank
Leszek Balcerowicz
Presidente do Narodowy Bank Polski
Michael C. Bonello
Governador do Central Bank of Malta
Jaime Caruana
Governador do Banco de España
Christodoulos Christodoulou
Governador do Central Bank of Cyprus
Vitor Constâncio
Governador do Banco de Portugal
Antonio Fazio Governador do Banca d'Italia
Nicholas C. Garganas
Governador do Bank of Greece
Mitja Gaspari Governador do Banka Slovenije
Lars Heikensten Governador do Sveriges Riksbank
John Hurley
Governador do Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
Zsigmond Járαι
Presidente do Magyar Nemzeti Bank
Marián Jusko (até 31 de Dezembro de 2004)
Governador do Národná banka Slovenska
Mervyn King Governador do Bank of England
Vahur Kraft Governador do Eesti Pank
Klaus Liebscher
Governador do Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen (a partir de 12 de Julho de 2004)
Governador do Suomen Pankki – Finlands Bank
Matti Louekoski (de 1 de Abril a 11 de Julho de 2004)
Governador em exercício do Suomen Pankki –
Finlands Bank
Yves Mersch
Governador do Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer
Governador do Banque de France
Guy Quaden
Governador do Nationale Bank van
België/Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs Governador do Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas
Presidente do Conselho de Administração do
Lietuvos bankas
Ivan Šramko (a partir de 1 de Janeiro de 2005)
Governador do Národná banka Slovenska
Jürgen Stark (de 7 a 29 de Abril de 2004)
Presidente em exercício do Deutsche Bundesbank
Zdeněk Tůma
Governador do Česká národní banka
Matti Vanhala (até 31 de Março de 2004)
Governador do Suomen Pankki – Finlands Bank
Axel A. Weber (a partir de 30 de Abril de 2004)
Presidente do Deutsche Bundesbank
Nout Wellink
Presidente do De Nederlandsche Bank
Ernst Welteke (até 6 de Abril de 2004)
Presidente do Deutsche Bundesbank

I.5 COMITÉS DO EUROSISTEMA/SEBC E COMITÉ DE ORÇAMENTO



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 matéria específica 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 adoptaram o euro participam nas reuniões dos comités sempre que são discutidas matérias específicas da competência do Conselho Geral. Sempre que adequado, podem também ser convidados outros organismos competentes, como autoridades de supervisão nacionais no caso do Comité de Supervisão Bancária. Actualmente, existem 12 comités do Eurosistema/SEBC, todos estabelecidos ao abrigo do artigo 9.º do Regulamento Interno do BCE.

O Comité de Orçamento, estabelecido ao abrigo do artigo 15.º do Regulamento Interno do BCE, coadjuva o Conselho do BCE nas questões relacionadas com o orçamento do BCE.

I.6 GESTÃO

Além dos órgãos de decisão, a gestão do BCE inclui o controlo externo e interno a vários níveis, bem como normas relativas ao acesso do público aos documentos do BCE.

NÍVEIS DE CONTROLO EXTERNO

Os Estatutos do SEBC prevêm dois níveis, nomeadamente o auditor externo², nomeado para fiscalizar as contas anuais do BCE

² Após um procedimento de leilão em 2002, foi nomeada a KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft como o auditor externo do BCE, com um mandato de cinco anos abrangendo os exercícios de 2003 a 2007.

(artigo 27.º-1 dos Estatutos do SEBC), e o Tribunal de Contas Europeu, que examina a eficiência operacional da gestão do BCE (n.º 2 do artigo 27.º). O relatório anual do Tribunal de Contas Europeu, juntamente com a resposta do BCE, é publicado no Jornal Oficial da União Europeia e no *site* do BCE.

Em Agosto de 2002, o Conselho do BCE decidiu que, de modo a transmitir a maior segurança pública possível quanto à independência do auditor externo do BCE, dever-se-ia aplicar o princípio de rotatividade das empresas de auditoria. Esta decisão foi implementada como parte do procedimento para a nomeação do auditor externo do BCE.

NÍVEIS DE CONTROLO INTERNO

Em 2004, os auditores internos do BCE continuaram a efectuar missões de auditoria, sob a responsabilidade da Comissão Executiva. O seu mandato é definido pela Carta de Auditoria do BCE³. Os auditores internos analisam e avaliam, numa base *ad hoc*, a adequação e eficiência do sistema de controlo interno do BCE e a qualidade do desempenho do BCE na realização das responsabilidades que lhe são atribuídas. Estas auditorias seguem as *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing* (Normas Internacionais para a Prática Profissional de Auditoria Interna) estabelecidas pelo Institute of Internal Auditors (Instituto de Auditores Internos).

Cabe a um comité do Eurosistema/SEBC, o Comité de Auditores Internos, composto pelos responsáveis pela auditoria interna no BCE e nos BCN, a coordenação da cobertura de auditoria de projectos e sistemas operacionais conjuntos do Eurosistema/SEBC.

A estrutura de controlo interno do BCE tem por base uma abordagem funcional. Cada uma das unidades organizativas (secção, divisão, direcção ou direcção-geral) é responsável pelo seu próprio controlo e eficiência internos. Para tal, as unidades implementam procedimentos operacionais de controlo dentro da respectiva

área de responsabilidade. Por exemplo, foi estabelecido um conjunto de normas e procedimentos – conhecido como “muralha da China” – para evitar que a informação privilegiada com origem, por exemplo, em áreas responsáveis pela política monetária, seja utilizada por parte das áreas responsáveis pela gestão da carteira de reservas externas e dos fundos próprios do BCE. Além dos controlos implementados por cada unidade organizativa, a Direcção de Planeamento e Controlo, a Divisão de Gestão de Risco e a Direcção de Auditoria Interna apresentam propostas sobre questões específicas de controlo que afectam todo o BCE.

Os membros do Conselho do BCE têm um Código de Conduta próprio, que reflecte a sua responsabilidade pela salvaguarda da integridade e da reputação do Eurosistema e pela manutenção da eficácia das operações conduzidas no âmbito do Eurosistema⁴. O Conselho do BCE nomeou também um consultor, para aconselhar os seus membros em alguns aspectos da conduta profissional. Além disso, o Código de Conduta do BCE fornece princípios orientadores e estabelece critérios de referência para o pessoal do BCE e os membros da Comissão Executiva, esperando-se de todos que observem elevados padrões de ética profissional no cumprimento das suas funções⁵.

De acordo com as regras respeitantes às operações de iniciados, os membros do pessoal do BCE e da Comissão Executiva estão impedidos de tirar partido de informação privilegiada na realização de actividades financeiras privadas, por conta e risco próprios ou de terceiros⁶. O Consultor de Ética nomeado

3 Esta Carta encontra-se publicada no *site* do BCE, com o objectivo de promover a transparência dos acordos de auditoria em vigor no BCE.

4 Ver o Código de Conduta dos membros do Conselho do Banco Central Europeu, JO C 123, 24.5.2002, p. 9 e o *site* do BCE.

5 Ver o Código de Conduta do Banco Central Europeu adoptado em conformidade com o n.º 3 do artigo 11.º do Regulamento Interno do Banco Central Europeu, JO C 76, 8.3.2001, p. 12 e o *site* do BCE.

6 Ver a Parte 1.2 das regras aplicáveis ao pessoal do BCE, respeitante às normas de conduta e segredo profissionais, JO C 92, 16.4.2004, p. 31 e o *site* do BCE.

pela Comissão Executiva garante uma interpretação coerente destas regras.

MEDIDAS ANTIFRAUDE

Em 1999, o Parlamento Europeu e o Conselho da UE adoptaram um regulamento⁷ relativo aos inquéritos efectuados pelo Organismo Europeu de Luta Antifraude (OLAF), com vista a intensificar o combate à fraude, corrupção e outras actividades ilegais lesivas dos interesses financeiros das Comunidades. Este “Regulamento OLAF” prevê, nomeadamente, a realização pelo OLAF de inquéritos internos em caso de suspeitas de fraude a nível de instituições, órgãos e organismos comunitários.

O Regulamento OLAF prevê que estes últimos adoptem decisões que permitam ao OLAF efectuar os seus inquéritos no seio destas instituições, órgãos e organismos. Em Junho de 2004, o Conselho do BCE adoptou uma decisão⁸ relativa aos termos e condições para os inquéritos efectuados pelo OLAF no BCE, a qual entrou em vigor em 1 de Julho de 2004. O BCE e o OLAF estabeleceram contactos com vista a assegurar o funcionamento adequado deste enquadramento para os inquéritos do OLAF.

ACESSO DO PÚBLICO AOS DOCUMENTOS DO BCE

Em Março de 2004, o Conselho do BCE adoptou a Decisão BCE/2004/3 relativa ao acesso do público aos documentos do BCE⁹. Esta Decisão visa assegurar que o enquadramento jurídico do BCE está em conformidade com os objectivos e normas aplicados por outras instituições e órgãos comunitários no que respeita ao acesso do público aos seus documentos. A referida Decisão reforça a transparência, ao mesmo tempo que tem em consideração a independência do BCE e dos BCN e assegura a confidencialidade de determinadas matérias especificamente relacionadas com o cumprimento das atribuições do BCE.

7 Regulamento (CE) n.º 1073/1999 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de Maio de 1999, relativo aos inquéritos efectuados pela Organização Europeia de Luta Antifraude, JO L 136, 31.5.1999, p. 1.

8 Decisão BCE/2004/11 relativa aos termos e condições para os inquéritos efectuados pelo Organismo Europeu de Luta Antifraude no Banco Central Europeu em matéria de luta contra a fraude, a corrupção e todas as actividades ilegais lesivas dos interesses financeiros das Comunidades Europeias, e que altera as condições de emprego do pessoal do Banco Central Europeu, JO L 230, 30.6.2004, p. 56. Esta decisão foi adoptada em resposta ao acórdão do Tribunal de Justiça Europeu de 10 de Julho de 2003 no Processo C-11/00 da Comissão v. BCE.

9 JO L 80, 18.3.2004, p. 42.

2 EVOLUÇÃO ORGANIZACIONAL

2.1 RECURSOS HUMANOS

EVOLUÇÃO DO PESSOAL

O total de postos de trabalho orçamentados para 2004 foi de 1 362.5 posições equivalentes a tempo inteiro. No final de 2004, o número de funcionários do BCE com contratos permanentes ou a termo de pelo menos 12 meses era de 1 314, o que corresponde a 1 309.0 posições equivalentes a tempo inteiro, comparativamente a 1 213.5 posições equivalentes a tempo inteiro no final de 2003. O número médio de indivíduos ao serviço do BCE em 2004 era de 1 261, em comparação com 1 160 em 2003. Do total de 1 309, 71 são funcionários dos dez novos Estados-Membros da UE actualmente com contratos de trabalho superiores a um ano. Em 2004, foram recrutadas 137 pessoas e 41 deixaram o BCE. O número de posições equivalentes a tempo inteiro para 2005 foi fixado em 1 369.5, o que representa um aumento de 0.5% face a 2004.

Além disso, 128 técnicos de BCN trabalharam no BCE durante curtos períodos de aproximadamente cinco meses, em média. Destes técnicos, 63 eram provenientes dos novos Estados-Membros da UE. Estas nomeações de curto prazo mostraram ser particularmente úteis quer para o BCE, quer para os BCN dos novos Estados-Membros, nos preparativos para o alargamento da UE e no apoio à integração destes BCN no SEBC.

Em 2004, o BCE celebrou 123 contratos de curto prazo, inferiores a um ano, para a substituição de funcionários em licença de parto, licença parental e licença sem vencimento, em comparação com 113 em 2003.

O BCE proporcionou estágios a 172 estudantes e diplomados, na sua maioria da área de economia, com uma duração média de aproximadamente três meses. 166 destes estágios foram concedidos em 2003. Em 2004, 54 dos estagiários eram provenientes de um dos novos Estados-Membros e outros seis da Roménia ou Bulgária. Dos 172 estágios, 11 (12 em 2003) foram concedidos no âmbito do

Programa de Estudos de Investigação para Licenciados, que se destina a estudantes investigadores de elevado talento numa fase avançada do seu doutoramento.

No âmbito do Programa de Investigadores Convidados, que se centra em projectos de investigação específicos de alto nível no campo da política monetária, foram recebidos, em 2004, 18 investigadores convidados, em comparação com 24 em 2003.

MOBILIDADE INTERNA

Em 2004, 95 funcionários aceitaram posições novas, depois de se terem candidatado com sucesso a vagas internas. Além disso, o BCE encorajou a mobilidade interna temporária. 51 funcionários aceitaram outros postos de trabalho por um período limitado, para ganhar experiência ou fazer face a uma necessidade de trabalho urgente mas temporária, retomando posteriormente as posições antigas.

MOBILIDADE EXTERNA

No âmbito do Programa de Experiência Profissional no Exterior, estabelecido em 2003 para apoiar o desenvolvimento do pessoal, os funcionários do BCE podem ser requisitados para os BCN e para outras instituições internacionais e europeias relevantes. Sete funcionários participaram neste programa durante 2004 por um período de quatro a dez meses. Além disso, o BCE aceita candidaturas para licenças sem vencimento até três anos de funcionários que queiram aceitar emprego noutras organizações financeiras relacionadas. Em 2004, 12 membros do pessoal utilizaram esta opção. Os princípios organizativos do Eurosistema aprovados pelo Conselho do BCE e publicados em Janeiro de 2005 declaram que “o intercâmbio de pessoal, conhecimentos e experiências é fomentado entre todos os membros do Eurosistema”.

BCE EM MOVIMENTO

Em Outubro de 2003, a Comissão Executiva estabeleceu um gabinete de programas para o acompanhamento e avaliação da implementação das medidas que tinha



aprovado no contexto de um programa de mudança organizacional, designado por BCE em Movimento. Esta iniciativa visava melhorar a eficiência e eficácia da organização, abrangendo gestão, desenvolvimento profissional, comunicação interna e questões de burocracia. Em 2004 foram feitos progressos significativos nas quatro áreas, tendo o gabinete de programas apresentado o seu relatório final. Dado que o impacto de algumas medidas apenas será sentido a médio prazo, continuar-se-á a acompanhar os progressos.

REVISÃO DA ESTRATÉGIA DE RECURSOS HUMANOS

Desde 1998 que as prioridades do BCE têm sido o estabelecimento das suas funções, a formulação e execução da política monetária única e a introdução do euro, o que envolveu inevitavelmente uma incidência especial da política de recursos humanos na competência técnica para postos de trabalho específicos. Face a este contexto, foi realizada uma revisão aprofundada da estratégia de recursos humanos, tendo as conclusões sido apresentadas em 2004.

A principal conclusão foi que as políticas de recrutamento deveriam acentuar competências mais alargadas. Adicionalmente, deverão ser reforçadas as medidas de mobilidade e desenvolvimento do pessoal de modo a aumentar sinergias e alargar o conhecimento técnico no BCE. A gestão de recursos humanos foi flexibilizada dando especial relevo no recrutamento externo a indivíduos em início de carreira com habilitações mais gerais e introduzindo contratos a termo para todos os novos funcionários e as novas nomeações para cargos de gestão. Estas medidas serão complementadas pelo estabelecimento de um Programa para Licenciados do BCE em 2005, direccionado para recém-licenciados com habilitações académicas de teor alargado. Foi

criado um novo nível de gestão, de categoria mais baixa, de forma a estabelecer um tempo razoável de controlo após um período de rápido crescimento do pessoal. As competências de liderança serão desenvolvidas, aumentando a formação e o treino dos responsáveis de gestão. Com base na declaração de missão do BCE, foram identificados seis valores comuns e desenvolvidas declarações a explicar o seu significado no BCE. Estes valores são: competência, eficácia e eficiência, integridade, espírito de equipa, transparência e responsabilização, e trabalho para a Europa. Os valores desempenharão um papel essencial nas políticas de recursos humanos, juntamente com um modelo de competência para todo o BCE e perfis de competência que estão a ser desenvolvidos.

GESTÃO DA DIVERSIDADE

A gestão da diversidade procura aproveitar as diferenças entre os membros do pessoal, por forma a criar um ambiente de trabalho produtivo e de respeito, no qual os talentos são utilizados em pleno e os objectivos organizacionais são cumpridos. A gestão da diversidade é importante para o BCE, uma vez que este tem ao seu serviço pessoal proveniente de todos os Estados-Membros da UE, trabalha em estreita cooperação com os 25 BCN da UE e serve o público europeu. O BCE está, assim, a integrar a gestão da diversidade nas suas actividades diárias, de modo a que as competências individuais do seu pessoal sejam reconhecidas e tenham repercussão no elevado desempenho necessário para que o BCE desempenhe as suas atribuições.

2.2 NOVAS INSTALAÇÕES DO BCE

Em 2004, realizaram-se progressos decisivos em termos do planeamento das novas instalações do BCE. Em Fevereiro, um júri internacional, presidido pelo Vice-Presidente

do BCE, anunciou as três propostas de concepção vencedoras no concurso de arquitectura. O primeiro prémio foi atribuído a COOP HIMMELB(L)AU de Viena, o segundo prémio a ASP Schweger Assoziierte de Berlim e o terceiro prémio a 54f architekten + ingenieure de Darmstadt em cooperação com T. R. Hamzah & Yeang de Selangor na Malásia. Dos 12 candidatos pré-seleccionados em 2003, estes arquitectos cumpriram da melhor forma os critérios estabelecidos para o concurso, nomeadamente:

- plano geral urbanístico, arquitectura e enquadramento paisagístico;
- conformidade com as principais características do programa funcional e espacial;
- viabilidade do projecto em termos de energia e ambiente e conformidade com as principais características dos requisitos técnicos do BCE; e
- observância dos regulamentos aplicáveis neste âmbito, em particular a legislação em matéria de construção e ambiente.

As novas instalações do BCE serão construídas nos terrenos do *Grossmarkthalle*, um edifício classificado que anteriormente acolheu o mercado grossista de fruta e vegetais de Frankfurt. Um dos principais desafios para os arquitectos foi incorporar o edifício de grandes dimensões e de tijolo vermelho numa estrutura de escritórios moderna sem alterar, no fundamental, o seu aspecto exterior.

Ao anúncio dos vencedores seguiu-se uma exposição no *Deutsches Architektur Museum* em Frankfurt, na qual foram apresentadas ao público as propostas de concepção dos 71 arquitectos que submeteram projectos a concurso.

Em Março de 2004, o Conselho do BCE decidiu convidar os três arquitectos vencedores a participar numa fase de revisão, cujo principal

objectivo era rever as propostas de concepção, tomando em conta as recomendações e requisitos do júri, do BCE e da Câmara Municipal de Frankfurt.

Após a mudança dos grossistas para a sua nova sede, as autoridades municipais começaram a limpar as instalações dentro e fora do *Grossmarkthalle*, que foi comprado pelo BCE à Câmara Municipal de Frankfurt em 2002, em preparação da entrega ao BCE. A entrega teve lugar em Dezembro de 2004. Em linha com as instruções de conservação, foram tomadas precauções para assegurar que o edifício central e as alas oriental e ocidental permaneciam inalterados. Também foram conservadas as partes do local que seriam adequadas para um memorial e um espaço informativo evocando a deportação de cidadãos judeus do *Grossmarkthalle*. O BCE, a comunidade judaica de Frankfurt e a Câmara Municipal de Frankfurt concordaram em cooperar estreitamente na realização de um concurso para a concepção de um memorial. Prevê-se que o concurso seja lançado no final de 2005.

Em 13 de Janeiro de 2005, o Conselho do BCE tomou uma decisão quanto ao *design* da futura sede do BCE. Após longas discussões e uma avaliação cuidadosa, com base nos critérios de selecção, dos pontos fortes e das fragilidades dos três projectos vencedores, o Conselho do BCE concluiu que o projecto arquitectónico revisto de COOP HIMMELB(L)AU correspondeu da melhor forma aos requisitos funcionais e técnicos especificados pelo BCE, e evidenciava características que reflectiam os valores do BCE e os traduziam para uma linguagem arquitectónica. Esta decisão confirmou a opinião do júri internacional, que tinha atribuído o primeiro prémio a este projecto. O próximo passo consistirá numa fase de “optimização”, durante a qual o projecto será novamente revisto, em particular para assegurar a utilização óptima de recursos e minimizar os custos. No *site* do BCE estão disponíveis mais pormenores relativamente ao concurso e ao projecto vencedor.

3 DIÁLOGO SOCIAL DO SEBC

O Diálogo Social do SEBC é um fórum consultivo que envolve o BCE e representantes dos trabalhadores de todos os bancos centrais do SEBC e das federações de sindicatos europeus. O seu objectivo é prestar informação e discutir decisões do Conselho Geral e do Conselho do BCE, na medida em que estas possam ter um impacto importante na situação de emprego nos bancos centrais do SEBC.

A nona reunião do Diálogo Social do SEBC recebeu com agrado representantes de trabalhadores dos BCN de sete dos novos Estados-Membros da UE. Os participantes confirmaram o seu compromisso para com o processo de integração no SEBC em geral, e o seu próprio envolvimento no Diálogo Social do SEBC em particular. O BCE encorajou os BCN de todos os novos Estados-Membros a facilitar a participação de representantes dos trabalhadores no Diálogo Social do SEBC.

Os principais pontos da agenda da nona e da décima reuniões do Diálogo Social do SEBC foram o TARGET2, a produção de notas e o acompanhamento do Plano de Acção para os Serviços Financeiros da Comissão Europeia. Também houve discussões sobre tópicos mais gerais, tais como formas de desenvolvimento de uma identidade partilhada e o fomento da cooperação com base em princípios comuns. O BCE realçou que o SEBC está empenhado em prestar serviços de banca central de elevada qualidade ao menor custo possível, o que requer eficiência e eficácia. Os participantes foram informados que o Conselho do BCE tinha adoptado uma declaração sobre a missão, propósitos estratégicos e princípios organizativos para o Eurosistema. Os representantes dos trabalhadores sublinharam a importância do seu envolvimento no desenvolvimento destes assuntos e do respeito das diferenças de cultura entre os bancos centrais. Por último, na décima reunião do Diálogo Social do SEBC, o BCE e os representantes do pessoal reafirmaram o valor deste fórum consultivo único.

4 CONTAS ANUAIS DO BCE

RELATÓRIO DE GESTÃO RELATIVO AO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2004

1 ACTIVIDADES PRINCIPAIS

As actividades do BCE em 2004 são descritas em pormenor nos capítulos correspondentes do Relatório Anual.

2 CONTAS FINANCEIRAS

Nos termos do artigo 26.º-2 dos Estatutos do SEBC, as Contas Anuais do BCE são elaboradas pela Comissão Executiva de acordo com os princípios fixados pelo Conselho do BCE. As Contas são subsequentemente aprovadas pelo Conselho do BCE, sendo publicadas em seguida.

3 RESULTADOS FINANCEIROS

As Contas Anuais do BCE relativas ao exercício findo em 31 de Dezembro de 2004, publicadas nas páginas 200 a 217, apresentam um prejuízo líquido no valor de €1 636 milhões, em comparação com o prejuízo líquido de €477 milhões em 2003. Tal como aconteceu no exercício transacto, o prejuízo ficou a dever-se principalmente à continuação da apreciação do euro, que resultou em amortizações do valor expresso em euros dos activos denominados em dólares dos Estados Unidos detidos pelo BCE. O prejuízo líquido é contabilizado depois de se ter considerado todos os lucros auferidos pelo BCE, incluindo o valor de €733 milhões em proveitos relacionados com as notas de euros em circulação. Em 2004, os rendimentos de juros do BCE continuaram a ser afectados pelos níveis historicamente baixos das taxas de juro internas e externas.

Uma vez que a maioria dos activos e passivos da instituição é objecto de uma reavaliação cambial e a preços de mercado periódica, a rentabilidade do BCE está muito condicionada pelas variações cambiais e, em menor grau, pela sua exposição ao risco de taxa de juro. Ambas as situações se devem, principalmente, ao grande número de activos de reserva externa do Eurosistema detidos oficialmente pelo BCE, que são investidos em instrumentos remunerados.

As políticas contabilísticas harmonizadas para o BCE e para o Eurosistema, descritas nas notas às Contas Anuais, foram desenvolvidas para que esses riscos substanciais sejam tidos em consideração e baseiam-se, sobretudo, no princípio da prudência. Em particular, têm como objectivo assegurar que os ganhos não realizados resultantes da reavaliação de activos e passivos não sejam reconhecidos como proveitos, não sendo assim passíveis de serem distribuídos como lucros. Pelo contrário, as perdas não realizadas originadas pelas reavaliações são lançadas na conta de resultados, no final do exercício.

A maior parte dos activos de reserva externa do BCE é denominada em dólares dos Estados Unidos, mas também em ienes japoneses, em ouro e em DSE. O euro sofreu uma apreciação face ao dólar dos EUA, passando de USD 1.2630, em 31 de Dezembro de 2003, para USD 1.3621, em 31 de Dezembro de 2004 (cerca de 8%), tendo a sua apreciação face ao iene japonês sido menor. Consequentemente, a reavaliação das posições líquidas nessas moedas traduziu-se numa descida de €2.1 mil milhões do seu valor expresso em euros.

No final de 2004, o BCE tinha ao seu serviço 1 309 pessoas (das quais 131 com funções de gestão), em comparação com 1 213 no ano anterior. Este ano, o aumento deve-se principalmente às consequências do alargamento da UE. Para mais informações, consultar o Capítulo 8 do Relatório Anual, Secção 2 (“Evolução Organizacional”) e as Contas Anuais (secção “Notas à Conta de Resultados”).

O total dos custos administrativos do BCE, incluindo as amortizações, aumentou 18%, passando de €316 milhões em 2003 para €374 milhões em 2004. O principal factor que explica este aumento foi a subida registada nas obrigações do BCE relacionadas com o fundo de pensões, de acordo com o cálculo actuarial, que contribuiu substancialmente para um incremento dos custos com o pessoal, que passaram de €130 milhões para €161 milhões.

Em 2004, os emolumentos dos membros da Comissão Executiva do BCE totalizaram €2.1 milhões (2003: €2.0 milhões).

Cerca de €90 milhões foram investidos em activos imobilizados. A principal alteração (cerca de €61 milhões), na rubrica correspondente, foi a capitalização do custo da área de construção da sede definitiva do BCE, na sequência do pagamento da última prestação.

Cobertura das perdas declaradas do BCE referentes a 2004

Em 11 de Março de 2005, o Conselho do BCE decidiu cobrir as perdas registadas em 2004 mediante a utilização (a) do total do fundo de reserva geral remanescente, de cerca de €296 milhões, e (b) dos proveitos monetários, no valor de cerca de €1 340 milhões, em conformidade com o disposto no artigo 33.º-2 dos Estatutos do SEBC. O montante dos proveitos monetários dos BCN utilizados correspondeu a cerca de 15% do total dos proveitos monetários do Eurosistema. O modo como os proveitos monetários utilizados foram repartidos para compensar os prejuízos foi autorizado, em princípio, pelo Conselho do BCE antes de os BCN encerrarem as suas Contas Anuais relativas a 2004, tendo consequentemente afectado também os respectivos resultados para o referido exercício. Cada BCN contribuiu com uma percentagem dos seus proveitos monetários de acordo com a respectiva ponderação na tabela de repartição para subscrição do capital do BCE.

4 ALTERAÇÕES À ESTRUTURA DE CAPITAL DO BCE EM 2004

Nos termos do artigo 29.º-3 dos Estatutos do SEBC, a tabela de repartição dos BCN para subscrição do capital do BCE tem de ser adaptada de cinco em cinco anos. A primeira alteração, após a criação do BCE, teve lugar em 1 de Janeiro de 2004. Em 1 de Maio de 2004, foi efectuada uma segunda alteração à tabela de

repartição para subscrição do capital do BCE em consequência da adesão de dez novos Estados-Membros. Estas medidas tiveram, em conjunto, os seguintes efeitos:

- (a) uma redução da ponderação global dos BCN da área do euro na tabela de repartição para subscrição do capital do BCE;
- (b) uma redução das posições activas dos BCN da área do euro sobre o BCE resultante dos activos de reserva externa transferidos para o BCE aquando da integração na área do euro; e
- (c) um aumento das contribuições de capital realizado dos BCN fora da área do euro na sequência da adesão de dez novos Estados-Membros, que também reflecte um aumento de 5% para 7% da percentagem mínima de realização do capital subscrito pelos 13 BCN fora da área do euro.

Os pormenores relativos a estas alterações são apresentados na nota 15 das Contas Anuais.

5 ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO E GESTÃO DE RISCO

A carteira de reservas externas do BCE é composta por activos de reserva externa que os BCN do Eurosistema transferiram para o BCE, em conformidade com o disposto no artigo 30.º dos Estatutos do SEBC, assim como pelos proveitos resultantes. A finalidade é financiar as operações do BCE no mercado cambial, tendo em vista os objectivos estabelecidos no Tratado.

A carteira de fundos próprios do BCE reflecte o investimento do seu capital realizado, o fundo de reserva geral e os proveitos da carteira acumulados no passado e destina-se a proporcionar ao BCE uma reserva para fazer face a possíveis perdas.

As actividades de investimento do BCE e sua gestão dos riscos associados são descritas com

maior detalhe no Capítulo 2 do Relatório Anual.

6 GESTÃO DO BCE

A informação relativa à gestão do BCE é apresentada no Capítulo 8 do Relatório Anual.

7 PESSOAL

A estratégia de recursos humanos do BCE, bem como informação adicional, em termos de números, sobre as pessoas ao serviço da instituição, é descrita no Capítulo 8 do Relatório Anual.

BALANÇO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2004

ACTIVO	NOTA	2004 €	2003 €
Ouro e ouro a receber	1	7 928 308 842	8 145 320 117
Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira	2		
Fundo Monetário Internacional		163 794 845	211 651 948
Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos		26 938 993 980	28 593 384 857
		27 102 788 825	28 805 036 805
Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira	2	2 552 016 565	2 799 472 504
Activos sobre não residentes na área do euro denominados em euros	3		
Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos		87 660 507	474 743 402
Outros activos sobre instituições de crédito da área do euro denominados em euros	4	25 000	25 000
Activos intra-Eurosistema	5		
Activos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema		40 100 852 165	34 899 471 205
Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)		3 410 918 324	4 599 894 403
		43 511 770 489	39 499 365 608
Outros activos	6		
Activos imobilizados corpóreos		187 318 304	128 911 950
Outros activos financeiros		6 428 319 567	5 573 756 258
Acréscimos e diferimentos		770 894 480	590 646 023
Contas diversas e de regularização		6 933 022	37 791 421
		7 393 465 373	6 331 105 652
Prejuízo do exercício		1 636 028 702	476 688 785
Total do activo		90 212 064 303	86 531 757 873

PASSIVO	NOTA	2004 €	2003 €
Notas em circulação	7	40 100 852 165	34 899 471 205
Responsabilidades para com outras entidades da área do euro denominadas em euros	8	1 050 000 000	1 065 000 000
Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros	9	137 462 706	146 867 501
Responsabilidades para com residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira	10	4 967 080	0
Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira	10		
Depósitos, saldos e outras responsabilidades		1 254 905 957	1 452 432 822
Responsabilidades intra-Eurosistema	11		
Responsabilidades equivalentes à transferência de reservas externas		39 782 265 622	40 497 150 000
Outras responsabilidades	12		
Acréscimos e diferimentos		1 136 708 542	1 162 299 071
Contas diversas e de regularização		327 802 782	174 890 973
		1 464 511 324	1 337 190 044
Provisões	13	110 636 285	87 195 777
Contas de reavaliação	14	1 921 117 190	2 176 464 065
Capital e reservas	15		
Capital		4 089 277 550	4 097 229 250
Reservas		296 068 424	772 757 209
		4 385 345 974	4 869 986 459
Total do passivo		90 212 064 303	86 531 757 873

CONTA DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2004

	NOTA	2004 €	2003 €
Juros e outros proveitos equiparados de activos de reserva externa		422 418 698	541 294 375
Juros e outros proveitos equiparados decorrentes da repartição das notas de euro no Eurosistema		733 134 472	698 245 187
Outros juros e proveitos equiparados		1 456 650 188	1 449 963 923
<i>Juros e outros custos equiparados</i>		<i>2 612 203 358</i>	<i>2 689 503 485</i>
Remuneração dos activos dos BCN relacionados com os activos de reserva externa transferidos		(693 060 433)	(807 683 148)
Outros juros e custos equiparados		(1 229 369 015)	(1 166 693 660)
<i>Juros e outros custos equiparados</i>		<i>(1 922 429 448)</i>	<i>(1 974 376 808)</i>
Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados	18	689 773 910	715 126 677
Resultados realizados em operações financeiras	19	136 045 810	525 260 622
Prejuízos não realizados em operações financeiras	20	(2 093 285 109)	(3 972 689 560)
Transferência para/de provisões para riscos de taxa de câmbio e preços		0	2 568 708 838
Resultado líquido de operações financeiras, menos-valias e provisões para riscos		(1 957 239 299)	(878 720 100)
Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários	21	(261 517)	(63 466)
Outros proveitos e ganhos	22	5 956 577	2 911 280
Total de proveitos e ganhos líquido		(1 261 770 329)	(160 745 609)
Custos com pessoal	23 & 24	(161 192 939)	(129 886 988)
Custos administrativos	25	(176 287 651)	(153 549 282)
Amortização de imobilizado corpóreo		(33 655 824)	(30 410 140)
Custos de produção de notas	26	(3 121 959)	(2 096 766)
Prejuízo do exercício		(1 636 028 702)	(476 688 785)

Frankfurt am Main, 4 de Março de 2005

BANCO CENTRAL EUROPEU

Jean-Claude Trichet
Presidente

POLÍTICAS CONTABILÍSTICAS¹

FORMA E APRESENTAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

As demonstrações financeiras do Banco Central Europeu (BCE) foram preparadas para reproduzirem de forma apropriada a situação financeira do BCE e os resultados das suas operações. Foram elaboradas de acordo com as políticas contabilísticas², referidas a seguir, consideradas pelo Conselho do BCE como adequadas à função de banco central.

PRINCÍPIOS CONTABILÍSTICOS

Foram aplicados os seguintes princípios contabilísticos: transparência e realidade económica, prudência, materialidade, especialização de exercícios, continuidade, consistência, comparabilidade e reconhecimento de acontecimentos posteriores à data do balanço.

BASES DE APRESENTAÇÃO

A preparação das contas seguiu o princípio do custo histórico, tendo, porém, sido modificadas de modo a incluírem a valorização a preços de mercado dos títulos transaccionáveis, do ouro e dos outros activos e passivos patrimoniais e extrapatrimoniais denominados em moeda estrangeira. As transacções com activos e passivos financeiros são contabilizadas na data da respectiva liquidação.

OURO, ACTIVOS E PASSIVOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

Os activos e passivos em moeda estrangeira são convertidos em euros à taxa de câmbio em vigor na data do balanço. Os custos e proveitos são convertidos à taxa de câmbio em vigor na data da transacção. A reavaliação dos activos e passivos em moeda estrangeira é efectuada moeda a moeda, incluindo as operações patrimoniais e extrapatrimoniais.

A reavaliação para o preço de mercado dos activos e passivos denominados em moeda estrangeira é tratada separadamente da reavaliação cambial dos mesmos.

O ouro é reavaliado ao preço de mercado em vigor no final do exercício, não sendo feita

qualquer distinção entre a reavaliação a preços de mercado e a reavaliação cambial. Em alternativa, é efectuada uma única valorização com base no preço em euros por onça de ouro fino, o qual é obtido a partir da taxa de câmbio do euro face ao dólar dos Estados Unidos em 31 de Dezembro de 2004.

TÍTULOS

Todos os títulos de dívida negociáveis e outros activos semelhantes são valorizados aos preços médios de mercado em vigor à data do balanço numa base título a título. Para o exercício que terminou em 31 de Dezembro de 2004, foram utilizados os preços médios de mercado do dia 30 de Dezembro de 2004. Os títulos não negociáveis são valorizados ao preço de custo.

RECONHECIMENTO DE RESULTADOS

Os proveitos e custos são reconhecidos no período em que são obtidos ou incorridos. 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 por referência ao respectivo custo médio do activo.

Os ganhos não realizados não são reconhecidos como proveitos, sendo transferidos directamente para uma conta de reavaliação.

As perdas não realizadas são levadas à conta de resultados caso excedam os ganhos de reavaliação anteriores registados na conta de reavaliação correspondente. As perdas não realizadas em qualquer título, moeda ou ouro não são compensadas com ganhos não realizados em outros títulos, moedas ou ouro. Na eventualidade de, no final do exercício, se verificar uma perda não realizada em qualquer activo, o seu custo médio de aquisição é reduzido passando a igualar a taxa de câmbio e/ou o preço de mercado em vigor no final do exercício.

¹ As políticas contabilísticas pormenorizadas do BCE estão definidas na Decisão do Conselho do BCE de 5 de Dezembro de 2002 (BCE/2002/11), JO L 58, 3.3.2003, pp. 38-59.

² Estas políticas são compatíveis com o disposto no artigo 26.º-4 dos Estatutos do SEBC, que exige a harmonização das regras a aplicar às operações contabilísticas e à prestação de informação financeira, no contexto do Eurosistema.

Os prémios ou os descontos sobre títulos adquiridos são calculados e apresentados como uma parte dos juros, sendo amortizados ao longo do prazo residual desses activos.

OPERAÇÕES REVERSÍVEIS

Ao abrigo de um acordo de recompra, os títulos são vendidos com o acordo simultâneo de serem de novo comprados numa data futura a um preço previamente acordado. Estes acordos de recompra são registados no passivo do balanço e, por conseguinte, justificam juros e custos equiparados na conta de resultados. Os títulos vendidos ao abrigo deste tipo de acordos permanecem no balanço do BCE.

Ao abrigo de um acordo de revenda, os títulos são comprados com o acordo simultâneo de serem vendidos de novo à contraparte numa data futura a um preço previamente acordado. Estes acordos de revenda são registados no lado do activo do balanço como empréstimos com garantia (e não como títulos da carteira), dando origem a juros e proveitos equiparados na conta de resultados.

As operações reversíveis (incluindo as operações de cedência de títulos) realizadas mediante um programa automático de cedência de títulos são registadas no balanço apenas quando a garantia seja prestada ao BCE sob a forma de numerário durante o prazo da transacção. Em 2004, o BCE não recebeu qualquer garantia sob a forma de numerário durante o prazo de maturidade de operações desta natureza.

INSTRUMENTOS EXTRAPATRIMONIAIS

Os instrumentos de moeda, nomeadamente as operações cambiais a prazo, as componentes a prazo de *swaps* cambiais e outros instrumentos monetários que impliquem a troca entre duas moedas estrangeiras numa data futura são incluídos na posição cambial dessa moeda para efeitos de cálculo dos resultados cambiais. Os instrumentos de taxa de juro são reavaliados operação a operação. Os futuros de taxa de juro são registados em contas extrapatrimoniais. As

oscilações diárias das margens de variação são registadas na conta de resultados.

ACONTECIMENTOS POSTERIORES À DATA DO BALANÇO

O activo e o passivo são ajustados em função das ocorrências verificadas depois da data de encerramento do balanço anual e da data em que o Conselho do BCE aprova as demonstrações financeiras, desde que estas afectem materialmente a situação do activo e do passivo à data do balanço.

POSIÇÕES INTRA-SEBC/POSIÇÕES INTRA-EUROSISTEMA

As transacções intra-SEBC são transacções transfronteiras que ocorrem entre dois bancos centrais da UE. Estas transacções são principalmente processadas através do TARGET – o Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real (ver Capítulo 2) – e dão origem a saldos bilaterais nas contas entre os bancos centrais da UE ligados ao TARGET. Estes saldos bilaterais são compensados por novação com o BCE numa base diária, ficando cada BCN com uma única posição de saldo bilateral apenas face ao BCE. Nas demonstrações financeiras do BCE, este saldo representa a posição activa ou passiva líquida de cada BCN face ao resto do SEBC.

Os saldos intra-SEBC dos BCN da área do euro junto do BCE (excepto os que se referem ao capital do BCE e as posições resultantes da transferência de activos de reserva externa para o BCE) são considerados como activos ou responsabilidades intra-Eurosistema, sendo apresentados no balanço do BCE como uma única posição credora ou devedora líquida.

Os saldos intra-Eurosistema resultantes da repartição de notas de euros no Eurosistema são incluídos como uma única posição credora na rubrica “Activos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema” (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Os saldos intra-SEBC dos BCN não participantes na área do euro (o Danmarks Nationalbank, o Sveriges Riksbank e o Bank of England) junto do BCE são apresentados na rubrica “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros”.

TRATAMENTO DO IMOBILIZADO CORPÓREO E INCORPÓREO

Activos immobilizados corpóreos e incorpóreos, com excepção de terrenos, são valorizados ao custo de aquisição, deduzido das respectivas amortizações acumuladas. Os terrenos são valorizados a preços de custo. As amortizações são calculadas de acordo com um esquema linear, com início no trimestre seguinte à aquisição e estendendo-se pelo período de vida esperado para esse activo, nomeadamente:

Computadores, outro equipamento informático e veículos motorizados	4 anos
Equipamento, mobiliário e instalações	10 anos
Custos com edifícios e obras	25 anos
Activos fixos de custo inferior a €10 000	Amortizados no ano de aquisição

O período de amortização dos custos com edifícios e obras relacionadas com as actuais instalações do BCE foi reduzido de modo a assegurar que estes activos sejam totalmente amortizados antes de o BCE mudar para a sua sede definitiva.

PLANO DE REFORMAS DO BCE

Os activos do fundo de pensões, que existem apenas para que possam ser concedidos benefícios aos participantes no plano e aos seus dependentes, estão incluídos nos outros activos do BCE e estão identificados separadamente nas notas ao balanço. Os resultados provenientes da reavaliação dos activos do fundo de pensões são reconhecidos como proveitos e custos do plano de reformas no ano em que ocorrem. Os benefícios a pagar através da conta principal, resultantes das contribuições do BCE, dispõem de garantias mínimas que suportam o plano de benefícios estabelecido.

NOTAS EM CIRCULAÇÃO

O BCE e os 12 BCN da área do euro, que em conjunto compõem o Eurosistema, emitem notas de euros³. A repartição pelos bancos centrais do Eurosistema do valor total de notas em circulação é feita no último dia útil de cada mês, de acordo com a tabela de repartição de notas de banco⁴. Ao BCE foi atribuída uma participação de 8% do valor total das notas de euros em circulação, registada na rubrica do passivo “Notas em circulação” por contrapartida de créditos sobre os BCN. Estes créditos, que vencem juros⁵, são apresentados sob a rubrica “Activos intra-Eurosistema: Activos relacionados com a repartição de 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 “Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados”. O Conselho do BCE decidiu que estes proveitos serão distribuídos separadamente pelos BCN, sob a forma de uma distribuição intercalar após o final de cada trimestre.⁶ A distribuição será feita na totalidade, excepto nos casos em que o lucro líquido do BCE relativo ao exercício seja inferior aos proveitos referentes às notas de euros em circulação, e estará sujeita a qualquer decisão que o Conselho do BCE venha a tomar para reduzir esses proveitos por forma a cobrir custos incorridos pelo BCE relacionados com a emissão e tratamento das notas de euros.

3 Decisão do BCE de 6 de Dezembro de 2001 relativa à emissão de notas de euro (BCE/2001/15), JO L 337, 20.12.2001, pp. 52-54, alterada pela Decisão BCE/2003/23, JO L 9, 15.1.2004, pp. 40-41, e pela Decisão BCE/2004/9, JO L 205, 9.6.2004, pp. 17-18.

4 “Tabela de repartição de notas de banco”: indica as percentagens que resultam de se levar em conta a participação do BCE no total da emissão de notas de euros e de se aplicar a tabela de repartição do capital subscrito à participação dos BCN nesse total.

5 Decisão do BCE de 6 de Dezembro de 2001 relativa à repartição dos proveitos monetários dos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes do exercício de 2002 (BCE/2001/16), JO L 337, 20.12.2001, pp. 55-61, alterada pela Decisão BCE/2003/22, JO L 9, 15.1.2004, p.39.

6 Decisão do BCE de 21 de Novembro de 2002 relativa à distribuição, pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes, dos proveitos do Banco Central Europeu referentes às notas de euro em circulação (BCE/2002/9), JO L 323, 28.11.2002, p. 49-50.

OUTRAS QUESTÕES

Tendo em consideração o papel do BCE como banco central, a Comissão Executiva é de opinião que a publicação de uma demonstração dos fluxos de caixa não fornece aos leitores das demonstrações financeiras qualquer informação adicional relevante.

Em conformidade com o disposto no artigo 27.º dos Estatutos do SEBC, e com base numa recomendação do Conselho do BCE, o Conselho da União Europeia aprovou a nomeação da KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft na qualidade de auditores externos do BCE por um período de cinco anos até ao final do exercício de 2007.

NOTAS AO BALANÇO

I OURO E OURO A RECEBER

O BCE detém 24.7 milhões de onças de ouro fino (2003: 24.7 milhões de onças). Não foram efectuadas transacções em ouro em 2004. A variação no balanço, em comparação com 2003, deve-se ao processo de reavaliação de final do exercício destas disponibilidades (ver “Ouro, activos e passivos em moeda estrangeira” nas notas sobre as políticas contabilísticas).

2 ACTIVOS SOBRE NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO E RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

Fundo Monetário Internacional

Este activo representa os Direitos de Saque Especiais (DSE) detidos pelo BCE em 31 de Dezembro de 2004. Resulta de um acordo bidireccional para a compra e venda de DSE com o Fundo Monetário Internacional (FMI), segundo o qual o FMI está autorizado a efectuar, em nome do BCE, vendas e compras de DSE contra euros, dentro de um limite máximo e mínimo, determinado em função dos montantes detidos. O DSE é definido com base num cabaz de moedas. O seu valor corresponde à soma ponderada das taxas de câmbio das quatro moedas mais importantes (euro, iene japonês, libra esterlina e dólar dos Estados Unidos). Para efeitos contabilísticos, os DSE são considerados uma moeda estrangeira (ver “Ouro, activos e passivos em moeda estrangeira” nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos

Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira

Estes activos consistem em depósitos em bancos, empréstimos denominados em moeda estrangeira e investimentos em títulos, denominados em dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses. Podem ser desagregados do seguinte modo:

<i>Activos sobre não residentes na área do euro</i>	2004 €	2003 €	Variação €
Depósitos à ordem	2 682 171 017	1 365 187 080	1 316 983 937
Aplicações no mercado monetário	848 227 002	1 197 220 582	(348 993 580)
Acordos de revenda	2 408 046 989	3 834 025 154	(1 425 978 165)
Investimentos em títulos	21 000 548 972	22 196 952 041	(1 196 403 069)
Total	26 938 993 980	28 593 384 857	(1 654 390 877)

<i>Activos sobre residentes na área do euro</i>	2004 €	2003 €	Variação €
Depósitos à ordem	26 506	26 740	(234)
Aplicações no mercado monetário	2 547 022 979	2 799 445 764	(252 422 785)
Acordos de revenda	4 967 080	0	4 967 080
Total	2 552 016 565	2 799 472 504	(247 455 939)

A redução nestas posições em 2004 deve-se principalmente à reavaliação no final do exercício dos activos do BCE denominados em dólares dos Estados Unidos. A depreciação do dólar dos Estados Unidos face ao euro implicou uma descida significativa do seu contravalor em euros (ver “Ouro, activos e passivos em moeda estrangeira” e “Reconhecimento de resultados” nas notas sobre as políticas contabilísticas).

3 ACTIVOS SOBRE NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM EUROS

Em 31 de Dezembro de 2004, estes activos consistiam em depósitos bancários em entidades não residentes na área do euro.

4 OUTROS ACTIVOS SOBRE INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO DA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM EUROS

Em 31 de Dezembro de 2004, estes activos consistiam num depósito bancário junto de uma entidade residente na área do euro.

5 ACTIVOS INTRA-EUROSISTEMA

Activos relacionados com a repartição das notas de euros no Eurosistema

Esta rubrica consiste nos activos do BCE sobre os BCN da área do euro relacionados com a repartição de notas de euros no Eurosistema (ver “Notas em circulação” nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)

Esta rubrica consiste nos saldos no sistema TARGET dos BCN da área do euro face ao BCE e nos montantes relativos às distribuições intercalares dos proveitos do BCE referentes a notas. Em 31 de Dezembro de 2004, constou o montante de €536 milhões relativo às distribuições intercalares dos proveitos do BCE referentes a notas. Tal representa a devolução subsequente das distribuições intercalares dos referidos proveitos aos BCN da área do euro dos três primeiros trimestres do

	2004 €	2003 €
Créditos sobre BCN da área do euro relacionados com o TARGET	64 024 554 579	49 646 309 854
Responsabilidades para com BCN da área do euro relacionadas com o TARGET	(61 149 859 140)	(45 579 175 620)
Posição líquida relativa ao TARGET	2 874 695 439	4 067 134 234
Créditos sobre/ (responsabilidades para com) BCN da área do euro relacionados com a distribuição intercalar dos proveitos do BCE referentes a notas	536 222 885	532 760 169
Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)	3 410 918 324	4 599 894 403

ano (ver “Notas em circulação” nas notas sobre as políticas contabilísticas e a nota 18 nas “Notas à conta de resultados”).

6 OUTROS ACTIVOS

Activos imobilizados corpóreos

Em 31 de Dezembro de 2004, estes activos eram constituídos pelas seguintes rubricas principais:

	Valor de balanço líquido em 31 de Dezembro de 2004 €	Valor de balanço líquido em 31 de Dezembro de 2003 €	Variação €
Terrenos e edifícios	135 997 016	54 929 962	81 067 054
Computadores	43 089 388	45 407 622	(2 318 234)
Equipamento, mobiliário, instalações e veículos motorizados	3 809 292	2 149 813	1 659 479
Imobilizações em curso	3 215 050	23 259 861	(20 044 811)
Outras imobilizações corpóreas	1 207 558	3 164 692	(1 957 134)
Total	187 318 304	128 911 950	58 406 354

O principal aumento, na rubrica “Terrenos e edifícios”, está relacionado com:

- a aquisição de terreno para a construção da sede definitiva do BCE. Com base numa área de construção previamente definida, foi estabelecido o preço mínimo de compra em €61.4 milhões, a pagar em prestações até 31 de Dezembro de 2004, o mais tardar, data em que o BCE passaria a ser o proprietário legal da referida área. Esse valor foi, entretanto, liquidado na íntegra, tendo sido consequentemente incluído na rubrica “Terrenos e edifícios”; e
- transferências da categoria “Imobilizações em curso” de custos capitalizados com obras de adaptação no terceiro edifício do

BCE, na sequência do início da ocupação destas instalações.

Outros activos financeiros

As componentes mais importantes desta rubrica são as seguintes:

	2004 €	2003 €	Varição €
Títulos denominados em euros	5 399 222 333	5 276 052 927	123 169 406
Acordos de revenda em euros	869 977 933	167 100 400	702 877 533
Activos referentes ao fundo de pensões do BCE	120 243 662	91 727 194	28 516 468
Outros activos financeiros	38 875 639	38 875 737	(98)
Total	6 428 319 567	5 573 756 258	854 563 309

- (a) Títulos denominados em euros e acordos de revenda em euros constituem o investimento dos fundos próprios do BCE (ver também a nota 12).
- (b) As carteiras de investimento relacionadas com o fundo de pensões do BCE estão avaliadas em €120.2 milhões (2003: €91.7 milhões). Os activos detidos representam o investimento das contribuições acumuladas do BCE e do respectivo pessoal para o fundo, à data de 31 de Dezembro de 2004, e são geridos por uma sociedade gestora de fundos externa. As contribuições regulares do BCE e dos participantes no plano têm sido investidas numa base mensal. Os activos do fundo de pensões não são fungíveis com outros activos financeiros do BCE e o rendimento líquido desses activos não constitui proveito do BCE, sendo reinvestido nos fundos correspondentes até ao pagamento dos benefícios. A sociedade gestora de fundos externa efectua a valorização dos activos do fundo de pensões utilizando os preços de mercado em vigor no final do exercício.

- (c) O BCE detém 3 000 acções do Banco de Pagamentos Internacionais, que estão registadas ao custo de aquisição de €38.5 milhões.

Acréscimos e diferimentos

Em 2004, esta posição incluía juros corridos no montante de €197 milhões (2003: €165 milhões) sobre os activos do BCE relacionados com a repartição de notas de euros no Eurosistema do último trimestre (ver “Notas em circulação” nas notas sobre as políticas contabilísticas).

O saldo remanescente corresponde principalmente a juros corridos de títulos e de outros activos financeiros.

Contas diversas e de regularização

Em 2004, a principal componente desta rubrica é um crédito sobre o Ministério Federal das Finanças da Alemanha relativo a valores a recuperar de imposto sobre valor acrescentado e outros impostos indirectos suportados. Estes impostos são reembolsáveis nos termos do artigo 3.º do Protocolo relativo aos Privilégios e Imunidades das Comunidades Europeias, que se aplica ao BCE por força do artigo 40.º dos Estatutos do SEBC.

7 NOTAS EM CIRCULAÇÃO

Esta rubrica consiste na participação do BCE no total de notas de euros em circulação (ver “Notas em circulação” nas notas sobre as políticas contabilísticas).

8 RESPONSABILIDADES PARA COM OUTRAS ENTIDADES NA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM EUROS

Esta rubrica inclui depósitos de membros da Associação Bancária do Euro (ABE), utilizados pelo BCE como garantia para os pagamentos da ABE liquidados através do sistema TARGET.

9 RESPONSABILIDADES PARA COM NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM EUROS

Estas responsabilidades representam principalmente os saldos das contas que os BCN fora da área do euro detêm junto do BCE resultantes de transacções efectuadas através do sistema TARGET (ver “Posições intra-SEBC/Posições intra-Eurosistema” nas notas sobre as políticas contabilísticas).

10 RESPONSABILIDADES PARA COM RESIDENTES E NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM MOEDA ESTRANGEIRA

As responsabilidades decorrentes de acordos de recompra celebrados com residentes e não residentes na área do euro, relacionados com a gestão das reservas em moeda estrangeira do BCE, são as seguintes:

<i>Responsabilidades para com residentes na área do euro</i>	2004 €	2003 €	Variação €
Acordos de recompra	4 967 080	0	4 967 080

<i>Responsabilidades para com não residentes na área do euro</i>	2004 €	2003 €	Variação €
Acordos de recompra	1 254 905 957	1 452 432 822	(197 526 865)

11 RESPONSABILIDADES INTRA-EUROSISTEMA

Representam as responsabilidades para com os BCN da área do euro, decorrentes da transferência de activos de reserva para o BCE. As responsabilidades são denominadas em euros com base num valor fixado na data da transferência e são remuneradas à última taxa marginal disponível aplicável às operações de refinanciamento, ajustada de forma a reflectir uma remuneração zero da componente ouro (ver a nota 18 nas “Notas à Conta de Resultados”).

Devido à redução nas ponderações dos BCN da área do euro na tabela de repartição para subscrição do capital do BCE em 1 de Janeiro de 2004 e à sua subsequente adaptação em 1 de Maio de 2004 (ver a nota 15), o valor inicial das responsabilidades, no montante de €40 497 150 000, foi reduzido, em duas fases, para €39 782 265 622 por Decisões do Conselho do BCE em conformidade com o artigo 30.º-3 dos Estatutos do SEBC. O objectivo deste ajustamento é proporcionar aos BCN que adiram ao Eurosistema numa data futura o espaço necessário para poderem transferir activos de reserva externa na proporção das respectivas ponderações na tabela de repartição para subscrição do capital do BCE. A redução da responsabilidade denominada em euros não implicou novas transferências de activos de reserva externa entre o BCE e os BCN.

	Até 31 de Dezembro de 2003 €	De 1 de Janeiro a 30 de Abril de 2004 €	Desde 1 de Maio de 2004 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1 432 900 000	1 414 850 000	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	12 246 750 000	11 702 000 000	11 761 707 508
Bank of Greece	1 028 200 000	1 080 700 000	1 055 840 343
Banco de Espanña	4 446 750 000	4 390 050 000	4 326 975 513
Banque de France	8 416 850 000	8 258 750 000	8 275 330 931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	424 800 000	512 700 000	513 006 858
Banca d'Italia	7 447 500 000	7 286 300 000	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	74 600 000	85 400 000	87 254 014
De Nederlandsche Bank	2 139 000 000	2 216 150 000	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	1 179 700 000	1 150 950 000	1 157 451 203
Banco de Portugal	961 600 000	1 006 450 000	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	698 500 000	714 900 000	717 118 926
Total	40 497 150 000	39 819 200 000	39 782 265 622

12 OUTRAS RESPONSABILIDADES

Esta rubrica consiste principalmente em juros devidos aos BCN resultantes da remuneração dos activos de reserva transferidos (ver a nota 11). As obrigações do BCE relacionadas com o fundo de pensões, incluindo uma provisão constituída por recomendação do relatório do actuário (ver a nota 13), totalizam €148.8 milhões (2003: €100.6 milhões). Estão também incluídos neste saldo outros acréscimos e diferimentos e operações de recompra por liquidar no montante de €200 milhões relacionadas com a gestão dos fundos próprios do BCE (ver a nota 6).

13 PROVISÕES

Esta posição inclui provisões administrativas referentes a pensões e despesas com bens e serviços, assim como uma provisão específica destinada ao cumprimento das obrigações contratuais do BCE de restituir, nas condições iniciais, os edifícios onde actualmente se encontra instalado, quando mudar para a sua sede definitiva.

14 CONTAS DE REAVIAÇÃO

Estas contas representam reservas de reavaliação decorrentes de ganhos não realizados em activos e passivos:

	2004 €	2003 €	Variação €
Ouro	1 853 957 106	2 070 968 381	(217 011 275)
Moeda estrangeira	0	1 901	(1 901)
Títulos	67 160 084	105 493 783	(38 333 699)
Total	1 921 117 190	2 176 464 065	(255 346 875)

15 CAPITAL E RESERVAS

Capital

(a) Alterações à tabela de repartição do capital subscrito do BCE

Nos termos do artigo 29.º-3 dos Estatutos do SEBC, as ponderações atribuídas aos BCN devem ser adaptadas de cinco em cinco anos. A primeira alteração após a criação do BCE teve efeitos a 1 de Janeiro de 2004. A 1 de Maio de 2004, ocorreu uma segunda alteração, na sequência da adesão de dez Estados-Membros. Com base na Decisão do Conselho de 15 de Julho de 2003 relativa aos dados estatísticos a utilizar com vista à adaptação da tabela de repartição para a subscrição do capital do Banco Central Europeu, as participações dos BCN foram adaptadas, a 1 de Janeiro de 2004 e a 1 de Maio de 2004, como se apresenta a seguir:

	Até 31 de Dezembro de 2003 %	De 1 de Janeiro a 30 de Abril de 2004 %	Desde 1 de Maio de 2004 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2.8658	2.8297	2.5502
Deutsche Bundesbank	24.4935	23.4040	21.1364
Bank of Greece	2.0564	2.1614	1.8974
Banco de España	8.8935	8.7801	7.7758
Banque de France	16.8337	16.5175	14.8712
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0.8496	1.0254	0.9219
Banca d'Italia	14.8950	14.5726	13.0516
Banque centrale du Luxembourg	0.1492	0.1708	0.1568
De Nederlandsche Bank	4.2780	4.4323	3.9955
Oesterreichische Nationalbank	2.3594	2.3019	2.0800
Banco de Portugal	1.9232	2.0129	1.7653
Suomen Pankki – Finlands Bank	1.3970	1.4298	1.2887
Total relativo aos BCN da área do euro	80.9943	79.6384	71.4908

	Até 31 de Dezembro de 2003 %	De 1 de Janeiro a 30 de Abril de 2004 %	Desde 1 de Maio de 2004 %
Česká národní banka	0.0000	0.0000	1.4584
Danmarks Nationalbank	1.6709	1.7216	1.5663
Eesti Pank	0.0000	0.0000	0.1784
Central Bank of Cyprus	0.0000	0.0000	0.1300
Latvijas Banka	0.0000	0.0000	0.2978
Lietuvos bankas	0.0000	0.0000	0.4425
Magyar Nemzeti Bank	0.0000	0.0000	1.3884
Central Bank of Malta/Bank Ċentrali ta' Malta	0.0000	0.0000	0.0647
Narodowy Bank Polski	0.0000	0.0000	5.1380
Banka Slovenije	0.0000	0.0000	0.3345
Národná banka Slovenska	0.0000	0.0000	0.7147
Sveriges Riksbank	2.6537	2.6636	2.4133
Bank of England	14.6811	15.9764	14.3822
Total relativo aos BCN fora da área do euro	19.0057	20.3616	28.5092
Total	100.0000	100.0000	100.0000

(b) O capital do BCE

Devido à redução global de 1.3559% nas ponderações dos BCN da área do euro (ou seja, os BCN que realizaram integralmente as subscrições) na tabela de repartição para subscrição do capital do BCE de €5 000 milhões, as respectivas participações no capital subscrito diminuíram, passando de €4 049 715 000 para um total de €3 981 920 000 em 1 de Janeiro de 2004. Em 1 de Maio de 2004 foi efectuada uma nova redução para €3 978 226 562, em resultado da adesão de dez novos Estados-Membros.

Nos termos do artigo 49.º-3 dos Estatutos do SEBC, anexado aos Estatutos pelo Tratado de Adesão, o capital subscrito do BCE será, no futuro, automaticamente aumentado quando um novo membro adere à UE e o respectivo BCN passa a fazer parte do SEBC. Esse

aumento é calculado multiplicando os respectivos montantes de capital subscrito em vigor nessa data (no caso, €5 000 milhões) pelo quociente, dentro da tabela de repartição do capital alargada, entre a ponderação atribuída aos BCN dos novos Estados-Membros e a ponderação atribuída aos BCN dos países que já são membros do SEBC. Por conseguinte, o capital subscrito do BCE ascendeu a €5 565 mil milhões em resultado do aumento de 1 de Maio de 2004.

Aos 13 BCN fora da área do euro é exigida a realização de uma percentagem mínima das respectivas participações no capital do BCE como contribuição para a cobertura dos custos operacionais do BCE. Em 1 de Maio de 2004, esta percentagem foi aumentada de 5% para 7%. Esta contribuição, que inclui os montantes recebidos dos dez novos BCN fora da área do euro, totalizou €111 050 988 na referida data. Ao contrário dos congéneres da área do euro, os BCN fora da área do euro não têm direito a qualquer percentagem dos lucros distribuíveis do BCE, incluindo os proveitos monetários decorrentes da repartição de notas de euros no Eurosistema, nem são obrigados a financiar quaisquer perdas incorridas pelo BCE.

O efeito combinado dos três factos atrás mencionados é a redução do capital realizado, que passou de €4 097 229 250 (em 31 de Dezembro de 2003) para €4 032 824 000 (em 1 de Janeiro de 2004), tendo aumentado em 1 de Maio de 2004 para €4 089 277 550, como indicado no quadro a seguir:

	Capital subscrito até 31 de Dezembro de 2003	Capital realizado até 31 de Dezembro de 2003	Capital subscrito entre 1 de Janeiro e 30 de Abril de 2004	Capital realizado entre 1 de Janeiro e 30 de Abril de 2004	Capital subscrito desde 1 de Maio de 2004 ¹⁾	Capital realizado desde 1 de Maio de 2004
	€	€	€	€	€	€
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	143 290 000	143 290 000	141 485 000	141 485 000	141 910 195	141 910 195
Deutsche Bundesbank	1 224 675 000	1 224 675 000	1 170 200 000	1 170 200 000	1 176 170 751	1 176 170 751
Bank of Greece	102 820 000	102 820 000	108 070 000	108 070 000	105 584 034	105 584 034
Banco de España	444 675 000	444 675 000	439 005 000	439 005 000	432 697 551	432 697 551
Banque de France	841 685 000	841 685 000	825 875 000	825 875 000	827 533 093	827 533 093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	42 480 000	42 480 000	51 270 000	51 270 000	51 300 686	51 300 686
Banca d'Italia	744 750 000	744 750 000	728 630 000	728 630 000	726 278 371	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	7 460 000	7 460 000	8 540 000	8 540 000	8 725 401	8 725 401
De Nederlandsche Bank	213 900 000	213 900 000	221 615 000	221 615 000	222 336 360	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	117 970 000	117 970 000	115 095 000	115 095 000	115 745 120	115 745 120
Banco de Portugal	96 160 000	96 160 000	100 645 000	100 645 000	98 233 106	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	69 850 000	69 850 000	71 490 000	71 490 000	71 711 893	71 711 893
Total relativo dos BCN da área do euro	4 049 715 000	4 049 715 000	3 981 920 000	3 981 920 000	3 978 226 562	3 978 226 562
Česká národní banka	0	0	0	0	81 155 136	5 680 860
Danmarks Nationalbank	83 545 000	4 177 250	86 080 000	4 304 000	87 159 414	6 101 159
Eesti Pank	0	0	0	0	9 927 370	694 916
Central Bank of Cyprus	0	0	0	0	7 234 070	506 385
Latvijas Banka	0	0	0	0	16 571 585	1 160 011
Lietuvos bankas	0	0	0	0	24 623 661	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	0	0	0	0	77 259 868	5 408 191
Central Bank of Malta/ Bank Ċentrali ta' Malta	0	0	0	0	3 600 341	252 024
Narodowy Bank Polski	0	0	0	0	285 912 706	20 013 889
Banka Slovenije	0	0	0	0	18 613 819	1 302 967
Národná banka Slovenska	0	0	0	0	39 770 691	2 783 948
Sveriges Riksbank	132 685 000	6 634 250	133 180 000	6 659 000	134 292 163	9 400 451
Bank of England	734 055 000	36 702 750	798 820 000	39 941 000	800 321 860	56 022 530
Total relativo dos BCN fora da área do euro	950 285 000	47 514 250	1 018 080 000	50 904 000	1 586 442 685	111 050 988
Total	5 000 000 000	4 097 229 250	5 000 000 000	4 032 824 000	5 564 669 247	4 089 277 550
1) Cada montante indicado foi arredondado para o euro mais próximo. Os totais podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.						

Reservas

Esta posição representa o fundo de reserva geral do BCE, constituído nos termos do artigo 33.º dos Estatutos do SEBC.

INSTRUMENTOS EXTRAPATRIMONIAIS

I 6 PROGRAMA AUTOMÁTICO DE CEDÊNCIA DE TÍTULOS

No âmbito da gestão dos fundos próprios, o BCE concluiu um acordo relativo ao programa automático de cedência de títulos, segundo o qual um agente nomeado para o efeito efectua operações de cedência de títulos em nome do BCE com diversas contrapartes, designadas pelo BCE como contrapartes elegíveis. Nos termos deste acordo, encontravam-se por liquidar em 31 de Dezembro de 2004 operações reversíveis realizadas no âmbito de acordos de recompra e revenda no valor de €1 000 milhões (2003: €0.4 mil milhões) (ver “Operações reversíveis” nas notas sobre as políticas contabilísticas).

I 7 FUTUROS DE TAXAS DE JURO

Em 2004 foram utilizados futuros de taxas de juro em moeda estrangeira no âmbito da gestão das reservas externas do BCE. Em 31 de Dezembro de 2004, encontravam-se por liquidar as seguintes transacções, contabilizadas ao valor nominal:

Futuros de taxas de juro em moeda estrangeira	Valor contratual €
Aquisições	1 077 349 366
Vendas	91 770 061

NOTAS À CONTA DE RESULTADOS

18 RESULTADO LÍQUIDO DE JUROS E DE CUSTOS E PROVEITOS EQUIPARADOS

Juros e outros proveitos equiparados de activos de reserva externa

Esta rubrica inclui juros recebidos, líquidos de juros pagos, relacionados com os activos e passivos denominados em moeda estrangeira, como apresentado a seguir:

	2004 €	2003 €	Variação €
Juros relativos a depósitos à ordem	3 744 188	3 679 287	64 901
Juros decorrentes de aplicações no mercado monetário	49 854 512	45 699 455	4 155 057
Juros de acordos de revenda	63 759 141	66 206 740	(2 447 599)
Juros líquidos em investimentos em títulos	317 073 827	445 357 205	(128 283 378)
Total de juros (activos)	434 431 668	560 942 687	(126 511 019)
Juros e custos equiparados relativos a depósitos à ordem	(32 020)	(73 292)	41 272
Juros de acordos de recompra	(11 947 990)	(19 575 020)	7 627 030
Outros juros e custos equiparados (líquidos)	(32 960)	0	(32 960)
Juros líquidos sobre activos de reserva	422 418 698	541 294 375	(118 875 677)

Juros e outros proveitos equiparados decorrentes da repartição das notas de euros no Eurosistema

Esta rubrica consiste nas receitas do BCE referentes à sua participação, de 8%, no total de notas de euros emitidas. Os juros relativos aos activos do BCE referentes à sua participação no total de notas de euros são remunerados à última taxa marginal disponível para as operações principais de refinanciamento do Eurosistema. Estes proveitos são distribuídos aos BCN, tal como referido em “Notas em circulação” nas notas sobre as políticas contabilísticas.

Com base na estimativa dos resultados financeiros do BCE para o exercício findo em 31 de Dezembro de 2004, o Conselho do BCE decidiu, em Dezembro de 2004:

- (a) solicitar a devolução das três distribuições trimestrais intercalares já efectuadas aos BCN ao longo do ano, que totalizam €536 milhões;
- (b) não proceder à última distribuição trimestral intercalar no montante de €197 milhões.

Remuneração dos activos dos BCN relacionados com os activos de reserva externa transferidos

A remuneração paga aos BCN da área do euro pelos seus activos sobre o BCE relacionados com activos de reserva externa transferidos ao abrigo do artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC é apresentada nesta rubrica.

Outros juros e proveitos equiparados e Outros juros e custos equiparados

Estas rubricas incluem os resultados dos saldos relacionados com o TARGET e com outros activos e passivos denominados em euros.

Em 2004, o resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados continuou a ser afectado pelos níveis baixos das taxas de juro internas e externas.

19 RESULTADOS REALIZADOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS

Os ganhos realizados líquidos resultantes de operações financeiras em 2004 foram os seguintes:

	2004 €	2003 €	Variação €
Ganhos realizados líquidos relativos a títulos	94 643 135	528 606 147	(433 963 012)
Ganhos/(Perdas) cambiais realizados líquidos	41 402 675	(3 345 525)	44 748 200
Ganhos realizados em operações financeiras	136 045 810	525 260 622	(389 214 812)

20 PREJUÍZOS NÃO REALIZADOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS

	2004 €	2003 €	Variação €
Perdas não realizadas relativas a preço de títulos	(28 485 006)	(10 349 709)	(18 135 297)
Perdas cambiais não realizadas	(2 064 800 103)	(3 962 339 851)	1 897 539 748
Total	(2 093 285 109)	(3 972 689 560)	1 879 404 451

Estes custos devem-se principalmente a prejuízos não realizados relacionados com a diferença entre o custo médio de aquisição de dólares dos Estados Unidos detidos pelo BCE e a respectiva taxa de câmbio no fim do exercício, em 31 de Dezembro de 2004, no seguimento da depreciação desta moeda face ao euro ao longo do ano.

21 RESULTADO LÍQUIDO DE COMISSÕES E DE OUTROS CUSTOS E PROVEITOS BANCÁRIOS

	2004 €	2003 €	Variação €
Comissões recebidas e outros proveitos bancários	297 964	700 271	(402 307)
Comissões pagas e outros custos bancários	(559 481)	(763 737)	204 256
Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários	(261 517)	(63 466)	(198 051)

Os proveitos resultaram principalmente de sanções impostas às instituições de crédito pelo não cumprimento dos requisitos de reservas mínimas. Os custos dizem respeito sobretudo a comissões a pagar relativamente a depósitos à ordem e estão relacionados com a execução de futuros de taxas de juro em moeda estrangeira (ver a nota 17 nas “Notas ao Balanço”).

22 OUTROS PROVEITOS E GANHOS

Os outros proveitos diversos do exercício derivam principalmente da reposição na conta de resultados de provisões administrativas não utilizadas. A partir de 2004, esta rubrica passa a incluir também a contribuição dos BCN dos dez novos Estados-Membros para o pagamento das taxas de serviço anuais locais, que decorrem das respectivas ligações locais à infra-estrutura de TI do SEBC, aquando da sua adesão. Em primeira instância, estes custos são suportados a nível central pelo BCE.

As contribuições dos BCN terminarão aquando da entrada dos respectivos Estados-Membros na área do euro.

23 CUSTOS COM PESSOAL

Esta rubrica inclui remunerações, subsídios e custos com seguros no valor de €120.0 milhões (2003: €108.2 milhões), assim como as

contribuições do BCE para o fundo de pensões. Os emolumentos dos membros da Comissão Executiva do BCE totalizaram €2.1 milhões (2003: €2.0 milhões). Não foram pagas pensões a ex-membros da Comissão Executiva ou aos seus dependentes durante o exercício. Foram efectuados pagamentos, a título transitório, a membros cessantes da Comissão Executiva. As remunerações e subsídios, incluindo os emolumentos dos órgãos de gestão, são, na essência, baseados e comparáveis com os esquemas de remuneração praticados nas Comunidades Europeias.

O aumento registado em 2004 nesta rubrica deve-se principalmente a um acréscimo das obrigações do BCE referentes ao fundo de pensões, de acordo com o cálculo actuarial (ver também a nota 24).

No final de 2004, o BCE tinha ao seu serviço 1 309 pessoas, das quais 131 com funções de gestão. No que se refere a alterações no número de pessoas empregadas, há a registar:

	2004	2003
Em 1 de Janeiro	1 213	1 105
Novos membros	137	149
Demissões	41	41
Em 31 de Dezembro	1 309	1 213
Média de pessoal empregado	1 261	1 160

24 PLANO DE REFORMAS DO BCE

Nos termos do regulamento do plano de pensões do BCE, é necessária uma avaliação actuarial trienal. A última avaliação actuarial foi efectuada em 31 de Dezembro de 2003, com base no pressuposto da total cessação, nessa data, da actividade profissional e fim da contagem de tempo de serviço.

O custo das pensões relacionado com o plano é avaliado de acordo com o parecer de um actuário qualificado. Para o BCE, o custo total das pensões, incluindo uma provisão para subsídios de invalidez e de pós-reforma, foi de

€41.1 milhões (2003: €21.7 milhões). Este montante inclui uma provisão para as pensões dos membros da Comissão Executiva no valor de €1.8 milhões (2003: €1.9 milhões) e outras contribuições suplementares. A taxa de contribuição futura a pagar pelo BCE é de 16.5% das remunerações pensionáveis do total do pessoal.

25 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, bem como despesas relacionadas com o recrutamento, mudança, instalação, formação profissional e reafecção de pessoal.

26 CUSTOS DE PRODUÇÃO DE NOTAS

Em 2004, tal como aconteceu em 2003, estes custos estiveram relacionados com as despesas decorrentes da transferência transfronteiras das notas de euros entre BCN para fazerem face a flutuações inesperadas da procura e foram suportados a nível central pelo BCE.

NOTA SOBRE A DISTRIBUIÇÃO DAS PERDAS

Esta nota não é parte integrante das demonstrações financeiras do BCE para 2004, sendo publicada no Relatório Anual apenas para efeitos de informação.

PROVEITOS DECORRENTES DA EMISSÃO DE NOTAS DE EUROS PELO BCE

No seguimento de uma decisão do Conselho do BCE, o montante de €733 milhões foi retido pelo BCE, para assegurar que a distribuição total de lucros relativos ao exercício não excedesse o resultado líquido do BCE para o exercício. O referido montante corresponde a todos os proveitos de 2004 referentes à participação do BCE no total de notas de euros em circulação.

COBERTURA DAS PERDAS DO BCE

Nos termos do artigo 33.º-2 dos Estatutos do SEBC, 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 financeiro correspondente, proporcionalmente e até aos montantes repartidos entre os bancos centrais nacionais, de acordo com o disposto no artigo 32.º-5 dos Estatutos¹.

Em 11 de Março de 2005, o Conselho do BCE decidiu cobrir as perdas do exercício findo em 31 de Dezembro de 2004 da seguinte forma:

	2004 €	2003 €
Prejuízo do exercício	(1 636 028 702)	(476 688 785)
Transferências do fundo de reserva geral	296 068 424	476 688 785
Transferência dos proveitos monetários do exercício	1 339 960 278	0
Total	0	0

¹ Nos termos do artigo 32.º-5 dos Estatutos do SEBC, o total dos proveitos monetários dos BCN participantes será repartido entre os BCN participantes proporcionalmente às participações que tiverem realizado no capital do BCE.

Relatório de Auditoria

Ao Presidente e ao Conselho
do Banco Central Europeu

Frankfurt am Main

Auditámos o Balanço do Banco Central Europeu reportado a 31 de Dezembro de 2004, assim como a Conta de Resultados e respectivas notas. A elaboração das contas anuais é da responsabilidade da Comissão Executiva do Banco Central Europeu. A nossa responsabilidade consiste na emissão de uma opinião sobre o referido balanço e conta de resultados, baseada na auditoria por nós efectuada.

A nossa auditoria foi conduzida de acordo com as normas internacionais de auditoria. Estas normas exigem que planeemos e executemos a auditoria por forma a obtermos um grau de segurança razoável sobre se as referidas contas anuais contêm, ou não contêm, distorções materialmente relevantes. Uma auditoria inclui o exame, numa base de teste, das evidências que suportam os valores e informações constantes nas contas actuais. Uma auditoria inclui igualmente uma apreciação dos princípios contabilísticos utilizados e a avaliação das estimativas significativas efectuadas pela gestão, bem como a apreciação da apresentação geral do balanço e da conta de resultados. Em nosso entender, a auditoria por nós efectuada constitui base suficiente para a emissão da nossa opinião.

Em nossa opinião, o balanço e a conta de resultados, elaborados de acordo com as políticas contabilísticas descritas na primeira parte das notas, reflectem com exactidão a situação financeira do Banco Central Europeu em 31 de Dezembro de 2004 e os resultados do exercício findo naquela data.

Frankfurt am Main, 4 de Março de 2005

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

Aufsichtsratsvorsitzender:
WP StB Dipl.-Kfm.
Gerhard Brackert

Vorstand:
WP StB Dipl.-Kfm.
Axel Berger
WP RA StB
Dr. Bernd Erle
WP StB Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Gerd Geib
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB
Dr. Hartwich Lüßmann
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas
WP StB
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher
WP StB Dipl.-Kfm.
Rüdiger Reinke
CPA Kenneth D. Russell
WP Dipl.-Oec.
Bernd Ulrich Schmid
WP Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Wienand Schruff
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB
Prof. Dr. Harald Wiedmann
Sprecher
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc
Gottfried Wohlmannstetter
WP StB Dipl.-Kfm.
Hans Zehnder
WP StB Dipl.-Kfm.
Wolfgang Zielke
stelv. Sprecher
Zertifiziert nach
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und
Frankfurt am Main
Handelsregister:
Charlottenburg (HRB 1077)
und Frankfurt am Main
(HRB 14345)
Bankverbindung:
Deutsche Bank AG,
Frankfurt a. M., 096 386 800
BLZ 500 700 10
USt.-IdNr.: DE 136 751 547



5 BALANÇO CONSOLIDADO DO EUROSISTEMA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2004

(EUR MILHÕES)

ACTIVO	31 DE DEZEMBRO 2004	31 DE DEZEMBRO 2003
1 Ouro e ouro a receber	125 730	130 344
2 Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira	153 856	175 579
2.1 Fundo Monetário Internacional	23 948	29 130
2.2 Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos	129 908	146 449
3 Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira	16 974	17 415
4 Activos sobre não residentes na área do euro denominados em euros	6 849	6 049
4.1 Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos	6 849	6 049
4.2 Facilidade de crédito no âmbito do MTC II	0	0
5 Créditos a instituições de crédito da área do euro relacionados com operações de política monetária denominados em euros	345 112	298 163
5.1 Operações principais de refinanciamento	270 000	253 001
5.2 Operações de refinanciamento de prazo alargado	75 000	45 000
5.3 Operações reversíveis ocasionais de regularização	0	0
5.4 Operações reversíveis estruturais	0	0
5.5 Facilidade permanente de cedência de liquidez	109	134
5.6 Créditos relacionados com o valor de cobertura adicional	3	28
6 Outros activos para com instituições de crédito da área do euro denominados em euros	3 763	729
7 Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros	70 244	54 466
8 Crédito à Administração Pública denominado em euros	41 317	42 686
9 Outros activos	120 479	109 365
Total do activo	884 324	834 796

Os totais e subtotais podem não corresponder devido a arredondamentos.

PASSIVO	31 DE DEZEMBRO 2004	31 DE DEZEMBRO 2003
1 Notas em circulação	501 256	436 128
2 Responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro relacionadas com operações de política monetária denominadas em euros	138 735	147 328
2.1 Depósitos à ordem (incluindo reservas obrigatórias)	138 624	147 247
2.2 Facilidade de depósito	106	80
2.3 Depósitos a prazo	0	0
2.4 Operações reversíveis ocasionais de regularização	0	0
2.5 Depósitos relacionados com o valor de cobertura adicional	5	1
3 Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro denominadas em euros	126	257
4 Certificados de dívida emitidos	0	1 054
5 Responsabilidades para com outras entidades da área do euro denominadas em euros	42 187	39 865
5.1 Administração Pública	35 968	34 106
5.2 Outras responsabilidades	6 219	5 759
6 Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros	10 912	10 279
7 Responsabilidades para com residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira	247	499
8 Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira	10 679	11 205
8.1 Depósitos saldos e outras responsabilidades	10 679	11 205
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	5 573	5 761
10 Outras responsabilidades	51 791	54 757
11 Contas de reavaliação	64 581	67 819
12 Capital e reservas	58 237	59 844
Total do passivo	884 324	834 796

ANEXOS

ANEXOS

INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS PELO BCE

O quadro seguinte lista os instrumentos jurídicos que foram adoptados pelo BCE em 2004 e no início de 2005 e publicados no Jornal Oficial da União Europeia. O Serviço das Publicações Oficiais das Comunidades Europeias disponibiliza cópias do Jornal Oficial. Para consultar a lista de todos os instrumentos jurídicos adoptados pelo BCE desde o seu estabelecimento e publicados no Jornal Oficial, consultar o *site* do BCE.

Número	Título	Referência do JO
BCE/2004/1	Orientação do Banco Central Europeu, de 13 Fevereiro de 2004, que altera a Orientação BCE/2003/2 relativa a determinados requisitos de informação estatística do Banco Central Europeu e aos procedimentos de reporte de estatísticas monetárias e bancárias pelos bancos centrais nacionais	JO L 83, 20.3.2004, p. 29
BCE/2004/2	Decisão do Banco Central Europeu, de 19 de Fevereiro de 2004, que adopta o Regulamento Interno do Banco Central Europeu	JO L 80, 18.3.2004, p. 33
BCE/2004/3	Decisão do Banco Central Europeu, 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
BCE/2004/4	Orientação do Banco Central Europeu, de 21 de Abril de 2004, que altera a Orientação BCE/2001/3 relativa a um sistema de transferências automáticas trans-europeias de liquidações pelos valores brutos em tempo real (TARGET)	JO L 205, 9.6.2004, p. 1
BCE/2004/5	Decisão do Banco Central Europeu, de 22 de Abril de 2004, relativa à participação percentual dos bancos centrais nacionais na tabela de repartição para a subscrição do capital do Banco Central Europeu	JO L 205, 9.6.2004, p. 5
BCE/2004/6	Decisão do Banco Central Europeu, de 22 de Abril de 2004, que estabelece as medidas necessárias à realização do capital do Banco Central Europeu pelos bancos centrais nacionais participantes	JO L 205, 9.6.2004, p. 7
BCE/2004/7	Decisão do Banco Central Europeu de 22 de Abril de 2004 que estabelece os termos e condições para as transferências de participações no capital do Banco Central Europeu entre os bancos centrais nacionais e para a adaptação do capital realizado	JO L 205, 9.6.2004, p. 9
BCE/2004/8	Decisão do Banco Central Europeu, de 22 de Abril de 2004, que estabelece as medidas necessárias para a contribuição para o valor acumulado dos fundos próprios do Banco Central Europeu e para a adaptação dos créditos dos bancos centrais nacionais equivalentes aos activos de reserva transferidos, e medidas relativas a aspectos financeiros conexos	JO L 205, 9.6.2004, p. 13

Número	Título	Referência do JO
BCE/2004/9	Decisão do Banco Central Europeu, de 22 de Abril de 2004, que altera a Decisão BCE/2001/15, de 6 de Dezembro de 2001, relativa à emissão de notas de euro	JO L 205, 9.6.2004, p. 17
BCE/2004/10	Decisão do Banco Central Europeu, de 23 Abril de 2004, que estabelece as medidas necessárias à realização do capital do Banco Central Europeu pelos bancos centrais nacionais não participantes	JO L 205, 9.6.2004, p. 19
BCE/2004/11	Decisão do Banco Central Europeu, de 3 de Junho de 2004, relativa aos termos e condições para os inquéritos efectuados pelo Organismo Europeu de Luta Antifraude no Banco Central Europeu em matéria de luta contra a fraude, a corrupção e todas as actividades ilegais lesivas dos interesses financeiros das Comunidades Europeias, e que altera as condições de emprego do pessoal do Banco Central Europeu	JO L 230, 30.6.2004, p. 56
BCE/2004/12	Decisão do Banco Central Europeu, de 17 de Junho de 2004, que adopta o Regulamento Interno do Conselho Geral do Banco Central Europeu	JO L 230, 30.6.2004, p. 61
BCE/2004/13	Orientação do Banco Central Europeu, de 1 de Julho de 2004, relativa à prestação, pelo Eurosistema, de serviços em matéria de gestão de reservas denominadas em euros a bancos centrais e países não pertencentes à União Europeia e a organizações internacionais	JO L 241, 13.7.2004, p. 68
BCE/2004/14	Decisão do Banco Central Europeu, de 9 de Julho de 2004, que altera a Decisão BCE/2003/15, de 28 de Novembro de 2003, relativa à aprovação do volume de emissão de moeda metálica em 2004	JO L 248, 22.7.2004, p. 14
BCE/2004/15	Orientação do Banco Central Europeu, de 16 de Julho de 2004, relativa aos requisitos de reporte estatístico do Banco Central Europeu no domínio das estatísticas de balança de pagamentos e posição de investimento internacional, e do modelo de reservas internacionais	JO L 354, 30.11.2004, p. 34
BCE/2004/16	Recomendação do Banco Central Europeu, de 16 de Julho de 2004, relativa aos requisitos de reporte estatístico do Banco Central Europeu no domínio das estatísticas de balança de pagamentos e posição de investimento internacional, e do modelo de reservas internacionais	JO C 292, 30.11.2004, p. 21
BCE/2004/17	Recomendação do Banco Central Europeu, de 30 de Julho de 2004, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do Banca d'Italia	JO C 202, 10.8.2004, p. 1

Número	Título	Referência do JO
BCE/2004/18	Orientação do Banco Central Europeu, de 16 de Setembro de 2004, relativa aos procedimentos para a aquisição de notas de euro	JO L 320, 21.10.2004, p. 21
BCE/2004/19	Decisão do Banco Central Europeu, de 14 de Dezembro de 2004, relativa à aprovação do volume de emissão de moeda metálica em 2005	JO L 379, 24.12.2004, p. 107
BCE/2004/20	Orientação do Banco Central Europeu, de 16 de Dezembro de 2004, que altera a Orientação BCE/2004/13 relativa à prestação, pelo Eurosistema, de serviços em matéria de gestão de reservas denominadas em euros a bancos centrais e países não pertencentes à União Europeia e a organizações internacionais	JO L 385, 29.12.2004, p. 85
BCE/2004/21	Regulamento do Banco Central Europeu, de 16 Dezembro de 2004, que altera o Regulamento (CE) n.º 2423/2001 (BCE/2001/13) relativo ao balanço consolidado do sector das instituições financeiras monetárias e o Regulamento (CE) n.º 63/2002 (BCE/2001/18) relativo às estatísticas das taxas de juro praticadas pelas instituições financeiras monetárias em operações de depósitos e empréstimos face às famílias e às sociedades não financeiras	JO L 371, 18.12.2004, p. 42
BCE/2005/1	Orientação do Banco Central Europeu, de 21 de Janeiro de 2005, que altera a Orientação BCE/2001/3, relativa a um sistema de transferências automáticas trans-europeias de liquidações pelos valores brutos em tempo real (TARGET)	JO L 30, 3.2.2005, p. 21
BCE/2005/2	Orientação do Banco Central Europeu, de 3 de Fevereiro de 2005, que altera a Orientação BCE/2000/7 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema	A publicar no Jornal Oficial
BCE/2005/3	Recomendação do Banco Central Europeu, de 11 de Fevereiro de 2005, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do Banco de Portugal	JO C 50, 26.2.2005, p. 6
BCE/2005/4	Orientação do Banco Central Europeu, de 15 de Fevereiro de 2005, relativa a determinados requisitos de informação estatística do Banco Central Europeu e aos procedimentos de reporte de estatísticas monetárias e bancárias pelos bancos centrais nacionais	A publicar
BCE/2005/5	Orientação do Banco Central Europeu, de 17 de Fevereiro de 2005, relativa a requisitos de informação estatística do Banco Central Europeu e aos procedimentos de troca de informações estatísticas no Sistema Europeu de Bancos Centrais na área de estatísticas de finanças públicas	A publicar

PARECERES ADOPTADOS PELO BCE

O quadro seguinte lista os pareceres adoptados pelo BCE em 2004 e início de 2005, ao abrigo do n.º 4 do artigo 105.º do Tratado e artigo 4.º dos Estatutos do SEBC, alínea b) do n.º 2 do artigo 112.º do Tratado e artigo 11.º-2 dos Estatutos. Para consultar a lista de todos os pareceres adoptados pelo BCE desde o seu estabelecimento, consultar o *site* do BCE.

(a) Pareceres do BCE na sequência de uma consulta por um Estado-Membro¹

Número ²	Origem	Assunto
CON/2004/1	Finlândia	Medidas que afectam a posição financeira do Suomen Pankki e disposições relacionadas com o seu poder para emitir normas
CON/2004/2	Suécia	Comunicação de estatísticas monetárias e bancárias pelas IFM
CON/2004/3	Luxemburgo	Estabelecimento de um quadro legal específico para as transacções de titularização
CON/2004/5	Áustria	Supervisão complementar num conglomerado financeiro
CON/2004/6	França	Cobertura de menos-valias incorridas pelo Banque de France
CON/2004/8	França	Quadro legal para a reciclagem de moedas e notas de euros
CON/2004/9	Bélgica	Procedimentos em matéria de insolvência e falência de instituições de crédito, instituições de compensação e empresas de investimento
CON/2004/15	França	Títulos de dívida negociáveis
CON/2004/16	Itália	Protecção da poupança
CON/2004/17	Suécia	Notas e moedas antigas que deixam de ter curso legal
CON/2004/18	Portugal	Reorganização e liquidação de instituições de crédito
CON/2004/20	França	Empréstimos indexados à taxa de inflação por instituições de crédito
CON/2004/21	Países Baixos	Supervisão do sector financeiro
CON/2004/22	França	Transferência da titularidade de instrumentos financeiros
CON/2004/23	Alemanha	Requisitos de prestação de informação estatística em relação a transacções transfronteiras entre residentes e não residentes
CON/2004/24	Áustria	Recolha de estatísticas relativas à importação e exportação de serviços
CON/2004/25	Estónia	Autoridades reguladoras das instituições de moeda electrónica
CON/2004/26	Áustria	Reporte de dados relativo à balança de pagamentos, com excepção dos serviços e transferências

¹ Em Dezembro de 2004, o Conselho do BCE decidiu que os pareceres do BCE emitidos a pedido de autoridades nacionais seriam, em regra, publicados imediatamente após a sua adopção e posterior transmissão à autoridade consultante.

² As consultas estão numeradas pela ordem da sua adopção pelo Conselho do BCE.

Número²	Origem	Assunto
CON/2004/27	Bélgica	Acordos de garantia financeira
CON/2004/28	Suécia	Circulação de notas e moedas
CON/2004/29	Malta	Isenção do regime de reservas mínimas maltês
CON/2004/30	França	Conclusão do quadro legal para os fundos de titularização
CON/2004/31	Eslováquia	Supervisão do mercado financeiro pelo Národná banka Slovenska
CON/2004/33	Hungria	Requisitos de prestação de informação estatística para o sistema de informação do banco central
CON/2004/34	Bélgica	Imposto sobre transacções cambiais
CON/2004/35	Hungria	Tomada de decisões de política monetária
CON/2004/36	República Checa	Programa de inquéritos estatísticos para 2005
CON/2004/37	República Checa	Introdução de instituições de moeda electrónica
CON/2004/38	Dinamarca	Criação de uma base jurídica e de supervisão específica para fundos de cobertura
CON/2004/39	Espanha	Nova estrutura de gestão do sistema de compensação dos pagamentos a retalho
CON/2005/3	Hungria	Processamento e distribuição de numerário
CON/2005/5	Malta	Requisitos de prestação de informação estatística do Central Bank of Malta aplicados às instituições de crédito

(b) Pareceres do BCE na sequência de uma consulta por uma instituição europeia³

Número⁴	Origem	Assunto	Referência do JO
CON/2004/4	Conselho	Elaboração de contas não financeiras trimestrais por sector institucional	JO C 42, 18.2.2004, p. 23
CON/2004/7	Conselho	Nova estrutura orgânica para os comités da UE no domínio dos serviços financeiros, alargando o processo Lamfalussy a todos os sectores financeiros	JO C 58, 6.3.2004, p. 23
CON/2004/10	Conselho	Taxas de conversão entre o euro e as moedas dos Estados-Membros que adoptam o euro	JO C 88, 8.4.2004, p. 20
CON/2004/11	Conselho	Nomeação de um novo membro da Comissão Executiva do BCE	JO C 87, 7.4.2004, p. 37
CON/2004/12	Conselho	Acordo sobre as relações monetárias com Andorra	JO C 88, 8.4.2004, p. 18
CON/2004/13	Conselho	Medalhas e fichas similares a moedas	JO C 134, 12.5.2004, p. 11
CON/2004/14	Conselho	Compilação e transmissão de dados sobre a dívida pública trimestral	JO C 134, 12.5.2004, p. 14
CON/2004/19	Conselho	Estatísticas conjunturais	JO C 158, 15.6.2004, p. 3
CON/2004/32	Conselho	Abertura de negociações no que diz respeito a um acordo sobre as relações monetárias com Andorra	JO C 256, 16.10.2004, p. 9
CON/2005/2	Conselho	Prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo	JO C 40, 17.2.2005, p. 9
CON/2005/4	Conselho	Enquadramento de adequação dos fundos próprios para instituições de crédito e empresas de investimento	JO C 52, 2.3.2005, p. 37

³ Também publicados no *site* do BCE.

⁴ As consultas estão numeradas pela ordem da sua adopção pelo Conselho do BCE.

DOCUMENTOS PUBLICADOS PELO BANCO CENTRAL EUROPEU DESDE JANEIRO DE 2004

Esta lista tem como objectivo informar os leitores sobre determinados documentos publicados pelo Banco Central Europeu desde Janeiro de 2004. A lista de Documentos de Trabalho refere-se apenas a publicações divulgadas entre Dezembro de 2004 e Fevereiro de 2005. Estas publicações, que são gratuitas, podem ser obtidas por todos os interessados na Divisão de Imprensa e Informação. As encomendas deverão ser efectuadas por escrito, para o endereço postal indicado no verso da primeira página.

Para a obtenção de uma lista completa dos documentos publicados pelo Banco Central Europeu e pelo Instituto Monetário Europeu, consultar a *site* do BCE (<http://www.ecb.int>).

RELATÓRIO ANUAL

“Relatório Anual 2003”, Abril de 2004.

ARTIGOS DO BOLETIM MENSAL

“A UEM e a condução das políticas orçamentais”, Janeiro de 2004.

“Inquéritos de opinião sobre a evolução da actividade, dos preços e do mercado de trabalho na área do euro: características e utilizações”, Janeiro de 2004.

“Medição e análise da evolução dos lucros na área do euro”, Janeiro de 2004.

“As economias dos países aderentes no limiar da União Europeia”, Fevereiro de 2004.

“Evolução dos balanços do sector privado na área do euro e nos Estados Unidos”, Fevereiro de 2004.

“O impacto da contabilização pelo justo valor sobre o sector bancário europeu – uma perspectiva de estabilidade financeira”, Fevereiro de 2004.

“Influência da política orçamental na estabilidade macroeconómica e nos preços”, Abril de 2004.

“Evolução futura do sistema TARGET”, Abril de 2004.

“Os países parceiros no quadro do Processo de Barcelona e as suas relações com a área do euro”, Abril de 2004.

“A economia da UE na sequência da adesão dos novos Estados-Membros”, Maio de 2004.

“A taxa de juro real natural na área do euro”, Maio de 2004.

“Métodos de atenuação de risco nas operações de crédito do Eurosistema”, Maio de 2004.

“Evolução da produtividade do trabalho na área do euro: tendências agregadas e padrões sectoriais”, Julho de 2004.

“Razões para a resiliência do sector bancário da UE desde 2000”, Julho de 2004.

“A Constituição Europeia e o BCE”, Agosto de 2004.

“Características e utilização das contas trimestrais das administrações públicas”, Agosto de 2004.

“Notas de euros: a experiência dos primeiros anos”, Agosto de 2004.

“Análise monetária em tempo real”, Outubro de 2004.

“Integração económica em regiões seleccionadas fora da União Europeia”, Outubro de 2004.

“Os preços do petróleo e a economia da área do euro”, Novembro de 2004.

“Extracção de informação a partir dos preços dos activos financeiros”, Novembro de 2004.

“Desenvolvimentos no quadro da UE para a regulamentação, supervisão e estabilidade financeiras”, Novembro de 2004.

“*The new Basel Capital Accord: main features and implications*”, Janeiro de 2005.

“*Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments*”, Janeiro de 2005.

“Bank market discipline”, Fevereiro de 2005.

“Initial experience with the changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation”, Fevereiro de 2005.

“Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts”, Fevereiro de 2005.

“STATISTICS POCKET BOOK”

Disponível mensalmente desde Agosto de 2003.

SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO OCASIONAIS”

- 9 “Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications”, por M. G. Briotti, Fevereiro de 2004.
- 10 “The acceding countries’ strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review”, por uma equipa liderada por P. Backé e C. Thimann e incluindo O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl e C. Nerlich, Fevereiro de 2004.
- 11 “Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases”, por A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich e C. Thimann, Fevereiro de 2004.
- 12 “Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages”, por R. Anderton, F. di Mauro e F. Moneta, Abril de 2004.
- 13 “Fair value accounting and financial stability”, por uma equipa liderada por A. Enria, incluindo L. Cappiello, F. Dierick, S. Grittini, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires e P. Poloni, Abril de 2004.
- 14 “Measuring financial integration in the euro area”, por L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova e C. Monnet, Abril de 2004.
- 15 “Quality adjustment of European price statistics, and the role for hedonics”, por H. Ahnert e G. Kenny, Maio de 2004.
- 16 “Market dynamics associated with credit ratings: a literature review”, por F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland e C. Zins, Junho de 2004.
- 17 “Corporate ‘excesses’ and financial market dynamics”, por A. Maddaloni e D. Pain, Julho de 2004.
- 18 “The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents”, por A. Geis, A. Mehl e S. Wredenberg, Julho de 2004.
- 19 “Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective”, por um grupo de trabalho do MPC do SEBC, Julho de 2004.
- 20 “The supervision of mixed financial services groups in Europe”, por F. Dierick, Agosto de 2004.
- 21 “Governance of securities clearing and settlement systems”, por D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti e C. Papathanassiou, Outubro de 2004.
- 22 “Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective”, por A. Musso e T. Westermann, Janeiro de 2005.
- 23 “The bank lending survey for the euro area” por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt e S. Scopel, Fevereiro de 2005.
- 24 “Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries”, por V. Genre, D. Momferatou e G. Mourre, Fevereiro de 2005.

SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO”

- 419 “*The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries*”, por M. Hallerberg, R. Strauch e J. von Hagen, Dezembro de 2004.
- 420 “*On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union*”, por C. Detken, V. Gaspar e B. Winkler, Dezembro de 2004.
- 421 “*EU fiscal rules: issues and lessons from political economy*”, por L. Schuknecht, Dezembro de 2004.
- 422 “*What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances*”, por M. Tujula e G. Wolswijk, Dezembro de 2004.
- 423 “*Price setting in France: new evidence from survey data*”, por C. Loupias e R. Ricart, Dezembro de 2004.
- 424 “*An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates*”, por F. Breedon e P. Vitale, Dezembro de 2004.
- 425 “*Geographic versus industry diversification: constraints matter*”, por P. Ehling e S. Brito Ramos, Janeiro de 2005.
- 426 “*Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds*”, por D. P. Miller e J. J. Puthenpurackal, Janeiro de 2005.
- 427 “*Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?*”, por K. Kauko, Janeiro de 2005.
- 428 “*Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings*”, por V. Pons-Sanz, Janeiro de 2005.
- 429 “*Cross-border diversification in bank asset portfolios*”, por C. M. Buch, J. C. Driscoll e C. Ostergaard, Janeiro de 2005.
- 430 “*Public policy and the creation of active venture capital markets*”, por M. Da Rin, G. Nicodano e A. Sembenelli, Janeiro de 2005.
- 431 “*Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry*”, por G. Calzolari e G. Loranth, Janeiro de 2005.
- 432 “*Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms*”, por Y. Chung Cheung, F. de Jong e B. Rindi, Janeiro de 2005.
- 433 “*Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility*”, por R. Beetsma e X. Debrun, Janeiro de 2005.
- 434 “*Interest rates and output in the long run*”, por Y. Aksoy e M. León-Ledesma, Janeiro de 2005.
- 435 “*Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?*”, por L. Schuknecht e V. Tanzi, Fevereiro de 2005.
- 436 “*Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany*”, por L. Cappiello e S. Guéné, Fevereiro de 2005.
- 437 “*What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants*”, por E. Papaioannou, Fevereiro de 2005.
- 438 “*Quality of public finances and growth*”, por A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht e M. Thöne, Fevereiro de 2005.
- 439 “*A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market*”, por V. Brousseau e A. Manzanares, Fevereiro de 2005.
- 440 “*Estimating and analysing currency options’ implied risk-neutral density functions for the largest new EU Member States*”, por O. Castrén, Fevereiro de 2005.
- 441 “*The Phillips curve and long-term unemployment*”, por R. Llaudes, Fevereiro de 2005.
- 442 “*Why do financial systems differ? History matters*”, por C. Monnet e E. Quintin, Fevereiro de 2005.

- 443 “*Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data*”, por S. Rosati e S. Secola, Fevereiro de 2005.
- 444 “*Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy*”, por L. Stracca e A. al-Nowaihi, Fevereiro de 2005.
- 445 “*Welfare implications of joining a common currency*”, por M. Ca’Zorzi, R. A. De Santis e F. Zampolli, Fevereiro de 2005.
- 446 “*Trade effects of the euro: evidence from sectoral data*”, por R. E. Baldwin, F. Skudelny e D. Taglioni, Fevereiro de 2005.
- 447 “*Foreign exchange option and returns-based correlation forecasts: evaluation and two applications*”, por O. Castrén e S. Mazzotta, Fevereiro de 2005.

OUTRAS PUBLICAÇÕES

- “*Assessment of accession countries’ securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations*”, Janeiro de 2004.
- “A política monetária do BCE”, Janeiro de 2004.
- “A execução da política monetária na área do euro: Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema”, Fevereiro de 2004.
- “*Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10*”, Fevereiro de 2004.
- “*Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)*”, Fevereiro de 2004.
- “*Foreign direct investment task force report*”, Março de 2004.
- “*External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank*”, Abril de 2004.
- “*Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures*” (“*Blue Book*”), Abril de 2004.
- “*Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures*” (“*Blue Book*”), Abril de 2004.
- “Esquema de compensação do TARGET – Formulário de pedido de compensação”, Abril de 2004.
- “*Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe*”, Abril de 2004.
- “*The use of central bank money for settling securities transactions*”, Maio de 2004.
- “*TARGET Annual Report 2003*”, Maio de 2004.
- “*Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles*”, Maio de 2004.
- “*Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*”, Maio de 2004.
- “*Risk management for central bank foreign reserves*”, Maio de 2004.
- “*Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan*”, Junho de 2004.
- “*The development of statistics for Economic and Monetary Union*”, por P. Bull, Julho de 2004.
- “Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE”, Setembro de 2004.
- “*Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option*”, Setembro de 2004.
- “Disposições institucionais: Estatutos do SEBC e do BCE; Regulamentos internos”, Outubro de 2004.
- “Relatório de Convergência – 2004”, Outubro de 2004.

“Standards for securities clearing and settlement in the European Union”, Outubro de 2004.
“The European Central Bank – History, role and functions”, Outubro de 2004.
“E-payments without frontiers”, Outubro de 2004.
“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, Novembro de 2004.
“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries”, Novembro de 2004.
“Report on EU banking structure 2004”, Novembro de 2004.
“EU banking sector stability 2004”, Novembro de 2004.
“Letter from the ECB President to the President of the European Parliament”, Novembro de 2004.
“Letter from the ECB President to Mr. Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs”, Novembro de 2004.
“Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema”, Dezembro de 2004.
“Towards a single euro payments area – third progress report”, Dezembro de 2004.
“The euro bond market study 2004”, Dezembro de 2004.
“Financial Stability Review”, Dezembro de 2004.
“Review of the requirements in the field of general economic statistics”, Dezembro de 2004.
“Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two years”, Dezembro de 2004.
“Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers”, Janeiro de 2005.
“Review of the international role of the euro”, Janeiro de 2005.
“Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, Janeiro de 2005.
“Banking structures in the new EU Member States”, Janeiro de 2005.
“Relatório intercalar sobre o TARGET2”, Fevereiro de 2005.
“A execução da política monetária na área do euro: documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema”, Fevereiro de 2005.
“Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation”, Fevereiro de 2005.
“Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures” (“Blue Book”), Fevereiro de 2005.

BROCHURAS INFORMATIVAS

“Information guide for credit institutions using TARGET”, Julho de 2003.
“TARGET2 – the future TARGET system”, Setembro de 2004.
“TARGET – the current system”, Setembro de 2004.

CRONOLOGIA DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA¹

8 DE JANEIRO DE 2004

O Conselho do BCE decide que a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito se mantêm inalteradas em 2.0%, 3.0% e 1.0%, respectivamente.

12 DE JANEIRO DE 2004

O Conselho do BCE decide aumentar de €15 mil milhões para €25 mil milhões o montante de colocação para cada uma das operações de refinanciamento de prazo alargado a realizar em 2004. Este aumento leva em linha de conta as maiores necessidades de liquidez do sistema bancário da área do euro previstas para 2004. Contudo, o Eurosistema continuará a disponibilizar a maior parte da liquidez através das suas operações principais de refinanciamento. O Conselho do BCE poderá decidir ajustar de novo o montante de colocação no início de 2005.

5 DE FEVEREIRO E 4 DE MARÇO DE 2004

O Conselho do BCE decide que a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito se mantêm inalteradas em 2.0%, 3.0% e 1.0%, respectivamente.

10 DE MARÇO DE 2004

De acordo com a decisão do Conselho do BCE de 23 de Janeiro de 2003, o prazo das operações principais de refinanciamento do Eurosistema é reduzido de duas para uma semana, e o período de manutenção de reservas é redefinido de modo a ter início, não no dia 24 de cada mês, mas na data de liquidação da operação principal de refinanciamento que se segue à reunião do

Conselho do BCE para a qual se encontra pré-agendada a avaliação mensal da orientação da política monetária.

1 DE ABRIL, 6 DE MAIO, 3 DE JUNHO, 1 DE JULHO, 5 DE AGOSTO, 2 DE SETEMBRO, 7 DE OUTUBRO, 4 DE NOVEMBRO, 2 DE DEZEMBRO DE 2004 E 13 DE JANEIRO DE 2005

O Conselho do BCE decide que a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito se mantêm inalteradas em 2.0%, 3.0% e 1.0%, respectivamente.

14 DE JANEIRO DE 2005

O Conselho do BCE decide aumentar de €25 mil milhões para €30 mil milhões o montante de colocação para cada uma das operações de refinanciamento de prazo alargado a realizar em 2005. Este aumento leva em linha de conta as maiores necessidades de liquidez do sistema bancário da área do euro previstas para 2005. Contudo, o Eurosistema continuará a disponibilizar a maior parte da liquidez através das suas operações principais de refinanciamento. O Conselho do BCE poderá decidir ajustar de novo o montante de colocação no início de 2006.

¹ A cronologia das medidas de política monetária do Eurosistema tomadas entre 1999 e 2003 encontra-se, respectivamente, nas páginas 180 a 185 do Relatório Anual do BCE de 1999, nas páginas 223 a 226 do Relatório Anual do BCE de 2000, nas páginas 239 a 241 do Relatório Anual do BCE de 2001, nas páginas 248 e 249 do Relatório Anual do BCE de 2002 e nas páginas 237 a 239 do Relatório Anual do BCE de 2003.

3 DE FEVEREIRO E 3 DE MARÇO DE 2005

O Conselho do BCE decide que a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito se mantêm inalteradas em 2.0%, 3.0% e 1.0%, respectivamente.

GLOSSÁRIO

O presente glossário contém termos e expressões seleccionados do Relatório Anual. Pode encontrar-se no site do BCE um glossário mais abrangente e detalhado.

Acordo de reporte (*repurchase agreement*): acordo de venda e de recompra de um activo a um preço especificado numa data futura pré-determinada ou a pedido. Um acordo deste tipo é semelhante a um empréstimo garantido, mas difere no que respeita à propriedade do activo que não é mantida pelo vendedor.

Administração central (*central government*): administração tal como definida no **Sistema Europeu de Contas 1995**, mas excluindo as administrações regional e local (ver também **administrações públicas**).

Administrações públicas (*general government*): sector definido no **Sistema Europeu de Contas 1995** como sendo composto por entidades residentes cuja função principal é a produção de bens e serviços não mercantis destinados ao consumo individual e colectivo e/ou a redistribuição do rendimento e da riqueza nacional. Estão incluídas as autoridades da administração central, regional e local, bem como fundos de segurança social. Excluem-se as entidades detidas pelo Estado que realizem operações comerciais, como é o caso das empresas públicas.

Análise económica (*economic analysis*): um dos pilares do quadro do **Banco Central Europeu** para a condução de uma análise abrangente dos riscos para a **estabilidade de preços**, que constitui a base das decisões de política monetária do **Conselho do BCE**. A análise económica incide principalmente sobre a avaliação da actual evolução económica e financeira e os riscos implícitos a curto e a médio prazo para a estabilidade de preços, na perspectiva da interacção entre a oferta e a procura nos mercados de bens, serviços e factores naqueles prazos. A este respeito, é prestada a devida atenção à necessidade de identificar a natureza dos choques que afectam a economia, os seus efeitos sobre o comportamento de custos e fixação de preços e as perspectivas de curto a médio prazo para a sua propagação na economia (ver também **análise monetária**).

Análise monetária (*monetary analysis*): um dos pilares do quadro do **Banco Central Europeu** para a condução de uma análise abrangente dos riscos para a **estabilidade de preços**, que constitui a base das decisões de política monetária do **Conselho do BCE**. A análise monetária contribui para avaliar as tendências de médio a longo prazo da inflação, tendo em conta o estreito relacionamento entre moeda e preços ao longo de horizontes alargados. A análise monetária leva em consideração a evolução duma vasta gama de indicadores monetários incluindo o **M3**, as suas componentes e contrapartidas, nomeadamente o crédito, e várias medidas de excesso de liquidez (ver também **análise económica**).

Área do euro (*euro area*): área que abrange os Estados-Membros nos quais o euro foi adoptado como moeda única, nos termos do **Tratado**, e na qual é conduzida uma política monetária única sob a responsabilidade do **Conselho do Banco Central Europeu**. A área do euro inclui actualmente os seguintes países: Bélgica, Alemanha, Grécia, Espanha, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia.

Balança de pagamentos (BdP) (*balance of payments (b.o.p.)*): demonstração estatística que resume, para um período específico, as transacções económicas realizadas por uma economia com o resto do mundo. As transacções consideradas são as que envolvem bens, serviços e rendimentos, as que envolvem créditos financeiros ou responsabilidades financeiras em relação ao resto do

mundo e todas as transacções que (tal como o perdão da dívida) são classificadas como transferências.

Balanço consolidado do sector das IFM (*consolidated balance sheet of the MFI sector*): balanço obtido através da compensação das posições inter-IFM (por exemplo, empréstimos e depósitos entre IFM) no balanço agregado das IFM. Fornece informação estatística sobre os activos e passivos do sector das IFM face a residentes na **área do euro** que não pertencem a este sector (ou seja, **administrações públicas** e outros residentes na área do euro) e face a não residentes na área do euro. Este balanço consolidado é a principal fonte estatística para o cálculo dos agregados monetários, fornecendo a base para a análise regular das contrapartidas do **M3**.

Banco Central Europeu (BCE) (*European Central Bank (ECB)*): o BCE é o centro do **Eurosistema** e do **Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)** e, ao abrigo do Direito Comunitário, é dotado de personalidade jurídica. Assegura que as atribuições cometidas ao Eurosistema e ao SEBC sejam executadas, quer através das suas próprias actividades, quer das actividades dos BCN, nos termos dos Estatutos do SEBC. O BCE é governado pelo **Conselho do BCE** e pela **Comissão Executiva** e, enquanto terceiro órgão de decisão, pelo **Conselho Geral**.

Base de incidência (*reserve base*): soma das rubricas elegíveis do balanço (em especial responsabilidades) que constituem a base para o cálculo das **reservas mínimas** de uma **instituição de crédito**.

Carteira referencial (*benchmark portfolio*): relativamente a investimentos, uma carteira ou índice de referência construído com base nos objectivos de liquidez e risco, bem como de remuneração, dos investimentos. A carteira referencial serve de base de comparação do desempenho da carteira efectiva.

Central de depósito de títulos (CDT) (*central securities depository (CSD)*): entidade que detém e gere títulos e permite que as transacções de títulos se processem sob a forma escritural. Os títulos podem ser titulados (mas imobilizados numa central de depósito de títulos) ou podem ser desmaterializados (ou seja, existem apenas como registo electrónico). Para além da guarda e gestão de títulos, a CDT pode desempenhar funções de compensação e de liquidação.

Comissão Executiva (*Executive Board*): um dos órgãos de decisão do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composta pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e por quatro vogais, nomeados de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos países que adoptaram o euro.

Comité Económico e Financeiro (CEF) (*Economic and Financial Committee (EFC)*): órgão consultivo da Comunidade que contribui para a preparação dos trabalhos do Conselho da UE. As suas atribuições incluem o acompanhamento da situação económica e financeira dos Estados-Membros e da Comunidade e a supervisão orçamental.

Conselho do BCE (*Governing Council*): o órgão de decisão supremo do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composto por todos os membros da **Comissão Executiva** do BCE e pelos Governadores dos BCN dos países que adoptaram o euro.

Conselho ECOFIN (*ECOFIN Council*): Conselho da UE, quando composto pelos Ministros da Economia e das Finanças.

Conselho Geral (*General Council*): um dos órgãos de decisão do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos Governadores de todos os BCN da UE.

Contraparte (*counterparty*): parte oposta numa transacção financeira (por exemplo, em qualquer transacção com um banco central).

Contraparte central (*central counterparty*): entidade que se interpõe entre as **contrapartes** de transacções, actuando como comprador a todos os vendedores e como vendedor a todos os compradores.

Crédito de IFM a residentes na área do euro (*MFI credit to euro area residents*): empréstimos de **IFM** concedidos ao sector não monetário residente na **área do euro** (incluindo as **administrações públicas** e o sector privado) e detenções por IFM de títulos (acções, outras participações e **títulos de dívida**) emitidos pelo sector não monetário residente na área do euro.

Disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM (*MFI net external assets*): disponibilidades sobre o exterior do sector das **IFM** da **área do euro** (como ouro, notas e moedas estrangeiras, títulos emitidos por não residentes na área do euro e empréstimos concedidos a não residentes na área do euro), menos responsabilidades para com o exterior do sector das IFM da área do euro (tais como depósitos e **acordos de recompra** de não residentes na área do euro, bem como as respectivas detenções de acções/unidades de participação em fundos do **mercado monetário** e **títulos de dívida** emitidos por IFM com prazo até dois anos, inclusive).

EONIA (índice *overnight* médio do euro) (*EONIA (euro overnight index average)*): medida da taxa de juro efectiva prevalecente no mercado interbancário *overnight* do euro. É calculada como uma média ponderada das taxas de juro das transacções de crédito *overnight* sem garantia denominadas em euros, comunicadas por um painel de bancos contribuintes.

Estabilidade de preços (*price stability*): a manutenção da estabilidade de preços constitui o objectivo primordial do **Eurosistema**. O **Conselho do BCE** define estabilidade de preços como um aumento homólogo inferior a 2% do **Índice Harmonizado de Preços no Consumidor** para a **área do euro**. O Conselho do BCE também tornou claro que, na prossecução da estabilidade de preços, pretende manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% a médio prazo.

EURIBOR (taxa interbancária de oferta do euro) (*EURIBOR (euro interbank offered rate)*): taxa à qual um banco principal está disposto a conceder empréstimos em euros a outro banco principal, calculada diariamente para os depósitos interbancários com vários prazos até 12 meses.

Eurosistema (*Eurosystem*): sistema de banca central da **área do euro**. É composto pelo **Banco Central Europeu** e pelos BCN dos Estados-Membros que adoptaram o euro na Terceira Fase da **União Económica e Monetária**.

Facilidade permanente (*standing facility*): facilidade do banco central à qual as **contrapartes** têm acesso por sua própria iniciativa. O **Eurosistema** disponibiliza duas facilidades permanentes pelo prazo *overnight*: a **facilidade permanente de cedência de liquidez** e a **facilidade permanente de depósito**.

Facilidade permanente de cedência de liquidez (*marginal lending facility*): facilidade permanente do Eurosistema que as **contrapartes** podem utilizar para receber crédito pelo prazo *overnight* de um BCN a uma taxa de juro fixada antecipadamente contra activos elegíveis (ver também **taxas de juro directoras do BCE**).

Facilidade permanente de depósito (*deposit facility*): facilidade permanente do Eurosistema que as **contrapartes** podem utilizar para efectuar depósitos à ordem num BCN, remunerados a uma taxa de juro fixada antecipadamente (ver também **taxas de juro directoras do BCE**).

Garantias (*collateral*): activos usados (por exemplo, por **instituições de crédito** em bancos centrais) como caução de reembolso em empréstimos, bem como activos vendidos (por exemplo, aos bancos centrais por instituições de crédito) como parte de **acordos de reporte**.

Gestão de empresas (*corporate governance*): procedimentos e processos segundo os quais uma organização é gerida e controlada. A estrutura de gestão especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes na organização – tais como o conselho de administração, os gestores, os accionistas e outros participantes – e estabelece as regras e procedimentos da tomada de decisão.

IFM (instituições financeiras monetárias) (*MFI* (*monetary financial institutions*)): instituições financeiras que, no seu conjunto, formam o sector de emissão de moeda da **área do euro**. Incluem o **Banco Central Europeu**, os BCN dos países da área do euro e **instituições de crédito** e fundos do **mercado monetário** localizados na área do euro.

Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) (*Harmonised Index of Consumer Prices* (*HICP*)): medida dos preços no consumidor compilada pelo Eurostat e harmonizada para todos os Estados-Membros da UE.

Instituição de crédito (*credit institution*): (i) uma empresa cuja actividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por sua própria conta; ou (ii) uma empresa ou qualquer outra pessoa colectiva, que não as incluídas em (i), que emite meios de pagamento sob a forma de moeda electrónica.

Instituto Monetário Europeu (IME) (*European Monetary Institute* (*EMI*)): instituição temporária criada no início da Segunda Fase da **União Económica e Monetária** a 1 de Janeiro de 1994. O IME entrou em liquidação após a criação do **Banco Central Europeu** em 1 de Junho de 1998.

Investimento de carteira (*portfolio investment*): transacções e/ou posições líquidas de residentes na **área do euro** em títulos emitidos por não residentes na área do euro (“activo”) e transacções e/ou posições líquidas de não residentes em títulos emitidos por residentes na área do euro (“passivo”). Inclui títulos de participação no capital e **títulos de dívida** (obrigações e outros títulos de dívida, e instrumentos do **mercado monetário**), excluindo os montantes registados no **investimento directo** ou activos de reserva.

Investimento directo (*direct investment*): investimento transfronteiras para efeitos de obtenção de uma participação duradoura numa empresa residente numa outra economia (na prática, assumindo uma participação de pelo menos 10% das acções ordinárias ou do poder de voto).

M1 (M1): agregado monetário estreito que abrange circulação monetária mais depósitos *overnight* detidos em **IFM** e na **administração central** (por exemplo, Correios ou Tesouro).

M2 (M2): agregado monetário intermédio que abrange o **M1** e depósitos reembolsáveis com pré-aviso até três meses, inclusive (ou seja, depósitos de poupança de curto prazo) e depósitos com prazo acordado até dois anos, inclusive (ou seja, depósitos a curto prazo) detidos em **IFM** e na **administração central**.

M3 (M3): agregado monetário largo que abrange o **M2** e instrumentos negociáveis, em particular, **acordos de reporte**, acções/unidades de participação em fundos do **mercado monetário** e **títulos de dívida** com prazo até dois anos, inclusive, emitidos por **IFM**.

Mercado de títulos (*equity market*): mercado em que os **títulos de participação** são emitidos e transaccionados.

Mercado monetário (*money market*): mercado no qual fundos de curto prazo são captados, investidos e transaccionados utilizando instrumentos geralmente com prazo original até um ano, inclusive.

Mercado obrigacionista (*bond market*): mercado em que os **títulos de dívida** de mais longo prazo são emitidos e transaccionados.

MTC II (mecanismo de taxas de câmbio II) (*ERM II (exchange rate mechanism II)*): acordo de taxas de câmbio que constitui o quadro para a cooperação de política cambial entre os países da **área do euro** e os Estados-Membros da UE não participantes na Terceira Fase da **União Económica e Monetária**.

Opção (*option*): instrumento financeiro que confere ao seu detentor o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender determinados activos (por exemplo, uma obrigação ou uma acção) a um preço pré-determinado (preço de exercício) até ou numa certa data futura (data de exercício ou de vencimento).

Operação de mercado aberto (*open market operation*): operação executada no mercado financeiro por iniciativa do banco central. Relativamente aos seus objectivos, regularidade e procedimentos, as operações de mercado aberto do **Eurosistema** podem dividir-se em quatro categorias: **operações principais de refinanciamento**; **operações de refinanciamento de prazo alargado**; **operações ocasionais de regularização**; e operações estruturais. Quanto aos instrumentos utilizados, as **operações reversíveis** são o principal instrumento de mercado aberto do Eurosistema e podem ser utilizadas nas quatro categorias de operações. Além disso, as operações estruturais podem ser executadas sob a forma de emissão de certificados de dívida e de transacções definitivas, enquanto as operações ocasionais de regularização podem ser executadas sob a forma de transacções definitivas, **swaps cambiais** e constituição de depósitos a prazo fixo.

Operação de refinanciamento de prazo alargado (*longer-term refinancing operation*): **operação de mercado aberto** de carácter regular executada pelo **Eurosistema** sob a forma de **operações reversíveis**. Estas operações são realizadas através de um leilão normal com uma frequência mensal e normalmente com o prazo de três meses.

Operação ocasional de regularização (*fine-tuning operation*): operação de mercado aberto, de carácter não regular, executada pelo **Eurosistema** especialmente para resolver situações de flutuação inesperada de liquidez no mercado.

Operação principal de refinanciamento (*main refinancing operation*): operação de mercado aberto de carácter regular executada pelo **Eurosistema** sob a forma de **operações reversíveis**. A partir de 10 de Março de 2004, estas operações são realizadas através de um leilão normal com uma frequência semanal e normalmente com o prazo de uma semana.

Operação reversível (*reverse transaction*): operação através da qual o banco central compra ou vende activos ao abrigo de um **acordo de reporte** ou realiza operações de crédito com **garantias**.

Pacto de Estabilidade e Crescimento (*Stability and Growth Pact*): é constituído por dois Regulamentos do Conselho, nomeadamente (i) o Regulamento (CE) n.º 1466/97, de 7 de Julho de 1997, relativo ao reforço da supervisão das posições orçamentais e à supervisão e coordenação das políticas económicas e (ii) o Regulamento (CE) n.º 1467/97, de 7 de Julho de 1997, relativo à aceleração e clarificação da aplicação do **procedimento relativo aos défices excessivos**, e por uma Resolução do Conselho Europeu relativa ao Pacto de Estabilidade e Crescimento, adoptada na cimeira de Amesterdão a 17 de Junho de 1997. Pretende-se que o Pacto sirva de meio de salvaguarda da solidez das finanças públicas na Terceira Fase da **União Económica e Monetária**, de forma a reforçar as condições para a **estabilidade de preços** e para um crescimento forte e sustentável conducente à criação de emprego. Mais precisamente, são exigidas posições orçamentais próximo do equilíbrio ou excedentárias como o objectivo de médio prazo dos Estados-Membros.

Países aderentes (*acceding countries*): refere-se aos dez países que assinaram o Tratado de Adesão à UE em 2003 antes de terem aderido à UE em 1 de Maio de 2004: República Checa, Estónia, Chipre, Letónia, Lituânia, Hungria, Malta, Polónia, Eslovénia e Eslováquia.

Período de manutenção (*maintenance period*): período durante o qual se calcula o cumprimento das **reservas mínimas** por parte das **instituições de crédito**. A partir de 10 de Março de 2004, o período de manutenção tem início no dia de liquidação da primeira **operação principal de refinanciamento** após a reunião do **Conselho do BCE** para a qual está agendada a avaliação mensal da orientação de política monetária. O **Banco Central Europeu** publica um calendário dos períodos de manutenção de reservas mínimas pelo menos três meses antes do início do ano.

Posição de investimento internacional (p.i.i.) (*international investment position (i.i.p.)*): valor e composição dos créditos financeiros (ou responsabilidades financeiras) líquidos de uma economia em relação ao resto do mundo.

Procedimento relativo aos défices excessivos (*excessive deficit procedure*): a disposição definida no artigo 104.º do **Tratado** e especificada no Protocolo n.º 20 sobre o procedimento relativo aos défices excessivos exige aos Estados-Membros da UE que mantenham a disciplina orçamental, define critérios segundo os quais se considera que uma posição orçamental está em défice excessivo e regula os passos a dar após a constatação de que os requisitos para o saldo orçamental ou a dívida pública não foram cumpridos. Isso é complementado pelo Regulamento do Conselho (CE) n.º 1467/97, de 7 de Julho de 1997, relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos, uma das partes constituintes do **Pacto de Estabilidade e Crescimento**.

Processamento directo (*straight-through processing (STP)*): processamento automático directo de transferências comerciais/de pagamentos, incluindo a conclusão automatizada de geração, confirmação, compensação e liquidação de instruções.

Projeções (*projections*): resultados dos exercícios elaborados quatro vezes por ano no sentido de projectar a possível evolução macroeconómica futura na **área do euro**. As projecções elaboradas por especialistas do **Eurosistema** são publicadas em Junho e Dezembro, enquanto as projecções elaboradas por especialistas do BCE são publicadas em Março e Setembro. As projecções são parte integrante do pilar de **análise económica** da estratégia de política monetária do **Banco Central Europeu**, sendo, por conseguinte, um dos vários elementos considerados pelo **Conselho do BCE** na avaliação dos riscos para a **estabilidade de preços**.

Rácio de reserva (*reserve ratio*): rácio definido pelo banco central para cada categoria de rubricas elegíveis do balanço incluídas na **base de incidência**. O rácio é utilizado para calcular as **reservas mínimas**.

Rendimento monetário (*monetary income*): rendimento que resulta para os BCN no desempenho da função de política monetária do **Eurosistema**, proveniente de activos consignados em conformidade com as orientações estabelecidas pelo **Conselho do BCE** e detido em contrapartida de notas em circulação e de depósitos no passivo de **instituições de crédito**.

Reservas mínimas (*reserve requirements*): montante mínimo de reservas que uma **instituição de crédito** deve constituir no **Eurosistema**. O cumprimento é determinado com base na média dos saldos diários ao longo de um **período de manutenção** de cerca de um mês.

Responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (*MFI longer-term financial liabilities*): depósitos com prazo acordado superior a dois anos, depósitos reembolsáveis com pré-aviso superior a três meses, **títulos de dívida** emitidos por **IFM** da **área do euro** com prazo original superior a dois anos e o capital e reservas do sector das IFM da área do euro.

Risco de crédito (*credit risk*): risco de uma **contraparte** não liquidar uma obrigação no valor total, quer na devida data, quer em qualquer data posterior. O risco de crédito inclui o risco de custo de substituição e o risco de capital. Inclui ainda o risco de falha do banco de liquidação.

Risco de liquidação (*settlement risk*): expressão de carácter geral utilizada para designar o risco de uma liquidação num sistema de transferência não se realizar da forma esperada. Este risco pode incluir tanto o **risco de crédito** como o **risco de liquidez**.

Risco de liquidez (*liquidity risk*): risco de uma **contraparte** não liquidar uma obrigação pelo seu valor total na data devida, mas numa data posterior não especificada.

Risco sistémico (*systemic risk*): risco de a incapacidade de uma instituição cumprir as suas obrigações na devida data dar origem à incapacidade de outras instituições cumprirem as suas obrigações na devida data. Este incumprimento pode conduzir a problemas significativos de liquidez ou de crédito e, em resultado, pode ameaçar a estabilidade dos mercados ou a confiança nos mesmos.

Saldo primário (*primary balance*): crédito líquido ou endividamento líquido das administrações públicas, excluindo os pagamentos de juros sobre os seus passivos consolidados.

Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) (*European System of Central Banks (ESCB)*): constituído pelo **Banco Central Europeu (BCE)** e pelos BCN dos 25 Estados-Membros da UE, ou seja, inclui, para além dos membros do **Eurosistema**, os BCN dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro. O SEBC é governado pelo **Conselho do BCE** e pela **Comissão Executiva** do BCE e, enquanto terceiro órgão de decisão do BCE, pelo **Conselho Geral**.

Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95) (*European System of Accounts 1995 (ESA 95)*): sistema de definições e classificações estatísticas uniformes, cujo objectivo consiste em atingir uma descrição quantitativa harmonizada das economias dos Estados-Membros. O SEC 95 é a versão comunitária do Sistema de Contas Nacionais mundial de 1993 (SCN 93).

Sistema de liquidação de títulos (SLT) (*securities settlement system (SSS)*): sistema que permite a detenção e transferência de títulos, utilizando procedimentos de entrega sem pagamento ou contra pagamento (sistema de entrega contra pagamento) ou contra um outro activo (entrega contra entrega). Inclui todos os acordos institucionais e técnicos necessários para a liquidação de transacções de títulos e para a guarda de títulos. O sistema pode funcionar com base num sistema de liquidação por bruto em tempo real, de liquidação pelos valores brutos ou de liquidação pelos valores líquidos. Um sistema de liquidação permite o cálculo (compensação) das obrigações dos participantes.

Sistema de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) (*real-time gross settlement (RTGS) system*): sistema de liquidação no qual o processamento e a liquidação são efectuados instrução a instrução (sem compensação) em tempo real (em contínuo) (ver também **TARGET**).

Swap cambial (*foreign exchange swap*): transacções simultâneas à vista e a prazo de uma moeda contra outra.

TARGET (Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real) (*TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)*): o sistema de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) para o euro. É um sistema descentralizado composto por 15 SLBTR nacionais, o mecanismo de pagamentos do BCE e o mecanismo de interligação.

Taxa mínima de proposta (*minimum bid rate*): limite mínimo das taxas de juro às quais as **contrapartes** podem apresentar propostas nos leilões de taxa variável das **operações principais de refinanciamento**. É uma das **taxas de juro directoras do BCE** que reflecte a orientação da política monetária.

Taxas de câmbio efectivas (TCE) do euro (nominais/reais) (*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*): médias ponderadas de taxas de câmbio bilaterais do euro face às moedas dos principais parceiros comerciais da **área do euro**. O **Banco Central Europeu** publica índices da TCE nominal para o euro face a dois grupos de parceiros comerciais: o TCE-23 (que abrange os 13 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e 10 principais parceiros comerciais fora da UE) e o TCE-42 (composto pelo TCE-23 e outros 19 países). Os pesos utilizados reflectem a percentagem de cada país parceiro no comércio da área do euro e ilustram a concorrência em mercados de países terceiros. As TCE reais são TCE nominais deflacionadas por uma média ponderada de preços ou custos externos em relação aos internos. Constituem, pois, medidas da competitividade dos preços e dos custos.

Taxas de juro das IFM (*MFI interest rates*): taxas de juro aplicadas por **IFM** residentes, excluindo bancos centrais e fundos do **mercado monetário**, a depósitos e empréstimos denominados em euros face a famílias e sociedades não financeiras residentes na **área do euro**.

Taxas de juro directoras do BCE (*key ECB interest rates*): taxas de juro fixadas pelo **Conselho do BCE** que reflectem a orientação da política monetária do **Banco Central Europeu**. São a **taxa mínima de proposta** das **operações principais de refinanciamento**, a taxa de juro da **facilidade permanente de cedência de liquidez** e a taxa de juro da **facilidade permanente de depósito**.

Título de dívida (*debt security*): promessa por parte do emitente (isto é, o mutuário) de efectuar um ou mais pagamento(s) ao detentor (o mutuante) numa data ou datas futura(s) específica(s). Estes títulos implicam normalmente uma taxa de juro específica (o cupão) e/ou são vendidos a desconto ao montante que será reembolsado na data de vencimento.

Títulos de participação no capital (*equities*): títulos que representam a detenção de uma participação numa empresa. Abrangem acções transaccionadas nas bolsas de valores (acções cotadas), acções não cotadas e outras formas de participação. Geram habitualmente rendimentos sob a forma de dividendos.

Tratado (*Treaty*): refere-se ao Tratado que institui a Comunidade Europeia (“Tratado de Roma”). Foram introduzidas alterações ao Tratado em diversas ocasiões, em particular pelo Tratado da União Europeia (“Tratado de Maastricht”), o qual lançou as bases para a **União Económica e Monetária** e incluiu os Estatutos do **SEBC**.

União Económica e Monetária (UEM) (*Economic and Monetary Union (EMU)*): o **Tratado** descreve o processo para alcançar a UEM na UE em três fases. A Terceira Fase (a última) teve início a 1 de Janeiro de 1999, com a transferência da competência monetária para o **Banco Central Europeu** e a introdução do euro. A transição para o euro fiduciário a 1 de Janeiro de 2002 concluiu o estabelecimento da UEM.

Valor de referência para o crescimento do M3 (*reference value for M3 growth*): a taxa de crescimento homóloga de médio prazo do **M3** consistente com a manutenção da **estabilidade de preços**. Actualmente, o valor de referência para o crescimento homólogo do M3 é de 4½%.

Volatilidade implícita (*implied volatility*): medida da volatilidade esperada (desvio padrão em termos de variações em percentagem anualizadas) dos preços, por exemplo, de obrigações e acções (ou dos contratos de futuros correspondentes), a qual pode ser obtida através dos preços das **opções**.

