



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

RELATÓRIO ANUAL 2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

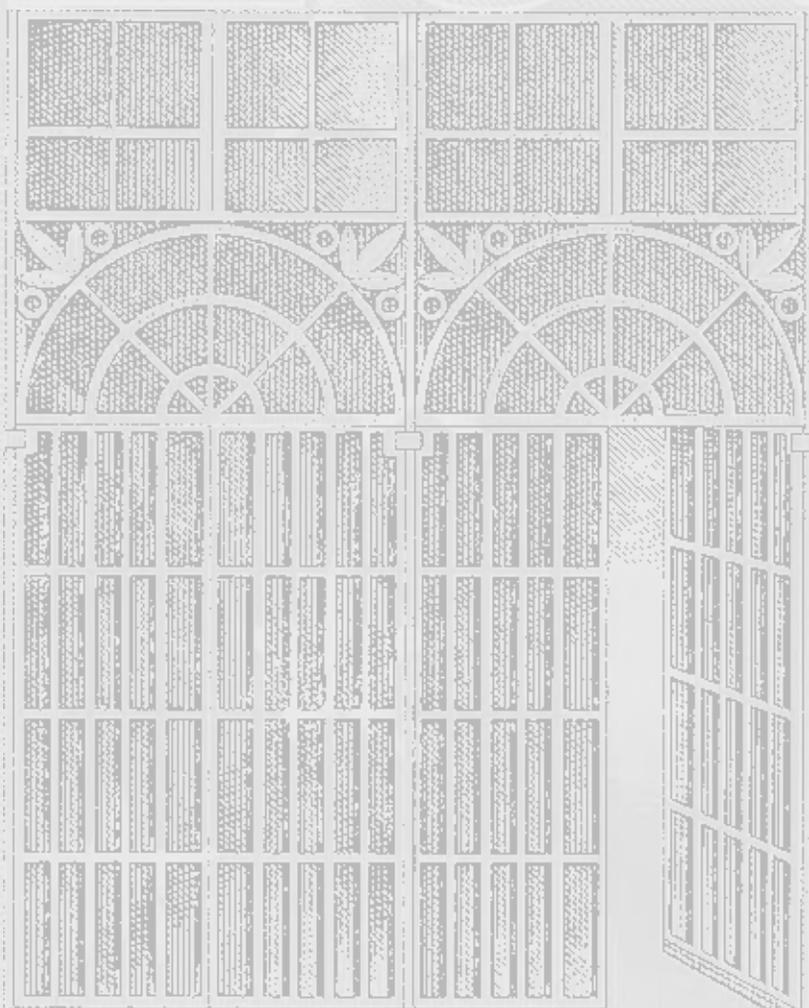
2008

2008

BANCO CENTRAL EUROPEU

RELATÓRIO ANUAL  
2008

2008





BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA



## RELATÓRIO ANUAL 2008

Em 2009, todas as publicações do BCE apresentam um motivo retirado da nota de €200.

© Banco Central Europeu, 2009

**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.europa.eu>

**Fax**

+49 69 1344 6000

*A tradução portuguesa foi realizada pelo Banco de Portugal em colaboração com o 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*

*A data limite dos dados incluídos neste Relatório foi 27 de Fevereiro de 2009.*

ISSN 1725-292X (online)

# ÍNDICE

<b>PREFÁCIO</b>	<b>9</b>	<b>4 ESTATÍSTICAS</b>	<b>138</b>
<b>CAPÍTULO 1</b>		4.1 Estatísticas novas ou melhoradas na área do euro	138
<b>EVOLUÇÃO ECONÓMICA E POLÍTICA MONETÁRIA</b>		4.2 Outros desenvolvimentos estatísticos	139
<b>1 DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA</b>	<b>18</b>	4.3 O programa de trabalho de médio prazo para a função estatística do BCE (2009-12)	141
<b>2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA, FINANCEIRA E ECONÓMICA</b>	<b>25</b>	<b>5 ESTUDOS ECONÓMICOS</b>	<b>142</b>
2.1 Enquadramento macroeconómico mundial	25	5.1 Prioridades dos estudos e progressos	142
2.2 Evolução monetária e financeira	30	5.2 Disseminação dos estudos: publicações e conferências	143
2.3 Evolução dos preços e dos custos	60	<b>6 OUTRAS ATRIBUIÇÕES E ACTIVIDADES</b>	<b>145</b>
2.4 Evolução do produto, da procura e do mercado de trabalho	71	6.1 Cumprimento das proibições de financiamento monetário e de acesso privilegiado	145
2.5 Evolução orçamental	79	6.2 Funções consultivas	145
2.6 Taxas de câmbio e evolução da balança de pagamentos	89	6.3 Administração das operações activas e passivas da Comunidade Europeia	150
<b>3 EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA NOS ESTADOS-MEMBROS DA UE NÃO PERTENCENTES À ÁREA DO EURO</b>	<b>98</b>	6.4 Serviços de gestão de reservas do Eurosistema	150
<b>CAPÍTULO 2</b>		<b>CAPÍTULO 3</b>	
<b>OPERAÇÕES E ACTIVIDADES DOS BANCOS CENTRAIS</b>		<b>ENTRADA DA ESLOVÁQUIA NA ÁREA DO EURO</b>	
<b>1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA, OPERAÇÕES CAMBIAIS E ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO</b>	<b>112</b>	<b>1 EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA NA ESLOVÁQUIA</b>	<b>154</b>
1.1 Operações de política monetária	112	<b>2 ASPECTOS JURÍDICOS DA INTEGRAÇÃO DO NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA NO EUROSISTEMA</b>	<b>158</b>
1.2 Operações cambiais	124	<b>3 ASPECTOS OPERACIONAIS DA INTEGRAÇÃO DO NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA NO EUROSISTEMA</b>	<b>159</b>
1.3 Actividades de investimento	124	3.1 Operações de política monetária	159
<b>2 SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS</b>	<b>127</b>	3.2 Contributo para o capital, reservas e activos de reserva externa do BCE	159
2.1 O sistema TARGET	127	<b>4 A TRANSIÇÃO PARA O EURO FIDUCIÁRIO NA ESLOVÁQUIA</b>	<b>161</b>
2.2 TARGET2-Securities	129		
2.3 Procedimentos de liquidação dos activos de garantia	131		
<b>3 NOTAS E MOEDAS</b>	<b>133</b>		
3.1 A circulação de notas e moedas e o processamento de moeda	133		
3.2 Contrafacção de notas e dissuasão da contrafacção	134		
3.3 Produção e emissão de notas	136		

<b>CAPÍTULO 4</b>		<b>2 QUESTÕES ESPECÍFICAS ABORDADAS NAS</b>	
<b>ESTABILIDADE E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS</b>		<b>REUNIÕES COM O PARLAMENTO EUROPEU</b>	<b>205</b>
<b>I ESTABILIDADE FINANCEIRA</b>	<b>166</b>	<b>CAPÍTULO 7</b>	
1.1 Acompanhamento da estabilidade financeira	166	<b>COMUNICAÇÃO EXTERNA</b>	
1.2 Acordos de estabilidade financeira	169	<b>I POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO</b>	<b>210</b>
<b>2 REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS</b>	<b>171</b>	<b>2 ACTIVIDADES DE COMUNICAÇÃO</b>	<b>211</b>
2.1 Questões gerais	171	<b>CAPÍTULO 8</b>	
2.2 Sector bancário	172	<b>ENQUADRAMENTO INSTITUCIONAL, ORGANIZAÇÃO E CONTAS ANUAIS</b>	
2.3 Valores mobiliários	173	<b>I ÓRGÃOS DE DECISÃO E GESTÃO DO BCE</b>	<b>216</b>
<b>3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA</b>	<b>175</b>	1.1 O Eurosistema e o Sistema Europeu de Bancos Centrais	<b>216</b>
<b>4 SUPERINTENDÊNCIA DOS SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DAS INFRA-ESTRUTURAS DE MERCADO</b>	<b>180</b>	1.2 O Conselho do BCE	<b>217</b>
4.1 Sistemas de pagamentos de importâncias avultadas e prestadores de serviços de infra-estrutura	180	1.3 A Comissão Executiva	<b>220</b>
4.2 Sistemas e instrumentos de pagamentos de retalho	183	1.4 O Conselho Geral	<b>222</b>
4.3 Compensação e liquidação de títulos e derivados	184	1.5 Comités do Eurosistema/ SEBC, Comité de Orçamento, Conferência de Recursos Humanos e Comité Director de TI do Eurosistema	<b>223</b>
4.4 Outras actividades	186	1.6 Gestão	<b>224</b>
<b>CAPÍTULO 5</b>		<b>2 EVOLUÇÃO ORGANIZACIONAL</b>	<b>227</b>
<b>RELAÇÕES EUROPEIAS E INTERNACIONAIS</b>		2.1 Recursos humanos	<b>227</b>
<b>I QUESTÕES EUROPEIAS</b>	<b>190</b>	2.2 A Conferência de Recursos Humanos	<b>229</b>
1.1 Questões de política	190	2.3 Novas instalações do BCE	<b>229</b>
1.2 Questões institucionais	193	2.4 Gabinete de Coordenação de Contratos Públicos do Eurosistema	<b>230</b>
1.3 Evolução e relações com os países candidatos à UE	194	<b>3 DIÁLOGO SOCIAL DO SEBC</b>	<b>231</b>
<b>2 QUESTÕES INTERNACIONAIS</b>	<b>195</b>	<b>4 CONTAS ANUAIS DO BCE</b>	<b>232</b>
2.1 Principais desenvolvimentos no sistema monetário e financeiro internacional	195	Relatório de gestão relativo ao exercício findo em 31 de Dezembro de 2008	<b>233</b>
2.2 Cooperação com países fora da UE	198	Balanço em 31 de Dezembro de 2008	<b>236</b>
<b>CAPÍTULO 6</b>		Conta de resultados do exercício findo em 31 de Dezembro de 2008	<b>238</b>
<b>RESPONSABILIZAÇÃO</b>		Políticas contabilísticas	<b>239</b>
<b>I RESPONSABILIZAÇÃO PERANTE O PÚBLICO EM GERAL E O PARLAMENTO EUROPEU</b>	<b>204</b>	Notas ao balanço	<b>244</b>
		Notas à conta de resultados	<b>258</b>
		Relatório de auditoria independente	<b>262</b>
		Nota sobre a distribuição dos proveitos/repartição dos prejuízos	<b>265</b>

<b>5 BALANÇO CONSOLIDADO DO EUROSISTEMA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2008</b>	<b>266</b>	2	Evolução no mercado monetário da área do euro no contexto da turbulência financeira	<b>35</b>
<b>ANEXOS</b>			Gráfico A Taxas de juro do BCE e taxa de juro <i>overnight</i>	<b>37</b>
<b>INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS PELO BCE</b>	<b>270</b>		Gráfico B Volatilidade implícita nas opções de contratos de futuros sobre a EURIBOR a 3 meses com vencimento em Março de 2009	<b>38</b>
<b>PARECERES ADOPTADOS PELO BCE</b>	<b>274</b>	3	Volatilidade e liquidez nos mercados de acções e de obrigações de dívida pública	<b>49</b>
<b>CRONOLOGIA DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA</b>	<b>282</b>		Gráfico A Volatilidade realizada da rendibilidade semanal das acções e obrigações	<b>49</b>
<b>APRESENTAÇÃO GERAL DA COMUNICAÇÃO DO BCE RELACIONADA COM A CEDÊNCIA DE LIQUIDEZ EM EUROS</b>	<b>285</b>		Gráfico B Correlação entre a rendibilidade semanal de acções e obrigações	<b>49</b>
<b>DOCUMENTOS PUBLICADOS PELO BANCO CENTRAL EUROPEU DESDE 2008</b>	<b>294</b>		Gráfico C Volumes transaccionados de contratos de futuros das obrigações de dívida pública	<b>51</b>
<b>GLOSSÁRIO</b>	<b>300</b>		Gráfico D Volumes transaccionados nos mercados accionistas	<b>51</b>
<b>LISTA DE CAIXAS</b>				
1 O impacto das tensões no mercado financeiro sobre a evolução monetária	<b>31</b>	4	Preços das matérias-primas e inflação medida pelo IHPC	<b>62</b>
Gráfico A Fluxos mensais de e para acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário e instrumentos de dívida de curto prazo de IFM	<b>31</b>		Gráfico A Preços das matérias-primas	<b>63</b>
Gráfico B Fluxos mensais de e para circulação monetária e depósitos à ordem	<b>32</b>		Gráfico B Inflação medida pelo IHPC	<b>63</b>
Gráfico C Fluxos mensais de empréstimos a outros intermediários financeiros, títulos de dívida adquiridos por IFM e empréstimos desreconhecidos de IFM	<b>33</b>		Gráfico C Subcomponentes seleccionadas da componente de serviços do IHPC	<b>64</b>
Gráfico D Detenções de activos e empréstimos ao sector privado por instituições de crédito	<b>34</b>		Gráfico D Expectativas de inflação a mais longo prazo derivadas de inquéritos e taxa de inflação implícita	<b>64</b>
		5	A evolução do mercado de trabalho na área do euro em 2008	<b>76</b>
			Gráfico A Crescimento do PIB real e do emprego total da área do euro	<b>76</b>
			Gráfico B Desagregação do crescimento das horas trabalhadas	<b>76</b>
			Gráfico C Desagregação do crescimento do emprego por tipo de contrato	<b>77</b>
			Gráfico D Emprego a tempo parcial na área do euro	<b>77</b>

6	Evolução da emissão e dos diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública da área do euro	<b>81</b>	11	Implicações estatísticas do alargamento da área do euro para incluir a Eslováquia	<b>157</b>
	Quadro A Taxas de crescimento homólogas dos títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas da área do euro	<b>81</b>	12	Dez anos da UEM	<b>192</b>
	Gráfico A Desagregação da variação nos pagamentos de juros para o período de 1999-2008	<b>82</b>	<b>LISTA DE QUADROS</b>		
	Quadro B Estrutura do saldo de títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas da área do euro	<b>82</b>	1	Evolução dos preços	<b>61</b>
	Gráfico B Diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública face às obrigações de dívida pública alemãs	<b>82</b>	2	Indicadores de custos do trabalho	<b>68</b>
	Gráfico C <i>Swaps</i> de risco de incumprimento soberanos	<b>83</b>	3	Composição do crescimento do PIB real	<b>71</b>
7	Consequências da crise financeira no défice e na dívida públicos em termos de contabilidade estatística	<b>85</b>	4	Evolução do mercado de trabalho	<b>75</b>
8	A crise financeira e a política orçamental	<b>87</b>	5	Posições orçamentais na área do euro e nos países da área do euro	<b>80</b>
9	Evolução recente da competitividade da área do euro	<b>92</b>	6	Crescimento do PIB real nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro	<b>98</b>
	Gráfico A Taxas de câmbio efectivas nominais e reais do euro	<b>92</b>	7	Inflação medida pelo IHPC nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro	<b>99</b>
	Gráfico B Variações nos indicadores de competitividade harmonizados entre os países da área do euro	<b>93</b>	8	Posições orçamentais nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro	<b>101</b>
	Gráfico C Evolução dos indicadores de competitividade harmonizados intra e extra-área do euro	<b>94</b>	9	Balança de pagamentos dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e da área do euro	<b>102</b>
10	Operações de política monetária durante o recente período de volatilidade nos mercados financeiros	<b>113</b>	10	Estratégias oficiais de política monetária dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro	<b>106</b>
	Gráfico A Oferta de liquidez através de operações de mercado aberto e recurso às facilidades permanentes	<b>115</b>	11	Tráfego de pagamentos no TARGET	<b>128</b>
	Gráfico B Diferencial entre a EONIA e a taxa das OPR	<b>115</b>	12	Distribuição da produção de notas de euro em 2008	<b>136</b>
			13	Principais indicadores económicos da Eslováquia	<b>155</b>
			<b>LISTA DE GRÁFICOS</b>		
			1	Taxas de juro do BCE e taxas do mercado monetário	<b>19</b>
			2a	Principais desenvolvimentos nas maiores economias industrializadas	<b>25</b>
			2b	Principais desenvolvimentos nas maiores economias emergentes	<b>28</b>
			3	Principais desenvolvimentos nos mercados das matérias-primas	<b>29</b>
			4	M3 e empréstimos ao sector privado	<b>30</b>

5	Principais componentes do M3	40	28	Percepções qualitativas e expectativas de inflação dos consumidores da área do euro	70
6	Taxas de juro das IFM sobre depósitos de curto prazo e taxa de juro do mercado monetário	40	29	Contributos para o crescimento trimestral do PIB real	72
7	Depósitos por sector	41	30	Indicadores de confiança	73
8	Crédito a residentes na área do euro	42	31	Desemprego	75
9	Taxas de juro do mercado monetário não garantidas	45	32	Evolução orçamental, 1999-2009	86
10	EUREPO, EURIBOR e <i>swap</i> de índice <i>overnight</i> a 3 meses	45	33	Saldo da balança corrente e suas componentes	91
11	Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo	46	34	Volumes de exportação da área do euro para parceiros comerciais seleccionados	91
12	Taxas de inflação implícitas de cupão zero da área do euro	48	35	Preços das importações de bens extra-área do euro	95
13	Principais índices de cotações de acções	52	36	Investimento directo e de carteira da área do euro	96
14	Volatilidade implícita no mercado bolsista	54	37	Posição de investimento internacional líquida	97
15	Empréstimos de IFM às famílias	54	38	Evolução no MTC II	103
16	Taxas de juro aplicadas aos empréstimos às famílias e a sociedades não financeiras	55	39	Evolução das moedas da UE não participantes no MTC II	104
17	Dívida e encargos com os pagamentos de juros das famílias	56	40	Taxas de juro directoras do BCE e EONIA	112
18	Custo real do financiamento externo de sociedades não financeiras da área do euro	57	41	Factores de liquidez na área do euro em 2008	118
19	Desagregação da taxa de crescimento homóloga real do financiamento externo de sociedades não financeiras	58	42	Notas em circulação	119
20	Rácios dos lucros de sociedades não financeiras cotadas da área do euro	59	43	Garantias elegíveis por tipo de activo	122
21	Desvio de financiamento das sociedades não financeiras e suas principais componentes	60	44	Garantias apresentadas em operações de crédito do Eurosistema face ao crédito por liquidar em operações de política monetária	123
22	Rácios da dívida de sociedades não financeiras	60	45	Desagregação de activos (incluindo direitos de crédito) apresentados como garantia por tipo de activo	123
23	Desagregação da inflação medida pelo IHPC: principais componentes	61	46	Número de notas de euro em circulação entre 2002 e 2008	133
24	Contributos das principais componentes para a inflação medida pelo IHPC	65	47	Valor das notas de euro em circulação entre 2002 e 2008	133
25	Desagregação dos preços da produção industrial	67	48	Número de notas de euro em circulação entre 2002 e 2008	134
26	Remunerações por empregado, por sector	69	49	Número de contrafacções de notas de euro retiradas de circulação entre 2002 e 2008	135
27	Evolução dos preços dos edificios residenciais na área do euro	69	50	Distribuição de contrafacções de notas de euro por denominação em 2008	135

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

BE	Bélgica
BG	Bulgária
CZ	República Checa
DK	Dinamarca
DE	Alemanha
EE	Estónia
IE	Irlanda
GR	Grécia
ES	Espanha
FR	França
IT	Itália
CY	Chipre
LV	Letónia
LT	Lituânia
LU	Luxemburgo
HU	Hungria
MT	Malta
NL	Países Baixos
AT	Áustria
PL	Polónia
PT	Portugal
RO	Roménia
SI	Eslovénia
SK	Eslováquia
FI	Finlândia
SE	Suécia
UK	Reino Unido
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
EEE	Espaço Económico Europeu
EUR	euro
FMI	Fundo Monetário Internacional
f.o.b.	<i>free on board at the exporter's border</i>
IFM	instituições financeiras monetárias
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. <sup>a</sup> edição)
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
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 comunitária, a listagem dos Estados-Membros da UE constantes no presente relatório é feita segundo a ordem alfabética dos nomes dos países nas línguas nacionais.**

# PREFÁCIO



Em 2008 o Banco Central Europeu celebrou o seu décimo aniversário. Com a inflação homóloga a situar-se, em média, apenas ligeiramente acima de 2% na área do euro, testemunhámos uma década de preços relativamente estáveis, de acordo com o mandato do BCE de assegurar a estabilidade de preços. De igual forma, as expectativas de inflação a mais longo prazo permaneceram globalmente ancoradas em níveis compatíveis com a estabilidade de preços durante este período de tempo, reflectindo o elevado grau de credibilidade da política monetária do BCE. Este sucesso constitui igualmente um exemplo concreto da robustez, coerência e unidade institucional do Eurosistema – da sua capacidade de actuação num espírito verdadeiramente europeu, com base na partilha de valores, em padrões elevados e princípios comuns. Desde o início, o euro tem-se mostrado uma moeda estável, sendo actualmente utilizada por 329 milhões de cidadãos em 16 países da área do euro e também amplamente aceite nos mercados financeiros internacionais. Gostaria de aproveitar esta oportunidade para dar as boas-vindas aos cidadãos da Eslováquia à área

do euro. Após a adopção do euro por Chipre e Malta em 2008, a Eslováquia aderiu à área do euro enquanto 16.º membro no dia 1 de Janeiro de 2009.

2008 foi um ano excepcional, caracterizado por desenvolvimentos económicos e financeiros extraordinários. Devido a fortes subidas dos preços das matérias-primas, a inflação aumentou de forma significativa no primeiro semestre de 2008, bem como os riscos ascendentes para a estabilidade de preços durante este período. A inflação homóloga medida pelo IHPC atingiu um pico em meados do ano, ascendendo a 4.0% em Junho e Julho. Em particular, houve indicações crescentes de um aumento das pressões salariais. A análise monetária confirmou a avaliação de que prevaleciam riscos ascendentes para a estabilidade de preços. A fim de prevenir efeitos de segunda ordem generalizados e assegurar que as expectativas de inflação estavam solidamente ancoradas, o Conselho do BCE aumentou as suas taxas de juro directoras em Julho de 2008. A partir de meados de Setembro, as tensões financeiras intensificaram-se consideravelmente, repercutindo-se, cada vez mais, à economia real em todo o mundo. Juntamente com fortes descidas nos preços dos produtos energéticos e de outras matérias-primas, tal conduziu a uma redução das pressões inflacionistas a nível mundial e na área do euro. Ao mesmo tempo, a incerteza aumentou de forma excepcional, afectando a liquidez, os preços dos activos e os balanços. No geral, estes desenvolvimentos implicaram riscos descendentes significativamente mais elevados para o crescimento e uma redução considerável das pressões inflacionistas a médio prazo.

Numa acção coordenada, o BCE e outros bancos centrais importantes anunciaram reduções das respectivas taxas de juro de política em 8 de Outubro de 2008. No geral, entre Outubro de 2008 e Março de 2009, o Conselho do BCE reduziu as taxas de juro directoras do BCE em 275 pontos base. As taxas no mercado monetário *overnight* caíram de forma ainda mais acentuada ao longo deste período, com o BCE a alargar de forma significativa a cedência

de liquidez aos bancos da área do euro. Estas decisões sem precedentes estiveram totalmente em conformidade com o mandato do BCE de manutenção da estabilidade de preços, à luz da descida das pressões e dos riscos inflacionistas. A análise monetária indicou que os riscos ascendentes para a estabilidade de preços se estavam a atenuar gradualmente, com uma desaceleração do ritmo subjacente da expansão monetária, particularmente na segunda metade de 2008. O crescimento dos empréstimos ao sector privado não financeiro também se moderou no decurso do ano, em linha com a maior restritividade das condições de financiamento e a maior fragilidade da actividade económica.

Em termos gerais, apesar da clara desaceleração das taxas de inflação a partir de meados de 2008, a inflação média anual medida pelo IHPC em 2008 atingiu 3.3%, o nível mais elevado registado desde a introdução do euro, o que comparou com taxas de aproximadamente 2% nos anos anteriores. Não obstante as flutuações acentuadas das taxas de inflação global, a política monetária do BCE foi bem sucedida na manutenção das expectativas de inflação a médio e longo prazo firmemente ancoradas em níveis globalmente compatíveis com a estabilidade de preços ao longo de 2008. Paralelamente, o crescimento do PIB real na área do euro abrandou para 0.8% em 2008, após taxas de crescimento sólidas de 2.7% em 2007 e 3.0% em 2006. Embora o crescimento económico na área do euro no início de 2008 se tenha apresentado relativamente resistente, deteriorou-se rapidamente no final do ano, face a um abrandamento pronunciado da actividade económica mundial.

No que diz respeito à política orçamental, a execução orçamental relativamente favorável alcançada nos últimos anos foi invertida em 2008 com o desenrolar da crise financeira e a rápida deterioração da conjuntura macroeconómica. De acordo com as previsões intercalares da Comissão Europeia de Janeiro de 2009, o défice médio das administrações públicas na área do euro aumentou de 0.6% do PIB em 2007 para 1.7% em 2008, prevendo-se

que aumente de novo consideravelmente para 4.0% do PIB em 2009. Em Outubro de 2008, os países da área do euro acordaram em acções concertadas para estabilizar o sistema bancário, incluindo a recapitalização de instituições financeiras e garantias para empréstimos e depósitos. Em Dezembro de 2008, o Conselho Europeu aprovou um Plano de Relançamento da Economia Europeia, com o objectivo de apoiar a recuperação económica, reforçando a procura agregada e aumentando os esforços para implementar as reformas estruturais previstas pela estratégia de Lisboa. O aumento dos rácios do défice e da dívida pública e as perspectivas altamente incertas constituem desafios consideráveis para a política orçamental na área do euro. Para apoiar a confiança do público na sustentabilidade das finanças públicas, é essencial um compromisso credível para com uma trajectória de consolidação, a fim de retomar posições orçamentais sólidas, respeitando na íntegra as disposições do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

No que diz respeito às políticas estruturais, a actual fragilidade da actividade económica e os elevados níveis de incerteza quanto às perspectivas económicas implicam a necessidade de reforçar a resistência da economia da área do euro. Na actual conjuntura, é essencial que se prossigam políticas económicas de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto com livre concorrência, resistindo a qualquer tipo de medida proteccionista. Além do mais, as reformas nos mercados do produto e de serviços deverão fomentar a concorrência. As reformas nos mercados de trabalho deverão contribuir para facilitar uma fixação apropriada dos salários, salvaguardando assim o emprego e promovendo a mobilidade do trabalho entre os vários sectores e regiões. Tal será particularmente importante para as áreas e sectores fortemente atingidos pelo choque negativo sobre a procura. Em diversos países, é também crucial que se tomem medidas para fazer face às perdas de competitividade acumuladas nos últimos anos.

\*\*\*

Os desafios nos mercados financeiros aumentaram consideravelmente durante 2008. Os mercados monetários do euro continuaram a ser caracterizados por elevados diferenciais de crédito e volumes transaccionados bastante reduzidos, não obstante o efeito estabilizador sobre estas variáveis das medidas especiais que o BCE tinha começado a introduzir em 2007 e que se estenderam até 2008. Estas medidas consistiram sobretudo numa “antecipação” da cedência de liquidez ao sector bancário nos períodos de manutenção de reservas mínimas, aumentando os prazos médios das operações de refinanciamento do Eurosistema e, em cooperação com o Sistema de Reserva Federal, cedendo liquidez em dólares dos EUA.

Com a intensificação muito significativa das tensões em todos os segmentos e prazos do mercado monetário em meados de Setembro de 2008, o Eurosistema tomou outras medidas de gestão de liquidez para assegurar a continuação da capacidade de auto-refinanciamento dos bancos. Em particular, foi adoptado um procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total para as operações principais de refinanciamento e todas as operações de refinanciamento de prazo alargado, e o conjunto de activos de garantia elegíveis aceites em operações de refinanciamento foi temporariamente alargado. Além disso, o corredor formado pelas taxas de juro das facilidades permanentes foi temporariamente estreitado. Em resultado destas medidas, os bancos continuaram, no geral, a ter um acesso amplo a liquidez em euros, embora as tensões se tenham mantido, especialmente nos prazos mais longos.

\*\*\*

O BCE contribuiu activamente para as principais respostas regulamentares e de política adoptadas em 2008 para fazer face à crise financeira e fortalecer o sistema financeiro. A nível mundial, o BCE participou nas deliberações que conduziram às recomendações do Fórum de Estabilidade Financeira aos ministros das finanças e governadores dos

bancos centrais do G7 em Abril de 2008. Estas recomendações têm como objectivo o reforço dos requisitos prudenciais, da transparência e dos enquadramentos de valorização, bem como a melhoria da utilização de notações de crédito, a capacidade de resposta das autoridades aos riscos e acordos para lidar com tensões no sistema financeiro. O BCE também contribuiu para outras importantes respostas de política a nível mundial, nomeadamente o plano de acção acordado pelos países do G20 em 15 de Novembro de 2008.

A nível europeu, o BCE prestou aconselhamento relativamente à concepção de medidas pelas autoridades públicas para o apoio ao funcionamento do sector bancário. A Declaração de Paris dos países da área do euro de 12 de Outubro de 2008 – posteriormente aprovada pelo Conselho Europeu em 16 de Outubro – definiu um plano de acção de medidas coordenadas para restabelecer a confiança e melhorar as condições de financiamento na economia. Estas medidas incluíram a concessão de garantias do Estado relativas à emissão de dívida bancária e a recapitalização de bancos. O Conselho do BCE emitiu recomendações sobre as principais características e a fixação dos preços das garantias do Estado e dos instrumentos de recapitalização. Os objectivos das recomendações eram preservar a igualdade de condições entre as instituições financeiras, reforçar a estabilidade do sistema financeiro, facilitar o retorno a condições normais de mercado e assegurar o financiamento apropriado da economia. As recomendações foram devidamente tomadas em consideração pelos Estados-Membros nas suas acções e reflectiram-se nas orientações emitidas pela Comissão Europeia relativas ao cumprimento das regras do Tratado em matéria de auxílios estatais.

No início de 2009, o BCE deu o seu contributo para a definição de princípios orientadores sobre medidas de apoio aos activos depreciados, com vista a eliminar a incerteza em torno da valorização de certos activos titularizados nos balanços das instituições financeiras.

O contributo do BCE reflectiu-se nas orientações emitidas pela Comissão Europeia relativas a estas medidas.

\*\*\*

Ao longo de 2008, o BCE continuou a promover activamente o processo de integração financeira europeia. Prestou aconselhamento, em particular, em matéria de regulamentação e supervisão financeiras, bem como de sistemas de compensação e de liquidação de títulos e sistemas de pagamentos. Além disso, continuou a actuar como catalisador para actividades do sector privado, facilitando a acção colectiva. A iniciativa SEPA (*Single Euro Payments Area* / Área Única de Pagamentos em Euros), que o BCE tem apoiado fortemente desde o início, atingiu o seu primeiro marco importante, com o lançamento, em Janeiro de 2008, do sistema SEPA de pagamento por transferência a crédito e do quadro SEPA para os cartões. Desde então, os primeiros benefícios da SEPA concretizaram-se para os bancos e, acima de tudo, começaram a atingir os utilizadores finais de serviços de pagamentos.

No âmbito dos serviços de banca central que também promovem a integração financeira, o sistema TARGET descentralizado de primeira geração, o sistema de pagamentos de importâncias avultadas do Eurosistema, foi substituído na íntegra por um sistema de plataforma única de segunda geração (TARGET2), em Maio de 2008. O TARGET2 é a primeira infra-estrutura de mercado a estar completamente integrada e harmonizada a nível europeu. Além disso, em Julho de 2008, o Conselho do BCE decidiu construir uma nova plataforma de liquidação de títulos, denominada TARGET2-Securities (T2S – TARGET2-Títulos). Ao oferecer serviços de liquidação harmonizados, transfronteiras e neutros em euros e noutras moedas, o T2S constituirá um passo fundamental no sentido de um mercado integrado de títulos na Europa. Em Julho de 2008, o Conselho do BCE decidiu igualmente estabelecer uma plataforma partilhável única (CCBM2) para a mobilização de activos de

garantia, com facilidades de gestão de liquidez e de activos de garantia para contrapartes do Eurosistema.

\*\*\*

No final de 2008, o BCE tinha um limite efectivo máximo de cargos orçamentados de 1357.5 posições equivalentes a tempo inteiro, face a 1348 no final de 2007. Os funcionários do BCE são oriundos dos 27 países da UE, sendo recrutados por meio de processos de selecção abertos para preenchimento de vagas, publicados no *site* do BCE. De acordo com a política de mobilidade do BCE, 165 funcionários foram transferidos internamente para outras funções em 2008, enquanto 23 foram requisitados para outras organizações e foram concedidas licenças sem vencimento a 30, na maioria dos casos para assumirem funções noutras organizações. A aquisição e desenvolvimento contínuos de capacidades e competências por parte de todos os funcionários, incluindo a nível de gestão, continuam a figurar entre os aspectos mais importantes da estratégia de recursos humanos do BCE.

Em 2008, a fim de ter em consideração os desenvolvimentos mais recentes em termos de esperança de vida e sustentabilidade financeira, o BCE iniciou uma revisão do plano de reformas dos seus funcionários. Os resultados desta revisão deverão ser implementados na Primavera de 2009.

\*\*\*

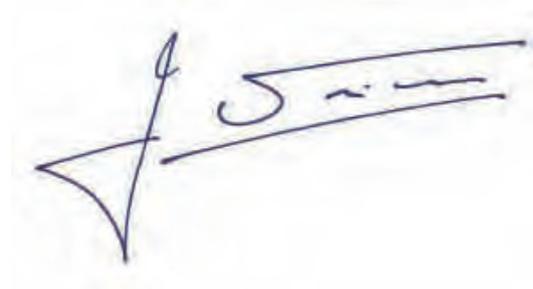
O ano de 2008 trouxe novos desafios no que respeita ao projecto das novas instalações do BCE, uma vez que o procedimento de concurso público para a selecção de um empreiteiro geral não produziu um resultado económico satisfatório. Consequentemente, durante os meses de Verão, todas as opções possíveis foram rigorosamente analisadas e reviram-se os cálculos dos custos e a estratégia do concurso. Tendo por base esta análise, o Conselho do BCE decidiu dividir os trabalhos de construção nas principais transacções e lotes individuais, e

recomeçar o procedimento de concurso público, em conformidade. No contexto de novos estudos levados a cabo no mercado da construção, o BCE continua determinado em concluir o projecto dentro do orçamento dado.

\*\*\*

O BCE registou um excedente de €2.66 mil milhões em 2008 face a um excedente de €0.29 mil milhões em 2007. O Conselho do BCE decidiu transferir, em 31 de Dezembro de 2008, um montante de €1.34 mil milhões para a provisão para fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro. A dimensão desta provisão, que, após a transferência de 2008, ascende a €4.01 mil milhões, é revista numa base anual. O resultado líquido do BCE em 2008, após ter sido realizada a transferência para a provisão, foi de €1.32 mil milhões. Este montante foi distribuído pelos BCN da área do euro proporcionalmente às participações realizadas no capital do BCE.

Frankfurt am Main, Março de 2009

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'J. Trichet', with a stylized flourish on the left side.

Jean-Claude Trichet





O primeiro Conselho do Banco Central Europeu em 1998



O Conselho do Banco Central Europeu em 2008

Nota: Mario Draghi e Athanasios Orphanides não estavam presentes quando foi tirada a fotografia.



## CAPÍTULO I

# EVOLUÇÃO ECONÓMICA E POLÍTICA MONETÁRIA

## I DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

Em 2008, o BCE conduziu a sua política monetária no contexto das perturbações financeiras observadas desde Agosto de 2007. O Conselho do BCE manteve inalteradas as taxas de juro directoras do BCE no primeiro semestre de 2008, antes de as aumentar em 25 pontos base em Julho, e de as reduzir no quarto trimestre do ano ao longo de três fases num total de 175 pontos base. A trajectória das taxas de juro directoras do BCE em 2008 reflectiu a evolução dos riscos para a estabilidade de preços a médio prazo, os quais foram fortemente influenciados por dois fenómenos a nível mundial: a evolução dos preços das matérias-primas, em particular os preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares; e o impacto económico da actual turbulência financeira, que se intensificou em meados de Setembro.

No primeiro semestre de 2008, as pressões inflacionistas na área do euro aumentaram, em grande parte, em resultado de um aumento muito rápido dos preços internacionais das matérias-primas. A inflação homóloga medida pelo IHPC permaneceu bastante acima de 2% durante este período, aumentando de 3.2% em Janeiro para um valor máximo de 4.0% em Junho e Julho, principalmente devido à evolução dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. Com o aumento das pressões inflacionistas num cenário de mercados de trabalho relativamente restritivos, o risco de efeitos de segunda ordem amplificou-se. Além disso, o ritmo subjacente do crescimento do agregado monetário largo manteve-se vigoroso, não obstante uma moderação gradual face aos valores máximos observados na segunda metade de 2007. No sentido de conter os riscos ascendentes para a estabilidade de preços e assegurar que as expectativas de inflação a longo prazo permaneciam firmemente ancoradas em linha com a definição de estabilidade de preços do BCE, o Conselho do BCE aumentou a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 25 pontos base, para 4.25%, em Julho de 2008.

No que respeita ao terceiro trimestre, até meados de Setembro os dados disponíveis sugeriam

que os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo permaneciam em alta. A incerteza quanto às perspectivas para a actividade económica continuou a ser considerável, devido, nomeadamente, aos preços das matérias-primas muito elevados e voláteis e às actuais tensões nos mercados financeiros. Em termos globais, prevaleceram os riscos descendentes para as perspectivas económicas.

A partir de meados de Setembro, a turbulência financeira intensificou-se significativamente, causando perturbações sérias e escassez de liquidez em muitos segmentos dos mercados financeiros e conduzindo a uma deterioração substancial das perspectivas económicas mundiais. A inflação também caiu acentuadamente nos últimos meses do ano e as pressões inflacionistas enfraqueceram. Motivada pela descida dos preços das matérias-primas, em particular os preços do petróleo, a inflação homóloga medida pelo IHPC caiu no segundo semestre, atingindo 1.6% em Dezembro. As tendências monetárias, que continuaram a moderar-se no segundo semestre, confirmaram a perspectiva de que as pressões inflacionistas se estavam a enfraquecer. Neste contexto, a principal taxa de refinanciamento foi reduzida em 50 pontos base para 3.75% em 8 de Outubro numa acção coordenada em conjunto com outros bancos centrais importantes. A principal taxa de refinanciamento foi novamente reduzida, em 50 pontos base em Novembro e em 75 pontos base em Dezembro, situando-se em 2.50% no final do ano (ver Gráfico 1).

O crescimento real do PIB na área do euro permaneceu sustentado, mas ligeiramente abaixo da tendência no primeiro semestre, embora o impacto das condições meteorológicas invulgares sobre a actividade no sector da construção tenha originado volatilidade nas taxas de crescimento trimestrais. As condições económicas deterioraram-se na segunda metade de 2008, particularmente após a intensificação das tensões nos mercados financeiros em meados de Setembro. A crise financeira transmitiu-se à economia real de uma forma mais generalizada do que o previsto. No terceiro

## Gráfico I Taxas de juro do BCE e taxas do mercado monetário

(percentagens por ano; dados diários)

- taxa mínima de proposta/taxa fixa das operações principais de refinanciamento
- ... taxa da facilidade permanente de depósito
- - - taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez
- taxa de juro *overnight* (EONIA)



Fonte: BCE.

Nota: A última observação refere-se a 27 de Fevereiro de 2009.

trimestre, o PIB real na área do euro registou uma contração de 0.2% em termos trimestrais em cadeia, reflectindo sobretudo o elevado contributo negativo do comércio líquido, que resultou do fraco crescimento das exportações em conjunto com uma forte recuperação das importações. No quarto trimestre, observou-se uma contração económica generalizada num ambiente de maior incerteza, com o PIB real a registar uma contração de 1.5%. Em termos globais, o PIB real da área do euro cresceu 0.8% em 2008, ou seja, significativamente abaixo dos 2.7% registados em 2007.

A inflação média anual medida pelo IHPC foi muito elevada em 2008, situando-se em 3.3%, isto é, o nível mais elevado desde a introdução do euro, o que compara cerca de 2% em anos anteriores (por exemplo, 2.1% em 2007). A inflação aumentou de 3.2% em Janeiro para um valor máximo de 4.0% em Junho e Julho, antes de descer para 1.6% em Dezembro. Esta trajectória da inflação resultou principalmente da evolução dos preços das matérias-primas a nível mundial, particularmente dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. Em particular, os preços do petróleo aumentaram

de cerca de USD 100 por barril em Janeiro para um máximo de quase USD 150 em Julho, antes de caírem para cerca de USD 40 por barril em Dezembro. Durante a maior parte de 2008, a taxa de inflação situou-se significativamente acima da definição de estabilidade de preços do BCE, principalmente devido à evolução dos preços das matérias-primas. O crescimento dos custos unitários do trabalho permaneceu forte, impulsionado por aumentos salariais mais substanciais na presença de mercados de trabalho mais restritivos e alguns efeitos de segunda ordem, mas também devido a um abrandamento cíclico do crescimento da produtividade do trabalho no final do ano. Em meados do ano, surgiram sinais de um desvio ascendente das expectativas de inflação a longo prazo, calculadas a partir de instrumentos do mercado financeiro, mas desapareceram após o aumento das taxas de juro em Julho de 2008 e a inversão do preço das matérias-primas, em particular o petróleo, que reduziram as preocupações quanto à ocorrência de efeitos de segunda ordem. Em termos globais, não obstante os movimentos acentuados na inflação devido a grandes variações nos preços das matérias-primas, medidas obtidas através de

inquéritos das expectativas de inflação a longo prazo mantiveram-se globalmente ancoradas em níveis consistentes com a estabilidade de preços, em linha com a orientação de médio prazo da política monetária do BCE.

O ritmo subjacente da expansão monetária registou uma moderação ao longo de 2008, mas permaneceu vigoroso. Embora o crescimento do M3 tenha, de um modo geral, sobrestimado a tendência da dinâmica monetária devido ao impacto da pouca inclinação da curva de rendimentos e de outros factores temporários, particularmente no primeiro semestre, uma avaliação generalizada das componentes e contrapartidas do M3 confirmou que o crescimento monetário subjacente permaneceu robusto. O crescimento dos empréstimos ao sector privado não financeiro também se moderou ao longo do ano, em linha com a maior restritividade das condições de financiamento e o enfraquecimento da actividade económica. A crescente pressão no sistema financeiro em resultado da intensificação das tensões financeiras em Setembro reflectiu-se nos dados monetários no final do ano. No que respeita aos agregados monetários, essa maior pressão contribuiu mais para desencadear alterações entre as componentes do M3 do que para influenciar o próprio M3. A evolução moderada dos empréstimos no final do ano confirmou que o crédito às empresas tinha enfraquecido significativamente após um longo período de crescimento dinâmico, reflectindo sobretudo o abrandamento da actividade económica real, embora factores do lado da oferta também possam ter desempenhado um papel importante, como indica o inquérito do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito. Em termos globais, as tendências monetárias confirmaram a perspectiva de que as pressões inflacionistas enfraqueceram no final de 2008.

#### **PRESSÕES INFLACIONISTAS LEVARAM A UMA SUBIDA DAS TAXAS DE JURO DIRECTORAS DO BCE EM JULHO DE 2008**

Analisando mais pormenorizadamente as decisões de política monetária tomadas em 2008, o ano pode ser dividido em duas partes: o

período até ao Verão de 2008, quando os dados disponíveis nessa altura indicavam crescentes riscos ascendentes para a estabilidade de preços; e o período depois do Verão, quando novas informações indicavam que a actual turbulência financeira e o abrandamento económico mundial estavam a ter um impacto mais forte sobre a actividade da área do euro e que as pressões inflacionistas se estavam a enfraquecer.

No primeiro semestre, as condições económicas foram caracterizadas por elevados níveis de incerteza quanto à reavaliação em curso dos riscos nos mercados financeiros e o seu potencial impacto sobre a economia real. O crescimento trimestral tinha começado a moderar-se ao longo de 2007. Os indicadores da confiança dos consumidores e nas empresas também tinham começado a diminuir, mas no início de 2008 mantinham-se em níveis que apontavam para um crescimento sustentado. As perspectivas para o crescimento económico tinham registado uma ligeira descida, mas eram ainda relativamente favoráveis no início de 2008. Era de prever que a procura interna e externa se moderasse, mas apoiando todavia a continuação do crescimento. Apesar do efeito atenuante da subida dos preços das matérias-primas, previa-se que o crescimento do consumo contribuisse para a expansão económica, em linha com o aumento do emprego, dado que as taxas de desemprego tinham caído para os níveis mais baixos dos últimos 25 anos. Na expectativa de que a resistência da actividade económica nas economias de mercado emergentes mitigaria o impacto do abrandamento económico nos Estados Unidos na procura do exterior sobre a área do euro, a procura externa deveria proporcionar um apoio sustentado às exportações da área do euro.

De facto, no primeiro semestre, os dados macroeconómicos disponíveis sugeriam que o crescimento do PIB real registaria uma moderação, embora ligeira. As projecções macroeconómicas de Junho de 2008 elaboradas por especialistas do Eurosistema previam um crescimento médio anual do PIB real de entre 1.5% e 2.1% em 2008 e de entre 1.0% e 2.0%

em 2009. Enquanto as projecções para 2008 permaneceram no limite inferior do intervalo publicado em Dezembro de 2007, as projecções para 2009 foram revistas ligeiramente em baixa. A incerteza em redor das perspectivas para o crescimento económico era considerável, e os riscos foram vistos como permanecendo do lado descendente. Estes riscos estavam principalmente relacionados com o potencial para a evolução nos mercados financeiros ter um impacto superior ao esperado sobre as condições de financiamento e o sentimento económico, com um impacto negativo sobre o crescimento mundial e da área do euro. Outros riscos descendentes resultavam da margem para novos aumentos dos preços do petróleo e de outras matérias-primas, preocupações quanto a pressões proteccionistas e possíveis desenvolvimentos desordenados devido aos desequilíbrios mundiais.

Paralelamente, a área do euro registava um período de subida das taxas de inflação homólogas, principalmente em resultado de aumentos acentuados dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares a nível mundial. A taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC situava-se acima de 3% no início de 2008 e aumentou de 3.2% em Janeiro para 3.7% em Maio, com fortes pressões ascendentes sobre a inflação global no curto prazo. Consequentemente, em Junho, o Conselho do BCE sublinhou que os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo tinham continuado a aumentar. Antevia-se que a inflação medida pelo IHPC permaneceria elevada num período mais longo do que o anteriormente previsto. Surgiram também sinais de um desvio ascendente nas expectativas de inflação a longo prazo. As projecções macroeconómicas de Junho de 2008 elaboradas por especialistas do Eurosistema previam uma inflação média anual medida pelo IHPC de entre 3.2% e 3.6% em 2008 e de entre 1.8% e 3.0% em 2009. Deste modo, os intervalos projectados para a inflação em 2008 e 2009 eram consideravelmente mais elevados do que os apresentados em anteriores projecções dos especialistas, principalmente reflectindo um aumento dos preços do petróleo e dos

produtos alimentares e as crescentes pressões inflacionistas no sector dos serviços. Persistiam também preocupações quanto à possibilidade de o crescimento dos salários ser superior ao esperado, tendo em conta os elevados níveis de utilização da capacidade produtiva, as condições restritivas do mercado de trabalho e o risco de efeitos de segunda ordem.

A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário M3 manteve-se vigorosa, não obstante alguma moderação. Uma série de factores temporários, em particular a curva de rendimentos relativamente horizontal, sugeria que o crescimento do M3 sobrestimava o ritmo da expansão monetária subjacente. Mesmo tomando em consideração esses efeitos, uma avaliação generalizada dos dados monetários confirmava que a taxa subjacente do crescimento monetário e do crédito permanecia robusta. O crescimento do endividamento das famílias tinha registado uma ligeira moderação, reflectindo o impacto dos aumentos das taxas de juro directoras do BCE a partir de Dezembro de 2005 e o arrefecimento dos mercados da habitação em várias partes da área do euro. No entanto, o crescimento dos empréstimos a sociedades não financeiras permanecia robusto.

Neste contexto, o Conselho do BCE considerou que os riscos para a estabilidade de preços permaneciam claramente do lado ascendente e tinham continuado a aumentar. Estes riscos resultaram em particular da possibilidade da ocorrência de efeitos de segunda ordem sobre a fixação dos salários e dos preços, mas também do potencial para novos aumentos dos preços do petróleo e dos produtos alimentares. A possibilidade de aumentos dos preços administrados e dos impostos indirectos acima do previsto nessa altura também constituía um risco ascendente para as perspectivas quanto à inflação. Esta avaliação foi suportada pelo cruzamento dos dados relativos ao crescimento da moeda e do crédito. Dado o forte crescimento dos agregados monetários e do crédito, a análise monetária confirmou as indicações da análise económica de que os riscos ascendentes para a estabilidade de

preços prevaleciam no médio a mais longo prazo. O Conselho do BCE sublinhou a sua determinação em ancorar firmemente as expectativas de inflação a médio e longo prazo em linha com a estabilidade de preços.

No sentido de evitar efeitos de segunda ordem generalizados e contrariar o aumento dos riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo, o Conselho do BCE decidiu aumentar as taxas de juro directoras do BCE em 25 pontos base em 3 de Julho de 2008, depois de ter mantido as taxas inalteradas desde Junho de 2007, devido ao nível acrescido de incerteza no contexto da actual turbulência financeira. O Conselho do BCE realçou a sua forte determinação em manter as expectativas de inflação a médio e longo prazo firmemente ancoradas em linha com a estabilidade de preços. Tal preservaria o poder de compra no médio prazo e continuaria a apoiar o crescimento sustentável e o emprego na área do euro.

No que respeita ao terceiro trimestre de 2008, esperava-se que os valores referentes ao crescimento do PIB real divulgados para o segundo trimestre de 2008 fossem consideravelmente inferiores aos do primeiro trimestre do ano. Embora esta tenha sido em parte uma reacção técnica ao forte crescimento observado nos primeiros meses do ano, também reflectiu um enfraquecimento do crescimento do PIB devido à menor expansão a nível mundial e aos efeitos atenuantes de preços elevados e voláteis do petróleo e dos produtos alimentares. A incerteza quanto às perspectivas para a actividade económica continuou a ser considerável, devido nomeadamente a preços das matérias-primas muito elevados e voláteis e às tensões em curso nos mercados financeiros. Em termos globais, continuaram a verificar-se riscos descendentes.

Ao mesmo tempo, informações disponíveis em Agosto e Setembro confirmaram que as taxas de inflação homólogas deveriam permanecer em níveis muito acima dos consistentes com a estabilidade de preços durante um longo período de tempo. Os dados também sugeriam

que os riscos para a estabilidade de preços no médio prazo permaneciam do lado ascendente. Depois de 4.0% em Junho, a inflação manteve-se em 4.0% em Julho e situou-se em 3.8% em Agosto, resultando em larga medida dos efeitos directos e indirectos de anteriores aumentos robustos dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares a nível mundial. Além disso, confirmou-se que o crescimento dos salários tinha acelerado significativamente. Com o abrandamento da produtividade do trabalho, tal resultou em aumentos acentuados dos custos unitários do trabalho.

#### **ENFRAQUECIMENTO DAS PRESSÕES INFLACIONISTAS CONDUZIU A UMA MENOR RESTRITIVIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA NO FINAL DE 2008**

As tensões financeiras intensificaram-se em Setembro, dominadas por acontecimentos nos mercados norte-americanos, particularmente na sequência da falência do Lehman Brothers em 15 de Setembro. Tal conduziu a uma volatilidade substancial em todos os segmentos dos mercados financeiros, níveis reduzidos de liquidez em vários segmentos de mercado, uma reestruturação significativa de algumas grandes instituições financeiras, uma crise financeira na Islândia e efeitos de contágio sobre outros países, e medidas de política sem precedentes por parte dos governos. A turbulência nos mercados financeiros também resultou num aumento significativo da aversão ao risco, que se reflectiu nomeadamente no alargamento substancial dos diferenciais das obrigações soberanas e de empresas, o qual teve um impacto descendente considerável sobre a economia real. Na sua reunião de 2 de Outubro, o Conselho do BCE discutiu amplamente a recente intensificação da turbulência nos mercados financeiros e o seu possível impacto sobre a actividade económica e a inflação, reconhecendo o nível extraordinariamente elevado da incerteza resultante dos recentes desenvolvimentos. Numa altura em que o conjunto da economia mundial se ressentia dos efeitos adversos deste período longo e intenso de turbulência nos mercados financeiros, a actividade económica também se deteriorava na área do euro.

As pressões inflacionistas tinham começado a moderar-se na área do euro, bem como em várias das outras principais economias mundiais, reflectindo sobretudo uma descida acentuada dos preços dos produtos energéticos e de outras matérias-primas. As expectativas para a inflação tinham diminuído, regressando a níveis consistentes com a definição de estabilidade de preços do BCE. Ao aumentar os riscos descendentes para o crescimento, a intensificação da crise financeira também reduziu os riscos ascendentes para a estabilidade de preços.

Numa acção coordenada, o Bank of Canada, o Bank of England, o BCE, o Sistema de Reserva Federal, o Sveriges Riksbank e o Swiss National Bank anunciaram reduções nas taxas de juro de política em 8 de Outubro. Neste contexto, o Conselho do BCE reduziu as taxas de juro directoras do BCE em 50 pontos base, reconhecendo que os riscos inflacionistas ascendentes na área do euro tinham diminuído recentemente e que as pressões inflacionistas tinham começado a moderar-se. O Conselho do BCE também adoptou duas medidas temporárias para apoiar a execução da política monetária, ao estreitar o corredor formado pelas taxas das facilidades permanentes e ao anunciar a colocação total a taxas fixas nas suas operações de leilão.

As tensões transmitiram-se cada vez mais do sector financeiro à economia real e das economias avançadas às economias de mercado emergentes. As perspectivas para o crescimento mundial deterioraram-se acentuadamente, implicando uma contracção da procura externa com um impacto negativo sobre a actividade da área do euro. Os indicadores de confiança nas empresas, que tinham começado a reduzir-se em meados de 2007, começaram a cair a um ritmo mais acentuado e atingiram novos mínimos históricos com uma periodicidade mensal. O quarto trimestre foi marcado por um abrandamento económico generalizado e um elevado nível de incerteza, com os governos a anunciarem significativos pacotes de estímulo económico. Informações disponíveis sobre

a actual evolução económica justificaram as perspectivas mais pessimistas, que se ficaram a dever sobretudo à materialização de riscos previamente identificados resultantes das tensões nos mercados financeiros. Numa análise prospectiva, previa-se que a fragilidade económica mundial e a procura interna bastante ténue persistissem nos trimestres seguintes. De facto, as projecções macroeconómicas de Dezembro de 2008 elaboradas por especialistas do Eurosistema relativamente à área do euro indicavam que as perspectivas tinham registado uma deterioração significativa. Previa-se que o crescimento anual do PIB real se situasse entre -1.0% e 0.0% em 2009 e entre 0.5% e 1.5% em 2010. Estes valores representavam revisões em baixa substanciais face às anteriores projecções elaboradas por especialistas. As perspectivas económicas permaneceram envoltas num grau de incerteza excepcionalmente elevado, com a manutenção dos riscos para o crescimento económico no lado descendente.

No que respeita à evolução dos preços, a inflação homóloga medida pelo IHPC desceu substancialmente, para 2.1% em Novembro, o que compara com 3.2% em Outubro e 3.6% em Setembro. Previa-se que as taxas de inflação continuassem a descer nos meses seguintes. A intensificação e o alargamento da turbulência nos mercados financeiros deveriam atenuar a procura mundial e da área do euro por um período de tempo prolongado. Neste contexto, tendo em conta as fortes descidas dos preços das matérias-primas em meses mais recentes, previa-se uma moderação das pressões sobre os preços, custos e salários na área do euro. As projecções macroeconómicas de Dezembro de 2008 elaboradas por especialistas do Eurosistema previam que a inflação homóloga medida pelo IHPC se situasse entre 1.1% e 1.7% em 2009 e entre 1.5% e 2.1% em 2010. Relativamente a 2009, estas projecções representavam revisões em baixa substanciais face a anteriores projecções elaboradas por especialistas, reflectindo principalmente as descidas consideráveis dos preços das matérias-primas e o impacto do enfraquecimento da procura. Os riscos para a estabilidade de preços

no horizonte a médio prazo relevante em termos de política foram considerados mais equilibrados do que no trimestre anterior.

Quanto à análise monetária, dados disponíveis no final de 2008 mostravam que as taxas de crescimento homólogas dos agregados monetário largo e de crédito continuavam a descer, embora permanecessem robustas. A intensificação da turbulência nos mercados financeiros observada desde meados de Setembro era vista como um potencial ponto de viragem na evolução monetária, com os dados monetários e do crédito para Outubro a indicarem um impacto significativo sobre o comportamento dos participantes no mercado. No entanto, em Novembro surgiram alguns sinais de um regresso ao padrão de evolução monetária observado antes da falência do Lehman Brothers. Em termos globais, quer o agregado monetário largo M3 quer, em particular, as componentes do M3 mais estreitamente relacionadas com as actuais tensões financeiras – como, por exemplo, as detenções de fundos do mercado monetário – evidenciavam uma considerável volatilidade mensal em cadeia nos últimos meses de 2008. Analisando para além desta volatilidade, o ritmo subjacente do crescimento do agregado monetário largo continuou a diminuir gradualmente após o nível máximo observado em 2007. Porém, a intensificação das tensões financeiras a partir de Setembro de 2008 levaram a substituições significativas entre as componentes do M3. A análise monetária também indicou a continuação da moderação da taxa de crescimento dos empréstimos ao sector privado não financeiro. Antes de Dezembro, tal deveu-se amplamente à fragilidade dos empréstimos às famílias, especialmente para a aquisição de habitação, mas no virar do ano observou-se igualmente uma clara descida da taxa de crescimento dos empréstimos a sociedades não financeiras. Esta evolução moderada dos empréstimos parece reflectir sobretudo o abrandamento da actividade económica real, embora o inquérito do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito sugira que factores do lado da oferta também desempenharam um papel importante. O nível acrescido de tensões

no sistema financeiro continuou a reflectir-se nos dados monetário no final do ano. Em termos globais, as tendências monetárias confirmaram a perspectiva de que as pressões inflacionistas continuavam a enfraquecer.

Estas revisões das perspectivas para a actividade económica e, conseqüentemente, para a inflação, justificavam uma diminuição substancial da restritividade da política monetária. Com base nas suas análises económica e monetária regulares, o Conselho do BCE decidiu reduzir novamente as taxas de juro directoras do BCE, em 50 pontos base, na sua reunião de 6 de Novembro, em linha com a redução dos riscos ascendentes para a estabilidade de preços resultante da materialização de riscos descendentes para o crescimento. Na sua reunião de 4 de Dezembro, o Conselho do BCE decidiu reduzir novamente as taxas de juro directoras do BCE, em 75 pontos base. Dados obtidos desde a sua última reunião mostraram que as pressões inflacionistas tinham continuado a enfraquecer e, em termos futuros, previa-se que as taxas de inflação estivessem em linha com a estabilidade de preços no horizonte relevante em termos de política.

## 2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA, FINANCEIRA E ECONÓMICA

### 2.1 ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO MUNDIAL

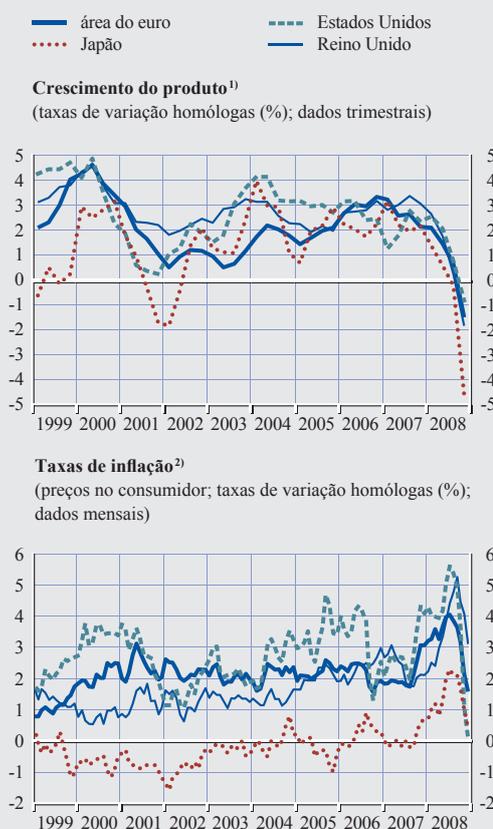
#### REPERCUSSÕES DA TURBULÊNCIA NOS MERCADOS FINANCEIROS SOBRE A ACTIVIDADE MUNDIAL

Em 2008, a turbulência nos mercados financeiros intensificou-se e atingiu níveis que não eram vistos há algumas décadas, com consequências graves para a economia real no final do ano. No primeiro semestre, a fragilidade económica nos Estados Unidos estendeu-se para além do sector da habitação e as repercussões mundiais da turbulência financeira reflectiram-se num abrandamento do crescimento económico nas principais economias desenvolvidas. Em termos globais, a actividade económica mundial continuou a ser relativamente bem sustentada pela resistência das condições económicas nos mercados emergentes. Porém, a partir de meados de Setembro, quando a crise financeira resultou no colapso de um importante banco de investimento norte-americano e na revelação da situação de diversos intervenientes relevantes no sistema financeiro mundial, os desafios enfrentados pela actividade económica intensificaram-se. As condições económicas mundiais deterioraram-se rapidamente num contexto de enfraquecimento da confiança dos consumidores e nas empresas, condições de crédito mais restritivas a nível mundial e efeitos riqueza negativos resultantes da descida dos preços da habitação e da valorização das acções. Embora os governos e os bancos centrais a nível mundial tenham tomado medidas importantes e inéditas no sentido de limitar os riscos sistémicos e restaurar a estabilidade financeira, a turbulência nos mercados financeiros resultou numa crescente sincronização do abrandamento mundial, o que amplificou a interacção negativa entre a crise financeira e a actividade económica real. No final do ano, a maior parte das economias avançadas já estavam em recessão ou a entrar em recessão. Além disso, a fragilidade económica começou a transmitir-se de forma mais enérgica às economias emergentes. Em particular, as condições económicas em países com grandes desequilíbrios externos e internos deterioraram-se rapidamente e o crescimento económico em pequenas economias abertas

moderou-se significativamente num intervalo de tempo muito reduzido.

A evolução da inflação a nível mundial foi fortemente afectada pelos movimentos acentuados nos preços das matérias-primas e nas condições económicas mundiais. No primeiro semestre, as pressões inflacionistas a nível mundial cresceram. Nos países da OCDE, a inflação global homóloga atingiu o valor máximo de 4.8% em Julho de 2008. Tal ficou a dever-se principalmente à subida dos preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos. Em 11 de Julho de 2008, os preços do petróleo

**Gráfico 2a Principais desenvolvimentos nas maiores economias industrializadas**



Fontes: Dados nacionais, BIS, Eurostat e cálculos do BCE.  
1) Os dados do Eurostat são utilizados para a área do euro e para o Reino Unido; para os Estados Unidos e Japão são utilizados dados nacionais. Os valores do PIB foram corrigidos de sazonalidade.  
2) IHPC para a área do euro e Reino Unido; IPC para os Estados Unidos e Japão.

bruto Brent aumentaram para um máximo histórico de USD 147.5 por barril. As economias emergentes, com um peso mais elevado dos produtos alimentares no cabaz de consumo, registaram pressões inflacionistas ainda mais pronunciadas. Porém, no segundo semestre, uma inversão acentuada dos preços das matérias-primas, associada ao abrandamento económico mundial, atenuou significativamente as taxas de inflação a nível mundial. Os preços do petróleo caíram no segundo semestre e situaram-se próximo de USD 40 por barril no final de 2008. Da mesma forma, depois de registar o seu nível máximo em Julho, a inflação homóloga nos países da OCDE abrandou para 1.5% em Dezembro. Excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, os preços no consumidor aumentaram 2.0% no ano até Dezembro.

### ESTADOS UNIDOS

Nos Estados Unidos, a actividade económica desacelerou acentuadamente em 2008. No conjunto de 2008, o PIB real registou uma taxa de crescimento de 1.1%. Embora o crescimento tenha sido positivo no primeiro semestre, em parte devido a medidas temporárias de incentivos orçamentais e ao apoio do comércio externo, a intensificação das tensões nos mercados financeiros, condições de crédito restritivas e o enfraquecimento da procura externa contribuíram em conjunto para uma clara contracção do produto ao longo da segunda metade de 2008. O consumo privado foi afectado negativamente pela deterioração do sentimento dos consumidores e das condições do mercado de trabalho, para além de uma diminuição da riqueza das famílias devido à queda dos preços da habitação e da valorização das acções. Paralelamente, o investimento empresarial deteriorou-se num contexto de queda dos lucros das empresas, maior restritividade dos critérios de concessão de empréstimos e enfraquecimento global das perspectivas para a procura. A correcção em curso no mercado da habitação – intensificada pela turbulência financeira – continuou a ser um grande obstáculo à economia, com o investimento residencial a subtrair 0.9 pontos percentuais ao crescimento do PIB em 2008. O comércio externo contribuiu

significativamente para o crescimento durante a maior parte de 2008, reflectindo uma procura externa dinâmica no início do ano e os efeitos desfasados da anterior depreciação do dólar dos EUA. No entanto, o efeito positivo do comércio dissipou-se no final do ano, numa altura em que um abrandamento económico acentuado em alguns parceiros comerciais dos Estados Unidos pesava sobre a procura externa e as exportações. Não obstante, o défice da balança corrente reduziu-se de 5.3% do PIB em 2007 para 5.0%, em média, nos três primeiros trimestres de 2008, embora esta melhoria tenha sido de algum modo limitada pelo aumento do preço do petróleo e de outras matérias-primas durante a maior parte desse período, o que impulsionou o valor médio dos bens importados em relação ao ano anterior.

No que respeita à evolução dos preços nos Estados Unidos, a taxa de variação média anual do IPC para 2008 foi de 3.8%, o que compara com 2.9% um ano antes. A inflação global oscilou num intervalo mais amplo do que o habitual, reflectindo a volatilidade nos preços do petróleo e de outras matérias-primas. A inflação medida pelo IPC foi elevada durante a primeira metade de 2008 e atingiu o seu valor máximo de 5.6% em Julho, num contexto de rápido aumento dos custos energéticos. No final do ano, a taxa de variação anual do IPC caiu acentuadamente para 0.1% em Dezembro devido a descidas acentuadas dos preços das matérias-primas e uma crescente margem disponível na economia à medida que a recessão se aprofundava. Excluindo produtos alimentares e produtos energéticos, a inflação anual medida pelo IPC situou-se em 2.3% em 2008 (mantendo-se inalterada face a 2007). A tendência descendente durante a maior parte do ano reflectiu em certa medida uma desaceleração da componente “custos de ocupação de habitação própria”.

O Comité de Operações de Mercado Aberto do Sistema de Reserva Federal (*Federal Open Market Committee* – FOMC) reduziu o objectivo para a taxa dos fundos federais de 4.25% no início de 2008 para um intervalo entre 0.0% e 0.25% no final do ano. Na sua reunião

de Dezembro de 2008, o Comité previa que as fracas condições económicas provavelmente justificariam níveis excepcionalmente baixos da taxa de política durante um longo período de tempo. O FOMC realizou vários programas específicos para aumentar a liquidez e apoiar os mercados financeiros num contexto de deterioração das condições.

Em termos de política orçamental, o défice orçamental federal aumentou no exercício de 2008 – que teve início em Outubro de 2007 – em comparação com o ano anterior. Tal resultou de uma combinação de receitas fiscais mais reduzidas à medida que a economia abrandava e de um aumento da despesa pública, em parte reflectindo a aplicação de medidas de estímulo orçamental. De acordo com as estimativas do Congressional Budget Office, o défice orçamental federal situou-se em 3.2% no exercício de 2008.

## JAPÃO

No Japão, a expansão económica foi interrompida de forma abrupta em 2008, com um crescimento ligeiramente positivo no primeiro trimestre seguido de uma descida acentuada da produção global. A forte procura externa e o investimento interno suportaram o crescimento do PIB real no primeiro trimestre. No entanto, descidas substanciais das exportações líquidas e do investimento empresarial – a força impulsionadora da recuperação japonesa em anos anteriores –, em conjunto com a contenção do consumo devido à crescente incerteza no mercado de trabalho e à redução dos rendimentos reais contrabalançaram o crescimento positivo do primeiro trimestre e originaram taxas de crescimento do PIB negativas durante o resto do ano. A inflação dos preços no consumidor acelerou significativamente no primeiro semestre, atingindo um valor máximo de 2.3% em Julho, mas abrandou para 0.4% em Dezembro. Embora o sector bancário no Japão tenha permanecido relativamente resistente à turbulência nos mercados financeiros mundiais, perdas substanciais nos mercados bolsistas e a intensificação da turbulência financeira tiveram um impacto negativo sobre o investimento e o

consumo das empresas no segundo semestre. Uma forte apreciação, em termos efectivos, do iene japonês exerceu pressões descendentes adicionais sobre a rendibilidade e o investimento nas indústrias orientadas para a exportação. Num contexto de rápida deterioração das condições económicas, o Banco do Japão decidiu reduzir o seu objectivo da taxa *overnight* não garantida, em termos acumulados, em 40 pontos base, para 0.1%, nas suas reuniões de 31 de Outubro e 19 de Dezembro de 2008, depois de manter inalterado o objectivo desde Fevereiro de 2007.

## PAÍSES EMERGENTES DA ÁSIA

Ao longo de 2008, a actividade económica abrandou gradualmente nos países emergentes da Ásia. Num contexto de expansão do abrandamento económico e condições financeiras restritivas a nível mundial, o crescimento das exportações diminuiu acentuadamente no segundo semestre, especialmente nas pequenas economias abertas, como, por exemplo, Singapura, Taiwan e RAE de Hong Kong. O abrandamento global da actividade económica também resultou de um enfraquecimento da procura interna devido à deterioração da confiança dos consumidores e nas empresas e da quebra no investimento imobiliário.

A subida dos preços das matérias-primas e dos produtos alimentares conduziu ao aumento da inflação dos preços no consumidor em muitos países no primeiro semestre. Em alguns países, isto resultou numa erosão do poder de compra dos consumidores e num ligeiro enfraquecimento das despesas de consumo. Porém, as pressões inflacionistas começaram a diminuir no segundo semestre, devido a uma descida significativa dos preços do petróleo e dos produtos alimentares. Tendo em conta o desempenho macroeconómico relativamente sólido destes países e a sua exposição directa limitada a derivados ligados a hipotecas *sub-prime*, até meados de Setembro os efeitos de repercussão da turbulência financeira sobre a actividade económica eram reduzidos. Desde então, porém, a mudança abrupta no sentido de aversão ao risco e a forte desalavancagem a nível mundial provocaram um período de alienação (*sell-off*) significativo

**Gráfico 2b Principais desenvolvimentos nas maiores economias emergentes**



nos mercados accionistas e uma depreciação acentuada das moedas locais na maior parte dos países emergentes da Ásia. A volatilidade nos mercados financeiros variou entre os países. O seu impacto sobre a China foi mais contido devido ao estado relativamente fechado e menos desenvolvido do seu sistema financeiro, enquanto se registou uma maior volatilidade nos mercados financeiros da Coreia do Sul e da Indonésia, no contexto de preocupações quanto ao nível elevado da dívida interna e à queda dos preços das matérias-primas, respectivamente.

No que se refere à economia chinesa, o crescimento do PIB real desceu de 13% em 2007 para 9% em 2008. O abrandamento económico foi impulsionado por factores externos e internos.

Reflectindo o excedente comercial e entradas de moeda resultantes de expectativas de uma apreciação cambial estável e de um diferencial de taxa de juro positivo até Setembro de 2008, as reservas externas continuaram a aumentar, ascendendo a USD 1900 mil milhões em 2008. A inflação dos preços no consumidor atingiu o valor máximo de 8.7% em Fevereiro, mas posteriormente registou uma queda significativa em resposta à estabilização dos preços internos dos produtos alimentares. Em Setembro, quando a inflação tinha diminuído e a crise financeira mundial se intensificava, as autoridades chinesas alteraram as suas políticas adoptando medidas destinadas a aumentar o crescimento económico. O Banco Popular da China começou a reduzir a restritividade da orientação da sua política monetária: as taxas de referência activas e passivas a 1 ano foram reduzidas em cinco e quatro ocasiões, respectivamente, num total de 216 e 189 pontos base, e o rácio das reservas mínimas foi reduzido em 200-400 pontos base, dependendo da instituição. Além disso, o ritmo constante de apreciação do renminbi face ao dólar dos EUA foi interrompido no quarto trimestre.

### AMÉRICA LATINA

O crescimento económico na América Latina mostrou-se robusto na primeira metade de 2008 (cerca de 5% na América do Sul, mas apenas 2.1% no México), enquanto as pressões inflacionistas foram elevadas e cresceram ao longo do ano, com as taxas de inflação para a região a aumentarem para 8.7% em 2008, face a 6.1% em 2007. Os países com taxas de câmbio fixas ou quase fixas registaram uma maior inflação do que aqueles com um regime com o estabelecimento de objectivos para a inflação. A melhoria dos fundamentos macroeconómicos, os preços das matérias-primas elevados e a forte procura interna continuaram a suportar as perspectivas económicas na primeira metade de 2008, mas também originaram um aumento das pressões inflacionistas. Porém, a partir de meados de Setembro de 2008, as condições financeiras externas deterioraram-se à medida que se manifestava a crise financeira mundial. Em particular, os diferenciais de *swaps* de risco de incumprimento da dívida soberana da

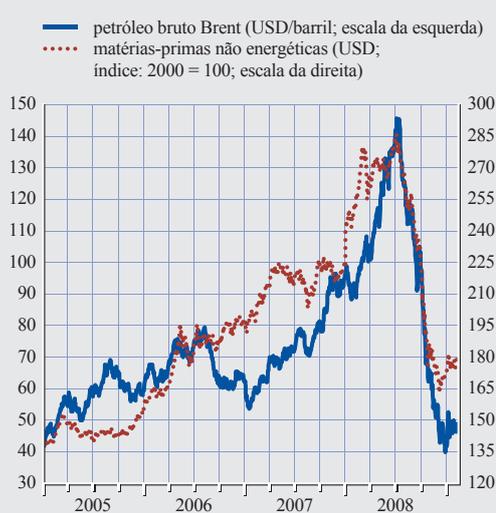
América Latina alargaram-se consideravelmente, especialmente na Argentina e Venezuela (cerca de 4000 e 3000 pontos base, respectivamente, no final do ano). Além disso, as moedas caíram face ao dólar dos EUA, os mercados accionistas registaram quedas significativas, de cerca de 50%, ao longo do ano e registou-se escassez de liquidez. O Brasil e o México foram particularmente atingidos pela escassez de liquidez, com fluxos de saída avultados a afectarem o panorama económico da região.

### DESCIDAS ACENTUADAS DOS PREÇOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS NA SEGUNDA METADE DE 2008

A evolução dos preços das matérias-primas atraiu muita atenção ao longo de 2008. No primeiro semestre, os preços do petróleo continuaram a registar um aumento cada vez mais dinâmico e atingiram o valor máximo de USD 147.5 por barril de petróleo bruto Brent em 11 de Julho (ver Gráfico 3). Posteriormente, os preços começaram a descer, e a tendência descendente foi agravada pela turbulência nos mercados financeiros. No final de 2008, os preços situavam-se em USD 39.5 por barril. Em euros, tal corresponde sensivelmente ao nível registado em Dezembro de 2004. No conjunto do ano, o preço médio do petróleo bruto Brent foi de USD 98.3, ou seja, 35% acima da média do ano anterior.

O primeiro semestre foi caracterizado por condições de mercado muito restritivas. No lado da oferta, valores relativos à oferta por fornecedores que não a OPEP ficaram repetidamente aquém das expectativas. Esta evolução forçou a OPEP a aumentar a produção de modo a responder à procura. Por sua vez, tal resultou numa capacidade produtiva excedentária excepcionalmente reduzida nos países pertencentes à OPEP, agravando as preocupações quanto a possíveis perturbações no fornecimento devido a acontecimentos geopolíticos. Por outro lado, a procura continuou a registar um crescimento robusto. Embora o aumento dos preços tenha conduzido à moderação da procura nos países da OCDE, tal não se verificou nas economias emergentes, onde as importações de petróleo foram dinâmicas

**Gráfico 3 Principais desenvolvimentos nos mercados das matérias-primas**



Fontes: Bloomberg e Instituto de Economia Internacional de Hamburgo.

devido ao forte crescimento económico e aos subsídios governamentais. Neste contexto, os *stocks* nos países da OCDE reduziram-se e os preços mostraram-se extremamente reactivos a notícias e rumores que sugerissem condições mais desfavoráveis para o equilíbrio entre a oferta e a procura.

Em meados de Julho, os *stocks* nos Estados Unidos começaram a aumentar de modo contra-sazonal, o que desencadeou a posterior correcção dos preços. A descida foi agravada pela turbulência nos mercados financeiros e o seu impacto sobre as perspectivas económicas mundiais. Tal conduziu a uma significativa revisão em baixa das projecções relativas à procura, incluindo para as economias emergentes. Neste contexto, a OPEP actuou no sentido de estabilizar os preços através de cortes consideráveis na oferta.

Os preços das matérias-primas não energéticas também se mostraram extremamente voláteis ao longo do ano (ver Gráfico 3). O índice aumentou fortemente no primeiro trimestre de 2008, impulsionado pelas matérias-primas agrícolas, tendo oscilado

posteriormente. À descida dos preços dos produtos energéticos seguiu-se a dos preços das matérias-primas não energéticas, com a posterior turbulência nos mercados financeiros a atingir particularmente os preços dos metais. Em termos agregados, os preços das matérias-primas não energéticas (denominados em dólares dos EUA) aumentaram, em média, cerca de 14% em 2008 em comparação com o ano anterior.

## 2.2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA

### RITMO SUBJACENTE DO CRESCIMENTO DO AGREGADO MONETÁRIO LARGO MODEROU-SE AO LONGO DO ANO, MAS PERMANECIU ROBUSTO

Depois de atingir o seu valor máximo no quarto trimestre de 2007, o ritmo subjacente do crescimento do agregado monetário largo e do crédito na área do euro registou uma moderação ao longo de 2008. Tal reflectiu-se na descida das taxas de crescimento homólogas do agregado monetário largo M3 e dos empréstimos de IFM ao sector privado, que caíram para 7.3% e 5.8%, respectivamente, em Dezembro de 2008, ou seja, significativamente abaixo de 11.5% e 11.2% um ano antes (ver Gráfico 4).

Não obstante uma moderação constante, o crescimento do M3 manteve-se robusto em 2008. Em parte, tal reflectiu um efeito estimulante resultante da curva de rendimentos relativamente horizontal na área do euro, o que encorajou a substituição de activos de mais longo prazo por instrumentos monetários de curto prazo (em particular depósitos a prazo de IFM) que ofereciam níveis de remuneração semelhantes mas estavam sujeitos a menor risco. Estes efeitos não deverão persistir logo que a inclinação da curva de rendimentos regresse à normalidade. Porém, quando se tomam em consideração estes e outros efeitos temporários utilizando uma análise abrangente dos dados monetários, a taxa tendencial da expansão do agregado monetário largo manteve-se robusta no final do ano, tal como reflectido, por exemplo, pelo forte crescimento dos depósitos das famílias.

### Gráfico 4 M3 e empréstimos ao sector privado

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



Fonte: BCE.

A moderação do crescimento do agregado monetário largo e do crédito ao longo de 2008 reflectiu em larga medida o impacto de anteriores aumentos das taxas de juro, condições de financiamento geralmente mais restritivas e o abrandamento da actividade económica. Embora em algumas ocasiões as tensões financeiras prevaletentes tenham tido um impacto significativo sobre as componentes e contrapartidas específicas do M3 mais estreitamente relacionadas com a natureza da turbulência (por exemplo, as detenções de acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário), a turbulência financeira, em termos gerais, não originou quebras acentuadas na tendência de moderação do crescimento do agregado monetário largo e do crédito. Entretanto, os resultados do inquérito do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito sugerem um aumento gradual da restritividade dos critérios aplicados à concessão de crédito ao longo do ano. Para uma análise mais pormenorizada do impacto da turbulência financeira sobre a análise monetária a nível da área do euro, ver a Caixa 1.

## O IMPACTO DAS TENSÕES NO MERCADO FINANCEIRO SOBRE A EVOLUÇÃO MONETÁRIA

As tensões financeiras, que começaram em Agosto de 2007, tiveram um impacto profundo sobre a evolução a mais curto prazo de algumas rubricas do balanço das instituições financeiras monetárias (IFM), levando em diversos casos a um aumento significativo da volatilidade e a variações na direcção do crescimento. A presente caixa apresenta exemplos dos efeitos visíveis em diferentes fases do período de tensão. São utilizadas três grandes fases como pontos de referência: a fase na qual tiveram início as tensões, que compreende o período de Agosto de 2007 a Fevereiro de 2008 (abrangendo as incertezas prevalecentes no final de 2007), a fase de Março de 2008 a meados de Setembro de 2008 e a fase a partir de meados de Setembro de 2008, na qual se intensificaram as tensões.

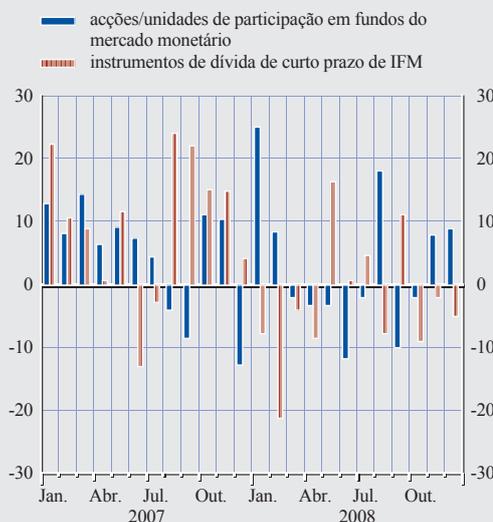
### Efeitos visíveis sobre as componentes do M3

Um exemplo de que as tensões financeiras tiveram um claro impacto sobre as componentes do agregado monetário M3 é o seu efeito sobre os instrumentos negociáveis, como as acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário ou os títulos de dívida de curto prazo das IFM. A volatilidade dos fluxos mensais de/para estes instrumentos aumentou, embora tenham ocorrido períodos distintos de saídas e entradas (ver Gráfico A). Essa volatilidade acrescida coincidiu com descidas substanciais das taxas de crescimento homólogas dos referidos instrumentos.

Os aumentos da incerteza observados durante a primeira fase das tensões reflectiram-se em saídas significativas de fundos do mercado monetário quer logo no início das tensões em Agosto de 2007 quer, de novo, em Dezembro de 2007, em resultado da preocupação acerca da exposição de alguns fundos do mercado monetário da área do euro a instrumentos de dívida titularizados. Contudo, essas saídas terão sido invertidas nos meses seguintes e a recuperação em Janeiro de 2008 correspondeu à maior entrada desde o início da união monetária. Na segunda fase, os fluxos mensais, na sua maior parte negativos mas reduzidos, e as saídas acumuladas foram mais ou menos compensados por uma forte entrada em Agosto, pouco antes da intensificação das tensões. Na terceira fase, foram registadas saídas em Setembro e Outubro, as quais, contrariamente às saídas observadas na primeira fase, resultaram de um aumento da aversão ao risco em relação aos fundos do mercado monetário, desencadeada pelo colapso do Lehman Brothers e por perdas incorridas por fundos do mercado monetário dos Estados Unidos que investiam no papel comercial emitido por este banco. Esta situação foi exacerbada pelo facto de o comportamento

**Gráfico A Fluxos mensais de e para acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário e instrumentos de dívida de curto prazo de IFM**

(EUR mil milhões; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

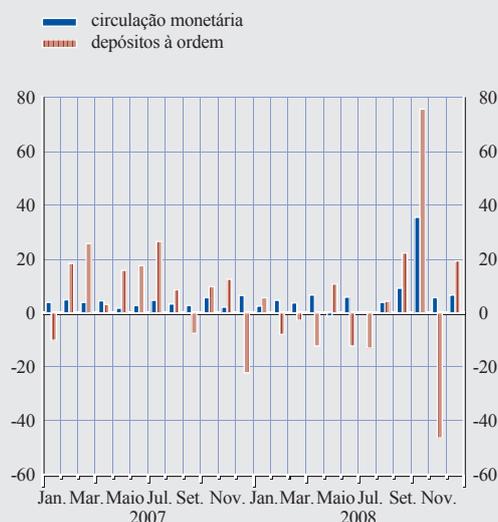
de financiamento dos bancos ter levado a um reencaminhamento de fundos do mercado monetário para depósitos bancários com uma remuneração mais favorável. Porém, nos últimos dois meses de 2008, não obstante o reforço dos sistemas de garantia de depósito anunciado pelos governos não cobrir fundos do mercado monetário, voltaram a ser registados fluxos positivos, sugerindo que os receios dos residentes na área do euro sobre a possível falência desses fundos se estavam a dissipar.

A evolução observada nos títulos de dívida com prazo até 2 anos, em certa medida, espelhou a dos fundos do mercado monetário, o que implica que o efeito global na evolução a mais curto prazo dos agregados monetários mais largos foi limitado. Este efeito pode ser explicado pela remuneração atractiva dos títulos de dívida de curto prazo, que pode ter levado inicialmente os investidores institucionais a detê-los em especial como substitutos das participações em fundos do mercado monetário quando houve a percepção de que os últimos se encontravam expostos ao risco de crédito da contraparte. Na segunda fase, o risco de crédito da contraparte percebido transferiu-se gradualmente para as instituições de crédito e levou tendencialmente os detentores de moeda a adquirir um montante muito menor de títulos de dívida de curto prazo das IFM. Na terceira fase, embora tenha sido registada uma entrada elevada de títulos de dívida em Setembro, os fluxos mensais passaram a ser negativos nos últimos três meses de 2008, reflectindo a relutância do sector detentor de moeda em adquirir esses instrumentos numa base líquida.

Contrastando com os instrumentos negociáveis, o impacto visível sobre as outras componentes do M3 foi diminuto. O impacto no M1 foi visível apenas na terceira fase da crise, quando a falência do Lehman Brothers desencadeou preocupações mais generalizadas acerca da estabilidade dos sistemas bancários, que deram origem ao levantamento de montantes consideráveis de numerário em bancos da área do euro (ver Gráfico B). Em Outubro de 2008, a circulação monetária era cerca de €35 mil milhões mais elevada do que nos meses anteriores. Os fluxos voltaram a normalizar em Novembro e Dezembro, sem, no entanto, inverterem o aumento observado em Outubro, o que sugere que a percentagem significativa de circulação monetária adicional pode, em grande medida, reflectir procura por parte de não residentes. Os depósitos à ordem registaram um padrão semelhante, com fortes entradas em Outubro, uma vez que o nível elevado de incerteza levou os detentores de moeda a manter os seus fundos em depósitos de alta liquidez. Neste caso, os depósitos à ordem foram utilizados temporariamente para acolher fundos transferidos de outros tipos de depósito ou recebidos após a venda de títulos de dívida de longo prazo e de acções. Estas entradas foram invertidas em Novembro, em linha com o anúncio de medidas governamentais destinadas a suportar o sistema bancário, voltando a colocar-se a questão da remuneração na colocação de fundos. Em Dezembro, foram registadas

**Gráfico B Fluxos mensais de e para circulação monetária e depósitos à ordem**

(EUR mil milhões; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

novas entradas, que podem apenas sinalizar que os detentores de moeda – e, em particular, os intermediários financeiros não monetários, excepto sociedades de seguros e fundos de pensões (outros intermediários financeiros – OIF) – desejavam deter activos líquidos no virar do ano.

### Efeitos visíveis nas contrapartidas do M3

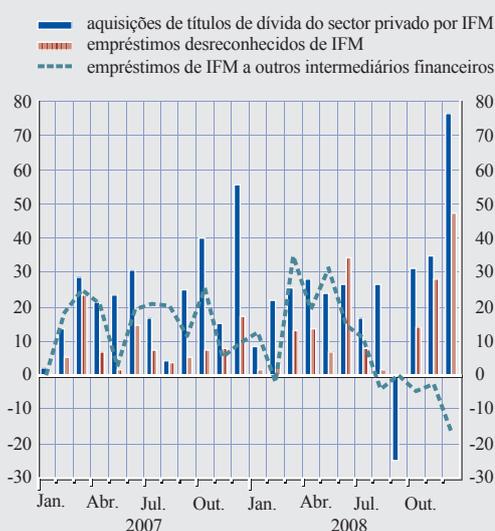
Passando à análise das contrapartidas do M3, a dinâmica do crédito total ao sector privado não mudou substancialmente em consequência das tensões financeiras. Contudo, foram observadas mudanças mais visíveis a nível mais desagregado.

Em particular, o fluxo de empréstimos a outros intermediários financeiros foi elevado na primeira fase das tensões, reflectindo o facto de que os veículos de titularização constituídos pelos bancos e classificados como outros intermediários financeiros, confrontados com a crescente relutância dos investidores em financiá-los, acederam a linhas de crédito concedidas pelos bancos seus financiadores (ver Gráfico C). O fluxo continuou a ser considerável durante a maior parte da segunda fase; contudo, é provável que tal tenha reflectido de forma crescente a necessidade a curto prazo de financiamento e de amortecedores de liquidez por parte dos fundos de investimento. Enquanto durante a primeira fase, as IFM concederam financiamento aos seus veículos de titularização no sector dos outros intermediários financeiros directamente através de empréstimos, na segunda fase, fizeram-no comprando os títulos de dívida desses veículos. Estas actividades assumiram cada vez mais a forma de “operações de titularização retidas”, pelas quais as IFM venderam parte das suas carteiras de empréstimos a veículos de titularização e recompraram os títulos que lhes estavam subjacentes de modo a utilizá-los como activos de garantia nas operações do Eurosistema. Tal levou a uma redução do contributo dos empréstimos para a expansão do crédito global concedido por IFM e a um aumento correspondente do contributo dos títulos de dívida. Na terceira fase das tensões, as operações de titularização retidas e o seu impacto sobre o balanço das IFM tornaram-se ainda mais importantes, uma vez que aumentava o grau de utilização de títulos de dívida por parte das IFM para receber liquidez do Eurosistema. Simultaneamente, os empréstimos aos outros intermediários financeiros diminuíram, reflectindo a queda da intermediação relacionada com o abrandamento da actividade real.

O número elevado de operações de titularização, especialmente na segunda e terceira fases das tensões, teve igualmente impacto sobre a dinâmica dos empréstimos ao sector privado (especialmente às famílias), uma vez que o desreconhecimento de empréstimos titularizados reduziu os fluxos de empréstimos líquidos em montantes que chegaram a atingir €35 mil milhões por mês. Em geral, tal sugeriu uma queda mais acentuada na disponibilidade de financiamento ao sector privado não financeiro do que a efectivamente verificada. Apesar da menor taxa de crescimento dos

**Gráfico C Fluxos mensais de empréstimos a outros intermediários financeiros, títulos de dívida adquiridos por IFM e empréstimos desreconhecidos de IFM**

(EUR mil milhões; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

empréstimos ao sector privado, o seu contributo para as variações nos fluxos de e para o total dos activos das IFM tipicamente manteve-se estável. A volatilidade observada nos fluxos dos activos das IFM deveu-se principalmente a outros activos que não os empréstimos ao sector privado (ver Gráfico D). Contudo, esta situação mudou nos últimos dois meses do ano, quando foi registada uma saída de activos das instituições de crédito, enquanto em Dezembro os fluxos dos empréstimos ao sector privado foram negativos, mesmo após a correcção dos efeitos de operações de titularização. Tal pode ser explicado pelo aumento da desalavancagem no final do ano, de modo a “compor” os balanços.

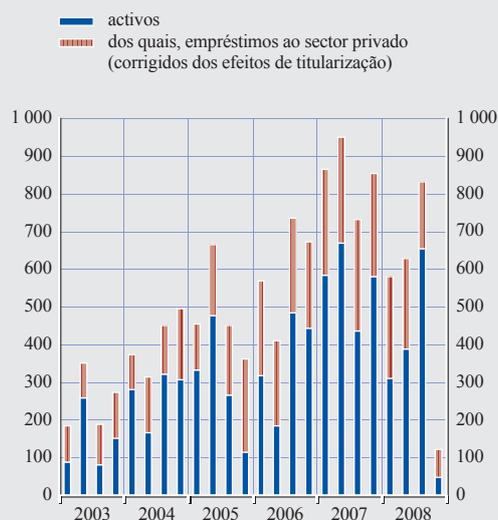
### Conclusões

O período de tensões financeiras desencadeou movimentos de curto prazo consideráveis em subcomponentes específicas do agregado monetário largo e do agregado de crédito.

Assim, a extracção das tendências subjacentes da evolução monetária com relevância em termos de política passou a constituir um desafio maior, mas ao mesmo tempo deu informação importante sobre as condições no sector financeiro e o acesso ao financiamento por parte do sector não financeiro.

### Gráfico D Detenções de activos e empréstimos ao sector privado por instituições de crédito

(fluxos trimestrais; EUR mil milhões; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade)



Fonte: BCE.

### INTENSIFICAÇÃO DAS TENSÕES FINANCEIRAS EM MEADOS DE SETEMBRO AFECTOU A EVOLUÇÃO MONETÁRIA

A evolução dos mercados financeiros na sequência da falência do Lehman Brothers em meados de Setembro desencadeou mudanças no comportamento do sector bancário e do sector detentor de moeda. Tendo em conta o potencial para a intensificação da turbulência financeira ter impacto sobre os preços dos activos, a riqueza, as instituições financeiras e a confiança, o balanço das IFM deverá ser afectado de muitas formas, com diferentes graus de intensidade e uma variedade de desfasamentos temporais. Por exemplo, esta intensificação das tensões nos mercados financeiros poderia desencadear alterações na composição de carteira, com substituição entre activos monetários e activos

não monetários e entre instrumentos monetários individuais. Consequentemente, é difícil prever o impacto global.

Os dados disponíveis até Dezembro de 2008 sugerem que à medida que as tensões financeiras se agravavam, foram desencadeadas alterações significativas entre as componentes do agregado monetário largo. Por exemplo, os fluxos para o M1 aumentaram substancialmente em Setembro e Outubro, reflectindo uma maior preferência por activos líquidos na presença de incerteza financeira (incluindo a incerteza quanto à robustez do sector bancário), o que conduziu a uma inversão da tendência geral descendente do M1. Porém, o impacto geral sobre o M3 global foi relativamente diminuto, particularmente analisando para além da volatilidade mensal

em cadeia. Além disso, apesar de os bancos terem recorrido a diferentes mecanismos de financiamento (como reflectido na sua emissão e detenção de títulos de dívida), existem poucos sinais de uma quebra acentuada na oferta de empréstimos bancários após meados de Setembro que implicasse a escassez de empréstimos ao sector privado não financeiro, embora a evolução mensal se tenha moderado desde então. No entanto, os resultados do inquérito do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito apontam para o aumento gradual da restritividade dos critérios de concessão de crédito.

#### **EVOLUÇÃO DAS COMPONENTES DO M3 FOI INFLUENCIADA SOBRETUDO PELA CURVA DE RENDIMENTOS HORIZONTAL**

Do lado das componentes, a taxa de crescimento homóloga do M1 continuou a

moderar-se até ao terceiro trimestre de 2008, situando-se em 0.2% em Agosto, substancialmente abaixo da taxa de cerca de 6% registada no quarto trimestre de 2007. Esta moderação ficou a dever-se principalmente à evolução dos depósitos *overnight*, que registaram fluxos anuais negativos no terceiro trimestre. Em termos globais, o crescimento do M1 em 2008 continuou a ser influenciado sobretudo pelo efeito atenuante da subida do custo de oportunidade de detenção de M1 associado aos aumentos das taxas de juro a partir de Dezembro de 2005. Esse efeito terá sido parcialmente contrabalançado pelo desejo de deter M1 como amortecedor no contexto da turbulência nos mercados financeiros. Porém, a partir de meados de Setembro as detenções de M1 pareciam estar a ganhar dinamismo na sequência do aumento das tensões financeiras (ver Caixa 2).

### **Caixa 2**

#### **EVOLUÇÃO NO MERCADO MONETÁRIO DA ÁREA DO EURO NO CONTEXTO DA TURBULÊNCIA FINANCEIRA**

A turbulência financeira, que teve início em Agosto de 2007, continuou em 2008 e intensificou-se no Outono desse ano, colocando desafios consideráveis relativamente ao funcionamento do mercado monetário interbancário e à gestão de liquidez do Eurosistema. A presente caixa descreve os desenvolvimentos nos principais segmentos do mercado monetário da área do euro em 2008, relacionando-os com os factores subjacentes nos mercados financeiros mundiais, e explica as decisões do Eurosistema sobre a gestão de liquidez em resposta às tensões.

#### **As origens da crise**

Em Agosto de 2007, o sistema financeiro mundial entrou num período de considerável turbulência, desencadeada essencialmente pelo impacto que o aumento das taxas de incumprimento no mercado hipotecário *sub-prime* dos EUA teve sobre a valorização de uma grande parte dos títulos hipotecários. A complexidade e opacidade dos títulos estruturados, em conjunto com a ausência em muitos casos de um preço de mercado para estes instrumentos, tornaram estes produtos de difícil avaliação, com implicações adversas na avaliação dos balanços globais dos bancos. Mais precisamente, os investidores deixaram de investir em veículos de titularização e de investimento estruturado assentes em instrumentos de dívida titularizados, resultantes da titularização do mercado hipotecário *sub-prime* dos EUA, mostrando relutância em deter ou renovar papel comercial garantido por activos emitido por esses veículos de investimento. Em consequência, os bancos enfrentavam o risco de se verem obrigados a reintermediar

esses veículos de investimento estruturado nos seus próprios balanços e/ou a concederem financiamento a veículos de investimento estruturado e de titularização emitindo papel comercial garantido por activos. À medida que aumentava a preocupação dos bancos sobre a sua liquidez e os seus balanços diminuía a sua vontade de ceder fundos a outros bancos. A complexidade e opacidade de muitos destes produtos aumentou a relutância dos bancos em participar em transacções interbancárias, quer porque os bancos duvidavam da capacidade de endividamento das suas potenciais contrapartes quer porque tinham alguma incerteza acerca das suas próprias exposições (no que respeita a capital e liquidez) resultantes de veículos de titularização e de investimento estruturado. Desta forma, os bancos acumularam liquidez, a qual diminuiu no mercado monetário interbancário, afectando o funcionamento, nomeadamente, dos mercados de depósitos a prazo mais longo não garantidos (devido à preocupação dos bancos com a possível exposição ao risco das suas contrapartes), dos mercados de recompra não governamentais, dos mercados de papel comercial e dos mercados de *swaps* cambiais.

Embora tenha havido desde então um progresso considerável na identificação e avaliação das exposições a títulos complexos situados no epicentro da turbulência do mercado, ainda existe incerteza sobre as perdas que os investidores e as instituições financeiras irão efectivamente sofrer em todo o mundo. Por conseguinte, os mercados monetários permaneceram sob tensão ao longo de 2007 e 2008.

### **A evolução da crise em 2008**

Na análise dos desenvolvimentos nos mercados monetários em 2008, convém dividir o ano em quatro grandes períodos: Janeiro a Fevereiro, Março a Junho, Junho a Setembro e a partir de Setembro. Relativamente a cada um destes períodos, são descritas a seguir os principais acontecimentos, as reacções do mercado e as medidas adoptadas pelo BCE.

#### **O período de Janeiro a Fevereiro de 2008**

O primeiro período abrange os dois primeiros meses de 2008, durante os quais não ocorreram grandes acontecimentos perturbadores do mercado monetário da área do euro. Contudo, os mercados monetários não garantidos permaneceram voláteis, com as taxas de juro registando, em geral, quedas, após os picos observados no final de 2007, à medida que os efeitos de fim de ano desapareciam (ver Gráfico 9). As taxas garantidas permaneceram bastante estáveis, uma vez que a política monetária do BCE se manteve inalterada. Por conseguinte, o diferencial entre as taxas do mercado monetário garantidas e não garantidas registou uma redução global (ver Gráfico 10).

Em 2008, o BCE continuou a destacar a separação que mantém entre decisões de política monetária e a gestão da liquidez necessária para assegurar o regular funcionamento dos mercados. O BCE continuou a sua política de cedência de liquidez acima do montante de referência nas suas operações principais de refinanciamento (OPR), tentando ainda equilibrar as condições no final dos períodos de manutenção. Além disso, o BCE alargou o prazo das suas operações aumentando os montantes colocados nas operações de refinanciamento de prazo alargado à custa das OPR, a fim de atenuar as condições nos mercados monetários a prazo e realizou operações ocasionais de regularização no final dos períodos de manutenção para compensar os desequilíbrios de liquidez. Em geral, o BCE utilizou integralmente a flexibilidade proporcionada pelo seu quadro de execução. O quadro de liquidez foi mantido sem alterações até Setembro. Em

consequência, a EONIA permaneceu bastante próximo da taxa mínima de proposta nas OPR, embora se apresentasse relativamente volátil (ver Gráfico A).

### O período de Março a Junho de 2008

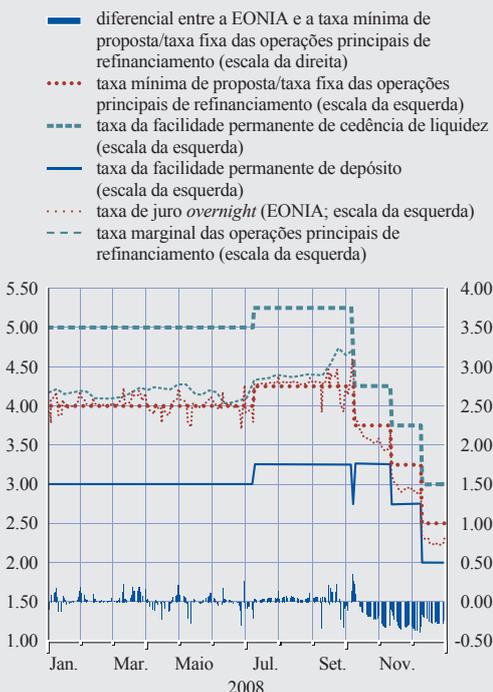
O colapso em meados de Março do Bear Stearns – um dos maiores bancos de investimento e entidade de transacção de títulos e corretora nos Estados Unidos – desencadeou um período de nova tensão no mercado, face à preocupação sobre a continuação de perdas por parte dos bancos, a deterioração da conjuntura macroeconómica e o aumento dos preços do petróleo. Esta situação perdurou sensivelmente até meados de Junho. Durante este período, as taxas do mercado monetário não garantidas, em especial, as taxas a mais longo prazo, aumentaram acentuadamente. Esta evolução reflectiu, em parte, o aumento das tensões no mercado monetário, particularmente, nos prazos mais longos, bem como o aumento das expectativas do mercado acerca da trajectória futura das taxas de juro directoras do BCE, que foi mais pronunciado na parte final de 2008, tendo, assim, um impacto mais acentuado nas taxas dos prazos mais longos. As taxas garantidas continuaram em geral estáveis, pelo que o diferencial entre taxas não garantidas e garantidas voltou a resultar principalmente do comportamento das taxas não garantidas. Este período registou um aumento na volatilidade da EONIA e da necessidade de liquidez cedida pelo Eurosistema, como sugerido pelo aumento das taxas marginais das OPR. A continuação das medidas de liquidez do Eurosistema ajudou, em grande parte, a colmatar essas necessidades.

### O período de Junho a Setembro de 2008

Em geral, o período compreendido entre meados de Junho e meados de Setembro de 2008 caracterizou-se pela estabilidade dos mercados. Outros acontecimentos relacionados com a estabilidade financeira em outras grandes economias (como a compra de participações pelo governo dos EUA de empresas por ele suportadas – Fannie Mae e Freddie Mac – em 7 de Setembro) não desencadearam qualquer agitação nos mercados monetários. Os mercados não garantidos, embora ainda sob tensão, estavam mais estáveis, tendo sido observada uma tendência de pequena subida nas taxas de juro de mercado garantidas, em linha com a decisão do Conselho do BCE de aumentar a taxa mínima de proposta aplicável às OPR para 4.25%, em 3 de Julho. Em consequência, o diferencial entre taxas não garantidas e garantidas no horizonte de três meses diminuiu, mas não atingiu os níveis baixos observados em Janeiro e Fevereiro. A EONIA registou um período de baixa volatilidade de Julho até ao início de Setembro, quando reapareceram tensões antes dos acontecimentos de meados de Setembro.

**Gráfico A Taxas de juro do BCE e taxa de juro overnight**

(percentagens por ano; dados diários)



Fontes: BCE, Bloomberg e Reuters.

## O período a partir de Setembro de 2008

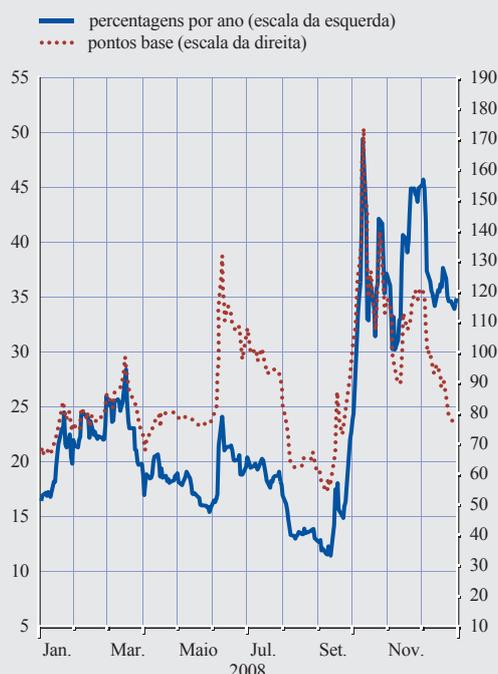
Em meados de Setembro teve início um período mais conturbado, que afectou fortemente o comportamento dos mercados monetários até ao final do ano. Reapareceram tensões, que atingiram níveis nunca antes registados, em meados de Setembro, quando, no espaço de alguns dias, os mercados testemunharam a venda da Merrill Lynch, a falência do Lehman Brothers (dois dos quatro restantes bancos de investimento global), a cedência de liquidez de emergência por parte do governo dos EUA à AIG, a maior empresa de seguros do país, e a tomada pelos reguladores federais da Washington Mutual, a maior caixa de poupanças e créditos dos EUA. Em Outubro, os efeitos de repercussão foram sentidos mais amplamente na área do euro, enquanto os mercados monetários sofreram novas tensões devido à forte queda nos mercados accionistas, face à deterioração da conjuntura macroeconómica.

As tensões no mercado intensificaram-se significativamente e os prémios de risco de crédito aumentaram para níveis superiores aos até aí observados no período de turbulência financeira. As taxas de mercado não garantidas, especialmente nos prazos curtos, aumentaram acentuadamente após a falência do Lehman Brothers à medida que o incumprimento produzia um efeito de cascata no sistema bancário da área do euro. A volatilidade implícita nas opções de contratos de futuros sobre a EURIBOR a 3 meses, que registou um período prolongado de queda de Março a Setembro, aumentou fortemente em meados de Setembro, tendo atingido níveis sem precedentes em Outubro (ver Gráfico B).

O Eurosistema agiu rapidamente e com determinação em resposta à grave reintensificação da turbulência. O Conselho do BCE fez diversas alterações temporárias ao seu quadro de implementação de liquidez, destinadas em especial a reforçar a sua função de intermediação e a tranquilizar os mercados em relação aos riscos de liquidez. Mais especificamente, em 8 de Outubro, o Eurosistema tomou a decisão excepcional de realizar temporariamente as suas OPR através de procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total à taxa de juro aplicável às OPR e de reduzir o corredor formado pelas facilidades permanentes em torno da taxa de juro aplicável às OPR de 200 pontos base para 100 pontos base (esta decisão foi invertida em 18 de Dezembro, com efeito a partir de 21 de Janeiro de 2009). Para além disso, em 15 de Outubro, o Eurosistema decidiu reforçar o refinanciamento a mais longo prazo até ao primeiro trimestre de 2009, assim como alargar o seu quadro de activos de garantia. Simultaneamente, os governos na área do euro realizaram esforços coordenados para apoiar a solvência dos bancos.

## Gráfico B Volatilidade implícita nas opções de contratos de futuros sobre a EURIBOR a 3 meses com vencimento em Março de 2009

(percentagens por ano; pontos base; dados diários)



Fontes: Bloomberg, Reuters e cálculos do BCE.

Nota: A medida dos pontos base é obtida multiplicando a volatilidade implícita em percentagem pela taxa de juro correspondente (ver também a caixa intitulada "Medidas de volatilidade implícita nas opções sobre futuros de taxas de juro de curto prazo", na edição de Maio de 2002 do Boletim Mensal do BCE).

Em resultado, a partir de Outubro de 2008 as taxas não garantidas voltaram a descer, caindo para níveis inferiores aos observados anteriormente nesse ano. Estas descidas foram suportadas por expectativas do mercado acerca de novos cortes nas taxas de juro directoras do BCE nos meses seguintes. A volatilidade implícita nas opções de contratos de futuros sobre a EURIBOR a 3 meses também registou uma tendência de queda, embora permanecendo muito acima dos níveis observados antes de Setembro.

Foi registada uma subida significativa e inédita no diferencial entre as taxas do mercado a 3 meses garantidas e não garantidas nas semanas que se seguiram à falência do Lehman Brothers. Durante esse período, as taxas de mercado garantidas e não garantidas registaram movimentos em direcções opostas, tendo as primeiras caído rapidamente em antecipação de cortes futuros nas taxas de juro directoras. Essa queda acentuada das taxas garantidas continuou desde o final de Outubro até ao fim do ano, em linha com reduções nas taxas de juro do BCE e expectativas do mercado relativamente a novos cortes. O facto de terem sido observadas quedas quer das taxas de mercado garantidas quer das não garantidas a partir do final de Outubro significou que o diferencial permanecia relativamente elevado e volátil.

Por último, analisando as taxas para o muito curto prazo, a turbulência durante o período de Setembro a Outubro provocou um aumento muito acentuado da procura de liquidez por parte dos bancos, como comprovado pelo diferencial significativo que surgiu entre a taxa marginal e a taxa mínima de proposta aplicável às OPR. Tal situação levou a que o Eurosistema cedesse abundantes montantes de liquidez, o que tendeu a trazer a EONIA para um valor inferior ao da taxa de juro aplicável às OPR. Antes da introdução do novo quadro, estas descidas foram invertidas no final de cada período de manutenção. Contudo, após as alterações ao quadro em meados de Outubro e em Novembro, a EONIA manteve-se tendencialmente em níveis inferiores ao da taxa fixa aplicável às OPR, em linha com a abundante liquidez cedida aos mercados.

Em termos gerais, os mercados monetários da área do euro mostraram-se relativamente voláteis durante 2008, vendo-se confrontados com desafios consideráveis. Em particular, no quarto trimestre do ano, as tensões nos mercados financeiros intensificaram-se muito em comparação com 2007, uma vez que o sistema bancário e financeiro foi atingido por vários choques adversos. Ao mesmo tempo, as condições macroeconómicas deterioraram-se de forma constante, sobrecarregando significativamente os já frágeis mercados financeiros. Consequentemente, as tensões no mercado monetário no quarto trimestre de 2008 foram muito mais fortes e tiveram um impacto mais duradouro nas taxas do mercado monetário. No entanto, o Eurosistema intensificou os seus esforços para garantir que os participantes no mercado tinham acesso à liquidez, o que – em conjugação com medidas governamentais – contribuiu para evitar uma nova deterioração no sector bancário. Neste particular, ao longo do ano, o BCE utilizou integralmente a flexibilidade disponibilizada pelo seu quadro de execução e continuou a salientar nas suas comunicações a importância de separar decisões de política monetária da execução de uma política de liquidez, a fim de garantir o bom funcionamento dos mercados. A orientação da política monetária foi direccionada no sentido do cumprimento do objectivo de estabilidade de preços, enquanto as medidas de gestão de liquidez se destinaram a suportar a continuidade e o regular funcionamento dos mercados monetários.

Em 2008, os depósitos de curto prazo excepto depósitos *overnight* (M2-M1) continuaram a ser a componente mais dinâmica do M3. No entanto, após um fortalecimento sustentado a partir de meados de 2004, que continuou – embora mais moderadamente – na primeira metade de 2008, a taxa de crescimento homóloga dos depósitos de curto prazo excepto depósitos *overnight*

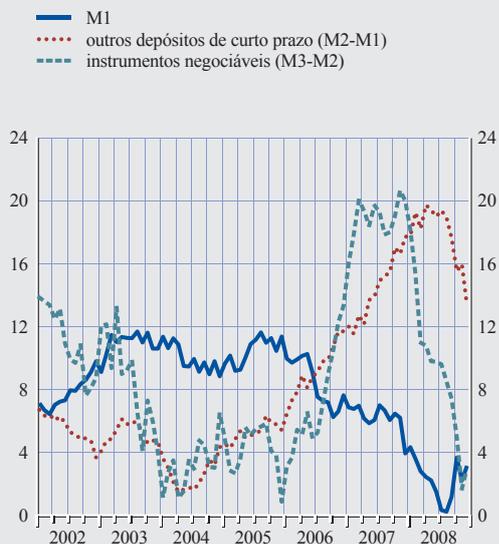
desceu no segundo semestre, para 13.3% em Dezembro de 2008 (ver Gráfico 5). O contributo destes depósitos para o crescimento homólogo do M3 continuou a aumentar ao longo de 2008, atingindo 7.4 pontos percentuais no terceiro trimestre, parcialmente compensando as descidas nas outras componentes do M3. Este contributo, porém, perdeu dinamismo no quarto trimestre em linha com a redução da taxa de crescimento. No entanto, este forte crescimento oculta evoluções divergentes nas várias subcomponentes, dado que as actuais entradas robustas de depósitos de curto prazo (ou seja, depósitos com prazo acordado até 2 anos, inclusive), que cresceram a uma taxa homóloga de cerca de 40% em 2008, foram acompanhadas por uma descida contínua das detenções de depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses, que desceram mais de 2%, em média, ao longo do ano.

Até ao quarto trimestre, a remuneração dos depósitos de curto prazo acompanhou de um modo geral o aumento das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário. Deste modo, o

diferencial face à remuneração dos depósitos de poupança de curto prazo e depósitos *overnight* alargou-se, com a remuneração destes depósitos a aumentar, no geral, de forma mais lenta e modesta (ver Gráfico 6). Tal suportou transferências entre componentes do M3, nomeadamente do M1 e depósitos de poupança para depósitos a prazo. Paralelamente, com uma curva de rendimentos relativamente horizontal, os depósitos a curto prazo oferecem uma taxa de remuneração semelhante à dos activos de mais longo prazo. Dado que os activos de mais longo prazo são menos líquidos e a sua detenção implica, tipicamente, um risco ligeiramente maior, uma curva de rendimentos horizontal tende a aumentar a atractividade da mudança de fundos para activos monetários de fora do M3. A intensificação das tensões financeiras no quarto trimestre aumentou a atractividade dos depósitos a prazo, com os bancos a realizarem esforços adicionais para atrair esse tipo de depósitos, numa ocasião em que era difícil obter financiamento nos mercados monetários por grosso e as garantias dos depósitos bancários registavam aumentos.

**Gráfico 5 Principais componentes do M3**

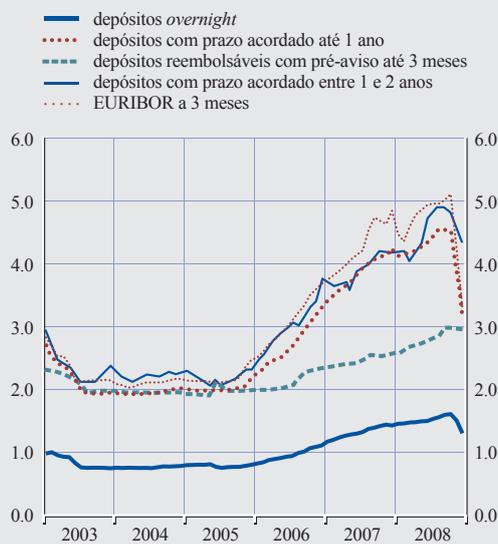
(taxas de variação homólogas (%); dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

**Gráfico 6 Taxas de juro das IFM sobre depósitos de curto prazo e taxa de juro do mercado monetário**

(percentagens por ano)



Fonte: BCE.

Após aumentos sustentados em 2007, a taxa de crescimento homóloga dos instrumentos negociáveis (M3-M2) reduziu-se significativamente ao longo de 2008, atingindo um mínimo de 1.7% em Novembro. Posteriormente, esta taxa recuperou ligeiramente, para se situar em 3.0% em Dezembro, o que compara com 20.0% em Dezembro de 2007. A evolução destes instrumentos resultou sobretudo das descidas pronunciadas das taxas de crescimento homólogas das acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário e dos títulos de dívida com prazo até 2 anos. Consequentemente, o contributo dos instrumentos negociáveis para a taxa de crescimento homóloga do M3 diminuiu, situando-se em 0.6 pontos percentuais no quarto trimestre de 2008, o que compara com 2.7 pontos percentuais no quarto trimestre de 2007.

### CRESCIMENTO DAS DETENÇÕES DE MOEDA PELAS FAMÍLIAS MANTEVE-SE ROBUSTO

A agregação mais lata das componentes do M3 para a qual existe informação fidedigna por sector detentor corresponde aos depósitos de curto prazo mais acordos de reporte (doravante designados “depósitos do M3”). A taxa de crescimento homóloga dos depósitos do M3 do sector das famílias atingiu 8.8% em Dezembro

de 2008 (ver Gráfico 7), dando assim o maior contributo para o crescimento dos depósitos agregados do M3. Deste modo, a tendência ascendente observada desde meados de 2004 na taxa de crescimento dos depósitos do M3 do sector das famílias prosseguiu em 2008, apesar de evidenciar sinais de estabilização em linha com o enfraquecimento da actividade económica. A continuação do crescimento robusto dos depósitos do M3 – a componente sectorial que capta a maior parte dos depósitos bancários tradicionais, que são menos afectados pelas inovações financeiras – confirma a perspectiva de que o crescimento subjacente do agregado monetário permaneceu forte no final de 2008.

Pelo contrário, depois de alguma estabilização em meados de 2007 e de uma ligeira descida no segundo semestre desse ano, a taxa de crescimento homóloga dos depósitos do M3 detidos por sociedades não financeiras reduziu-se novamente ao longo de 2008, situando-se em 0.3% em Dezembro, o que compara com 11.3% no final de 2007. Tal poderá reflectir uma continuação da deterioração acentuada dos fluxos de caixa das sociedades não financeiras, dada a natureza cíclica da procura de moeda por parte deste sector. Poderá também indicar que as sociedades não financeiras estão a utilizar os seus fluxos de caixa para compensar a redução do crescimento dos empréstimos. Do mesmo modo, a taxa de crescimento dos depósitos do M3 detidos por outros intermediários financeiros (OIF) apresentou um grau de volatilidade elevado ao longo do ano e reduziu-se em mais de 5 pontos percentuais em 2008, atingindo 17.5%, numa base homóloga, em Dezembro. Porém, a taxa de crescimento homóloga dos depósitos do M3 detidos por OIF continuou a ser significativamente mais forte do que a observada em outros sectores. Dada a actual conjuntura financeira, isto provavelmente reflectiu a necessidade por parte dos fundos de investimento de manter amortecedores em moeda a fim de acomodar eventuais resgates. Estes amortecedores também poderão ter sido impulsionados por empréstimos das IFM-mãe.

**Gráfico 7 Depósitos por sector**

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



Fonte: BCE.

Nota: O sector abrangido inclui as IFM excluindo o Eurosistema e a administração central.

### MODERAÇÃO DO CRESCIMENTO DO CRÉDITO AO SECTOR PRIVADO

Depois de se fortalecer em 2007, a taxa de crescimento homóloga do crédito das IFM a residentes na área do euro desceu em 2008, de 10.1% em Dezembro de 2007 para 6.5% em Dezembro de 2008 (ver Gráfico 8). Tal reflectiu sobretudo uma descida significativa da taxa de crescimento homóloga do crédito ao sector privado, enquanto a taxa de crescimento homóloga do crédito concedido às administrações públicas se tornou positiva. As taxas de crescimento a 3 meses anualizadas, que constituem um indicador da evolução de curto prazo, registaram uma descida mais acentuada, de 12.0% em Dezembro de 2007 para 6.9% em Setembro de 2008 e 3.9% em Dezembro de 2008.

Em particular, os empréstimos de IFM às administrações públicas aumentaram ligeiramente, em particular no segundo semestre e, embora o montante de títulos de dívida pública nas carteiras de IFM se tenha reduzido no início do ano, aumentou consideravelmente

no último trimestre. Nesse sentido, verificou-se alguma volatilidade no final do ano, observando-se em Setembro e Outubro uma diminuição das detenções de títulos de dívida pública pelo sector das IFM ligada à desalavancagem das instituições de crédito, dada a liquidez dos mercados das obrigações de dívida pública e a natureza favorável da evolução dos preços. Esta descida pode ser uma indicação de que as instituições de crédito têm vindo a utilizar os seus activos mais líquidos como amortecedores, de modo a absorver as pressões sobre as suas posições de capital e o financiamento, por forma a proteger a sua actividade central, negócios com base em relações, mais especificamente a concessão de empréstimos a empresas e às famílias. Pelo contrário, em Novembro e Dezembro, os dados indicam um aumento substancial das detenções de títulos de dívida pública.

A taxa de crescimento homóloga do crédito de IFM ao sector privado manteve-se robusta no início de 2008, prosseguindo a tendência observada em 2007, antes de se reduzir no segundo semestre. Apesar de em desaceleração acentuada, os empréstimos ao sector privado continuaram a ser o tipo predominante de crédito concedido por IFM em 2008, enquanto o contributo das aquisições de títulos excepto acções por parte de IFM aumentou moderadamente. Este maior contributo reflectiu sobretudo as aquisições por IFM de títulos emitidos por OIF no contexto das actividades de titularização.

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de IFM ao sector privado, a maior componente do crédito ao sector privado, desceu para 7.3% no quarto trimestre de 2008 e 5.8% em Dezembro, depois oscilar em torno de 11% no início do ano. Esta descida esteve em linha com o impacto esperado dos aumentos das taxas activas dos bancos a partir do final de 2005, o actual abrandamento no mercado da habitação, a maior restritividade dos critérios aplicados à concessão de crédito ao longo do ano e a evolução da actividade económica mais em geral. A taxa de crescimento a 3 meses

**Gráfico 8 Crédito a residentes na área do euro**

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



Fonte: BCE.

Nota: O sector abrangido inclui IFM excepto o Eurosistema.

anualizada registou uma descida acentuada no final de 2008, de 6.8% em Setembro para 2.7% em Dezembro tendo em conta o efeito da titularização.

A desaceleração global do crédito ao sector privado foi generalizada nos diversos sectores detentores de moeda, embora o nível de ajustamento tenha variado de sector para sector. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias reduziu-se acentuadamente, prosseguindo a tendência observada em 2007, enquanto as descidas observadas nas taxas de crescimento homólogas dos empréstimos às sociedades não financeiras e aos intermediários financeiros não monetários foram ligeiramente inferiores. De facto, o dinamismo observado no final de 2007 nos empréstimos às sociedades não financeiras e aos intermediários financeiros não monetários prosseguiu no primeiro trimestre de 2008, não se tendo registado uma descida da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos a sociedades não financeiras até ao segundo trimestre.

A moderação da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias ficou a dever-se principalmente à queda da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos para aquisição de habitação, que reflectiu a continuação do abrandamento observado na dinâmica do mercado da habitação em algumas economias da área do euro, bem como a maior restritividade das condições de financiamento e o impacto de anteriores aumentos das taxas de juro e o enfraquecimento das perspectivas económicas. Paralelamente, a actividade de titularização continuou a distorcer, em certa medida, o crescimento dos empréstimos. De facto, o impacto das actividades de titularização fora do balanço sobre os fluxos anuais reduziu a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de IFM ao sector privado em cerca de 1.7 pontos percentuais em Dezembro (ligeiramente acima da média para o ano). Porém, a natureza destas actividades de titularização divergiu da anterior ao início da turbulência financeira, dado que as IFM mantiveram os activos titularizados nos

seus próprios balanços, por forma a submetê-los como garantia em operações do Eurosistema. No entanto, mesmo tomando em consideração este ajustamento, o crescimento dos empréstimos abrandou substancialmente ao longo do ano.

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de IFM às sociedades não financeiras desceu em 2008, embora se tenha mantido robusta por padrões históricos. A procura de empréstimos por parte destas sociedades permaneceu forte no primeiro semestre, não obstante o inquérito do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito apontar para uma ligeira moderação. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às sociedades não financeiras começou a reduzir-se na segunda metade de 2008, embora permanecendo robusta. Vários factores poderão estar a suportar o actual dinamismo destes empréstimos. Em primeiro lugar, o facto de os empréstimos a mais longo prazo serem a componente mais resistente poderá indicar que se tem observado alguma antecipação de empréstimos, na expectativa de uma deterioração da disponibilidade de crédito no futuro. Além disso, tal poderá também reflectir uma transferência de títulos de dívida para empréstimos no financiamento das sociedades não financeiras por IFM. Os dados relativos ao quarto trimestre de 2008 apontam para uma nova moderação da dinâmica de curto prazo dos empréstimos às sociedades não financeiras, o que está em linha com a conjuntura cíclica e as condições de financiamento mais restritivas, ainda que seja impossível afastar a possibilidade de os factores do lado da oferta terem igualmente desempenhado um papel relevante.

Em conclusão, a evolução dos empréstimos em 2008 pareceu reflectir um fluxo de financiamento robusto mas decrescente dos bancos às sociedades não financeiras e às famílias, com pouca evidência que suporte a convicção de que o acesso por parte destes sectores a empréstimos bancários foi gravemente prejudicado, mesmo após a intensificação das tensões financeiras em meados de Setembro. No entanto, observou-se um enfraquecimento significativo do crescimento

do crédito das empresas no final do ano. Além disso, os resultados do inquérito do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito apontam para um aumento significativo da restritividade dos critérios aplicados à concessão de crédito.

Entre as outras contrapartidas do M3, a taxa de crescimento homóloga das responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (excluindo capital e reservas) detidas pelo sector detentor de moeda reduziu-se substancialmente, atingindo 1.0% no quarto trimestre de 2008 e -0.1% em Dezembro, após 8.5% no final de 2007. Os desenvolvimentos são particularmente relevantes no caso de duas subcomponentes, mais especificamente, os depósitos de mais longo prazo e os títulos de dívida das IFM. A redução da taxa de crescimento das detenções de depósitos de mais longo prazo poderá reflectir uma mudança para prazos mais curtos dada a forma da curva de rendimentos e a intensificação das tensões financeiras, enquanto a evolução dos títulos de dívida de longo prazo emitidos por IFM aponta para dificuldades na obtenção de financiamento através desta fonte.

A posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM apresentou duas tendências diferentes ao longo de 2008. Foram observadas saídas de capital avultadas no primeiro semestre, atingindo, em média, mais de €30 mil milhões por mês, às quais se seguiram entradas mais reduzidas no segundo semestre. As saídas terão ficado a dever-se, em larga medida, à venda de activos da área do euro por não residentes na área do euro (ou seja, substituição de activos da área do euro), enquanto as entradas reflectem o facto de as responsabilidades para com o exterior terem registado uma maior descida do que os activos externos. Consequentemente, as entradas anuais da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM ao longo de 2007 tornaram-se saídas anuais no início de 2008, as quais registaram um valor máximo de cerca de €300 mil milhões em Julho, antes de diminuírem posteriormente. Estas saídas contínuas provavelmente reflectiram o reequilíbrio em curso nas carteiras

internacionais, particularmente devido à deterioração das perspectivas económicas na área do euro e à necessidade de obtenção de liquidez. A apresentação monetária da balança de pagamentos revela que as saídas anuais da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM reflectem sobretudo uma diminuição do investimento de carteira líquido em títulos de participação.

### **TENSÕES NOS MERCADOS MONETÁRIOS INTENSIFICARAM-SE NO CONTEXTO DA TURBULÊNCIA NOS MERCADOS FINANCEIROS**

Os mercados monetários do euro continuaram a exhibir tensões graves ao longo de 2008, após o início das perturbações financeiras mundiais em Agosto de 2007. Os volumes transaccionados no mercado interbancário mantiveram-se muito modestos, particularmente nos prazos mais longos, e os diferenciais entre as taxas do mercado monetário garantidas e as taxas não garantidas permaneceram muito elevados por padrões históricos.

As taxas do mercado monetário não garantidas subiram em todo o espectro de prazos entre Janeiro e o início de Outubro, antes de diminuírem substancialmente a partir de então. Depois de se situar em redor de 4% em Janeiro de 2008, a taxa EUREPO a 3 meses aumentou, atingindo um valor máximo de cerca de 4.35% no final de Julho e no início de Agosto. Posteriormente, situou-se em redor desse nível até meados de Setembro, antes de se reduzir, para cerca de 0.94%, no final de Fevereiro de 2009. Tal reflectiu principalmente a evolução das taxas de juro directoras do BCE e expectativas de mercado quanto a estas taxas (ver Secção 1 do presente capítulo).

Para além da evolução das taxas de política, as variações na intensidade das actuais tensões nos mercados financeiros e no impacto destas tensões sobre o crédito e os prémios de liquidez também desempenharam um papel importante na determinação das taxas de juro do mercado monetário não garantidas (ver Caixa 2). Mais especificamente, a EURIBOR a 3 meses aumentou, de um valor mínimo de 4.29% em

**Gráfico 9 Taxas de juro do mercado monetário não garantidas**

(percentagens por ano; dados diários)



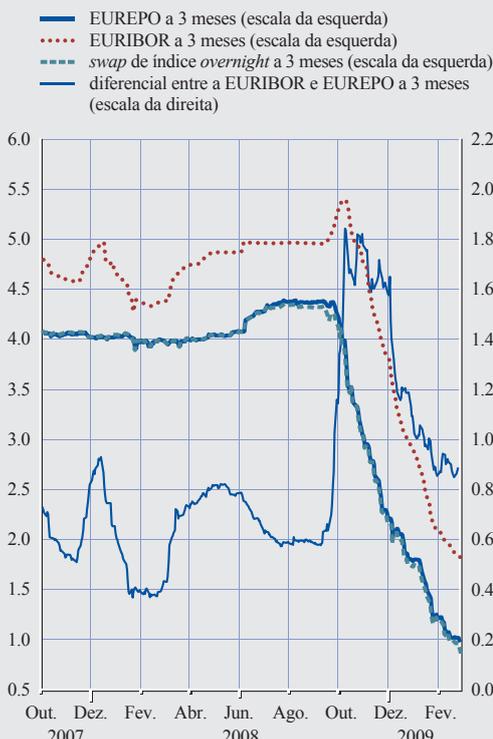
Fontes: BCE e Reuters.

29 de Janeiro, para um valor máximo de 5.39% em 9 de Outubro. O aumento foi particularmente acentuado na sequência da falência do Lehman Brothers em meados de Setembro (ver Gráfico 9). Posteriormente, a EURIBOR a 3 meses reduziu-se, situando-se em 2.89% no final de 2008 – em resultado de não só de expectativas de cortes nas taxas de política, mas também do anúncio por parte de Estados-Membros de pacotes governamentais no sentido de apoiar as instituições financeiras. No final de Fevereiro de 2009, a taxa EURIBOR a 3 meses situava-se em 1.83%.

A inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário – medida pelo diferencial entre a EURIBOR a 12 meses e a 1 mês – mostrou alguma volatilidade ao longo de 2008, tendo o diferencial flutuado entre um mínimo de

**Gráfico 10 EUREPO, EURIBOR e swap de índice overnight a 3 meses**

(percentagens por ano; dados diários)



Fontes: BCE, Bloomberg e Reuters.

12 pontos base no final de Janeiro de 2008 e um máximo de 97 pontos base em Junho, antes de descer novamente, estabilizando-se em redor de 50 pontos base no final de Fevereiro de 2009.

O diferencial entre as taxas do mercado monetário garantidas e as taxas não garantidas também foi muito volátil em 2008, mantendo-se elevado de acordo com padrões históricos e ultrapassando os níveis observados na segunda metade de 2007 nas fases iniciais da turbulência financeira. O diferencial entre a EURIBOR e a EUREPO a 3 meses aumentou de cerca de 40 pontos base, em meados de Janeiro de 2008, para cerca de 70 pontos base, em Março, após a aquisição do Bear Stearns pela JPMorgan Chase. Atingiu um valor máximo de 184 pontos base, no início de Outubro, antes de descer, cerca de 90 pontos base, no final de Fevereiro de 2009 (ver Gráfico 10).

As volatilidades implícitas calculadas a partir das opções de contratos de futuros sobre a EURIBOR a 3 meses também flutuaram significativamente em 2008, reflectindo a volatilidade das condições do mercado monetário e a incerteza em torno das perspectivas macroeconómicas e, deste modo, da orientação da política monetária. Impulsionada pelos níveis elevados de incerteza que se seguiram à falência do Lehman Brothers, esta medida da volatilidade das taxas de juro (ou seja, a volatilidade implícita calculada a partir das opções de contratos de futuros sobre a EURIBOR a 3 meses com vencimento em Março em 2009) atingiu um pico em 10 de Outubro.

#### **TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA DESCERAM NUM CONTEXTO DE VOLATILIDADE ELEVADA EM 2008**

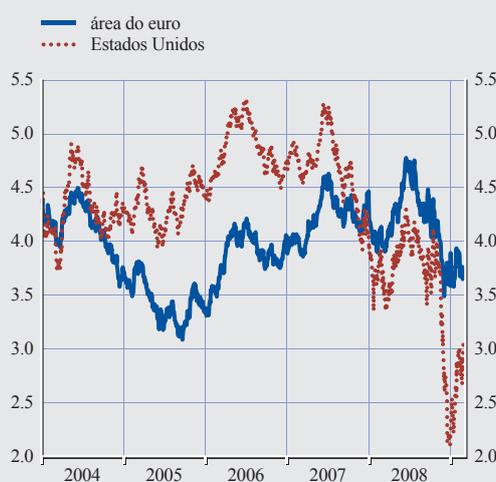
Em 2008, os mercados das obrigações de dívida pública na área do euro e no resto do mundo caracterizaram-se por grandes oscilações nas taxas de rendibilidade resultantes sobretudo das consequências directas e indirectas da intensificação da crise financeira. Num contexto de elevada volatilidade diária, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo na área do euro e nos Estados Unidos diminuíram substancialmente no conjunto de 2008, reflectindo sobretudo a actual preferência dos investidores por títulos seguros e muitos líquidos, fortes reduções das taxas de política monetária e, subseqüentemente, revisões em baixa acentuadas das perspectivas do mercado quanto à actividade económica e à inflação. A extraordinária incerteza quanto ao possível impacto da crise financeira sobre o futuro estado da economia mundial e às consequentes reacções de política monetária reflectiu-se na intensificação dos níveis da volatilidade do mercado obrigacionista observada e esperada, sendo que a incerteza dos investidores aumentou particularmente no final do ano, no contexto da intensificação das tensões financeiras após a falência do Lehman Brothers. Além disso, os diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo na área do euro e as das obrigações de dívida pública de longo prazo alemãs continuaram a

alargar-se em 2008, reflectindo diferenças nos prémios de risco de crédito e liquidez (para mais pormenores, ver Caixa 6). No final de 2008, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos na área do euro e nos Estados Unidos situavam-se em redor de 3.6% e 2.2%, respectivamente, ou seja, 75 e 184 pontos base abaixo dos níveis observados um ano antes (ver Gráfico 11).

Os acontecimentos relacionados com a actual turbulência financeira, a sua escalada desde Setembro de 2008, e o seu impacto sobre a economia real podem, pelo menos em parte, explicar a evolução dos principais mercados obrigacionistas. Ao longo de 2008, o panorama financeiro foi submetido a uma reformulação dramática no contexto de vários acontecimentos desconcertantes. Consequentemente, os governos dos Estados Unidos e da área do euro anunciaram várias medidas destinadas a apoiar o sistema financeiro, reforçar a confiança dos consumidores, sustentar a actividade

**Gráfico 11 Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo**

(percentagens por ano; dados diários)



Fontes: Bloomberg, EuroMTS, Reuters e BCE.

Nota: Antes de Janeiro de 2007, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo da área do euro referem-se a obrigações a 10 anos ou à maturidade disponível mais próxima. A partir de Janeiro de 2007, a taxa de rendibilidade das obrigações a 10 anos da área do euro é representada pela taxa de rendibilidade a 10 anos ao par calculada a partir das obrigações soberanas com notação A tripla da área do euro.

económica e assegurar a disponibilidade de crédito para as famílias e as empresas. Nos Estados Unidos, com início na aquisição do Bear Stearns pela JPMorgan Chase em Março, o modelo de negócio com base em bancos de investimento isolados desapareceu. A crise financeira escalou no final do Verão/Outono quando, entre outros factores, as empresas subsidiadas pelo governo norte-americano Fannie Mae e Freddie Mac foram nacionalizadas, o Lehman Brothers declarou falência e a Reserva Federal concedeu um empréstimo extraordinário ao grupo segurador AIG em troca de uma posição de 80% no grupo. No final de Setembro, perturbações financeiras graves tinham-se transmitido à área do euro, exercendo pressão sobre várias instituições financeiras. Consequentemente, na área do euro foram observadas várias intervenções destinadas a aliviar o sistema bancário. Como indicado pela Comissão Europeia relativamente à declaração sobre um plano europeu de acção concertada dos países da área do euro aquando da cimeira de 12 de Outubro, estas intervenções tinham por objectivo “coordenar os esforços nacionais para garantir o correcto funcionamento dos bancos, proteger os depositantes e aumentar o fluxo do crédito. Ao abrigo do plano, os governos nacionais teriam participações nos bancos a fim de reforçar os seus meios financeiros e garantir temporariamente o refinanciamento bancário para acalmar a crise do crédito”. Neste contexto e face à deterioração das perspectivas macroeconómicas, a Reserva Federal e o BCE tomaram um conjunto de iniciativas no sentido de melhorar as suas facilidades de liquidez e apoiar os mercados financeiros. Além disso, os dois bancos centrais reduziram repetidamente as suas taxas de política, afectando assim as taxas de rendibilidade das obrigações. Em particular, em 16 de Dezembro de 2008, as medidas tomadas pela Reserva Federal culminaram na redução das taxas de política para um mínimo histórico. O objectivo para a taxa dos fundos federais foi mantido dentro de um intervalo, e não num ponto fixo, entre zero e 0.25%. Além disso, entre outros factores, a Reserva Federal anunciou a possibilidade de aquisição de títulos do Tesouro de mais longo prazo, o que poderá

ter contribuído para a redução das taxas de rendibilidade das obrigações.

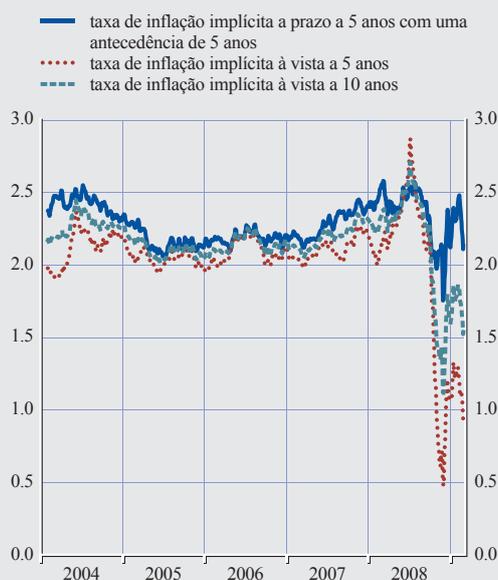
Neste contexto, até ao início da Primavera de 2008, em ambos os lados do Atlântico as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo prosseguiram a tendência descendente que teve início em meados de 2007, quando as preocupações quanto ao estado do mercado imobiliário norte-americano começaram a aumentar. Este episódio originou uma descida acentuada da apetência pelo risco, o que resultou em ajustamentos de carteira, com a substituição de acções e outros activos de risco elevado por obrigações soberanas e a consequente diminuição das taxas de rendibilidade. As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos aumentaram entre a Primavera e o final do Verão e diminuíram acentuadamente a partir daí. Enquanto o aumento das taxas de rendibilidade se ficou a dever principalmente às percepções de maiores riscos inflacionistas mundiais num contexto de fortes pressões ascendentes sobre os preços das matérias-primas e dos produtos alimentares, a sua posterior redução poderá ser explicada por episódios de fuga para a qualidade e para a liquidez devido a novas preocupações quanto ao sector financeiro e, mais especificamente, quanto à continuação da escalada da turbulência financeira. Além disso, dados macroeconómicos disponíveis no Outono que apontavam para um abrandamento acentuado do crescimento mundial e uma mudança na percepção de riscos inflacionistas, que foram revistos em baixa, deverão ter contribuído para esta descida das taxas de rendibilidade das obrigações. Não surpreende que, nos Estados Unidos, onde a crise financeira se tornou bastante severa, a diminuição das taxas de rendibilidade das obrigações tenha sido mais acentuada do que na área do euro. Em termos mais gerais, as obrigações de dívida pública dos Estados Unidos também foram consideradas, em média, mais líquidas do que as obrigações de dívida pública da área do euro, o que também contribuiu para uma nova descida das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública nos Estados Unidos.

Na área do euro, desde o início do ano até aproximadamente meados de Setembro, as taxas de rendibilidade reais das obrigações de dívida pública oscilaram em torno de 2%. Posteriormente, até aproximadamente ao final de Outubro, as taxas de rendibilidade reais aumentaram. Depois de atingir um valor máximo de cerca de 3% em Outubro, a taxa de rendibilidade real a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos registou uma descida e, no final do ano, situou-se um pouco abaixo de 2%. Enquanto entre Setembro e Outubro as taxas de rendibilidade reais aumentaram devido à escassez de liquidez e a factores técnicos que provocaram alterações no mercado de obrigações indexadas à inflação, a tendência inverteu-se posteriormente num contexto de preocupações quanto às perspectivas macroeconómicas.

Durante 2008, a evolução ao longo do tempo da taxa de inflação implícita a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos, que mede as expectativas de longo prazo para a inflação e os prémios de risco relacionados por parte dos participantes no mercado, também foi afectada pelos desenvolvimentos nos mercados financeiros e pelas perspectivas macroeconómicas. Embora esta medida das expectativas de longo prazo para a inflação e os prémios de risco relacionados por parte dos participantes no mercado na área do euro tenha aumentado, situando-se em redor de 2.5% até ao Verão, reflectindo pressões crescentes sobre os preços das matérias-primas e dos produtos alimentares, reduziu-se significativamente no Outono (ver Gráfico 12). No final de 2008, esta taxa situou-se em redor de 2%. Para esta descida contribuiu a moderação das expectativas de inflação no contexto da deterioração das perspectivas económicas e factores técnicos que distorceram a fixação de preços relativa das obrigações convencionais nominais face às obrigações de dívida pública indexadas à inflação, que tipicamente são muito menos líquidas. Deste modo, a interpretação das taxas de inflação implícitas como indicadores das expectativas de longo prazo para a inflação e os prémios de risco relacionados por parte dos participantes no mercado foi gravemente

**Gráfico 12 Taxas de inflação implícitas de cupão zero da área do euro**

(percentagens por ano; médias móveis de cinco dias de dados diários; corrigidos de sazonalidade)



Fontes: Reuters e cálculos do BCE.

prejudicada por factores de mercado especiais, em particular desde a intensificação da crise financeira em Setembro.

A percepção dos participantes no mercado quanto à incerteza nos mercados obrigacionistas na área do euro e nos Estados Unidos, medida pela volatilidade implícita, continuou a aumentar ao longo do ano, e mais acentuadamente a partir de Setembro, num contexto de elevada inquietação nos mercados financeiros mundiais. Nesta altura do ano, após a revelação da situação de diversos grandes intervenientes no sistema financeiro e a consequente fuga para a segurança e para a liquidez, a volatilidade nos mercados obrigacionistas atingiu níveis particularmente pronunciados nos Estados Unidos. Porém, no final de Setembro, quando a instabilidade financeira também se tornou mais séria na Europa, a volatilidade nos mercados obrigacionistas aumentou igualmente neste lado do Atlântico (para mais pormenores, ver Caixa 3).

## VOLATILIDADE E LIQUIDEZ NOS MERCADOS DE AÇÕES E DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA

Os mercados accionistas e obrigacionistas tornaram-se cada vez mais voláteis no decurso da crise financeira, como ilustrado no Gráfico A<sup>1</sup>. O elevado grau de volatilidade do mercado resulta da combinação do desaparecimento de posições de endividamento, do grande número de choques de informação que afectam os mercados, da grande incerteza e de níveis elevados de aversão ao risco entre os participantes no mercado. A maior aversão ao risco poderá ter agravado o impacto que os choques de informação e a incerteza tiveram sobre a evolução dos preços, daí resultando maiores flutuações nos preços do que seria normal se os níveis de aversão ao risco fossem inferiores.

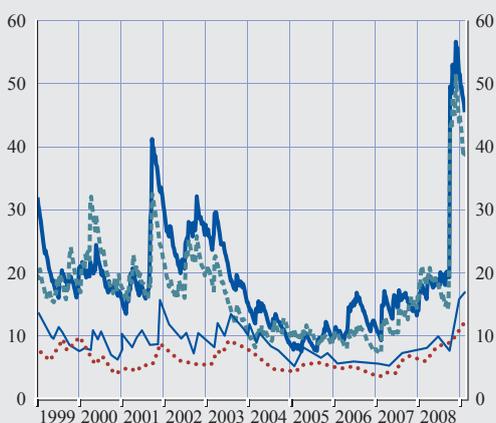
Por longos períodos durante a crise, foi observada uma forte correlação negativa entre a rendibilidade das ações e das obrigações (ver Gráfico B). Esta correlação negativa pode ser interpretada como evidência de fluxos no sentido de activos seguros, isto é, dos mercados accionistas para os segmentos mais líquidos dos mercados de obrigações de dívida pública. Uma correlação negativa tão pronunciada já não era registada desde 2003, quando o mercado accionista atingiu o seu nível mínimo. Durante os últimos meses de 2008, a correlação negativa entre estes mercados tornou-se menos pronunciada, uma vez que os mercados obrigacionistas também se tornaram mais voláteis, na sequência de evidência cada vez mais clara de uma repercussão significativa sobre

1 Ver a caixa intitulada “Abnormal volatility in global stock markets”, na edição de Novembro de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

### Gráfico A Volatilidade realizada da rendibilidade semanal das ações e obrigações

(percentagens por ano; dados semanais)

- ações da área do euro
- ..... obrigações da área do euro
- ações dos Estados Unidos
- ..... obrigações dos Estados Unidos



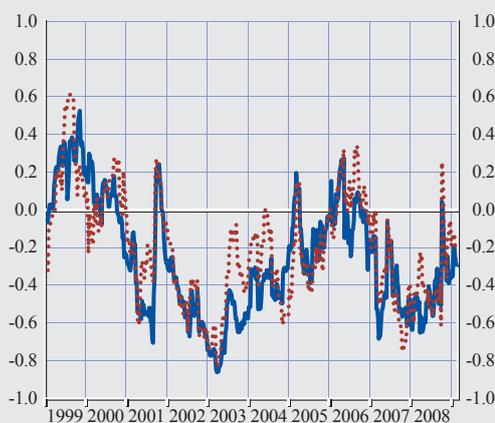
Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

Notas: A rendibilidade das ações foi calculada utilizando o índice Dow Jones EURO STOXX para a área do euro e o índice Standard & Poor's 500 para os Estados Unidos. A rendibilidade das obrigações foi calculada a partir das taxas de rendibilidade de cupão zero dos Estados Unidos e da Alemanha obtidas do Bloomberg. As volatilidades foram calculadas utilizando médias móveis ponderadas exponencialmente.

### Gráfico B Correlação entre a rendibilidade semanal de ações e obrigações

(dados semanais)

- área do euro
- ..... Estados Unidos



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

Notas: A rendibilidade foi calculada como mencionado no Gráfico A. As correlações foram calculadas utilizando médias móveis ponderadas exponencialmente.

a economia real da evolução nos mercados financeiros. Para além do aumento da variabilidade das expectativas de inflação e dos prémios de risco, as grandes revisões das expectativas dos participantes no mercado acerca da evolução futura das taxas de política monetária terão provavelmente contribuído para a maior volatilidade das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo.

O aumento da volatilidade no mercado das obrigações de dívida pública, de um modo geral, tornou os participantes no mercado menos dispostos a ceder continuamente liquidez entre si colocando uma cotação limite às transacções de grandes montantes nos mercados de ordens com limite de preço. Embora as obrigações de dívida pública mais líquidas, como as emitidas pelos governos dos Estados Unidos e da Alemanha, tenham constituído um refúgio seguro para os investidores financeiros durante a crise financeira, a liquidez tem estado sob pressão mesmo nesta classe de activos<sup>2</sup>. As obrigações de dívida pública, ao contrário das acções, são em grande parte transaccionadas fora da bolsa, o que inevitavelmente significa uma imagem mais fragmentada das transacções nestes mercados. Os dados disponibilizados pelas plataformas electrónicas utilizadas na transacção de obrigações de dívida pública europeias apontam para quedas substanciais quer nos volumes transaccionados quer nas cotações mínimas, mesmo no caso dos títulos mais líquidos. São igualmente visíveis sinais de deterioração da liquidez do mercado no diferencial entre cotações de compra e venda, que registou um aumento significativo. À semelhança de episódios anteriores de tensão na liquidez, como na turbulência de 1998, a deterioração da liquidez foi mais acentuada nos títulos, que já eram relativamente ilíquidos antes do início da crise financeira. Por exemplo, as taxas de rendibilidade das obrigações indexadas à inflação parecem ter sido fortemente afectadas pelos prémios de liquidez em alguns mercados<sup>3</sup>.

De acordo com os participantes no mercado, as maiores transacções, em particular, são cada vez mais executadas por corretores intermediários, pelo que a queda dos volumes transaccionados nas plataformas electrónicas deverá sobrestimar a quebra nas transacções globais. Contudo, o nível das transacções no mercado das obrigações de dívida pública da área do euro pode igualmente ser medido a partir do mercado de futuros. Os contratos de futuros de obrigações de dívida pública encontram-se entre os instrumentos mais transaccionados no mundo e representam um dos poucos mercados onde a liquidez se mantém relativamente intacta. Os contratos de futuros apresentam uma clara vantagem para medir a actividade do mercado, uma vez que são instrumentos transaccionados em bolsa sobre os quais se encontram rapidamente disponíveis dados relativos à actividade global.

Alguns indícios sugerem que os corretores de obrigações reduziram significativamente a dimensão dos seus balanços em resposta ao aumento da volatilidade nas taxas de rendibilidade e aos maiores custos de financiamento. Como os contratos de futuros são frequentemente utilizados para cobrir o risco de taxa de juro das carteiras de obrigações dos corretores, o número de futuros transaccionados com este objectivo pode ter diminuído. O Gráfico C mostra que o volume de transacções de contratos de futuros tem vindo a cair desde o início da turbulência financeira em meados de 2007. Em particular, o número de contratos transaccionados relativos ao instrumento mais frequentemente utilizado, ou seja, os contratos de futuros das obrigações de dívida pública a 10 anos, teve uma redução superior a dois terços nos Estados Unidos e superior a metade na Alemanha desde meados de 2007. Os volumes transaccionados de contratos de futuros de obrigações de dívida pública a 5 anos registaram quedas ligeiramente inferiores.

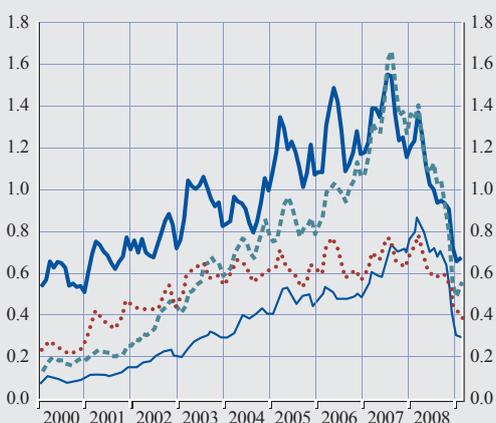
2 Para uma análise mais pormenorizada do impacto dos fluxos de fuga para a segurança nos mercados das obrigações de dívida pública da área do euro, ver Caixa 6.

3 Ver a caixa intitulada “Recent increases in real yields and their implications for the analysis of inflation expectations”, na edição de Novembro de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

### Gráfico C Volumes transaccionados de contratos de futuros das obrigações de dívida pública

(milhões de contratos; médias móveis de três meses de dados diários)

- contratos de futuros das obrigações federais alemãs a 10 anos (Euro-Bund)
- ..... contratos de futuros das obrigações federais alemãs a 5 anos (Euro-Bobl)
- contratos de futuros a 10 anos do Tesouro norte-americano
- contratos de futuros a 5 anos do Tesouro norte-americano



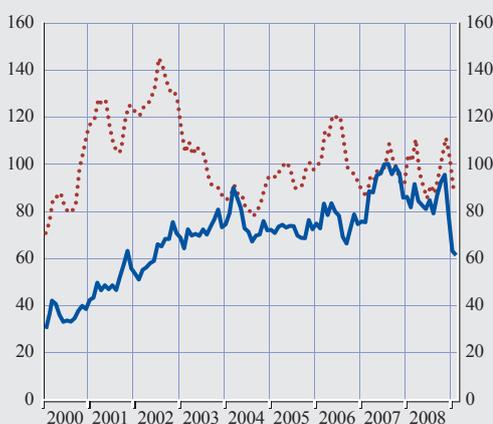
Fontes: Chicago Mercantile Exchange/Chicago Board of Trade e Eurex Deutschland.

Nota: O valor notional de cada contrato é €100 000 para os contratos de futuros Euro-Bobl e Euro-Bund e USD 100 000 para os contratos de futuros a 5 e a 10 anos do Tesouro norte-americano.

### Gráfico D Volumes transaccionados nos mercados accionistas

(índice: Julho de 2007=100; médias móveis de três meses de dados diários)

- índice Dow Jones EURO STOXX
- ..... índice Standard & Poor's 500



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

Nota: Os volumes são medidos como o número total de acções transaccionadas de empresas incluídas nos índices.

O Gráfico D mostra que nos mercados accionistas, os volumes – medidos como o número médio de acções transaccionadas por mês – têm conservado uma relativa resistência quer na área do euro quer nos Estados Unidos, apesar de terem caído ligeiramente no início de 2009, em especial na área do euro. Como referido atrás, os relativamente elevados volumes transaccionados nos mercados accionistas podem reflectir os diversos choques de informação que afectam os mercados. Tudo o resto constante, os preços de mercado deveriam ajustar-se quando é disponibilizada nova informação. Assim, quando os choques de informação atingem o mercado com uma frequência superior à normal, a frequência das transacções também deverá aumentar. No caso dos mercados accionistas, esses choques de informação podem reflectir quer a revisão de expectativas sobre dividendos futuros, quer variações no factor de desconto. Pelo contrário, os fluxos de caixa resultantes das obrigações de dívida pública de referência são fixados em termos nominais e, assim, as valorizações apenas respondem a variações no factor de desconto.

O aumento considerável da incerteza a nível macroeconómico ao longo de 2008, conjugado com a redução dos balanços dos participantes no mercado, originou picos de volatilidade e uma grave deterioração da liquidez em muitos segmentos do mercado financeiro. Esta situação até afectou mercados normalmente considerados extremamente líquidos e que são tipicamente caracterizados por níveis mínimos de risco, como, por exemplo, os mercados de obrigações de dívida pública da área do euro. A volatilidade acabará por registar uma moderação quando a incerteza a nível macroeconómico diminuir e o período de desalavancagem tiver chegado ao fim, levando a alguma normalização da liquidez do mercado.

Nos primeiros dois meses de 2009, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo na área do euro aumentaram moderadamente, em cerca de 10 pontos base, enquanto o aumento das taxas de rendibilidade das obrigações nos Estados Unidos foi mais acentuado e se situou em redor de 80 pontos base. Em 27 de Fevereiro, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos na área do euro e nos Estados Unidos situavam-se em cerca de 3.7% e 3.0%, respectivamente. A evolução das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo nos dois lados do Atlântico foi influenciada pela deterioração das perspectivas económicas, maior aversão ao risco e os consequentes fluxos no sentido da fuga para a segurança, bem como preocupações crescentes quanto às necessidades de financiamento dos emitentes soberanos. Enquanto os primeiros dois factores tenderiam a provocar uma descida das taxas de rendibilidade, o terceiro factor, que aparentemente dominou os outros dois, particularmente nos Estados Unidos, tenderia a conduzir ao aumento das taxas de rendibilidade. Ao longo do mesmo período, na área do euro, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo indexadas à inflação também aumentaram, provavelmente reflectindo a continuação das tensões no mercado das obrigações indexadas à inflação.

#### PREÇOS DAS ACÇÕES DESCERAM ACENTUADAMENTE EM 2008

O ano de 2008 caracterizou-se por uma elevada volatilidade e descidas acentuadas dos preços das acções a nível mundial, no contexto de uma série de acontecimentos que deram nova forma ao panorama financeiro, especialmente nos Estados Unidos, bem como pela deterioração das condições macroeconómicas mundiais. Em termos gerais, no final de 2008, os preços das acções na área do euro, nos Estados Unidos e no Japão, medidos pelos índices Dow Jones EURO STOXX, Standard & Poor's 500 e Nikkei 225, respectivamente, eram inferiores em cerca de 46%, 39% e 42% face ao final de 2007 (ver Gráfico 13). As flutuações dos preços das acções tornaram-se particularmente acentuadas em Março e a partir de Setembro, reflectindo

**Gráfico 13 Principais índices de cotações de acções**

(índices com nova base 100 em 31 de Dezembro de 2007; dados diários)



Fontes: Reuters e Thomson Financial Datastream.

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

as perturbações nos mercados financeiros mundiais. Além disso, a redução do crescimento dos lucros observados e previstos em ambos os lados do Atlântico também contribuiu para o desempenho negativo dos mercados bolsistas. Esta evolução dos preços teve lugar num contexto de volatilidade elevada, que aumentou para níveis excepcionais em Outubro e Novembro.

Entre o início do ano e meados de Março de 2008, os preços das acções na área do euro, nos Estados Unidos e no Japão seguiram uma tendência descendente. Esta tendência inverteu-se parcialmente quando a JPMorgan Chase adquiriu o Bear Stearns depois de receber um empréstimo segundo a modalidade de financiamento *non recourse* (sem prestação de garantias) da Reserva Federal. A operação de socorro ao Bear Stearns foi interpretada favoravelmente pelos participantes no mercado, que alteraram as suas percepções de risco, contribuindo assim para sustentar os mercados accionistas. Neste contexto, entre meados de Março e o início de Junho, o índice Dow Jones

EURO STOXX registou um aumento de quase 10%, o Standard & Poor's 500 de cerca de 8.5% e o Nikkei 225 de 22.5%.

No entanto, durante o Verão os preços das acções diminuíram significativamente devido a novas preocupações quanto ao sector financeiro e às perspectivas para a economia mundial. Ao longo deste período, as pressões aumentaram sobre as empresas subsidiadas pelo governo norte-americano, Fannie Mae e Freddie Mac, bem como sobre as seguradoras de obrigações. Além disso, na primeira metade do Verão, os preços das matérias-primas aumentaram rapidamente, ensombrando as perspectivas económicas mundiais. Em Setembro, os acontecimentos nos mercados financeiros escalaram novamente, quando nos Estados Unidos as empresas subsidiadas pelo governo norte-americano acima referidas foram nacionalizadas, a Reserva Federal, em conjunto com o Tesouro norte-americano, assegurou o resgate do grupo segurador AIG, e o modelo de negócio com base nos bancos de investimento isolados deixou de existir após a falência do Lehman Brothers, a aquisição do Merrill Lynch pelo Bank of America e a conversão do Goldman Sachs e do Morgan Stanley em sociedades bancárias de gestão de participações sociais. No seguimento destes acontecimentos extraordinários e em resposta à propagação da turbulência para além do sistema financeiro norte-americano, foram igualmente lançados planos de ajuda apoiados pelo Estado dirigidos a várias instituições financeiras europeias. Em ambos os lados do Atlântico, governos e instituições públicas tomaram várias medidas no sentido de estabilizar o sistema financeiro. Estas medidas incluíram garantias de depósito a titulares de contas particulares, medidas de recapitalização de bancos e de reforço da liquidez do sector bancário. Além disso, os principais bancos centrais reduziram as suas taxas de política num contexto de intensificação da turbulência financeira e de deterioração das perspectivas macroeconómicas.

A queda dos mercados bolsistas foi agravada por uma redução do crescimento dos lucros

observados e previstos em ambos os lados do Atlântico. Entre Dezembro de 2007 e Dezembro de 2008, o crescimento dos lucros observados, calculado em termos dos ganhos por acção das empresas cotadas no índice Dow Jones EURO STOXX, tornou-se negativo em redor de -16%. Do mesmo modo, as expectativas de lucros também sofreram uma revisão em baixa significativa. A taxa de crescimento anual prevista para os ganhos por acção com 12 meses de antecedência caiu de cerca de 9% no final de Dezembro de 2007 para cerca de 1.6% no final de Dezembro de 2008. A descida da rentabilidade das empresas da área do euro, em conjunto com informação negativa dos indicadores macroeconómicos, tiveram um efeito negativo sobre as valorizações dos mercados bolsistas.

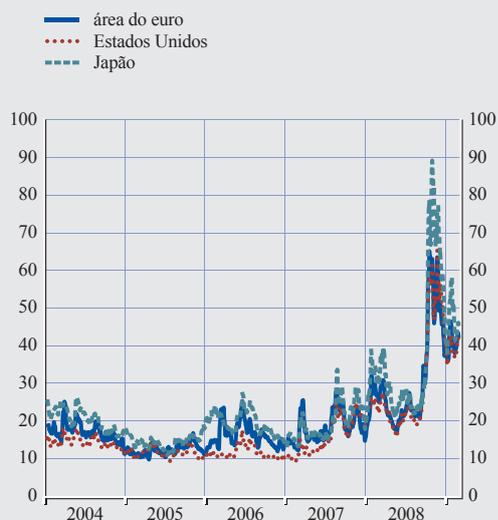
Numa conjuntura de continuação das perturbações nos mercados financeiros e de deterioração das condições macroeconómicas, os mercados bolsistas caracterizaram-se por um grau elevado de incerteza, medido pela volatilidade implícita obtida a partir de opções sobre acções. A volatilidade das acções foi particularmente elevada durante os principais episódios que abalaram os mercados financeiros, ou seja, em Março e a partir de Setembro (ver Gráfico 14). Neste contexto, os prémios de risco das acções deverão ter aumentado na área do euro e nos Estados Unidos, contribuindo assim para a queda dos preços das acções.

Numa perspectiva sectorial, os preços das acções no sector financeiro na área do euro e nos Estados Unidos registaram as maiores perdas entre Dezembro de 2007 e Dezembro de 2008, de cerca de 57% e 51%, respectivamente. Os preços das acções no sector não financeiro também registaram uma queda significativa, de cerca de 41% na área do euro e de 36% nos Estados Unidos.

No início de 2009, a deterioração das perspectivas económicas mundiais em conjunto com novas preocupações quanto à solidez do sistema financeiro provocaram uma nova descida dos preços das acções. Entre o final de 2008 e 27 de Fevereiro de 2009, os índices Dow

**Gráfico 14 Volatilidade implícita no mercado bolsista**

(percentagens por ano; média móvel de cinco dias de dados diários)



Fonte: Bloomberg.

Notas: A série sobre a volatilidade implícita reflecte o desvio padrão esperado das variações em percentagem dos preços das acções ao longo de um período até três meses, como implícito nos preços de opções de índices de cotações de acções. Os índices de acções a que as volatilidades implícitas se referem são o Dow Jones EURO STOXX 50 para a área do euro, o Standard and Poor's 500 para os Estados Unidos e o Nikkei 225 para o Japão.

**Gráfico 15 Empréstimos de IFM às famílias**

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

Jones EURO STOXX e Standard & Poor's 500 registaram uma descida de cerca de 17% e 19%, respectivamente.

### FINANCIAMENTO DAS FAMÍLIAS CONTINUOU A MODERAR-SE

A dinâmica do financiamento das famílias continuou a abrandar ao longo de 2008, reflectindo o impacto de factores tais como condições de financiamento mais restritivas, o enfraquecimento das perspectivas económicas e a moderação em curso da dinâmica do mercado da habitação.

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de IFM às famílias, que foram a principal fonte de financiamento das famílias em 2008, desceu para 1.8% em Dezembro, o que compara com 6.2% no final de 2007. Ao mesmo tempo, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias pelo sector não monetário (ou seja, OIF e sociedades de seguros

e fundos de pensões) continuou a ultrapassar a taxa de empréstimos de IFM às famílias, que se situou em 10.4% no terceiro trimestre de 2008. Em parte, tal reflecte o efeito de actividades de titularização fora do balanço, em que os empréstimos são desconhecidos e, como tal, retirados dos balanços das IFM, sendo posteriormente registados como empréstimos de OIF.

A desagregação dos empréstimos de IFM às famílias por objectivo indica que o principal factor impulsionador desta moderação foi a descida da taxa de crescimento do endividamento para aquisição de habitação. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos para aquisição de habitação era de 1.7% em Dezembro de 2008, o que compara com 7.1% em Dezembro de 2007 (ver Gráfico 15). Esta descida foi consistente com o abrandamento do crescimento dos preços da habitação e da actividade do mercado da habitação em várias economias da área do euro.

Os resultados do inquérito do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito suportam esta avaliação, dado que ao longo de 2008 os bancos identificaram o agravamento das perspectivas no mercado da habitação e a deterioração da confiança dos consumidores como os principais factores que contribuíram para um abrandamento da procura de empréstimos para aquisição de habitação por parte das famílias. Além disso, a deterioração das perspectivas no mercado da habitação também foi parcialmente responsável pela maior restritividade dos critérios aplicados à concessão de crédito, que desempenhou um papel importante na moderação do crescimento dos empréstimos.

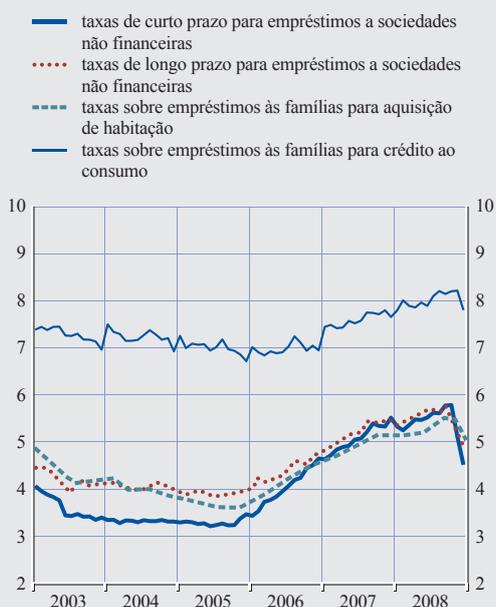
A moderação da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos para aquisição de habitação também reflectiu o impacto atenuante dos aumentos das taxas de juro directoras do BCE a partir de Dezembro de 2005. Prosseguindo a tendência observada em 2006 e 2007, embora a um ritmo mais lento, as taxas de juro de IFM

relativas a empréstimos para aquisição de habitação aumentaram 31 pontos base entre Dezembro de 2007 e Setembro/Outubro de 2008, antes de diminuírem 10 pontos base no quarto trimestre (ver Gráfico 16). O aumento observado nos três primeiros trimestres do ano foi generalizado a todo o espectro de prazos, embora tenha sido ligeiramente superior para os empréstimos com períodos de fixação inicial até 1 ano e entre 1 e 5 anos.

A taxa de crescimento homóloga do crédito ao consumo também se reduziu, situando-se em 1.5% em Dezembro de 2008, ou seja, cerca de 4 pontos percentuais abaixo do nível observado no final de 2007. Ao longo dos últimos trimestres, a taxa de crescimento homóloga do crédito ao consumo desceu em linha com a menor confiança dos consumidores e a moderação gradual do consumo privado na área do euro. Além disso, os resultados do inquérito do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito indicam que os critérios aplicados à concessão de crédito ao consumo continuaram a tornar-se mais restritivos em 2008, em linha com a evolução observada no quarto trimestre de 2007, devido à deterioração das expectativas relativamente à actividade económica geral e da capacidade de endividamento dos mutuários. As taxas de juro das IFM relativas ao crédito ao consumo, que se mantiveram muito mais elevadas do que as taxas relativas aos empréstimos para aquisição de habitação em 2008, aumentaram 56 pontos base entre Dezembro de 2007 e Novembro de 2008, tendo assim um efeito atenuante sobre a procura de crédito ao consumo. Posteriormente, registaram uma descida, sendo que as taxas observadas em Dezembro de 2008 se situaram 15 pontos base acima do nível registado um ano antes.

**Gráfico 16 Taxas de juro aplicadas aos empréstimos às famílias e a sociedades não financeiras**

(percentagens por ano; excluindo comissões; taxas sobre novas operações)

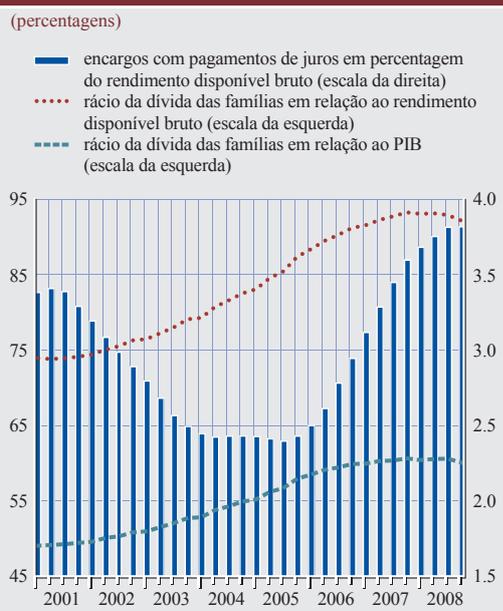


Fonte: BCE.

### ESTABILIZAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS

Na segunda metade de 2008, a moderação prolongada da taxa de crescimento dos empréstimos às famílias e o aumento do rendimento disponível conduziu a uma ligeira descida do rácio da dívida das famílias em relação ao rendimento disponível, estimado em cerca

**Gráfico 17 Dívida e encargos com os pagamentos de juros das famílias**



Fontes: BCE e Eurostat.

Notas: A dívida das famílias inclui o total de empréstimos a famílias concedidos por todos os sectores institucionais, incluindo o resto do mundo. Os pagamentos de juros não incluem os custos financeiros totais pagos pelas famílias, dado que excluem as comissões de serviços financeiros. Os dados relativos ao último trimestre foram parcialmente estimados.

de 92% no quarto trimestre (ver Gráfico 17). É possível observar o mesmo padrão relativamente ao rácio da dívida em relação ao PIB, o qual, de acordo com os dados disponíveis para as contas integradas da área do euro, diminuiu para cerca de 60% no quarto trimestre de 2008. Posto isto, o nível de endividamento das famílias na área do euro é relativamente modesto quando comparado com países como os Estados Unidos e o Reino Unido. A moderação do endividamento das famílias da área do euro ajudou a estabilizar a sua exposição às variações das taxas de juro, do rendimento e do preço dos activos. É de referir que existe um grau elevado de heterogeneidade no endividamento das famílias na área do euro. Em particular, os níveis de risco são maiores para as famílias em zonas da área do euro onde o abrandamento económico é mais acentuado ou onde persistem sinais de uma sobrevalorização nos mercados da habitação.

Ao mesmo tempo, embora o nível de endividamento das famílias se tenha estabilizado em 2008, anteriores aumentos das taxas activas sobre os empréstimos às famílias conduziram a um novo aumento do grau de esforço das famílias associado ao serviço da dívida, medido como os pagamentos de juros e reembolsos do capital em percentagem do rendimento disponível. De facto, estima-se que os encargos com os pagamentos de juros tenham atingido 3.8% na segunda metade de 2008, face a 3.6% no final de 2007 e acima do valor máximo observado em 2001.

#### **CUSTO DO FINANCIAMENTO EXTERNO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS AUMENTOU CONSIDERAVELMENTE EM 2008**

Em 2008, numa conjuntura de turbulência nos mercados financeiros, o custo real do financiamento externo das sociedades não financeiras na área do euro aumentou consideravelmente em comparação com os últimos anos. Embora a rentabilidade das empresas tenha permanecido resiliente na parte inicial de 2008, evidenciou sinais de deterioração rápida durante o resto do ano, particularmente no último trimestre. Depois de registar um pico no primeiro trimestre principalmente devido à dinâmica robusta dos empréstimos de IFM, o crescimento do financiamento externo das sociedades não financeiras moderou-se. Porém, o endividamento do sector das sociedades não financeiras deverá ter aumentado novamente em 2008.

Num contexto de intensificação das tensões nos mercados financeiros e de crédito, o custo real global do financiamento externo das sociedades não financeiras da área do euro aumentou substancialmente em 2008 (ver Gráfico 18). No último trimestre de 2008, a evidente deterioração das condições e perspectivas macroeconómicas contribuiu para um aumento significativo do custo do financiamento externo das empresas, numa altura em que o aumento das expectativas relativamente a incumprimentos e as revisões em baixa dos lucros pesavam sobre a avaliação dos investidores quanto aos riscos de crédito e de mercado. Ao longo do ano, este aumento ficou a

### Gráfico 18 Custo real do financiamento externo de sociedades não financeiras da área do euro

(percentagens por ano)



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

Notas: O custo real do financiamento externo de sociedades não financeiras é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, do custo dos títulos de dívida e do custo das ações, com base nos respectivos saldos e deflacionado pelas expectativas de inflação (ver a Caixa 4 na edição de Março de 2005 do Boletim Mensal do BCE). A introdução de taxas activas harmonizadas das IFM no início de 2003 deu origem a uma quebra nas séries estatísticas.

dever-se sobretudo a uma subida acentuada do custo real do financiamento por dívida baseada no mercado e do financiamento por ações.

Relativamente às componentes do custo do financiamento externo das empresas, as taxas de juro sobre os empréstimos das IFM a sociedades não financeiras reduziram-se em termos reais (ver Gráfico 18) em comparação com o final de 2007. A comparação ponto-a-ponto entre os finais de ano oculta uma dinâmica intra-anual acentuada. As taxas de juro de curto prazo nominais aumentaram globalmente durante a maior parte do ano, seguindo de perto a tendência ascendente da EURIBOR a 3 meses, embora o efeito tenha sido atenuado em termos reais pela subida das expectativas de inflação a curto prazo até Setembro. Em Novembro e

Dezembro, as taxas de curto prazo registaram uma descida considerável, reflectindo os cortes nas taxas de política e a redução das taxas do mercado monetário. Consequentemente, as taxas nominais sobre empréstimos com taxa variável e fixação inicial de taxa até 1 ano diminuíram 70 e 106 pontos base no caso dos grandes e pequenos empréstimos, respectivamente.

Após um aumento até Setembro de 2008, as taxas de juro activas de longo prazo das IFM diminuíram no último trimestre do ano, com a descida mais acentuada a ser registada pelos grandes empréstimos. Em comparação com o final de 2007, as taxas de juro de longo prazo das IFM sobre pequenos empréstimos mantiveram-se praticamente inalteradas, enquanto as taxas de juro sobre grandes empréstimos caíram 72 pontos base. As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de prazo comparável também apresentaram um padrão misto ao longo do ano, começando por aumentar para depois descerem acentuadamente. Em termos gerais, em Dezembro de 2008, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 5 anos situavam-se 85 pontos base abaixo do nível observado no final de 2007. Consequentemente, os diferenciais entre as taxas activas de longo prazo dos bancos e taxas do mercado comparáveis, em média, registaram uma tendência de alargamento durante o segundo semestre. O aumento dos diferenciais acompanhou a subida acentuada do custo do financiamento dos bancos através dos mercados de capitais.

O custo real do financiamento das sociedades não financeiras através de dívida baseada no mercado aumentou acentuadamente ao longo de 2008, reforçando a tendência ascendente que teve início no final de 2007. Em Dezembro de 2008, este custo situava-se 200 pontos base acima do nível registado no ano anterior e 420 pontos base acima do valor mínimo registado em 2005. O nível observado no final de 2008 constituiu um máximo histórico desde o início da UEM e situou-se muito acima do registado em 2000. Pelo contrário, como mencionado anteriormente, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de prazo comparável reduziram-se. Em resultado, os diferenciais das obrigações

de empresas alargaram-se significativamente na segunda metade de 2008. O aumento dos diferenciais também reflecte a maior restritividade dos critérios aplicados à concessão de crédito e percepções do risco de crédito mais elevadas entre os investidores.

O custo real das acções cotadas de sociedades não financeiras aumentou consideravelmente ao longo do ano. Observou-se uma deterioração evidente na segunda metade de 2008, quando os preços nos mercados accionistas (medidos, por exemplo, pelo Dow Jones EURO STOXX, um índice alargado para a área do euro) caíram e a aversão ao risco atingiu níveis excepcionalmente elevados. Depois de mostrar uma resistência notável no primeiro semestre, o crescimento dos lucros das empresas cotadas também se deteriorou acentuadamente, tornando-se negativo em Novembro numa base anual.

#### MODERAÇÃO DO RITMO DO FINANCIAMENTO EXTERNO POR SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

O financiamento externo das sociedades não financeiras moderou-se progressivamente ao longo de 2008. No quarto trimestre de 2008, a taxa de crescimento homóloga real do financiamento das sociedades não financeiras era de 2.7%, o que compara com 4.9% no quarto trimestre de 2007 e 5.1% no primeiro trimestre de 2008. Esta evolução ficou a dever-se sobretudo ao abrandamento, se bem que a partir de níveis elevados, do contributo dos empréstimos concedidos por IFM e, em menor medida, à descida da emissão de acções cotadas, enquanto o contributo dos títulos de dívida se manteve relativamente estável (ver Gráfico 19).

De acordo com os dados agregados a nível da empresa retirados das demonstrações financeiras das empresas cotadas, os lucros permaneceram resistentes durante a primeira metade de 2008 (ver Gráfico 20). No entanto, as medidas de rentabilidade empresarial diminuíram consideravelmente na segunda metade de 2008. Paralelamente, as expectativas de lucros na área do euro foram abruptamente revistas em baixa no último trimestre de 2008. O número de

revisões em baixa das expectativas de lucros das empresas cotadas da área do euro atingiu um nível sem precedentes no final do ano.

A taxa de crescimento dos empréstimos de IFM às sociedades não financeiras abrandou em 2008. Após um pico em termos nominais de 15.0% em Março de 2008, esta taxa de crescimento moderou-se para 9.4% em Dezembro. A robustez desta taxa de crescimento homóloga oculta, em certa medida, o enfraquecimento da dinâmica subjacente do crescimento dos empréstimos de IFM ao sector empresarial, através de um efeito de repercussão do crescimento robusto na primeira metade de 2008. De facto, como evidenciado pelas taxas de crescimento de curto prazo, o abrandamento acentuou-se no final do ano, particularmente em Dezembro, em resultado da deterioração das condições de financiamento. A desaceleração esteve amplamente em linha com a maior restritividade das condições de financiamento indicada nos inquéritos do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito ao longo do ano, a redução da actividade de fusões e aquisições (F&A) e a

**Gráfico 19 Desagregação da taxa de crescimento homóloga real do financiamento externo de sociedades não financeiras <sup>1)</sup>**

(taxas de variação homólogas (%))

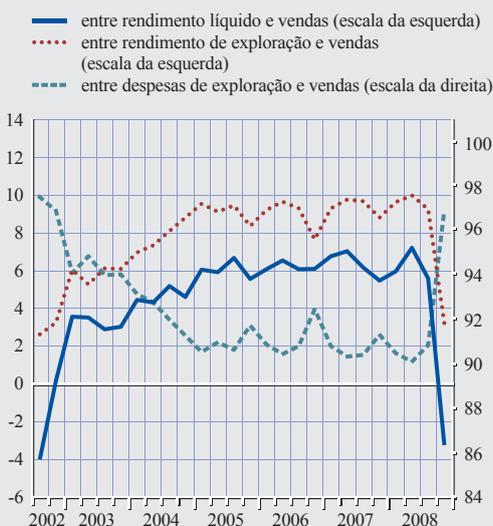


Fonte: BCE.

1) A taxa de crescimento homóloga real é definida como a diferença entre a taxa de crescimento homóloga observada e a taxa de crescimento do deflator do PIB.

**Gráfico 20 Rádios dos lucros de sociedades não financeiras cotadas da área do euro**

(dados trimestrais; percentagens)



Fontes: Thomson Financial Datastream e cálculos do BCE. Notas: O cálculo baseia-se em demonstrações financeiras trimestrais agregadas de sociedades não financeiras cotadas na área do euro. Foram excluídas da amostra as observações excepcionais. Quando comparado com o rendimento de exploração, que é definido como vendas menos despesas de exploração, o rendimento líquido refere-se ao rendimento de exploração e de não exploração, após dedução de impostos e rubricas extraordinárias.

moderação da actividade económica. Existem várias explicações possíveis para o facto de o crescimento dos empréstimos de IFM, embora em desaceleração, ter permanecido relativamente robusto, pelo menos até Novembro. A evolução das empresas na área do euro manteve-se relativamente resiliente na parte inicial de 2008, sustentando assim a procura de empréstimos para actividades de financiamento. Um outro factor que poderá ter contribuído para esta situação foi o recurso a facilidades de crédito negociadas sob condições mais favoráveis. A procura de empréstimos bancários poderá também ter sido suportada por um efeito de substituição resultante de maiores dificuldades no financiamento nos mercados de capitais, uma redução dos fundos gerados internamente e uma contracção do crédito comercial. Além disso, obstáculos ao ajustamento imediato da capacidade produtiva e a aplicação de programas destinados a cortar custos frequentemente dificultam a correcção

das despesas das empresas no curto prazo. Tal poderá explicar em parte a resistência da procura de crédito no segundo semestre, não obstante o enfraquecimento das perspectivas de crescimento.

O crescimento do financiamento baseado no mercado (através de dívida e de acções) abrandou, em paralelo com o aumento acentuado do custo destas fontes de financiamento. A taxa de crescimento homóloga dos títulos de dívida emitidos por sociedades não financeiras reduziu-se de cerca de 9.0% no início do ano para 6.6% em Dezembro de 2008. A emissão de títulos de dívida de curto prazo, que aumentou após o início da turbulência financeira no Verão de 2007, também registou uma moderação gradual. Este padrão é confirmado pela evolução de curto prazo dos dados corrigidos de sazonalidade. Para além do aumento dos diferenciais das obrigações de empresas, esta evolução poderá também reflectir a redução da actividade de F&A. A taxa de crescimento homóloga das acções cotadas emitidas por sociedades não financeiras caiu consideravelmente ao longo de 2008, atingindo um nível nulo em Dezembro. O contributo negligenciável da emissão líquida de acções cotadas para o financiamento líquido do sector empresarial da área do euro é atribuível ao aumento significativo do custo real das acções e às condições muito voláteis no mercado accionista.

O crescimento do financiamento externo das sociedades não financeiras, embora numa trajectória de moderação, poderá estar relacionado com o aumento do desvio de financiamento ou do endividamento líquido – calculado como a diferença entre a poupança bruta e a formação bruta de capital (ver Gráfico 21). O desvio de financiamento registado pelas sociedades não financeiras na área do euro em 2007 e até ao terceiro trimestre de 2008 resultou de descidas da poupança das empresas e, em menor medida, dos aumentos do investimento real em relação ao PIB. Durante a primeira parte de 2008, a queda da poupança das empresas resultou principalmente do aumento dos pagamentos de juros.

**Gráfico 21 Desvio de financiamento das sociedades não financeiras e suas principais componentes**

(em percentagem do PIB; média móvel de quatro trimestres)

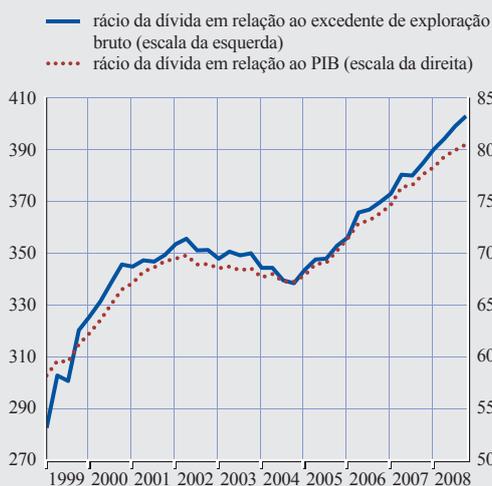


Fonte: BCE.

- 1) Inclui existências e acumulação de activos não financeiros.  
 2) Inclui transferências líquidas de capital.

**Gráfico 22 Rácios da dívida de sociedades não financeiras**

(percentagens)



Fontes: BCE, Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A dívida é apresentada com base nas contas trimestrais sectoriais europeias. Inclui empréstimos, títulos de dívida emitidos e reservas de fundos de pensões. Inclui informação até ao quarto trimestre de 2008.

### NOVO AUMENTO DA DÍVIDA DAS EMPRESAS

No que respeita à evolução da posição do balanço das sociedades não financeiras na área do euro, o aumento prolongado do financiamento por dívida conduziu a uma nova subida dos rácios da dívida (ver Gráfico 22). No quarto trimestre de 2008, os rácios da dívida em relação ao PIB e da dívida em relação ao excedente de exploração bruto aumentaram para 80.5% e 403%, respectivamente. Após um período de consolidação entre 2002 e 2004, os rácios da dívida das sociedades não financeiras aumentaram de forma contínua ao longo dos últimos quatro anos. O rácio da dívida em relação aos activos financeiros das sociedades não financeiras registou uma subida durante a maior parte de 2008, interrompendo a tendência descendente observada desde o primeiro trimestre de 2003. A combinação do aumento da dívida com a subida das taxas de juro reflectiu-se num aumento significativo dos encargos com juros líquidos das sociedades não financeiras ao longo de 2008.

### 2.3 EVOLUÇÃO DOS PREÇOS E DOS CUSTOS

A inflação global medida pelo IHPC situou-se, em média, em 3.3% em 2008, o que representou um aumento acentuado em comparação com anos anteriores – quando as taxas de inflação homólogas se aglomeraram em torno de 2.2% – e bastante superior à definição do BCE de estabilidade de preços a médio prazo (ver Quadro 1). O aumento para todo o ano de 2008 resultou de dois padrões muito distintos na evolução do IHPC no decurso do ano: partindo de um nível já elevado no final de 2007 de 3.1%, as taxas de inflação homólogas voltaram a subir, atingindo um pico de 4.0% em Junho e Julho de 2008, mas regrediram posteriormente a um ritmo rápido nos últimos meses do ano, situando-se em 1.6% em Dezembro.

A evolução contrastante da inflação global medida pelo IHPC em 2008 foi dominada pelos padrões dos preços mundiais das matérias-primas (dos preços dos produtos energéticos, bem como de outras matérias-primas, inclusive

## Quadro I Evolução dos preços

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

	2006	2007	2008	2007 T4	2008 T1	2008 T2	2008 T3	2008 T4	2008 Dez.	2009 Jan.
<b>IHPC e suas componentes</b>										
Índice global	2.2	2.1	3.3	2.9	3.4	3.6	3.8	2.3	1.6	1.1
Produtos energéticos	7.7	2.6	10.3	8.1	10.7	13.6	15.1	2.1	-3.7	-5.3
Produtos alimentares não transformados	2.8	3.0	3.5	3.1	3.5	3.7	3.9	3.0	2.8	2.6
Produtos alimentares transformados	2.1	2.8	6.1	4.5	6.4	6.9	6.7	4.3	3.5	2.7
Produtos industriais não energéticos	0.6	1.0	0.8	1.0	0.8	0.8	0.7	0.9	0.8	0.5
Serviços	2.0	2.5	2.6	2.5	2.6	2.4	2.6	2.6	2.6	2.4
<b>Outros indicadores de preços e de custos</b>										
Preços da produção industrial <sup>1)</sup>	5.1	2.8	6.2	4.0	5.4	7.1	8.5	3.7	1.6	.
Preços do petróleo (EUR por barril) <sup>2)</sup>	52.9	52.8	65.9	61.0	64.2	78.5	77.6	43.5	32.1	34.3
Preços das matérias-primas <sup>3)</sup>	24.8	9.2	4.4	1.6	11.9	7.1	8.6	-10.7	-17.1	-20.7

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

Nota: Os dados sobre os preços da produção industrial referem-se à área do euro incluindo a Eslováquia.

1) Excluindo a construção.

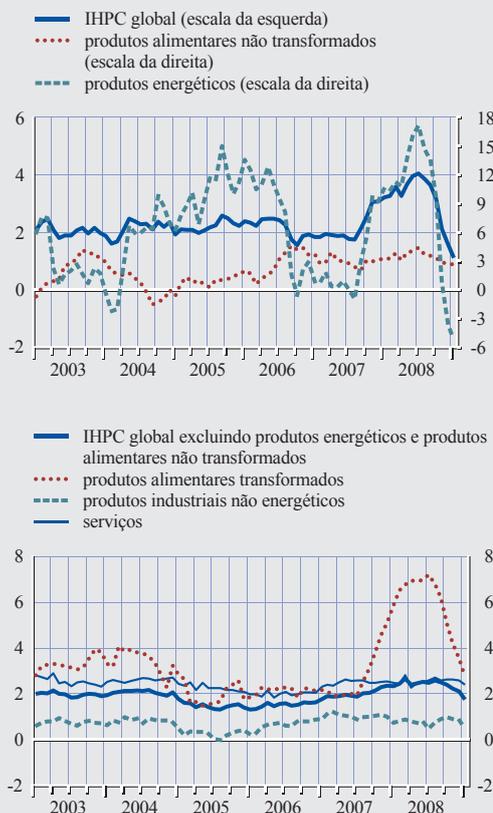
2) Brent Blend (para entrega a um mês).

3) Excluindo produtos energéticos; em euros.

alimentares) (ver Gráfico 23). Na primeira parte do ano, a grande expansão da procura mundial continuou a fazer aumentar os preços mundiais das matérias-primas, que atingiram níveis extremamente elevados, enquanto o rápido abrandamento da actividade na segunda parte do ano, que evoluiu para uma contracção acentuada no final do ano, os reduziu de novo abruptamente. Em particular, os preços do petróleo continuaram a subir na primeira metade de 2008, após rápidos aumentos em 2007, e atingiram um máximo histórico no início de Julho, no contexto de condições restritivas da oferta e da procura. Durante o segundo semestre, os preços do petróleo caíram abruptamente, para níveis bastante abaixo dos observados no início do ano. Paralelamente, a inflação dos preços dos produtos alimentares transformados, que partiu de níveis já elevados no final de 2007, aumentou acentuadamente durante o primeiro semestre, em resultado de uma contracção mundial nas existências de matérias-primas alimentares, tendo depois diminuído rapidamente perto do final do ano. Em contraste, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (transformados e não transformados) manteve-se globalmente estável (em 1.9% em 2008, face a 1.8% em 2007).

## Gráfico 23 Desagregação da inflação medida pelo IHPC: principais componentes

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



Fonte: Eurostat.

Os custos do trabalho aceleraram durante a primeira metade de 2008, com pressões ascendentes substanciais sobre os custos unitários do trabalho no contexto de uma descida cíclica acentuada do crescimento da produtividade do trabalho, o que originou preocupações sérias e crescentes quanto ao risco de surgimento de efeitos de segunda ordem significativos na área do euro, os quais atingiram um pico em meados do ano. Estas preocupações diminuíram no Outono, com a economia a entrar numa fase de acentuada contracção.

De igual forma, a percepção e as expectativas dos consumidores em relação à inflação, que tinham aumentado de forma pronunciada durante a primeira parte do ano, atingindo os seus níveis mais elevados desde a introdução do euro, começaram a moderar-se perto do final do ano.

#### **INFLAÇÃO MEDIDA PELO IHPC SIGNIFICATIVAMENTE INFLUENCIADA PELA EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS PRODUTOS ENERGÉTICOS E DOS PRODUTOS ALIMENTARES**

A volatilidade dos preços das matérias-primas foi o principal factor que motivou as pronunciadas oscilações da inflação medida pelo IHPC da área do euro durante 2008. O aumento constante da taxa homóloga, para um pico de 4.0% em Junho e Julho, ocorreu na sequência de aumentos sem precedentes dos preços dos produtos energéticos, industriais e das matérias-primas alimentares (ver Caixa 4). Inversamente, o posterior rápido declínio da inflação medida pelo IHPC para 1.6% no final do ano resultou da forte descida dos preços do petróleo bruto e de um amplo conjunto de outras reduções dos preços das matérias-primas mundiais, incluindo produtos alimentares, mais um efeito de base favorável, num contexto de rápida deterioração da actividade económica.

#### **Caixa 4**

##### **PREÇOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS E INFLAÇÃO MEDIDA PELO IHPC**

Os preços de um vasto conjunto de matérias-primas aumentaram acentuadamente no período entre o início de 2005 e Julho de 2008 (ver Gráfico A). Porém, entretanto, registaram uma descida rápida, no contexto da deterioração pronunciada da actividade económica mundial. Esta evolução – em particular, dos preços do petróleo e dos produtos alimentares – teve um peso importante nos preços no consumidor na área do euro e explica, em grande medida, o pico da inflação medida pelo IHPC global em 2008. A presente caixa analisa os efeitos dos preços das matérias-primas na inflação na área do euro<sup>1</sup>.

##### **Efeitos directos e indirectos**

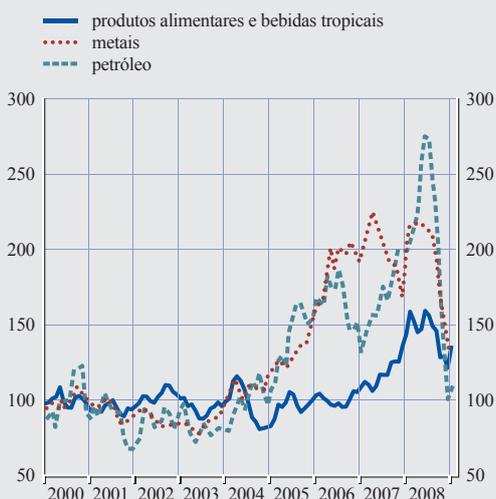
Os aumentos dos preços das matérias-primas afectam directamente a inflação medida pelo IHPC através do seu efeito imediato nos preços no consumidor dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, que representam quase 30% do IHPC global. Podem também ter um efeito indirecto nos preços no consumidor através dos preços no produtor, dado que as empresas que enfrentam custos dos factores de produção mais elevados transmitem esses aumentos aos preços de venda, de modo a manterem ou restabelecerem as suas margens de lucro.

O grau de transmissão dos aumentos de custos a outras fases da produção e aos consumidores depende de vários factores, incluindo as pressões da concorrência no mercado e as condições do

<sup>1</sup> Ver 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.

### Gráfico A Preços das matérias-primas

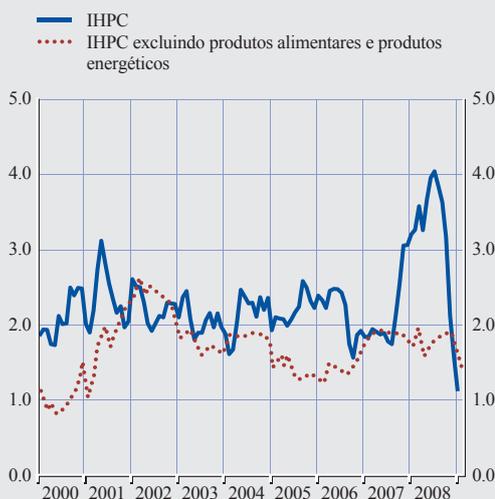
(dados mensais em euros; índice: 2000 = 100)



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

### Gráfico B Inflação medida pelo IHPC

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

ciclo económico. Como os choques de custos levam algum tempo a percorrer a cadeia de oferta, considera-se, em geral, que os efeitos indirectos se concretizam com desfasamentos temporais maiores e duram mais tempo do que os efeitos directos.

Olhando para os dados, grande parte do aumento da inflação medida pelo IHPC global a partir de Agosto de 2007 deveu-se aos efeitos directos e indirectos do choque dos preços das matérias-primas. Em consonância com esta evolução, os preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares transformados e não transformados – as componentes do IHPC mais directamente expostas ao choque – subiram de forma substancial até Julho de 2008, enquanto as medidas da inflação excluindo os produtos alimentares e os produtos energéticos permaneceram, no geral, inalteradas ao longo do período (ver Gráfico B).

Aparentemente, verificaram-se efeitos indirectos também em outras componentes do IHPC que utilizam petróleo e matérias-primas alimentares como factores de produção. Por exemplo, dentro da componente dos serviços, os preços dos serviços de transportes, férias organizadas e restaurantes – que têm como factores de produção o petróleo e matérias-primas alimentares – aumentaram significativamente em 2008, com a subida dos preços das matérias-primas (ver Gráfico C). No entanto, estes aumentos podem também reflectir outros factores para além das subidas dos preços dos produtos alimentares e do petróleo, tais como a evolução dos salários e a força da procura dos consumidores, sobretudo no primeiro semestre do ano.

### Efeitos de segunda ordem

Para além dos efeitos directos e indirectos, normalmente descritos como efeitos de primeira ordem, um choque nos preços das matérias-primas pode também acarretar o risco dos chamados efeitos de segunda ordem, os quais podem exercer nova pressão ascendente sobre os preços no

consumidor. Os efeitos de segunda ordem referem-se, tipicamente, ao aumento dos preços no consumidor que excede e está para além dos efeitos de primeira ordem, em virtude do impacto do choque nas negociações salariais e no comportamento de fixação dos preços. Uma subida da inflação devido a efeitos directos e indirectos de um choque no preço das matérias-primas pode conduzir a efeitos de segunda ordem se os agentes económicos (em particular os responsáveis pela fixação dos preços e dos salários) procurarem compensar a perda de rendimento real decorrente de choques sobre a inflação anteriores. Tal pode, por seu lado, afectar as expectativas de inflação e ter novo efeito no comportamento de fixação dos preços e dos salários. Assim, um choque de inflação transitório pode enraizar-se e, por conseguinte, exigir maiores custos para a sua erradicação.

A probabilidade de um choque nos preços das matérias-primas conduzir a efeitos de segunda ordem depende de vários factores, incluindo a posição cíclica da economia, a flexibilidade dos mercados de bens e de trabalho (particularmente, a presença de mecanismos de indexação automáticos que afectem os processos de negociação salarial e de fixação dos preços), o mecanismo de formação de expectativas de inflação e, mais importante ainda, a credibilidade do banco central.

As expectativas de inflação e a evolução dos custos do trabalho podem ser usadas no acompanhamento do risco de efeitos de segunda ordem. As expectativas de inflação determinadas

**Gráfico C Subcomponentes seleccionadas da componente de serviços do IHPC**

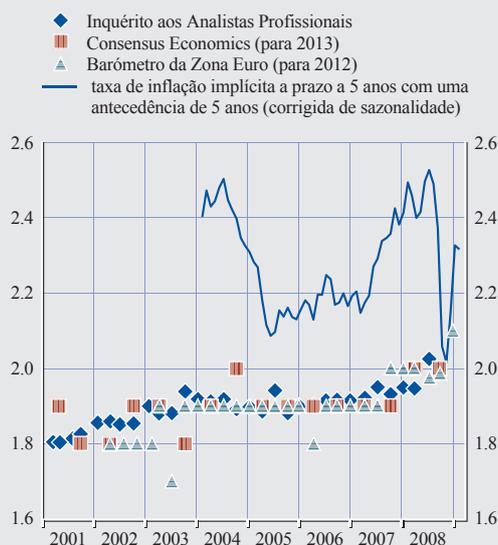
(taxas de variação homólogas (%); dados mensais)



Fonte: Eurostat.

**Gráfico D Expectativas de inflação a mais longo prazo derivadas de inquéritos e taxa de inflação implícita**

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Consensus Economics, Barómetro da Zona Euro, BCE, Reuters e cálculos do BCE.

Nota: As expectativas de inflação a mais longo prazo são normalmente objecto de inquérito numa base semestral pela Consensus Economics e numa base trimestral no Inquérito aos Analistas Profissionais do BCE e no Barómetro da Zona Euro. Última observação: taxa de inflação implícita: 27 de Fevereiro de 2009; Inquérito aos Analistas Profissionais e Barómetro da Zona Euro: Janeiro de 2009; Consensus Economics: Outubro de 2008.

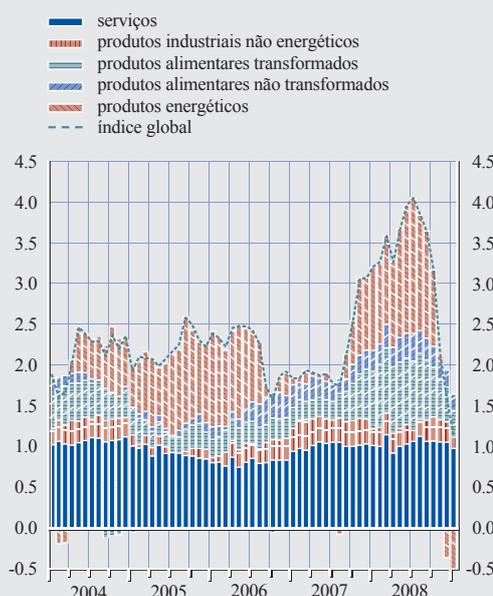
a partir de inquéritos a analistas profissionais aumentaram ligeiramente entre meados de 2007 e meados de 2008. As expectativas extraídas das taxas de inflação implícita, derivadas da rendibilidade das obrigações, seguiram uma tendência ascendente clara ao longo do mesmo período, mas, com a intensificação da turbulência financeira e a subsequente queda dos preços do petróleo, registou-se posteriormente uma inversão dessa tendência (ver Gráfico D). A evidência fornecida pela evolução das negociações salariais no decurso de 2008 também aponta para um crescimento forte dos salários em vários países da área do euro, embora seja difícil determinar até que ponto esse aumento se deve a efeitos de segunda ordem (para mais pormenores sobre a recente evolução salarial na área do euro, consultar a Caixa 5).

Embora os efeitos “mecânicos” directos de um choque nos preços das matérias-primas sobre os preços no consumidor sejam inevitáveis e os efeitos indirectos sejam possíveis, dependendo da transmissão do choque ao longo da cadeia de preços, é imperativo evitar a generalização de pressões inflacionistas relacionadas com efeitos de segunda ordem. O papel de uma política monetária orientada para a manutenção da estabilidade de preços a médio prazo é assegurar que um choque nos preços das matérias-primas não afecte as expectativas de inflação a mais longo prazo e desencadeie pressões de preços mais alargadas. Consequentemente, no contexto de uma intensificação das pressões inflacionistas, o BCE decidiu aumentar as suas taxas de juro directoras em Julho de 2008 com vista a estabilizar as expectativas de inflação. No entanto, as taxas de juro foram reduzidas mais tarde no mesmo ano, quando se tornou evidente que as pressões inflacionistas seriam significativamente atenuadas pela queda acentuada dos preços das matérias-primas e pelo abrandamento económico.

O movimento pronunciado da componente energética do IHPC – a qual tem um peso de 9.8% no IHPC global – reflectiu variações abruptas nos preços dos combustíveis líquidos (como a gasolina, o gasóleo e combustíveis de aquecimento) impulsionadas pelos preços mundiais do petróleo, juntamente com a resposta desfasada das componentes dos produtos energéticos não petrolíferos (como a electricidade e o gás), que tendem a seguir com um desfasamento os preços do petróleo bruto (ver Gráfico 24). Em Junho de 2008, os preços do petróleo em euros situavam-se cerca de 63% acima dos observados um ano antes. Em Dezembro de 2008, situavam-se 49% abaixo dos do ano anterior, tendo caído cerca de 63% face ao pico registado em Junho de 2008. Esta variação acentuada do perfil anual foi igualmente ampliada por um movimento pronunciado nas margens de refinação. A variação homóloga dos preços dos produtos energéticos do IHPC atingiu um pico de 17.0% em Julho de 2008, face a 9.1% em Dezembro de 2007, tendo depois diminuído rapidamente, tornando-se mesmo negativa em Dezembro, altura em que se situou em -3.6%.

**Gráfico 24 Contributos das principais componentes para a inflação medida pelo IHPC**

(contributos anuais em pontos percentuais; dados mensais)



Fonte: Eurostat.

Nota: Devido a erros de arredondamento, os contributos podem não corresponder exactamente ao índice global.

A taxa de crescimento homóloga da componente produtos alimentares transformados do IHPC da área do euro seguiu uma tendência semelhante à da componente produtos energéticos, subindo consideravelmente no Outono de 2007, antes de descer fortemente a partir de meados de 2008. A taxa de variação homóloga dos preços dos produtos alimentares transformados atingiu um pico de 7.2% em Julho de 2008, face a 2.0% em Julho de 2007, antes de cair para 3.6% em Dezembro de 2008. Grande parte do pico observado nos preços dos produtos alimentares transformados e do posterior abrandamento esteve relacionada com as componentes muito afectadas pelos preços mundiais das matérias-primas agrícolas, tais como pão e cereais, produtos lácteos, e óleos e gorduras. No conjunto do ano, a inflação dos preços dos produtos alimentares transformados atingiu 6.1% em média em 2008, em comparação com 2.8% em 2007. Em contraste, os preços dos produtos alimentares não transformados subiram 3.5% em 2008, comparativamente a 3.0% em 2007.

Excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (transformados e não transformados), a inflação medida pelo IHPC apresentou-se largamente estável ao longo de 2008. O impacto dos preços consideravelmente mais elevados dos factores de produção decorrentes dos elevados preços das matérias-primas (energéticas e não energéticas) foi compensado pelo efeito atenuante de menores pressões dos preços das importações, no contexto de uma apreciação do euro até meados do ano e da forte concorrência internacional, bem como pelo efeito de base favorável relacionado com o facto de o aumento de 3 pontos percentuais do IVA introduzido na Alemanha em 1 de Janeiro de 2007 ter começado a ser excluído do cálculo das taxas de inflação homólogas no início de 2008.

Os preços dos produtos industriais não energéticos subiram 0.8% em 2008, apresentando uma ligeira desaceleração face a uma taxa de 1.0% registada em 2007. Apesar das pressões dos custos dos factores de produção assinaladas pelos produtores

nacionais e da elevada utilização da capacidade produtiva no sector da indústria transformadora, a inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos moderou-se na primeira metade de 2008. Recuperou ligeiramente a partir de Julho, devido, nomeadamente, ao impacto da apreciação abrupta do dólar dos EUA observada no segundo semestre do ano e a alguns descontos sazonais excepcionais que afectaram os preços dos têxteis no Verão.

A inflação dos preços dos serviços apresentou-se globalmente estável na maior parte de 2008, embora tenha permanecido em níveis relativamente elevados de cerca de 2.5%, após um aumento acentuado em 2007. Embora o impacto indirecto dos aumentos dos preços nas matérias-primas mundiais, em especial do petróleo e produtos alimentares, possa ter contribuído para um efeito ascendente persistente sobre algumas componentes dos serviços, tais como os serviços de transportes e os restaurantes e cafés, esse efeito foi compensado, em larga medida, por quedas acentuadas noutras componentes dos serviços, tais como as comunicações.

#### **INFLAÇÃO MÉDIA DOS PREÇOS NO PRODUTOR MAIS ELEVADA EM 2008, MAS PRESSÕES DESCENDENTES PRONUNCIADAS PERTO DO FINAL DO ANO**

As pressões sobre os preços ao longo da cadeia de produção atingiram níveis extremamente elevados no final da Primavera, no contexto da elevada inflação dos preços das matérias-primas, exacerbando as preocupações acerca da inflação. Contudo, estas pressões diminuíram de forma constante no decurso do Verão, e depois a um ritmo mais pronunciado nos últimos meses do ano – com quedas nos preços dos índices (excluindo produtos energéticos e construção) a partir de Outubro – à medida que os preços das matérias-primas começaram a cair rapidamente e as pressões sobre os factores de produção (capital e trabalho) diminuíram.

A taxa de variação homóloga dos preços da produção industrial (excluindo construção) na área do euro foi de 6.2% em média em 2008, ou seja, consideravelmente acima da registada em 2007

(2.8%). Após ter atingido um pico histórico de 9.2% em Julho de 2008, a taxa homóloga da inflação dos preços no produtor desceu rapidamente, para 1.7% em Dezembro, sobretudo devido à evolução dos preços dos produtos energéticos e alimentares. A taxa de variação homóloga dos preços no produtor de produtos energéticos atingiu um pico de 24.9% em Julho de 2008, embora tenha caído para 1.6% em Dezembro.

Excluindo a construção e a energia, a taxa de crescimento homóloga dos preços da produção industrial atingiu o pico de 2008 em Julho, ou seja, 4.4%, antes de descer para 1.6% em Dezembro. Este acentuado movimento afectou os bens intermédios e de consumo, embora em níveis variados e em momentos diferentes, embora o seu impacto nos bens de capital tenha sido menor (ver Gráfico 25).

A inflação dos preços dos bens intermédios acelerou durante os primeiros oito meses do ano, atingindo um pico de 6.0% em Agosto.

No primeiro semestre, os preços dos bens intermédios ainda eram afectados pelas pressões ascendentes dos preços cada vez mais elevados das matérias-primas industriais e dos produtos energéticos. Durante o segundo semestre, a descida destes últimos nos mercados mundiais e o abrandamento da actividade atenuaram a evolução dos preços do produto em muitas partes do sector dos bens intermédios. No final do ano, vários preços do produto caíram no contexto de uma acentuada contracção da actividade.

As oscilações da taxa de crescimento homóloga dos preços dos bens de investimento foram desfasadas e mais moderadas, com uma ligeira aceleração para 2.2% em Setembro (invertendo a tendência descendente observada em 2007), que estabilizou perto do final do ano com a intensificação da concorrência, no contexto de uma queda rápida da procura.

Em fases mais avançadas da cadeia de produção, a forte aceleração dos preços dos bens de consumo observada nos últimos meses de 2007 continuou na primeira metade de 2008. A taxa de variação homóloga dos preços globais dos bens de consumo aumentou para 4.7% em Março de 2008, a taxa mais elevada observada desde o início da União Monetária em 1999, motivada sobretudo pelos preços dos bens de consumo não duradouros, que reflectiram pressões sobre os preços dos produtos alimentares a nível mundial. Excluindo os preços do tabaco e dos produtos alimentares, a taxa de variação homóloga dos preços dos bens de consumo não registou alterações ao longo do ano.

Em termos globais, no final do ano, o enfraquecimento generalizado da procura da área do euro tinha resultado em condições de mercado consideravelmente mais competitivas em várias fases de produção. Esta conjuntura mais competitiva, juntamente com a queda dos preços mundiais das matérias-primas, reflectiu-se em relatórios generalizados de quedas dos preços (ou de estabilização dos preços), quer em termos dos preços dos factores de produção quer dos preços do produto, tanto na indústria transformadora como nos serviços.

**Gráfico 25 Desagregação dos preços da produção industrial**

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



Fonte: Eurostat.

Nota: Os dados referem-se à área do euro incluindo a Eslováquia.

## ACENTUADA ACELERAÇÃO DOS CUSTOS DO TRABALHO

Os indicadores disponíveis sobre os custos do trabalho para a área do euro sugerem uma aceleração substancial perto do final de 2007 e início de 2008, após anos de moderação salarial. A taxa de crescimento homóloga média das remunerações por empregado nos primeiros três trimestres do ano foi de 3.3%, bastante acima das taxas de crescimento homólogas médias registadas no período 2005-2007, que oscilaram entre 1.8% e 2.5% (ver Quadro 2). A remuneração horária dá uma ideia semelhante, embora o primeiro trimestre tenha sido afectado pela calendarização antecipada da Páscoa em 2008, resultando, assim, num pico na série nesse trimestre. Os acordos salariais registaram igualmente uma aceleração no decurso de 2008, face à banda de 2.1% a 2.3% na qual tinham flutuado nos últimos anos, aumentando para 2.9% no primeiro semestre do ano, 3.4% no terceiro trimestre e 3.5% no quarto trimestre.

A aceleração do crescimento salarial na primeira metade do ano pode ter reflectido, para além de algumas diferenças nas taxas de crescimento do emprego nos vários níveis salariais, a restritividade prevalente no mercado de trabalho e o impacto directo ou indirecto da evolução passada do IHPC. Dado o aumento considerável nos preços mundiais das matérias-primas, as condições bastante restritivas do mercado de trabalho e o grande desfazamento necessário para que as oscilações na actividade económica tenham um impacto decisivo nos custos do trabalho, observou-se um risco significativo em meados de 2008 de

que efeitos de segunda ordem, resultantes em particular da indexação dos salários aos resultados elevados da inflação (ainda que temporários), pudessem compensar quaisquer possíveis impactos atenuantes sobre os custos salariais resultantes do abrandamento gradual da actividade previsto na altura.

O rápido afrouxamento das pressões inflacionistas mundiais, com a inflação global medida pelo IHPC a cair para valores inferiores a 2% em Dezembro de 2008, e a contracção súbita e mais forte do que o esperado da actividade da área do euro enfraqueceram consideravelmente o risco de concretização de efeitos de segunda ordem generalizados. As empresas deveriam implementar medidas de contenção dos custos do trabalho à luz da incerteza em torno das perspectivas da área do euro, e a rápida deterioração das condições do mercado de trabalho também contribuiu para a moderação das pressões sobre os custos salariais.

Dados sectoriais indicam um certo comportamento heterogéneo nos diversos sectores. As taxas de crescimento em todos os indicadores de custos do trabalho apresentaram-se particularmente elevadas no sector da construção em 2008, talvez em reflexo de alguns efeitos de composição, com os despedimentos a concentrarem-se entre os trabalhadores com mais baixas remunerações, no contexto de diferenças regionais pronunciadas. As remunerações por empregado no sector dos serviços também aumentaram fortemente, particularmente no que se refere aos serviços

**Quadro 2 Indicadores de custos do trabalho**

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

	2006	2007	2008	2007 T4	2008 T1	2008 T2	2008 T3	2008 T4
Acordos salariais	2.3	2.1	3.2	2.1	2.8	2.9	3.4	3.5
Custos horários totais do trabalho	2.5	2.6	.	2.9	3.5	2.8	4.0	.
Remunerações por empregado	2.2	2.5	.	2.9	3.1	3.4	3.5	.
<i>Por memória:</i>								
Produtividade do trabalho	1.3	0.8	.	0.4	0.5	0.2	-0.1	.
Custos unitários do trabalho	0.9	1.7	.	2.5	2.6	3.2	3.6	.

Fontes: Eurostat, dados nacionais e cálculos do BCE.

não mercantis (ver Gráfico 26). Em contraste, a inflação dos custos do trabalho no sector industrial aumentou de forma apenas moderada, em média, tendo apresentado um elevado grau de volatilidade no decurso de 2008.

Dado o abrandamento da actividade e o esperado impacto cíclico adverso sobre a produtividade do trabalho, os custos unitários do trabalho registaram uma rápida aceleração, reduzindo as margens empresariais. O crescimento anual da produtividade do trabalho abrandou para 0.2% nos três primeiros trimestres de 2008, em média, tornando-se mesmo negativo no terceiro trimestre, em comparação com taxas de crescimento anuais de cerca de 1%, em média, em 2006-2007. Os custos unitários do trabalho aumentaram assim de uma taxa de crescimento homóloga de 1.6%, no terceiro trimestre de 2007, para 3.6%, no terceiro trimestre de 2008. Nos primeiros três trimestres de 2008, os custos unitários do trabalho cresceram a uma taxa homóloga de 3.2%, comparativamente a taxas de crescimento médias de 1.7% e 0.9% em 2007 e 2006, respectivamente. O rápido aumento dos custos unitários do trabalho comprimiu os

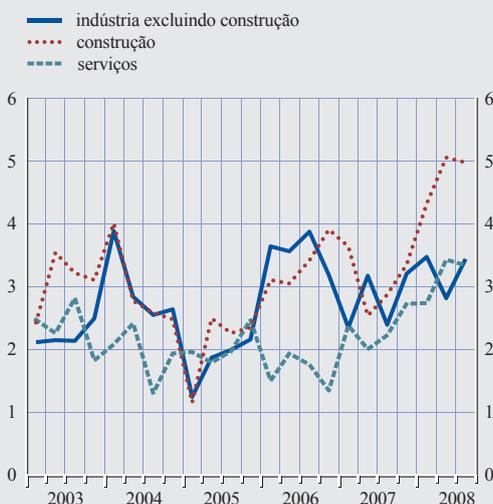
lucros no decurso de 2008, com as empresas a mostrarem-se incapazes de transmitir estes custos mais elevados na íntegra. O indicador da margem de venda global, medida como a diferença nas taxas de crescimento do deflator do PIB e dos custos unitários do trabalho, aponta para uma queda nas margens de lucro após vários anos de aumentos. As margens caíram, em média, 0.9 pontos percentuais nos três primeiros trimestres de 2008 em comparação com o período homólogo do ano anterior, após um aumento de 0.9 pontos percentuais em 2007.

#### NOVO ABRANDAMENTO DOS AUMENTOS DOS PREÇOS DOS EDIFÍCIOS RESIDENCIAIS

Os preços dos edifícios residenciais, não incluídos no IHPC, desaceleraram na primeira metade de 2008, continuando a tendência de abrandamento observada desde a segunda metade de 2005. De acordo com as estimativas mais recentes, a taxa de crescimento homóloga dos preços dos edifícios residenciais para o conjunto da área do euro desceu para 2.7% na primeira metade de 2008, face a 3.9% na segunda metade de 2007 (ver Gráfico 27). Dados nacionais confirmam que a moderação gradual da inflação dos preços

**Gráfico 26 Remunerações por empregado, por sector**

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.  
Nota: Os dados referem-se à área do euro incluindo a Eslováquia.

**Gráfico 27 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 2008 referem-se à primeira metade do ano.

da habitação na área do euro foi relativamente generalizada na primeira metade de 2008, não obstante um certo grau de heterogeneidade entre os vários países. Os aumentos dos preços da habitação abrandaram de forma significativa na Bélgica, Espanha e França, em comparação com o período de 2006 a 2007. Os preços da habitação começaram a reduzir-se na Irlanda no segundo semestre de 2007 e em Malta no primeiro semestre de 2008. Contudo, em Itália, Países Baixos, Portugal e Áustria os aumentos dos preços da habitação no primeiro semestre de 2008 foram praticamente comparáveis aos observados em 2007. Na Alemanha, os dados mostraram aumentos reduzidos dos preços da habitação em 2008, após um período de desenvolvimentos moderados.

### EVOLUÇÃO DA PERCEÇÃO E DAS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO

A subida acentuada da inflação global durante a primeira metade de 2008 fez aumentar a relevância atribuída à percepção e às expectativas de inflação na avaliação da evolução futura da inflação. A medida da Comissão Europeia da percepção qualitativa da inflação por parte dos consumidores nos 12 meses anteriores continuou a aumentar, atingindo em meados de 2008 níveis bastante acima dos observados na sequência da transição para o euro fiduciário em Janeiro de 2002 (ver Gráfico 28).

No final do ano, estas percepções tinham diminuído ligeiramente. De igual forma, as expectativas de inflação dos consumidores para os 12 meses seguintes tenderam a aumentar (as expectativas apresentadas no inquérito deverão ser avaliadas por referência às percepções reportadas) nos primeiros meses de 2008 até ao Verão, antes de convergirem para níveis mais baixos no final do ano. No entanto, o inquérito da Comissão Europeia fornece uma medida das expectativas de curto prazo que está bastante em linha com a inflação observada. Não afere expectativas de longo prazo, que são mais importantes para a condução da política monetária. A informação divulgada por analistas profissionais indica

**Gráfico 28 Percepções qualitativas e expectativas de inflação dos consumidores da área do euro**

(saldos de respostas extremas; corrigidos de sazonalidade)



Fonte: Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores.

Nota: Os dados referem-se à área do euro incluindo a Eslováquia.

que as expectativas de inflação a longo prazo baseadas nos inquéritos (com uma antecedência de 5 anos) se mantiveram ancoradas em torno de 2.0%, embora tenha havido, em meados do ano, indicações de alguns movimentos ascendentes e de maiores riscos. Estes foram invertidos mais no final do ano, de acordo com dados de inquéritos da Consensus Economics, do Barómetro da Zona Euro e do Inquérito aos Analistas Profissionais do BCE. As taxas de inflação implícitas extraídas de obrigações e *swaps* indexados à inflação na área do euro (utilizando a taxa de inflação implícita a 1 ano nos contratos a prazo, com uma antecedência de 4 anos) aumentaram gradualmente para um valor superior a 2.5% em meados de 2008, antes de diminuírem no Outono, caindo para cerca de 1.8% no final do ano. Contudo, estas medidas baseadas no mercado (em particular, medidas baseadas em obrigações) foram distorcidas na altura por oscilações súbitas nas preferências dos investidores e alterações na composição de carteiras. No geral, em meados de 2008, uma série de indicadores baseados em inquéritos e no mercado apontaram para um risco evidente de as expectativas de inflação deixarem de estar ancoradas, o que exigiu um sinal claro mas equilibrado por parte do BCE e, até ao final do ano, as expectativas de inflação tinham caído para níveis mais satisfatórios.

## 2.4 EVOLUÇÃO DO PRODUTO, DA PROCURA E DO MERCADO DE TRABALHO

### ABRANDAMENTO ACENTUADO DA ACTIVIDADE ECONÓMICA

O crescimento real do PIB na área do euro abrandou para 0.8% em 2008, após taxas de crescimento fortes de 2.7% em 2007 e 3.0% em 2006 (ver Quadro 3). Embora o início do ano tenha sido relativamente resistente, registrou-se uma rápida deterioração da actividade a partir de meados do ano, face ao enfraquecimento da procura interna e a um pronunciado abrandamento da economia mundial. O ano terminou com uma contracção acentuada da actividade no contexto de uma nova turbulência financeira e um abrandamento da actividade e procura globais praticamente sem precedentes.

As taxas de crescimento trimestral foram afectadas por determinados factores técnicos.

A forte taxa de crescimento do PIB de 0.7% no primeiro trimestre reflectiu, em parte, um Inverno invulgarmente ameno em muitas regiões da Europa, que impulsionou a construção e, conseqüentemente, o investimento, bem como um contributo positivo das existências para o crescimento no início do ano. O desaparecimento destes factores contribuiu para a contracção do PIB de 0.2% em termos trimestrais em cadeia no segundo trimestre de 2008. Não obstante estes factores técnicos, a primeira metade de 2008, no seu conjunto, apontou para a continuação do abrandamento moderado da actividade observado no decurso de 2007, com o crescimento tendencial trimestral do PIB a descer de ½% para ¼%. Apenas metade do crescimento trimestral em cadeia no primeiro semestre do ano resultou da procura interna, num contexto de consumo particularmente moderado e do enfraquecimento do investimento residencial, tendo a outra metade decorrido de exportações líquidas.

**Quadro 3 Composição do crescimento do PIB real**

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

	Taxas homólogas <sup>1)</sup>								Taxas trimestrais <sup>2)</sup>				
	2006	2007	2008	2007	2008	2008	2008	2008	2007	2008	2008	2008	2008
				T4	T1	T2	T3	T4	T4	T1	T2	T3	T4
Produto interno bruto real	3.0	2.7	0.8	2.2	2.1	1.5	0.7	-1.2	0.3	0.7	-0.2	-0.2	-1.5
<i>do qual:</i>													
Procura interna <sup>3)</sup>	2.9	2.4	.	2.1	1.7	1.1	0.8	.	0.1	0.6	-0.3	0.4	.
Consumo privado	2.1	1.7	.	1.3	1.3	0.4	0.1	.	0.2	0.0	-0.2	0.1	.
Consumo público	1.9	2.2	.	2.0	1.4	2.0	2.2	.	0.3	0.3	0.8	0.7	.
Formação bruta de capital fixo	5.8	4.2	.	3.2	3.7	2.6	0.9	.	1.0	1.4	-0.9	-0.6	.
Variação de existências <sup>4)</sup>	0.0	0.0	.	0.2	-0.1	-0.2	0.1	.	-0.3	0.2	-0.2	0.4	.
Exportações líquidas <sup>5)</sup>	0.2	0.3	.	0.1	0.4	0.4	-0.1	.	0.3	0.1	0.1	-0.6	.
Exportações <sup>5)</sup>	8.6	6.0	.	4.0	5.3	3.9	2.0	.	0.5	1.7	-0.1	0.0	.
Importações <sup>5)</sup>	8.4	5.4	.	3.9	4.4	3.1	2.2	.	-0.2	1.6	-0.5	1.4	.
Valor acrescentado bruto real													
<i>do qual:</i>													
Indústria excluindo construção	3.9	3.6	.	3.3	2.7	1.3	-1.1	.	0.5	0.2	-0.6	-1.3	.
Construção	3.0	3.2	.	1.7	2.8	1.6	0.4	.	0.9	2.6	-1.8	-1.2	.
Serviços relacionados exclusivamente com o mercado <sup>6)</sup>	3.6	3.2	.	2.7	2.6	1.9	1.2	.	0.4	0.6	0.2	0.0	.

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os valores apresentados são corrigidos de sazonalidade e parcialmente corrigidos de dias úteis, dado que nem todos os países da área do euro apresentam séries trimestrais relativas às contas nacionais corrigidas do número de dias úteis. Os dados referem-se à área do euro incluindo a Eslováquia.

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.

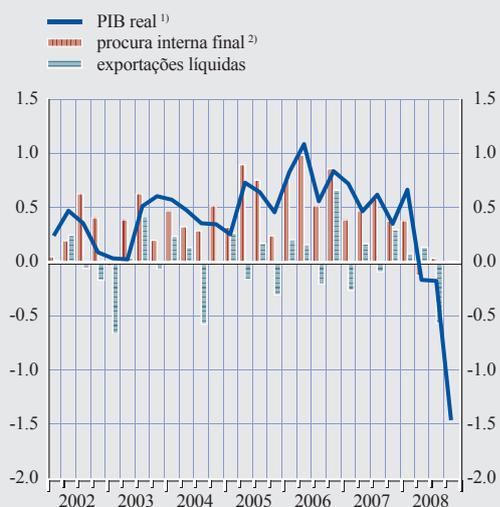
4) Incluindo aquisições líquidas de cessões de objectos de valor.

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 completamente 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 e reparações, hotéis e restaurantes, transportes e comunicações, intermediação financeira, imobiliário, alugueres e serviços empresariais.

### Gráfico 29 Contributos para o crescimento trimestral do PIB real

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



Contudo, a procura externa começou a apresentar sinais significativos de contracção durante o Verão, ao surgirem novas fragilidades na economia norte-americana e ao desacelerar a actividade nos mercados emergentes – anteriormente considerados protegidos dos efeitos do abrandamento mundial (ver Gráfico 29).

A partir de Setembro de 2008, a súbita e extraordinária intensificação e generalização da turbulência financeira e as incertezas acrescidas daí decorrentes conduziram a uma contracção acelerada do PIB da área do euro (-1.5% em termos trimestrais em cadeia). As empresas começaram a reagir activamente à rápida redução das carteiras de encomendas, adiando planos de expansão e diminuindo existências face a custos acrescidos e condições mais restritivas do acesso ao financiamento, enquanto as famílias aumentaram as poupanças em resposta ao aumento da incerteza relativamente às perspectivas de emprego de curto prazo e a efeitos riqueza negativos.

### O ABRANDAMENTO DO CRESCIMENTO DO PIB FOI GENERALIZADO

Em 2008, o enfraquecimento da procura foi generalizado nas componentes do PIB. A procura externa abrandou com a desaceleração da actividade nas economias avançadas, tendo os mercados emergentes sido cada vez mais afectados pela turbulência financeira. A procura interna também registou uma considerável moderação. Na primeira metade do ano, o aumento dos preços das matérias-primas afectou fortemente o rendimento real das famílias, enquanto o arrefecimento dos mercados da habitação conduziu a uma rápida descida do investimento residencial. O desvanecimento das pressões sobre a capacidade produtiva, novas incertezas e condições de financiamento mais restritivas resultaram em cortes no investimento empresarial.

Confrontada com a moderação do crescimento do rendimento real, a queda da riqueza financeira, a maior restritividade das condições de concessão de empréstimos e a deterioração das perspectivas para o mercado de trabalho, a despesa das famílias registou uma moderação considerável ao longo do ano, tendo o consumo privado crescido cerca de 0.6% no conjunto de 2008. Tal deveu-se, na íntegra, ao efeito de repercussão de 2007 sobre a taxa de crescimento anual, visto que, em 2008, o consumo apenas aumentou num trimestre – em comparação com 1.7% em 2007. Embora o crescimento do rendimento nominal das famílias tenha sido razoavelmente robusto durante a maior parte do ano, graças ao sólido crescimento das remunerações dos empregados (em resultado da aceleração das remunerações por empregado e da continuação da resistência do emprego), o rendimento disponível real das famílias sofreu uma pressão descendente significativa causada pela aceleração da inflação medida pelo IHPC. Grandes aumentos dos preços das matérias-primas aumentaram o custo do cabaz de consumo típico das famílias, e o crescimento homólogo do rendimento disponível real das famílias caiu para os níveis mais baixos registados desde 2003 (para cerca de 0.7%, em média, nos primeiros três trimestres de 2008). As

famílias reagiram cautelosamente, optando pela contenção de despesas ao invés do alisamento do consumo e da redução da poupança.

Embora o ciclo recente se tenha caracterizado, em geral, por uma relativa moderação da despesa das famílias, a actual turbulência financeira deverá ter sido um factor adicional subjacente à relutância das famílias em gastar. Grandes perdas na riqueza financeira devido a quedas nos mercados accionistas levaram as famílias a reduzir as despesas e reforçar as poupanças por motivos de precaução, quer por considerarem algumas das perdas como permanentes, quer pelo aumento da incerteza acerca das perspectivas económicas. A deterioração das perspectivas para o mercado de trabalho também contribuiu para uma quebra no sentimento dos consumidores. Nos primeiros meses de 2008, os indicadores de confiança dos consumidores, que tinham atingido um pico em meados de 2007, desceram para os seus níveis médios de longo prazo, apresentando novamente uma marcada

deterioração e alcançando níveis muito baixos no final do ano (ver Gráfico 30).

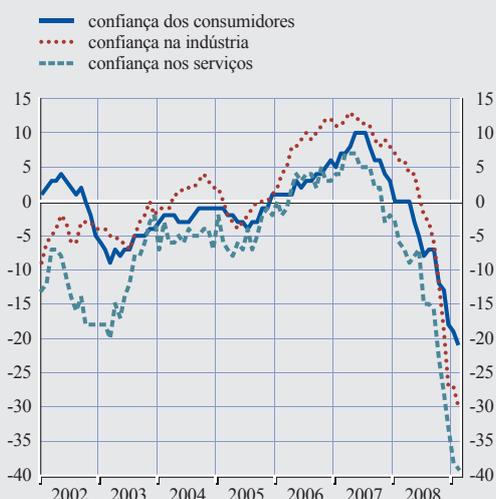
O crescimento do investimento total desceu acentuadamente para cerca de 0.6% em 2008, após dois anos de crescimento elevado (5.8% em 2006 e 4.2% em 2007), com contracções em termos trimestrais em cadeia nos últimos três trimestres contrabalançando os efeitos de repercussão positivos de 2007, bem como um primeiro trimestre forte, que beneficiou de condições meteorológicas invulgarmente favoráveis (tendo as últimas contribuído mecanicamente para a queda dos valores no segundo trimestre). Esta desaceleração foi mais marcada para o investimento residencial do que para outro investimento privado.

De facto, o investimento na habitação apresentou uma contracção em 2008, no seguimento do fim da fase expansionista do ciclo de construção residencial em 2007, no contexto de um abrandamento do crescimento dos preços da habitação. Em geral, a desaceleração foi mais pronunciada em países que tinham registado um crescimento muito rápido nos anos anteriores. O inquérito do Eurosistema aos bancos sobre o mercado de crédito indicou igualmente uma queda considerável da procura de empréstimos para aquisição de habitação desde o início da turbulência financeira, no Verão de 2007, reflectindo o abrandamento do mercado da habitação. Simultaneamente, registou-se uma muito maior restritividade das condições de crédito.

O investimento empresarial, que tinha crescido a um ritmo vigoroso em 2007, reflectindo uma forte rendibilidade e taxas de utilização da capacidade produtiva elevadas, também abrandou acentuadamente em 2008, registando uma contracção na segunda metade do ano, após uma primeira metade dinâmica. Esta inversão do investimento empresarial resultou, em diferentes graus, de uma procura mais fraca e do subsequente desvanecimento das pressões sobre a capacidade produtiva, de uma diminuição da rendibilidade decorrente da transmissão incompleta do choque dos preços das matérias-

**Gráfico 30 Indicadores de confiança**

(saldos de respostas extremas; corrigidos de sazonalidade)



Fonte: Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores.

Nota: Os dados apresentados são calculados como desvios da média ao longo do período desde Janeiro de 1985 para a confiança dos consumidores e a confiança na indústria e desde Abril de 1995 para a confiança nos serviços.

-primas na primeira metade do ano e do aumento dos custos unitários do trabalho no decurso do ano, e de uma maior restritividade dos critérios de concessão de empréstimos.

A maior restritividade das condições de financiamento, que se verificava desde o início da turbulência financeira, acelerou abruptamente em Setembro de 2008, levando a um aumento considerável do custo do financiamento baseado no mercado, bem como do custo real global do financiamento (medida agregada que combina o custo da dívida de mercado, dos títulos de participação e do financiamento baseado nos bancos). Contudo, permaneceu baixa a percentagem de empresas que mencionaram o financiamento como factor limitativo da produção em 2008. Tal deveu-se, em larga medida, ao facto de o impacto de critérios mais restritivos na concessão de empréstimos tender a surgir com um desfasamento, dado que as empresas podem recorrer a linhas de crédito anteriormente acordadas, e de os fundos gerados internamente terem permanecido num nível elevado. Além disso, a percentagem de empresas industriais que identificaram a falta de equipamento ou de espaço como factor limitativo da produção diminuiu acentuadamente desde o pico registado no terceiro trimestre de 2007, enquanto a taxa de utilização da capacidade industrial regressou à sua média de longo prazo em Outubro de 2008. As empresas enfrentaram igualmente o aumento da incerteza acerca das perspectivas económicas, como evidenciado pela excepcional volatilidade dos mercados financeiros, em particular nos últimos meses de 2008, bem como pela dispersão invulgarmente ampla das previsões relativas ao PIB no Inquérito aos Analistas Profissionais do BCE para o quarto trimestre de 2008.

Em 2008, o crescimento das exportações da área do euro abrandou acentuadamente, para uma taxa anual de cerca de 1.8%, face a 6.0% em 2007, tornando-se negativa no decurso dos três últimos trimestres do ano. A conjuntura externa deteriorou-se significativamente em 2008, agravada pela crise financeira, com o crescimento a abrandar nas economias

avanzadas e os mercados emergentes a serem cada vez mais afectados. Nos últimos meses do ano, diversos índices de inquéritos das encomendas de exportações ou carteiras de encomendas da indústria desceram para níveis historicamente baixos. As importações da área do euro abrandaram igualmente em 2008, reflectindo a redução da procura interna. O comércio líquido teve um impacto neutro sobre o crescimento em 2008, após dois anos de contributos positivos, com os valores fortemente negativos da segunda metade do ano a contrabalançar os valores positivos registados na primeira metade, bem como os efeitos de repercussão de 2007.

Numa perspectiva sectorial, o abrandamento da actividade foi generalizado, embora mais acentuado no sector industrial, o qual tende a evidenciar uma maior sensibilidade aos ciclos económicos. A actividade na indústria transformadora caiu abruptamente na segunda metade do ano, em particular no que concerne aos bens de investimento, os quais foram prejudicados por uma procura externa mais fraca, uma rápida redução dos anteriores atrasos nas encomendas, bem como por acentuadas quedas na actividade da indústria automóvel. A construção permaneceu muito fraca, apesar de um impulso temporário no primeiro trimestre devido a condições meteorológicas favoráveis, com uma deterioração constante no sector residencial, que foi particularmente severa em alguns países. Embora mais resistente, o sector dos serviços registou o ritmo de crescimento mais lento desde 2004, no contexto de um fraco consumo privado e do abrandamento da actividade comercial.

#### **DESCIDA NO MERCADO DE TRABALHO**

Em 2008, as condições do mercado de trabalho da área do euro deterioraram-se, após dois anos de melhorias substanciais.

Nos últimos anos, os mercados de trabalho da área do euro registaram um comportamento muito positivo, com fortes aumentos do emprego, crescentes taxas de participação e taxas de desemprego baixas, tendo estas últimas,

#### Quadro 4 Evolução do mercado de trabalho

(variações em percentagem face ao período anterior; percentagens)

	2005	2006	2007	2006			2007			2008			
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
População activa	1.0	1.0	0.9	0.3	-0.0	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.1
Emprego	1.0	1.6	1.8	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.3	0.4	0.2	-0.0
Agricultura <sup>1)</sup>	-0.7	-1.9	-1.2	0.8	-1.3	-0.3	0.4	-0.5	-1.0	-0.4	0.5	-1.2	-0.8
Indústria <sup>2)</sup>	-0.0	0.6	1.4	0.2	0.3	0.5	0.6	0.3	0.0	0.1	0.2	-0.3	-0.7
- excluindo construção	-1.1	-0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.3	0.1	-0.3
- construção	2.7	2.7	3.9	0.5	0.8	1.5	1.8	0.6	-0.1	0.0	0.0	-1.2	-1.5
Serviços <sup>3)</sup>	1.4	2.2	2.1	0.7	0.3	0.4	0.5	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4	0.2
<b>Taxas de desemprego<sup>4)</sup></b>													
Total	9.0	8.4	7.5	8.5	8.2	8.0	7.7	7.5	7.4	7.3	7.3	7.4	7.6
Idade < a 25	17.5	16.3	14.9	16.5	15.9	15.9	15.2	14.8	14.8	14.7	14.6	15.1	15.5
Idade ≥ a 25	7.9	7.4	6.6	7.5	7.2	7.0	6.8	6.6	6.5	6.4	6.4	6.5	6.6

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: Os dados referem-se à área do euro incluindo a Eslováquia.

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.

no início de 2008, atingido os níveis mais baixos observados desde a década de 80 (7.3%). Consequentemente, os mercados de trabalho apresentaram-se particularmente restritivos no final de 2007 e as pressões salariais começaram a aumentar. No entanto, estas tendências inverteram-se no decurso de 2008, com o emprego a registar uma contracção na segunda metade do ano e a taxa de desemprego a aumentar a partir do segundo trimestre, tendo acelerado no final do ano (ver Caixa 5 para mais pormenores). Numa perspectiva sectorial, o emprego no sector da construção apresentou uma contracção a uma taxa homóloga de 2.7% no terceiro trimestre de 2008, após ter crescido a uma taxa muito forte de 3.9% em 2007 (ver Quadro 4). O emprego na indústria excluindo a construção aumentou na primeira metade do ano, seguindo um padrão invulgar que teve início em 2007 após anos de perdas de postos de trabalho, mas regressou à sua tendência histórica descendente na segunda metade do ano. O crescimento do emprego no sector dos serviços foi relativamente resistente, registando uma taxa de variação trimestral, em cadeia anualizada de 1.6% na primeira metade do ano.

Ao longo de 2008, o aumento médio mensal do número de desempregados situou-se em cerca de 170 000. A taxa de desemprego situou-se em 8.1% em Dezembro de 2008 (ver Gráfico 31).

#### Gráfico 31 Desemprego

(dados mensais; corrigidos de sazonalidade)



Fonte: Eurostat.

1) As variações homólogas não são corrigidas de sazonalidade.

### A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE TRABALHO NA ÁREA DO EURO EM 2008

Após três anos de crescimento dinâmico do emprego e uma descida rápida do desemprego, os mercados de trabalho da área do euro registaram um claro abrandamento em 2008. O desemprego começou a subir no segundo trimestre do ano, alcançando 8.1% no final de 2008, enquanto a taxa de crescimento homóloga do emprego abrandou para 0.8% no terceiro trimestre, mais de 1 ponto percentual abaixo da taxa média do ano anterior. A presente caixa analisa os factores subjacentes ao abrandamento da evolução do mercado de trabalho da área do euro.

Em geral, a evolução das variáveis do mercado de trabalho tende a ocorrer com um desfaseamento em relação à actividade económica. O Gráfico A mostra o claro desfaseamento do crescimento do emprego relativamente ao crescimento económico. Quando ocorre uma queda da procura, as empresas não sabem se a mesma é temporária ou provavelmente mais persistente. Consequentemente, tendem a reagir mantendo a produção e os níveis de emprego, o que conduz à acumulação de existências de bens por vender. Se a queda da procura se tornar mais persistente ao longo do tempo, é necessário às empresas limitar a acumulação excessiva de existências e começar a reduzir a produção, embora ainda mantendo, em geral, os níveis de

**Gráfico A Crescimento do PIB real e do emprego total da área do euro**

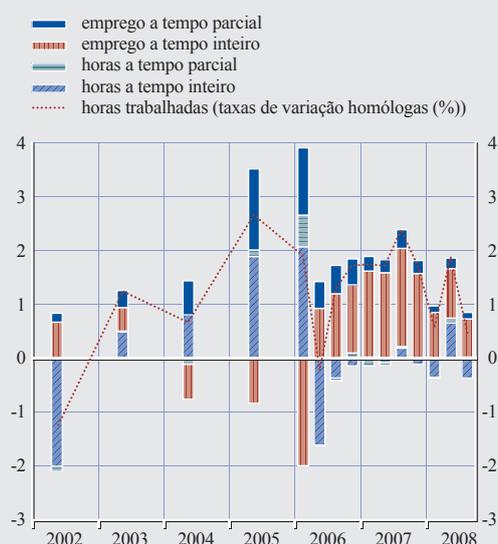
(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Eurostat.

**Gráfico B Desagregação do crescimento das horas trabalhadas**

(em pontos percentuais, salvo indicação em contrário)



Fonte: Eurostat.

emprego. Quando existe incerteza por parte dos empregadores relativamente à magnitude ou duração prováveis de um abrandamento, é possível que ajustem o factor trabalho variando as horas trabalhadas em vez de o número de pessoas empregadas. São claras as razões subjacentes a esta decisão: dados os custos significativos de contratação, formação de pessoal e despedimento, os empregadores mostram-se relutantes em simplesmente “abater” o seu investimento em pessoal até estarem convictos de que é provável que o abrandamento nos mercados do produto persista. Consequentemente, as empresas preferem manter os níveis de emprego e cortar a produção através da redução da utilização da capacidade produtiva (por exemplo, uma diminuição das horas trabalhadas ou uma descida do produto por trabalhador). Embora não seja imediatamente visível a partir de dados trimestrais recentes (devida ao efeito de distorção criado pela calendarização antecipada da Páscoa em 2008), parece ter ocorrido algum abrandamento da taxa de crescimento das horas trabalhadas no decurso de 2008 (ver Gráfico B). A média de horas trabalhadas na primeira metade de 2007 e na de 2008 evidencia uma acentuada descida da taxa de crescimento do total de horas trabalhadas (de cerca de 1.7% numa base anualizada, na primeira metade de 2007, para um pouco mais de 1.2% na primeira metade de 2008; ver a linha pontuada). Além disso, as horas trabalhadas, e não o nível de emprego, parecem ter desempenhado um papel cada vez mais importante na determinação da evolução do crescimento do total de horas trabalhadas em 2008, em comparação com os anos anteriores.

Apenas quando se prevê que a queda da procura e os necessários cortes na produção sejam persistentes e consideráveis se observa uma redução significativa dos níveis de emprego, uma vez que as empresas procuram reduzir os custos do trabalho. É provável que uma deterioração acentuada da procura de trabalho atinja, em primeiro lugar, os trabalhadores com condições de trabalho mais flexíveis, tais como os trabalhadores temporários, cujo despedimento é menos dispendioso. Existe actualmente evidência empírica considerável de que a evolução do emprego temporário e do emprego permanente apresentam padrões diferentes em períodos de

**Gráfico C Desagregação do crescimento do emprego por tipo de contrato**

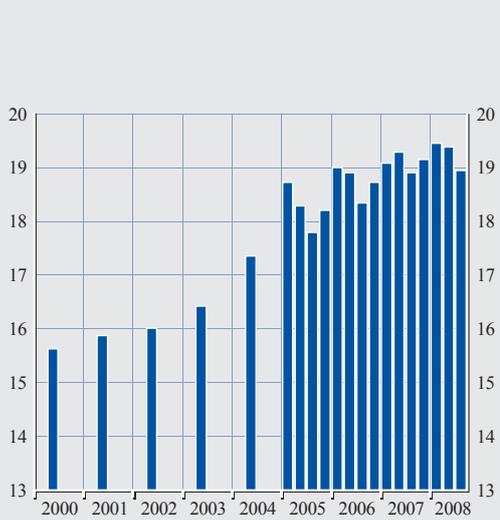
(em pontos percentuais, salvo indicação em contrário)



Fonte: Eurostat.

**Gráfico D Emprego a tempo parcial na área do euro**

(em percentagem do emprego total)



Fonte: Eurostat.

enfraquecimento da actividade e abrandamento económico<sup>1</sup>. Como é frequentemente o caso nas fases iniciais de um abrandamento económico, o crescimento do emprego temporário em 2008 diminuiu mais rapidamente do que o crescimento do emprego permanente (ver Gráfico C).

É igualmente provável um aumento do emprego a tempo parcial durante um abrandamento, por diversas razões. Primeiro, o enfraquecimento da actividade económica pode dar origem a mudanças na estrutura da economia, incluindo uma transferência para os sectores que tipicamente dependem mais de empregos a tempo parcial. Segundo, os empregadores podem modificar as horas trabalhadas em linha com as alterações na procura do produto, transformando posições anteriormente equivalentes a tempo inteiro em empregos a tempo parcial<sup>2</sup>. Terceiro, trabalhadores que preferam trabalhar a tempo inteiro podem ver-se forçados a considerar o emprego a tempo parcial, dado não encontrarem uma posição a tempo inteiro. Finalmente, podem entrar novos trabalhadores no mercado de trabalho, à medida que membros dos agregados aceitem empregos a tempo parcial de forma a compensar o desemprego ou subemprego do trabalhador principal do agregado<sup>3</sup>. No entanto, nem sempre é fácil identificar estes efeitos cíclicos nos dados, uma vez que o crescimento do emprego a tempo parcial tem prosseguido uma clara tendência ascendente de longo prazo na área do euro, devido, em grande parte, a reformas dos mercados de trabalho com o objectivo de aumentar a participação da população activa (ver Gráfico D).

Entretanto, a oferta potencial de trabalho deverá crescer menos rapidamente, em resultado de um abrandamento económico. É do conhecimento comum que alguns trabalhadores se sentem desencorajados a procurar trabalho ao verem a redução no número de empregos disponíveis. Em resultado da natureza do actual abrandamento, alguns trabalhadores poderão ser deslocados dos sectores mais afectados pelo abrandamento (por exemplo, os serviços financeiros, os sectores do imobiliário e construção, bem como a indústria automóvel), podendo o consequente desajustamento resultar num abrandamento da oferta de trabalho – uma vez que as pessoas levam tempo a adquirirem nova formação e a serem recolocadas. Em termos prospectivos, os abrandamentos cíclicos podem ter um efeito negativo de longo prazo sobre o crescimento da oferta de trabalho através da atrofia de competências. Este problema torna-se particularmente acentuado se os indivíduos se mantiverem desempregados por um longo período de tempo: quanto maior for a duração do desemprego, mais se afastam do mercado do trabalho. É provável que o desemprego de longa duração aumente à medida que se torna cada vez mais difícil para estas pessoas encontrarem emprego.

Nestas circunstâncias, é necessário que as medidas no mercado de trabalho evitem uma deterioração estrutural dos níveis do desemprego, bem como uma redução de longo prazo da participação da população activa. Estas medidas devem incluir políticas de apoio à flexibilidade dos salários e de estímulo à moderação salarial, em particular através da abolição ou revisão dos sistemas de indexação salarial. As referidas políticas iriam reduzir as pressões dos custos sobre as empresas, melhorar a competitividade e apoiar o emprego. As reformas visando o reforço da eficácia e da eficiência de políticas activas no mercado de trabalho auxiliariam os desempregados a adquirir (nova) formação e encontrar um novo emprego. Relativamente às pessoas empregadas,

1 Ver, por exemplo, S. Bentolila e G. Saint-Paul, “The macroeconomic impact of flexible labor contracts, with an application to Spain”, *European Economic Review*, Vol. 36, 1992, pp. 1013-1047; B. Holmlund e D. Storrie, “Temporary work in turbulent times: the Swedish experience”, *Economic Journal*, Vol. 112, Junho de 2002, pp. F245-F269.

2 O Inquérito às Forças de Trabalho do Eurostat distingue principalmente entre o emprego a tempo inteiro e o emprego a tempo parcial com base na avaliação por parte dos inquiridos.

3 Ver, por exemplo, H. Buddelmeyer et al., *Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis*, Documento de Trabalho do BCE n.º 872, Fevereiro de 2008.

as políticas que permitem maior flexibilidade no ajustamento do horário de trabalho poderiam dar às empresas uma margem para reduzir as horas de trabalho sem perder capital humano através de suspensões (*lay offs*). Devem ser implementadas reformas nos mercados de trabalho, a fim de melhorar a resiliência da economia da área do euro à crise e criar uma conjuntura favorável à recuperação, bem como ao crescimento económico de longo prazo e à criação de emprego.

O crescimento da produtividade do trabalho, medido como o PIB dividido pelo emprego total, abrandou, em média, para praticamente zero em 2008 (com quedas durante a segunda metade do ano), face a 1% em 2007. Esta desaceleração acentuada do crescimento da produtividade do trabalho deveu-se sobretudo ao ciclo económico. A contratação e despedimento de pessoal são dispendiosos para as empresas, em particular no que se refere aos empregados com contratos permanentes, uma vez que os últimos envolvem frequentemente perdas significativas de valioso capital humano. Assim, as empresas podem inicialmente reter os empregados no início do abrandamento, caso esperem que o mesmo seja ligeiro ou de duração relativamente curta, ou caso desejem esperar para avaliar a sua magnitude.

## 2.5 EVOLUÇÃO ORÇAMENTAL

### INVERSÃO DAS POSIÇÕES ORÇAMENTAIS EM 2008

Os resultados orçamentais relativamente favoráveis alcançados nos últimos anos inverteram-se parcialmente em 2008 com o desenrolar da crise financeira e a rápida deterioração da conjuntura macroeconómica. De acordo com as previsões intercalares de Janeiro de 2009 da Comissão Europeia, o saldo médio das administrações públicas na área do euro deteriorou-se de -0.6% do PIB em 2007 para -1.7% em 2008 (ver Quadro 5). O aumento do défice resulta de uma diminuição das receitas, também devido a cortes nos impostos, e de uma despesa primária mais elevada, num contexto de abrandamento da actividade económica. O impacto das intervenções governamentais destinadas a estabilizar o sistema financeiro no défice de 2008 foi insignificante.

Na Irlanda, Grécia, Espanha, França e Malta, o défice público excedeu o valor de referência de 3% do PIB em 2008, enquanto, em 2007, só a Grécia apresentou um défice superior a 3% do PIB. O défice da Grécia em 2007 foi revisto em alta, para 3.5% do PIB, na validação da notificação do Outono de 2008 por parte do Eurostat, o que compara com 2.8% na notificação da Primavera de 2008. A revisão resultou da correcção do registo de fundos da UE e da melhoria da cobertura dos fundos extra-orçamentais e fundos da administração local e da segurança social. Comparando os valores de 2008 com os objectivos definidos nos programas de estabilidade actualizados apresentados no final de 2007 e no início de 2008, o saldo médio da área do euro ficou aquém do esperado em 0.8 pontos percentuais do PIB.

Em resultado da deterioração económica e orçamental e das intervenções governamentais no sentido de estabilizar o sistema financeiro, o rácio médio da dívida pública na área do euro aumentou de 66.1% do PIB em 2007 para 68.7% do PIB em 2008. O aumento da dívida pode revelar-se ainda mais significativo, dependendo da classificação estatística das operações de resgate financeiro pelo Eurostat, que ainda não foi concluída (ver Caixa 7). Em particular, a dívida pública aumentou significativamente nos países que realizaram intervenções consideráveis nas instituições financeiras ou que se defrontaram com um acentuado abrandamento macroeconómico. A taxa de crescimento homóloga dos títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas da área do euro em 2008 registou um aumento notório em comparação com 2007, enquanto os diferenciais das obrigações soberanas face à Alemanha se alargaram consideravelmente em alguns países (ver Caixa 6).

De acordo com as estimativas da Comissão Europeia, em 2008, o saldo orçamental estrutural médio (o saldo corrigido do ciclo excluindo medidas pontuais e outras medidas temporárias) na área do euro deteriorou-se em 0.7 pontos percentuais, situando-se em -2.3% do PIB. A deterioração dos saldos estruturais ascendeu a mais de metade da subida do défice público médio, o que sugere que as condições cíclicas tiveram (em média) um impacto mais limitado. Além disso, verificou-se um “efeito de composição” favorável. O crescimento de remunerações, salários e consumo privado (nominal) com uma elevada tributação

continuou a apoiar as receitas fiscais em alguns países, não obstante a deterioração global da situação económica. É de realçar, no entanto, que as estimativas dos saldos estruturais estão rodeadas de considerável incerteza na actual situação e, em particular, podem ser revistas numa fase posterior. Numa análise por país, entre os países da área do euro, apenas Chipre, Luxemburgo, Países Baixos e Finlândia atingiram, em 2008, o seu objectivo orçamental de médio prazo, ao passo que a Espanha e a Eslovénia se distanciaram do respectivo objectivo.

#### Quadro 5 Posições orçamentais na área do euro e nos países da área do euro

(em percentagem do PIB)

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

	2006	2007	2008
Bélgica	0.3	-0.3	-0.9
Alemanha	-1.5	-0.2	-0.1
Irlanda	3.0	0.2	-6.3
Grécia	-2.8	-3.5	-3.4
Espanha	2.0	2.2	-3.4
França	-2.4	-2.7	-3.2
Itália	-3.4	-1.6	-2.8
Chipre	-1.2	3.4	1.0
Luxemburgo	1.3	3.2	3.0
Malta	-2.3	-1.8	-3.5
Países Baixos	0.6	0.3	1.1
Áustria	-1.5	-0.4	-0.6
Portugal	-3.9	-2.6	-2.2
Eslováquia	-3.5	-1.9	-2.2
Eslovénia	-1.2	0.5	-0.9
Finlândia	4.1	5.3	4.5
Área do euro	-1.3	-0.6	-1.7

##### Dívida bruta das administrações públicas

	2006	2007	2008
Bélgica	87.8	83.9	88.3
Alemanha	67.6	65.1	65.6
Irlanda	24.7	24.8	40.8
Grécia	95.9	94.8	94.0
Espanha	39.6	36.2	39.8
França	63.6	63.9	67.1
Itália	106.9	104.1	105.7
Chipre	64.6	59.4	48.1
Luxemburgo	6.6	7.0	14.4
Malta	63.8	61.9	63.3
Países Baixos	47.4	45.7	57.3
Áustria	62.0	59.5	59.4
Portugal	64.7	63.6	64.6
Eslováquia	30.4	29.4	28.6
Eslovénia	26.7	23.4	22.1
Finlândia	39.2	35.1	32.8
Área do euro	68.3	66.1	68.7

Fonte: Comissão Europeia.

Notas: Os dados têm por base as definições do SEC 95. Nas previsões da Comissão, a média da área do euro inclui a Eslováquia, que aderiu à área do euro em 1 de Janeiro de 2009.

## Caixa 6

### EVOLUÇÃO DA EMISSÃO E DOS DIFERENCIAIS DAS TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA DA ÁREA DO EURO

A taxa de crescimento homóloga do saldo de títulos de dívida das administrações públicas da área do euro situava-se em 8.0% em 2008. Embora este valor seja significativamente mais elevado do que o de 2.8% registado em 2007 (ver Quadro A)<sup>1</sup>, é comparável aos valores registados em períodos de abrandamento do crescimento económico anteriores. Este crescimento da emissão líquida de dívida pública, em conjunto com o abrandamento acentuado do crescimento do PIB observado em 2008, reflectiu-se também na deterioração do rácio da dívida em relação ao PIB na área do euro, que aumentou de 66.1% em 2007 para 68.7% em 2008<sup>2</sup>.

Analisando a composição da emissão líquida em 2008, a actividade nos mercados primários de títulos de dívida pública de curto prazo da área do euro foi extraordinariamente forte. Tal reflecte, em parte, o aumento da inclinação da curva de rendimentos no decurso de 2008, que tornou o financiamento de curto prazo relativamente mais barato. Trata-se de uma característica comum a outros episódios de crescimento económico mais lento com taxas de juro de curto prazo em descida. Como resultado, a dívida a longo prazo representou cerca de 88.7% do saldo de títulos de dívida em 2008, o nível mais baixo desde o início da Terceira Fase da UEM (ver Quadro B).

O Gráfico A desagrega a variação nos pagamentos de juros em: i) um efeito decorrente da variação na dívida pública, ii) um efeito resultante da variação nas taxas de juro e iii) um efeito cruzado residual<sup>3</sup>. A despesa com juros aumentou aproximadamente 0.2 pontos percentuais do PIB em 2008. Tal reflectiu sobretudo o aumento do nível da dívida, tendo o impacto da descida das taxas de juro e os efeitos cruzados sido marginais.

1 As taxas de crescimento são calculadas com base em transacções financeiras e, portanto, excluem reclassificações, reavaliações, variações cambiais e quaisquer outras variações que não sejam devidas a transacções. Para mais pormenores, ver as notas técnicas relativas aos Quadros 4.3 e 4.4 da secção “Estatísticas da área do euro” do Boletim Mensal do BCE.

2 Em Janeiro de 2009, o potencial impacto directo do anunciado apoio estatal ao sector bancário sobre a dívida pública da área do euro estimava-se em €284.6 mil milhões (cerca de 3% do PIB da área do euro).

3 A variação nos pagamentos de juros em termos nominais,  $I$ , pode ser desagregada como se segue:

$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

$\left\{ \begin{array}{l} \text{efeito através} \\ \text{da variação} \\ \text{na dívida} \end{array} \right\} \left\{ \begin{array}{l} \text{efeito através} \\ \text{da variação na} \\ \text{taxa de juro} \end{array} \right\} \left\{ \begin{array}{l} \text{efeito} \\ \text{cruzado} \\ \text{(residual)} \end{array} \right\}$

em que  $B$  é a dívida pública nominal e  $i$  é a taxa de juro implícita média ( $I/B$ ).

### Quadro A Taxas de crescimento homólogas dos títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas da área do euro

(percentagens; fim de período)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total das administrações públicas	3.4	2.7	3.3	5.0	5.5	5.8	4.7	2.4	2.8	8.0
<i>Longo prazo</i>	5.6	3.6	2.8	3.9	4.8	6.2	5.5	3.4	2.3	3.6
Taxa fixa		5.2	5.6	4.6	5.7	6.4	5.4	3.4	2.0	3.6
Taxa variável		-2.5	-13.4	-4.5	-1.6	7.0	8.3	3.0	5.4	3.5
<i>Curto prazo</i>	-16.5	-7.1	8.7	18.5	13.6	2.1	-4.0	-8.8	9.5	62.6

Fonte: BCE.

### Quadro B Estrutura do saldo de títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas da área do euro

(percentagens do total de títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas; fim de período)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Administração central	96.9	96.7	96.3	95.5	94.7	94.3	93.8	93.4	93.2	93.5
<i>Títulos de longo prazo</i>	89.3	89.8	89.0	87.3	85.9	85.8	86.0	86.5	86.1	82.7
<i>Títulos de curto prazo</i>	7.6	6.9	7.2	8.2	8.9	8.5	7.8	6.8	7.1	10.8
Outros subsectores das administrações públicas	3.1	3.3	3.7	4.5	5.3	5.7	6.2	6.6	6.8	6.5
<i>Títulos de longo prazo</i>	3.0	3.2	3.6	4.4	5.2	5.6	6.0	6.4	6.4	6.0
<i>Títulos de curto prazo</i>	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5
Total das administrações públicas										
<i>Longo prazo</i>	92.3	93.0	92.6	91.7	91.0	91.4	92.1	92.9	92.5	88.7
Taxa fixa	79.2	81.1	82.5	82.1	82.2	82.7	83.2	84.0	83.3	79.9
Taxa variável	10.6	10.0	8.8	8.1	7.5	7.6	7.9	8.0	8.2	7.8
<i>Curto prazo</i>	7.7	7.0	7.4	8.3	9.0	8.6	7.9	7.1	7.5	11.3
Total das administrações públicas em EUR mil milhões	3 453.4	3 549.1	3 775.5	3 949.4	4 151.7	4 386.7	4 604.8	4 706.6	4 836.7	5 239.6

Fonte: BCE.

Após a evolução desencadeada pelo início da turbulência financeira em Agosto de 2007, os diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a longo prazo da área do euro e as das obrigações alemãs aumentaram significativamente em 2008, em especial no segundo semestre do ano. O Gráfico B ilustra esta evolução, apresentando os diferenciais de oito países da área do euro (Bélgica, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Países Baixos e Portugal) face à Alemanha. As diferenças entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública nos vários países da área do euro reflectem, em última instância, diferenças nos prémios de risco de crédito e de liquidez.

### Gráfico A Desagregação da variação nos pagamentos de juros para o período de 1999-2008

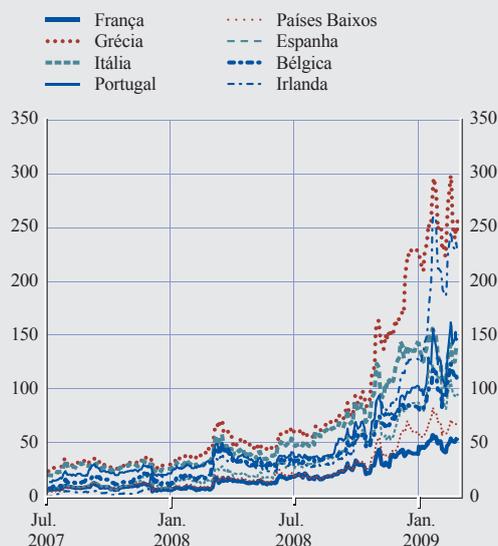
(em percentagem do PIB; dados anuais)



Fonte: Comissão Europeia (base de dados AMECO).

### Gráfico B Diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública face às obrigações de dívida pública alemãs

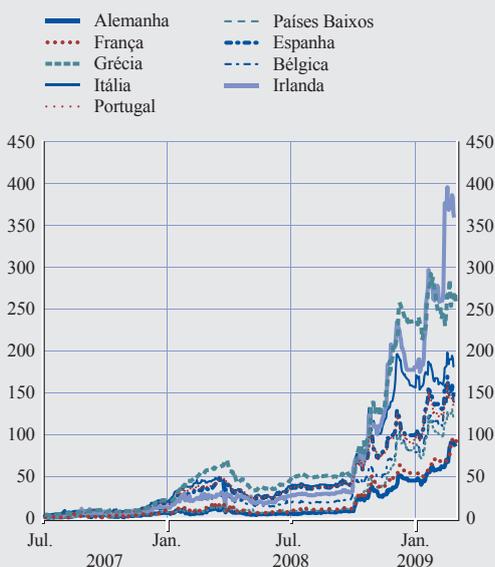
(dados diários; pontos base)



Fonte: Thomson Financial Datastream.  
Nota: Obrigações de dívida pública a 10 anos.

### Gráfico C Swaps de risco de incumprimento soberanos

(dados diários; pontos base)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

Nota: Swaps de risco de incumprimento de crédito com prazo de 5 anos.

os investidores no que se refere aos destinos das fugas para a qualidade. As obrigações alemãs são, geralmente, consideradas as mais líquidas das obrigações de dívida pública da área do euro, tendo, por conseguinte, atraído a maioria dos fluxos de fuga para a qualidade, o que explica, em parte, o alargamento dos diferenciais soberanos face à Alemanha, mesmo quando havia a percepção de que as perspectivas orçamentais de outros países eram idênticas – ou mesmo melhores<sup>5</sup>.

4 Os diferenciais de *swap* de risco de incumprimento de crédito soberanos têm a vantagem de não serem distorcidos por variações das obrigações de referência dos países em causa, de não serem afectados por qualquer desajustamento de prazos e de terem a tendência para serem mais sensíveis a variações no mercado.

5 Ver a caixa intitulada “Recent widening in euro area sovereign bond yield spreads”, na edição de Novembro de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

Em primeiro lugar, em resposta à intensificação da turbulência financeira no segundo semestre de 2008, na cimeira dos países da área do euro em Paris, a 12 de Outubro, foram anunciados planos coordenados de salvamento, incluindo garantias para a dívida dos bancos, injeções de capital em bancos e aquisições de activos de maior risco de bancos. O encargo orçamental esperado de tais medidas poderá ter aumentado a percepção da probabilidade de incumprimento em obrigações soberanas. Os prémios de risco de crédito subiram em todos os países da área do euro, se bem que em graus diferentes, como ilustrado no Gráfico C, que mostra os diferenciais de *swaps* de risco de incumprimento de crédito (*credit default swap – CDS*)<sup>4</sup>.

Em segundo lugar, durante a maior parte de 2008, as variações nas taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública da área do euro reflectiram também o comportamento de fuga para a qualidade por parte dos investidores. Este processo caracterizou-se igualmente por uma maior discriminação entre

### MEDIDAS DE RESPOSTA À CRISE FINANCEIRA E AO ABRANDAMENTO ECONÓMICO

Em Outubro de 2008, os países da área do euro e o Reino Unido concordaram em empreender uma acção coordenada, subsequentemente aprovada pelo Conselho Europeu, com vista à estabilização do sector financeiro, incluindo a recapitalização das instituições financeiras e a garantia de empréstimos e depósitos. É difícil avaliar os efeitos dessas intervenções

nas finanças públicas na área do euro (ver também Caixa 7). Em 1 de Janeiro de 2009, o potencial impacto directo do anunciado apoio governamental ao sector bancário sobre a dívida das administrações públicas da área do euro estimava-se em €284.6 mil milhões (cerca de 3% do PIB da área do euro) e em aproximadamente 19% sobre os passivos contingentes das administrações públicas. Segundo as estimativas, o impacto dessas intervenções no défice das

administrações públicas na área do euro em 2008 foi irrelevante.

Em resposta ao grave abrandamento económico, o Conselho Europeu aprovou, na sua reunião de 11 e 12 de Dezembro de 2008, um Plano de Relançamento da Economia Europeia. De acordo com este plano, os Estados-Membros da UE contribuirão com o montante de €170 mil milhões para um estímulo orçamental total de €200 mil milhões (1.5% do PIB da UE), sendo o valor restante proveniente do orçamento comunitário e do Banco Europeu de Investimento. Esse esforço coordenado dos Estados-Membros destina-se a apoiar a recuperação económica mediante o reforço da procura agregada e o aumento dos esforços no sentido da implementação das reformas estruturais previstas na estratégia de Lisboa. Dependendo das circunstâncias de cada país, as medidas podem assumir a forma de um aumento da despesa pública, de uma redução da carga fiscal ou das contribuições para a segurança social e de um apoio a determinadas categorias de empresas ou famílias. Paralelamente, o Conselho Europeu confirmou o seu total empenhamento na implementação do Pacto de Estabilidade e Crescimento e na sustentabilidade das finanças públicas. Solicitou-se aos Estados-Membros que retomassem os seus objectivos orçamentais de médio prazo o mais rapidamente possível.

Muitos países da área do euro adoptaram medidas orçamentais para estimular a procura agregada. No Outono de 2008, o governo alemão adoptou, um pacote de medidas, principalmente do lado da receita, equivalente a 1.3% do PIB em 2009 e 2010. No início de 2009, anunciou um segundo pacote de medidas adicionais de estímulo económico para os dois anos referidos, que corresponde a cerca de 2% do PIB. Em França, foram anunciadas, no final de 2008, medidas para o período de 2009 a 2011 que totalizam aproximadamente 1.5% do PIB, as quais incluem investimento público acelerado e apoio a pequenas empresas e sectores específicos. Em 2008, o governo italiano adoptou medidas expansionistas,

centradas sobretudo no lado da despesa, que ascendem a meio ponto percentual do PIB. O impacto dessas medidas no endividamento líquido deverá ser largamente contrabalançado por medidas compensatórias. Em Espanha, foram tomadas várias medidas do lado da receita para estimular a economia no primeiro semestre de 2008 e, em Novembro, foram anunciados planos de investimento público adicionais para o período de 2008 a 2010, que representam mais de 3% do PIB para 2009 e 2010. A maior parte dos restantes países adoptou também medidas de estímulo orçamental significativas.

Embora seja necessário aguardar até se conhecer o conteúdo exacto das medidas e a sua implementação para proceder a uma avaliação mais aprofundada das políticas de estímulo económico, é evidente que as actuais intenções dos governos colocam alguns riscos (ver também Caixa 8). Os défices crescentes podem comprometer a confiança na sustentabilidade orçamental, especialmente na medida em que, em muitos casos, a reversibilidade das medidas de estímulo económico não é contemplada e pode revelar-se muito difícil. O aumento acentuado dos diferenciais das obrigações de dívida pública face à Alemanha é um sinal de alerta de que os mercados financeiros estão a observar muito atentamente a evolução dos riscos potenciais. A eficácia das medidas de estímulo económico é, por vezes, duvidosa, dado que está previsto um vasto leque de medidas. Nem todas as medidas estão claramente relacionadas com o cerne dos actuais problemas económicos e algumas podem reflectir compromissos políticos em vez de considerações económicas. Além disso, a intervenção governamental acarreta o risco de distorcer o comportamento dos agentes económicos.

### CONSEQUÊNCIAS DA CRISE FINANCEIRA NO DÉFICE E NA DÍVIDA PÚBLICOS EM TERMOS DE CONTABILIDADE ESTATÍSTICA

Em resposta à crise financeira mundial e às suas consequências para as instituições financeiras europeias, governos, bancos centrais e outras autoridades públicas a nível europeu estão a proceder à implementação de medidas com vista a estabilizar os mercados financeiros e a economia em geral. Estas operações governamentais incluem nacionalizações (parciais), injeções de capital (recapitalizações), aquisição e/ou troca de activos financeiros e concessão de avales (relativamente a depósitos e novas emissões de dívida por parte dos bancos, bem como a crédito interbancário).

O défice e a dívida públicos, que constituem as principais variáveis orçamentais acompanhadas no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento, são registados de acordo com as normas europeias de contabilidade estatística conhecidas como Sistema Europeu de Contas 1995 (“SEC 95”) e Manual do SEC 95 relativo ao défice e à dívida. A Comissão Europeia (Eurostat) desenvolveu novas orientações metodológicas sobre o registo das operações governamentais acima referidas, com base no SEC 95 e no Manual, de modo a assegurar que a compilação de estatísticas referentes ao défice e à dívida públicos seja efectuada de forma coerente e homogénea em todos os Estados-Membros. Neste processo, o Eurostat consultou o Comité de Estatísticas Monetárias, Financeiras e de Balanças de Pagamentos (onde estão representados os institutos nacionais de estatística e os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros da UE, bem como a Comissão Europeia e o BCE) a fim de determinar como deveriam ser aplicadas as normas contabilísticas. Em cada caso individual, é necessário dar resposta a uma série de questões para decidir sobre o registo adequado:

- As entidades criadas para recapitalizar ou conceder avales a instituições financeiras pertencem ao sector público nas contas nacionais? Em caso afirmativo, o défice e a dívida dessas entidades aumentarão o défice e a dívida públicos.
- Caso os governos tenham adquirido acções de instituições financeiras aos preços de mercado, isso implica que se trata da aquisição de activos financeiros (sem impacto no défice) ou parte do montante injectado nas instituições financeiras deverá ser considerado como uma transferência de capital (um subsídio)?
- Caso o governo conceda um empréstimo a uma instituição financeira, essa instituição tem a obrigação de pagar juros e de amortizar o empréstimo? Em caso negativo, o empréstimo deverá ser registado como uma transferência de capital e não como uma transacção financeira.
- Caso o governo assuma parte do passivo de uma instituição financeira e, em contrapartida, obtenha uma participação na instituição, essa participação tem o mesmo valor que o passivo? Em caso negativo, a aquisição do passivo (em parte) é considerada como uma transferência de capital com um impacto negativo no saldo orçamental do sector público administrativo.
- Em que ponto será mais provável que os avales estatais sejam accionados, de modo a terem impacto no défice e na dívida no momento em que são concedidos? Normalmente, os avales só têm impacto no défice e na dívida no momento em que são accionados.
- Caso uma instituição financeira seja totalmente nacionalizada, deverá ser reclassificada como pertencente ao sector público? Regra geral, passará a ser uma empresa pública, mas não um órgão governamental. No entanto, se o governo constituir uma unidade especial para a

aquisição de acções de uma instituição financeira, pode ser necessário classificar essa unidade no âmbito do sector público, caso não se trate de uma unidade autónoma ou não se considere que está envolvida numa actividade do mercado.

O Eurostat publicará as estatísticas preliminares relativas ao défice e à dívida públicos dos Estados-Membros da UE em 2008 na segunda metade de Abril de 2009.

### NOVA DETERIORAÇÃO ORÇAMENTAL ESPERADA EM 2009

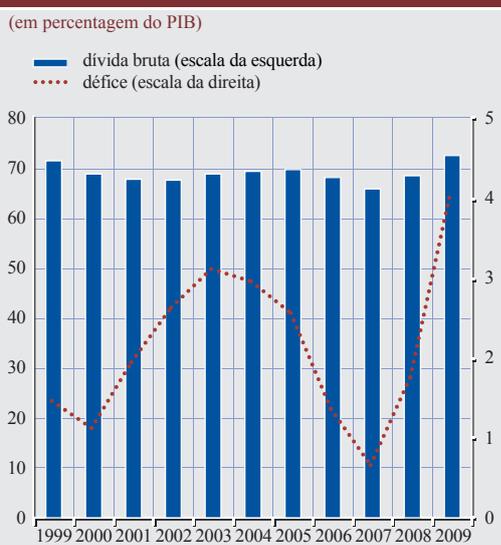
As perspectivas orçamentais nos países da área do euro deverão continuar a deteriorar-se em 2009. De acordo com as previsões intercalares da Comissão Europeia, que incluem os programas de estabilidade actualizados disponíveis no final de 2008 e início de 2009, é esperado um aumento do défice médio das administrações públicas na área do euro de 2.3 pontos percentuais, passando para 4.0% do PIB (ver Gráfico 32). A despesa pública deverá aumentar 2.1 pontos percentuais do PIB e a receita deverá diminuir 0.1 pontos percentuais do PIB. Em 2009, o rácio médio da dívida pública na área do euro deverá registar um aumento de 4.0 pontos percentuais, passando para 72.7% do PIB.

De acordo com as previsões intercalares da Comissão Europeia, o saldo das administrações públicas deverá registar uma descida em todos os países da área do euro, à excepção de Malta. A expectativa é de que a Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Portugal e Eslovénia excedam ou permaneçam acima do valor de referência de 3% do PIB em 2009, em alguns casos por uma larga margem. Na Bélgica e na Áustria, espera-se que o défice se situe no valor de referência de 3%, ao passo que na Alemanha e na Eslováquia será ligeiramente inferior. Há riscos evidentes de que os resultados realmente registados sejam ainda piores do que o esperado.

### ESSENCIAL MANTER O FOCO NA SUSTENTABILIDADE ORÇAMENTAL

A inversão dos resultados orçamentais e as perspectivas bastante incertas colocam desafios consideráveis à política orçamental na área do euro. As finanças públicas sofrem pressões decorrentes de quatro desenvolvimentos. Primeiro, os défices estão a aumentar significativamente em resultado do funcionamento dos estabilizadores automáticos no abrandamento macroeconómico. Segundo, para além do desaparecimento das receitas inesperadas dos últimos anos, é possível que se verifiquem quebras adicionais nas receitas devido, entre outros factores, a quedas acentuadas nos preços dos activos financeiros, bem como à queda no mercado da habitação em alguns países. Terceiro, as intervenções governamentais no sector financeiro com vista a prevenir uma crise bancária sistémica e perturbações macroeconómicas muito mais graves acarretam riscos orçamentais substanciais. Quarto, as medidas de estímulo económico que visam contrariar o abrandamento económico colocam sob pressão as perspectivas orçamentais.

Gráfico 32 Evolução orçamental, 1999-2009



Fonte: Comissão Europeia (base de dados AMECO).  
Notas: A média da área do euro inclui 16 países, a partir de 1 de Janeiro de 2009; definição do SEC 95; o défice exclui receitas das vendas de licenças de UMTS.

Nesta conjuntura difícil, é crucial manter a disciplina orçamental e uma perspectiva de médio prazo. Uma condição prévia para a manutenção da confiança do público na sustentabilidade das finanças públicas é salvaguardar a integridade do quadro orçamental da UE baseado em regras. É, portanto, essencial que todas as partes envolvidas respeitem o compromisso de uma aplicação plena das disposições do Pacto de Estabilidade e Crescimento, o qual proporciona a flexibilidade necessária para lidar com circunstâncias económicas adversas.

Os pacotes de estímulo económico substanciais adoptados em 2008 e no início de 2009 contribuem para os desequilíbrios orçamentais na área do euro. A fim de evitar uma perda de confiança na sustentabilidade das finanças públicas, é necessário um compromisso credível

no sentido de anular as medidas de estímulo económico logo que possível. Na implementação dos pacotes de estímulo económico, a qualidade das medidas deve merecer especial consideração de forma a assegurar a sua eficácia. É igualmente importante o esforço determinado dos países da área do euro com vista a atingir e manter finanças públicas sólidas, dada a necessidade de fazer face à pressão sobre a despesa resultante do envelhecimento da população nas próximas décadas. Um quadro orçamental nacional de médio prazo vinculativo, se for bem concebido e rigorosamente implementado, pode complementar o quadro orçamental europeu consagrado no Pacto de Estabilidade e Crescimento em termos de apoio a um regresso rápido aos objectivos orçamentais de médio prazo (ver também Caixa 8).

## Caixa 8

### A CRISE FINANCEIRA E A POLÍTICA ORÇAMENTAL

Um desafio de política fundamental é evitar que a crise financeira e o subsequente abrandamento económico reduzam a credibilidade e a sustentabilidade das finanças públicas. Na UE, o Pacto de Estabilidade e Crescimento fornece o quadro apropriado para a condução e coordenação das políticas orçamentais, tanto em períodos favoráveis como desfavoráveis. Embora, nos primeiros dez anos, o cumprimento do Pacto tenha sido um pouco irregular, o desempenho orçamental global da UE no sentido de evitar défices orçamentais elevados e o aumento da dívida pública foi muito melhor do que nas décadas anteriores ao Pacto<sup>1</sup>.

#### Uma oportunidade não aproveitada que torna o desafio orçamental desnecessariamente oneroso

Muitos países da área do euro entraram na crise financeira e no abrandamento económico com posições orçamentais fracas. Os governos não tinham aproveitado a oportunidade proporcionada pelas receitas inesperadas dos últimos anos para consolidarem os orçamentos. Neste aspecto, os argumentos avançados no Relatório Anual do BCE de 2007 continuam a ser válidos, sendo agora ainda mais pertinentes<sup>2</sup>. Nessa altura, o BCE frisou uma importante lição em matéria orçamental a retirar da experiência do período de 2000 a 2001, nomeadamente que as perspectivas em termos de receitas podem alterar-se dramaticamente num curto intervalo de tempo. Na verdade, a experiência mostra que a volatilidade da receita pública é muito maior do que a do lado da despesa e é também superior à do ciclo económico. Em conjunto com a dificuldade de prever os

1 Consultar o artigo "Ten years of the Stability and Growth Pact", na edição de Outubro de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

2 Ver, em particular, a caixa intitulada "Lições a tirar da experiência de 2000/01 em termos de política orçamental", no Relatório Anual de 2007 do BCE.

pontos de viragem do crescimento do PIB, este facto constitui uma razão forte para uma maior precaução nos períodos favoráveis, ou seja, é necessário utilizar as receitas inesperadas para reduzir mais rapidamente o défice e a dívida e não para incorrer em despesas adicionais<sup>3</sup>. Tal permitiria aos países criarem uma margem de manobra orçamental para absorver quebras nas receitas e fazer face a despesas extraordinárias em caso de alteração das condições. Um dos erros de política orçamental de antes e durante o período de 2000 a 2001 foi interpretar, erradamente, as melhorias orçamentais nos períodos favoráveis como evidência de progressos estruturais, o que foi muitas vezes utilizado para justificar aumentos da despesa ou cortes dos impostos.

### **O papel dos estabilizadores automáticos**

O ajustamento orçamental em resposta ao abrandamento económico reflecte, em larga medida, o funcionamento dos estabilizadores orçamentais automáticos, que contribuem para atenuar as flutuações económicas. Tal é apropriado, dado que este tipo de reacção orçamental é atempada e está protegida de riscos de política económica que podem prejudicar a eficácia de medidas orçamentais discricionárias. Em particular, os estabilizadores automáticos não estão sujeitos aos desfasamentos temporais na identificação de medidas ou nos processos de decisão política e da sua implementação. Além disso, a reacção automática da receita e, em menor escala, da despesa ao ciclo confere aos estabilizadores automáticos a possibilidade de auto-inversão. Por último, o impacto de grupos de interesse específicos no alcance de benefícios próprios é reduzido. Os países da área do euro que cumprem o Pacto de Estabilidade e Crescimento podem tirar partido dos seus estabilizadores automáticos relativamente elevados.

### **Os riscos do activismo orçamental em períodos de crise financeira**

No que se refere à utilização de medidas de política orçamental discricionárias para estimular a procura, há um consenso de que tais medidas devem ser atempadas e direccionadas, para assegurar a eficácia, e temporárias, para evitar riscos adicionais para a sustentabilidade orçamental. Em particular, a não ser que se espere uma inversão das medidas orçamentais que aumentam o défice, essas medidas podem minar a confiança do público na sustentabilidade das finanças públicas e conduzir a um nível mais elevado de poupança por precaução ou a reacções negativas dos mercados financeiros e taxas de juro mais elevadas – contrariando assim o efeito expansionista pretendido. Neste aspecto, a experiência do activismo orçamental durante a crise petrolífera da década de 70 constitui um aviso: em vez de impulsionar a procura, acabou por contribuir para a destabilização da economia real e para o aumento das pressões inflacionistas e da dívida pública – com muito poucos, ou nenhuns, ganhos líquidos.

Em termos de objectivos, devem ser tomadas medidas quando as elasticidades são elevadas e as distorções dos incentivos menos onerosas. Nessa medida, deve considerar-se a qualidade do estímulo orçamental para que sejam tomadas as medidas mais conducentes a bases sólidas para a recuperação e para o crescimento a longo prazo. A tomada de medidas em tempo oportuno é essencial, pois experiências anteriores demonstram que, frequentemente, medidas de política discricionárias acabam por ser pró-cíclicas, pelo facto de se só se tornarem efectivas com um desfasamento considerável de tempo.

<sup>3</sup> Para uma revisão do rigor das previsões e das dificuldades relativamente aos pontos de viragem, consultar M. Blix, J. Wadejford, U. Wienecke e M. Ådahl, "How good is the forecasting performance of major institutions?", *Economic Review*, n.º 3, 2001, Sveriges Riksbank, pp. 38-68.

A qualidade da política orçamental é importante por muitos motivos. Embora a questão da dimensão óptima das administrações públicas seja matéria de debate<sup>4</sup>, os cidadãos dos países da área do euro poderiam, no mínimo, estar tão bem financeiramente como o estão hoje, mas pagarem menos impostos, se a qualidade da despesa pública fosse melhor. Além disso, existe alguma evidência de que anteriores aumentos da dimensão das administrações públicas resultaram num crescimento económico mais baixo<sup>5</sup>. Se os governos da área do euro cumprirem o Pacto de Estabilidade e Crescimento, as respectivas economias têm maiores probabilidades de colher os benefícios a longo prazo e de os seus cidadãos usufruírem de um nível de bem-estar mais elevado<sup>6</sup>.

4 Existe evidência que sugere que em muitos países industrializados, a dimensão das administrações públicas aumentou para níveis superiores aos justificáveis para a concretização dos objectivos fundamentais. Ver, por exemplo, A. Afonso, L. Schuknecht e V. Tanzi, "Public sector efficiency: an international comparison", *Public Choice*, Vol. 123 (n.º 3-4), 2005, pp. 321-347, e A. Afonso e D. Furceri, *Government size, composition, volatility and economic growth*, Documento de Trabalho do BCE n.º 849, 2008.

5 Consultar A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht e M. Thöne, *Quality of public finances and growth*, Documento de Trabalho do BCE n.º 438, 2005.

6 Os custos de uma redução da dimensão das administrações públicas podem ser bastante limitados, se essa redução for apropriadamente concebida e implementada. Ver, por exemplo, S. Hauptmeier, M. Heipertz e L. Schuknecht, *Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach*, Documento de Trabalho do BCE n.º 364, 2006.

## 2.6 TAXAS DE CÂMBIO E EVOLUÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

### EURO APRECIOU-SE MODERADAMENTE EM TERMOS EFECTIVOS EM 2008

A turbulência financeira nos mercados monetários e de crédito que teve início em Agosto de 2007 e as consequentes repercussões na economia real a nível mundial influenciaram significativamente a evolução dos mercados cambiais em 2008. Mais precisamente, nos primeiros quatro meses de 2008, o euro continuou a tendência de fortalecimento encetada no final de 2000, apoiado por expectativas de mercado bastante positivas quanto às perspectivas económicas relativas da área do euro. Após ter atingido um máximo histórico em Abril, a TCE nominal estabilizou, de um modo geral, até Agosto. Subsequentemente, o euro registou uma depreciação acentuada, baixando, em apenas três meses, para o nível prevalecente em meados de 2007. A depreciação acentuada do euro deveu-se essencialmente a uma revisão das expectativas de mercado quanto às perspectivas económicas da área do euro – com o alastrar da crise financeira e a compreensão gradual do seu alcance mundial – e ocorreu num contexto de maior incerteza nos mercados e aversão mundial ao risco. Na fase final do ano, o euro recuperou consideravelmente, atingindo novo máximo

histórico em 18 de Dezembro de 2008. No final de 2008, o euro situava-se, em termos efectivos nominais, num nível cerca de 2.5% mais elevado do que no início do ano e aproximadamente 7% acima do nível médio de 2007. Grande parte da apreciação efectiva nominal do euro em 2008 decorreu do seu fortalecimento considerável face à libra esterlina, o qual foi apenas parcialmente compensado pelo seu enfraquecimento face ao dólar dos EUA e ao iene japonês.

Em relação ao dólar dos EUA, o euro registou uma apreciação forte nos primeiros oito meses do ano, atingindo um máximo de USD 1.60 em meados de Julho. Esta apreciação foi, em grande medida, impulsionada por expectativas de um alargamento do diferencial de taxas de juro em favor de activos da área do euro, reflectindo a convicção do mercado de que a continuação das perturbações financeiras afectaria significativamente menos a área do euro do que os Estados Unidos. A partir desse período, porém, os dados divulgados começaram a revelar que a turbulência financeira, originada no mercado hipotecário de alto risco (*sub-prime*) dos Estados Unidos em Agosto de 2007, estava a traduzir-se num abrandamento económico sincronizado em todas as principais regiões económicas do mundo. Como resultado, em Agosto, o euro começou

a depreciar-se marcadamente face ao dólar dos EUA. No decurso do Outono, as novas tensões nos mercados monetários e de crédito mundiais intensificaram a pressão descendente sobre o euro, tendo a moeda única atingido USD 1.25 em Outubro. Esta depreciação substancial esteve, em parte, associada a uma escassez de liquidez em dólares dos EUA a nível mundial, a qual exigiu uma repatriação avultada de investimentos estrangeiros e medidas de política concertadas por parte dos bancos centrais. Neste contexto de extrema aversão ao risco e de desalavancagem financeira, o dólar dos EUA foi apoiado pelo seu estatuto internacional. Outros factores técnicos e, possivelmente, transitórios nos mercados cambiais poderão também ter apoiado o dólar dos EUA, tal como se pode ainda deduzir do enfraquecimento da ligação entre os diferenciais de taxa de juro e os movimentos na taxa de câmbio EUR/USD durante o período. Todavia, em Dezembro, o euro registou uma recuperação forte, com o enfraquecimento dos referidos factores não cíclicos que apoiavam o dólar no Outono e em virtude de os mercados cambiais terem voltado a centrar a sua atenção nas perspectivas de crescimento e nos diferenciais de taxa de juro entre as principais regiões económicas. Em 31 de Dezembro, o euro era transaccionado a USD 1.39, ou seja, cerca de 5% abaixo do nível registado no início de 2008 e aproximadamente 6% acima da sua média de 2007.

Seguindo uma trajectória semelhante à da taxa de câmbio EUR/USD, o euro registou igualmente grandes flutuações face ao iene japonês no decurso de 2008, sendo transaccionado dentro de uma margem invulgarmente alargada de JPY 115.75 e JPY 169.75. A volatilidade da taxa de câmbio EUR/JPY terá, aparentemente, reflectido não apenas a alteração da avaliação do mercado quanto às perspectivas económicas relativas, mas, mais importante ainda, expectativas de mercado relacionadas com a volatilidade dos preços dos activos. Como consequência, estas expectativas tiveram um impacto na rendibilidade esperada dos *carry trades*, isto é, operações de endividamento numa moeda com baixa rendibilidade (como o

iene japonês) e investimento numa moeda com elevada rendibilidade. No geral, um aumento na volatilidade esperada do iene reduz a sua atractividade como moeda de financiamento em *carry trades*, o que tende a exercer uma pressão ascendente sobre o iene e uma pressão descendente sobre as moedas com rendibilidade elevada. De facto, a volatilidade implícita da taxa de câmbio EUR/JPY – medida através de indicadores baseados em preços de opções – registou grandes oscilações no decurso de 2008, tendo atingido um máximo em Outubro e, subsequentemente, diminuído. Estas condições extremamente voláteis nos mercados cambiais foram sobretudo responsáveis pela apreciação inicial e subsequente depreciação acentuada do euro face ao iene em 2008. Em 31 de Dezembro de 2008, o euro era transaccionado a JPY 126.14, ou seja, 23% abaixo do nível do início do ano e 22% abaixo da sua média em 2007.

O euro continuou igualmente a apreciar-se face à libra esterlina em 2008, apresentando um fortalecimento substancial de 28.5% no final do ano, após a apreciação de 9% registada em 2007. Em 29 de Dezembro, o euro era transaccionado a GBP 0.98, o nível mais elevado desde o lançamento da moeda única em 1999. O enfraquecimento visível da libra, em particular nos últimos meses de 2008, está relacionado como o abrandamento significativo da actividade económica no Reino Unido, que desencadeou condições de política monetária consideravelmente mais acomodaticias e a consequente queda das taxas de rendibilidade a mais longo prazo.

O euro apreciou-se de forma significativa em relação às moedas de vários parceiros comerciais da UE entre o início de Janeiro e 31 de Dezembro, por exemplo, 15.3% face à coroa sueca, 15.3% face ao zloty polaco, 12.3% face ao leu romeno, 5.3% face ao florint húngaro e 1.9% face à coroa checa. Registou também uma apreciação considerável face ao won coreano (33.6%), à coroa norueguesa (22.1%) e ao dólar australiano e canadiano (21.0% e 17.1%, respectivamente). A apreciação do euro face a estas moedas foi parcialmente compensada

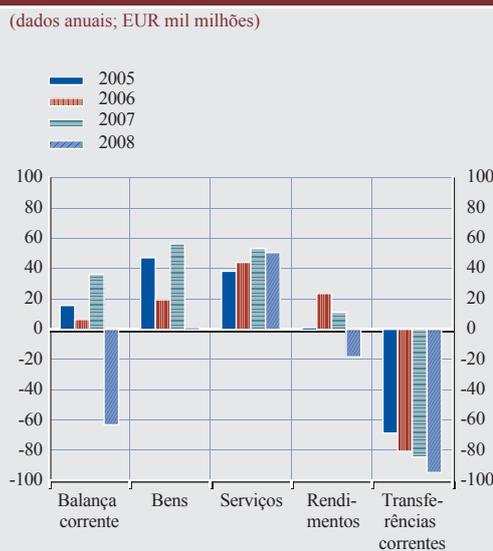
pelo seu enfraquecimento face às moedas de vários parceiros asiáticos, cujas moedas estão ligadas ao dólar dos EUA, nomeadamente o renminbi chinês (11.4%) e o dólar de Singapura e de Hong Kong (5.2% e 6%, respectivamente). O euro depreciou-se igualmente face ao franco suíço (10.2%) em virtude do posicionamento nos *carry trades*, dado que a moeda suíça, tal como o iene japonês, desempenhou o papel de moeda de financiamento nestas transacções financeiras.

A TCE real, baseada em diferentes medidas de custos e de preços, também registou uma apreciação nos primeiros quatro meses de 2008, estabilizando então até Agosto. Após ter diminuído até Novembro, recuperou ligeiramente no último mês de 2008. No quarto trimestre de 2008, a TCE real do euro, baseada em preços no consumidor, situou-se 2% abaixo do seu valor médio em 2007 e 4% abaixo do nível médio no trimestre de 2007 correspondente.

### A BALANÇA CORRENTE PASSOU A REGISTAR UM DÉFICE EM 2008

Em 2008, a balança corrente da área do euro registou um défice de €63.2 mil milhões (ou 0.7% do PIB da área do euro), em comparação com um excedente de €36.3 mil milhões em 2007, o que resultou, em grande medida, de uma mudança para défice da balança de bens. Em 2008, a balança de bens registou um défice de €0.6 mil milhões, face a um excedente de €56.6 mil milhões em 2007. O enfraquecimento das exportações, especialmente no segundo semestre do ano, e o aumento robusto dos preços das importações nos primeiros oito meses do ano constituíram os principais factores subjacentes a este desenvolvimento. O défice mais elevado das transferências correntes e a mudança para défice da componente rendimentos também contribuíram para a deterioração global do saldo da balança corrente. Por seu lado, o excedente nos serviços, que se situava em €50.6 mil milhões em 2008, registou apenas uma descida marginal (de €2.6 mil milhões) em comparação com o ano anterior (ver Gráfico 33).

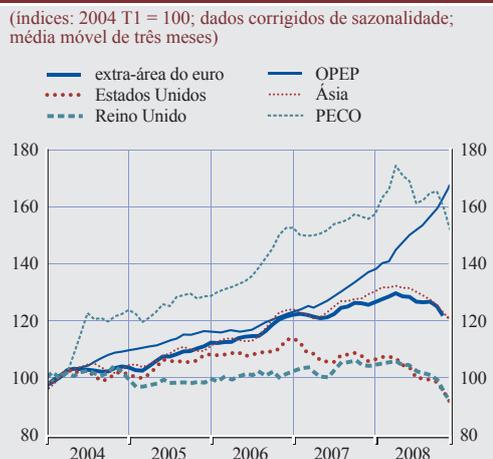
**Gráfico 33 Saldo da balança corrente e suas componentes**



Fonte: BCE.  
Nota: Os dados relativos a 2008 abrangem o período até Outubro.

A contração das exportações de bens no decurso de 2008 pode ser, em grande medida, explicada pela queda da procura mundial e, possivelmente, pela deterioração a nível mundial das condições de financiamento do comércio. Após uma recuperação temporária no primeiro

**Gráfico 34 Volumes de exportação da área do euro para parceiros comerciais seleccionados**



Fonte: BCE.  
Notas: As últimas observações referem-se a Dezembro de 2008, excepto as relativas à extra-área do euro e ao Reino Unido (Novembro). "PECO" corresponde aos países da Europa Central e Oriental.

trimestre do ano, as exportações da área do euro para os Estados Unidos e outros países da OCDE, assim como para a China e o resto da Ásia, contraíram-se, tendo as exportações para os Estados-Membros que aderiram à UE desde 2004 também enfraquecido. Em contraste, o crescimento das exportações para países da OPEP permaneceu robusto ao longo de todo o ano, no contexto de um crescimento económico forte nesses países e dos efeitos sobre a riqueza das receitas do petróleo (ver Gráfico 34).

A diminuição da competitividade de preços e de custos da área do euro observada desde 2001 foi parcialmente invertida depois de meados de 2008, em virtude da depreciação do euro. A moderação do crescimento dos preços das exportações da área do euro no primeiro semestre do ano poderá indicar que as empresas da área do euro ajustaram as suas margens de lucro para compensarem a perda de competitividade de preços e de custos (ver também Caixa 9).

## Caixa 9

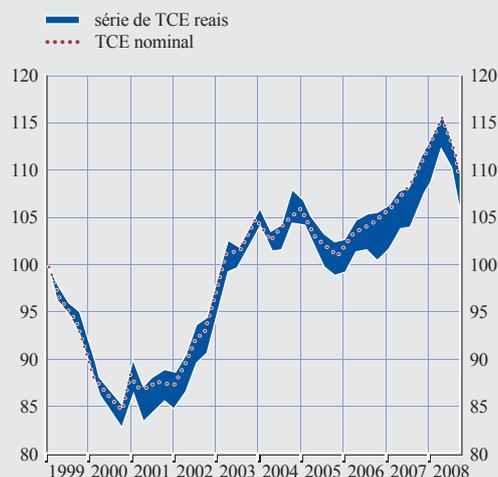
### EVOLUÇÃO RECENTE DA COMPETITIVIDADE DA ÁREA DO EURO

Uma avaliação da competitividade internacional de preços e de custos da área do euro – que também reflecte a competitividade específica de cada país da área do euro – pode fornecer informação importante para o acompanhamento da economia da área do euro. A presente caixa debruça-se, assim, sobre a evolução da competitividade da área do euro medida pelas várias TCE reais, tanto a nível agregado, como ao nível de cada Estado-Membro. Resumindo, estes indicadores revelam um decréscimo da competitividade de preços e de custos da área do euro ao longo da última década, principalmente devido à apreciação nominal da taxa de câmbio do euro ao longo do mesmo período. Embora este resultado seja válido, independentemente dos deflatores utilizados, existe uma heterogeneidade considerável na evolução da competitividade entre os diversos países da área do euro.

Analisando o conjunto da área do euro, o Gráfico A compara a evolução das TCE nominais do euro e uma série derivada de cinco índices de TCE reais baseados em diferentes deflatores<sup>1</sup>. Em geral, as várias medidas revelam uma diminuição de, aproximadamente, 5-10% da competitividade entre 1999 e 2008, segundo tanto as TCE nominais do euro como as reais. Assim, existe um grau elevado de co-movimento entre as TCE nominais e reais, reflectindo semelhanças na evolução dos preços na área do euro e nos seus parceiros comerciais. O decréscimo global da competitividade da área do

#### Gráfico A Taxas de câmbio efectivas nominais e reais do euro

(índice: T1 1999 = 100; dados trimestrais)



Fonte: Cálculos do BCE.

Notas: A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2008. A TCE real no último trimestre de 2008 apenas está disponível com base no IPC e no IPP.

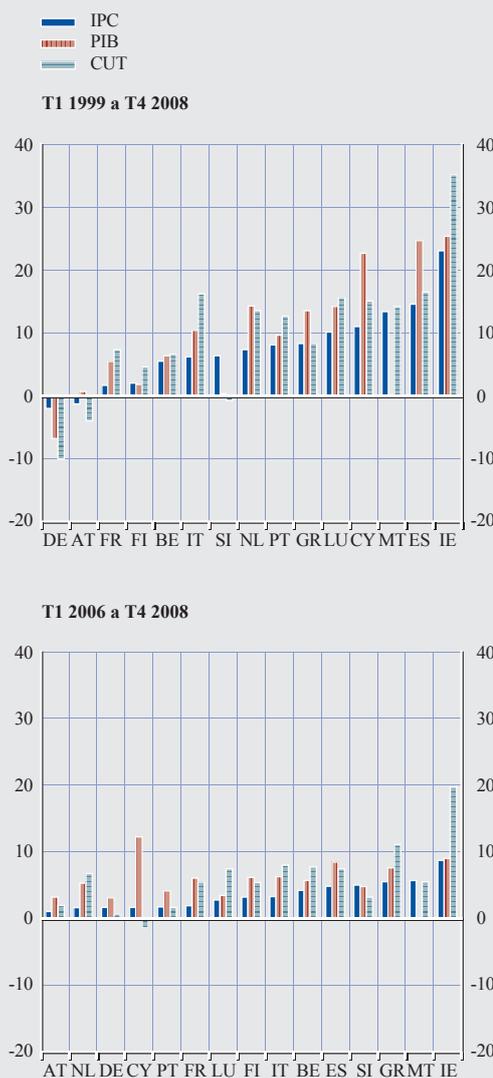
<sup>1</sup> Os cinco deflatores são: IPC, preços no produtor, PIB, custos unitários do trabalho na indústria transformadora e custos unitários do trabalho no conjunto da economia.

euro é, assim, essencialmente explicado por movimentos na taxa de câmbio nominal, os quais se podem dividir em vários episódios. O primeiro episódio foi marcado por um aumento da competitividade entre 1999 e 2001, reflectindo a depreciação do euro na altura. Em seguida, registaram-se perdas de competitividade impulsionadas principalmente pela apreciação do euro no período de 2002/04 e de novo a partir de 2006. Mais recentemente, a área do euro registou um aumento de competitividade devido à depreciação do euro durante o segundo semestre de 2008.

A evolução da competitividade de preços do conjunto da área do euro pode ocultar desenvolvimentos muito diferentes nos vários países. Para uma análise destes últimos, o BCE recorre a uma metodologia consistente, compilando para cada país da área do euro um conjunto harmonizado de indicadores de competitividade face aos outros países da área do euro e a uma série de parceiros comerciais fora da área do euro<sup>2</sup>. Três indicadores de competitividade harmonizados são calculados como uma média ponderada das taxas de câmbio bilaterais com pesos baseados no comércio – que reflectem a importância relativa dos principais concorrentes do país em questão – deflacionadas pelo deflator do IPC, do PIB ou dos custos unitários do trabalho. Entre estes indicadores de competitividade harmonizados, o indicador baseado no IPC parece ser o mais utilizado, em parte devido à definição relativamente homogénea do IPC nos vários países, bem como à ausência de revisões de dados significativas e ao atraso comparativamente reduzido na sua disponibilização. Por seu lado, os indicadores baseados nos deflatores do PIB e dos custos unitários do trabalho proporcionam medidas alternativas da competitividade mais focadas no lado da produção da economia do que no lado do consumo.

### Gráfico B Variações nos indicadores de competitividade harmonizados<sup>1)</sup> entre os países da área do euro

(em pontos percentuais; dados trimestrais)



Fonte: Cálculos do BCE.

1) Com base nos deflatores do IPC, PIB ou custos unitários do trabalho (CUT), incluindo o comércio intra e extra-área do euro. Notas: Um número negativo (positivo) significa um ganho (uma perda) de competitividade de preços. A última observação refere-se ao quarto trimestre de 2008 (com base no deflator do IPC) e ao terceiro trimestre de 2008 (com base nos deflatores do PIB e dos CUT). Para o período desde o primeiro trimestre de 2006 até ao quarto trimestre de 2008, os indicadores de competitividade harmonizados foram reescalados para T1 2006=100. O BCE não publica o indicador de competitividade harmonizado, baseado no deflator do PIB, para Malta.

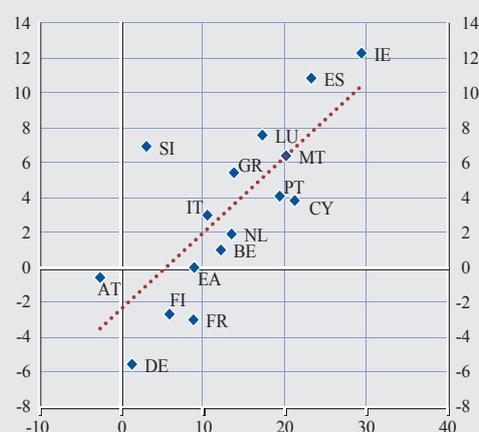
2 Para uma análise mais pormenorizada dos indicadores de competitividade harmonizados, consultar F. di Mauro e K. Forster, *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, Documento Ocasional do BCE n.º 97, Setembro de 2008, e o artigo intitulado “Monitoring labour cost developments across euro area countries” na edição de Novembro de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

São várias as reservas a ter em mente quando se interpretam estes indicadores. Indicadores de competitividade baseados em índices não têm em conta as diferenças nos níveis iniciais dos preços, não sendo, assim, possível tirar conclusões sobre que país é mais competitivo em termos absolutos. As conclusões baseadas nesses indicadores são igualmente sensíveis à escolha do ponto de início e termo do período considerado. Além disso, os indicadores de competitividade harmonizados captam apenas aspectos limitados da competitividade. Para se obter uma visão mais completa, numa análise mais detalhada<sup>3</sup>, podem ser considerados outros factores, tais como a especialização do comércio ou o enquadramento empresarial geral, bem como o grau de fixação dos preços do mercado e a capacidade de resposta dos preços do comércio a variações na taxa de câmbio. Além disso, presentemente, a metodologia utilizada para estes indicadores não reconhece na íntegra as diferenças entre países no que se refere à produtividade do sector dos serviços. (Os padrões de comércio deste sector não se encontram reflectidos nas ponderações dos parceiros comerciais.)

### Gráfico C Evolução dos indicadores de competitividade harmonizados intra e extra-área do euro<sup>1)</sup>

(variações acumuladas em pontos percentuais do T1 1999 ao T4 2008)

eixo dos x: variação do indicador de competitividade harmonizado extra-área do euro  
eixo dos y: variação do indicador de competitividade harmonizado intra-área do euro



Fonte: Cálculos do BCE.

1) Com base no IPC.

Notas: Um número positivo (negativo) significa uma perda (um ganho) de competitividade de preços. Para a área do euro, o gráfico mostra a TCE real do euro face a 22 parceiros comerciais com base apenas no comércio extra-área do euro.

Relativamente a movimentos anteriores nos indicadores de competitividade harmonizados, o Gráfico B revela uma heterogeneidade considerável na evolução da competitividade entre os diversos países da área do euro. Utilizando o indicador de competitividade baseado no IPC, a Irlanda registou as maiores perdas de competitividade desde 1999 (mais de 20%), sendo seguida por Chipre, Malta, Luxemburgo e Espanha (10-20%). Áustria, Alemanha, Finlândia e França apresentam as perdas menores ou até ligeiras melhorias de competitividade ao longo do mesmo período. Focando o período mais recente de apreciação do euro, ou seja desde o início de 2006, as diferenças são, aparentemente, menos pronunciadas, e todos os países registam decréscimos de competitividade de preços. Embora a magnitude da evolução da competitividade nos vários países seja, por vezes, sensível à escolha do deflator, as conclusões qualitativas permanecem idênticas entre as diferentes medidas.

Os indicadores de competitividade harmonizados permitem também distinguir entre desenvolvimentos na competitividade intra e extra-área do euro a nível do país. Trata-se de uma distinção útil, dado que os movimentos nas taxas de câmbio nominais desde o lançamento do euro são apenas importantes em termos da competitividade externa, sendo a competitividade de preços entre os países da área do euro influenciada apenas por evoluções diferenciadas dos custos e dos preços. Em geral, as perdas da competitividade de preços a nível do país são mais pronunciadas relativamente a parceiros comerciais extra-área do euro, tal como demonstra a recta de regressão que capta a relação entre os indicadores intra e extra-área do

3 Para uma análise destas questões gerais relacionadas com a competitividade, consultar o documento elaborado pelo grupo de acção do Comité de Política Monetária do SEBC, *Competitiveness and the export performance of the euro area*, Documento Ocasional do BCE n.º 30, Junho de 2005, e U. Baumann e F. di Mauro, *Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*, Documento Ocasional do BCE n.º 55, Março de 2007.

euro (ver Gráfico C). Tal reflecte, em grande medida, a apreciação nominal global da taxa de câmbio do euro entre 1999 e 2008. Nessa conformidade, países como a Irlanda, com uma percentagem comparativamente grande de parceiros comerciais fora da área do euro, também exibem um decréscimo relativamente maior na competitividade extra-área do euro. Todavia, para a maioria dos países, a correlação elevada entre a competitividade intra e extra-área do euro sugere igualmente que as posições competitivas relativas dos vários países da área do euro são determinadas, sobretudo, pela evolução dos respectivos custos e preços internos. No geral, a Áustria é o único país cuja competitividade aumentou dentro e fora da área do euro. Finlândia, França e Alemanha, tendo também registado aumentos na respectiva competitividade intra-área do euro, registaram porém decréscimos face aos respectivos parceiros comerciais extra-área do euro. Os restantes países da área do euro apresentaram perdas de competitividade tanto dentro como fora da área do euro.

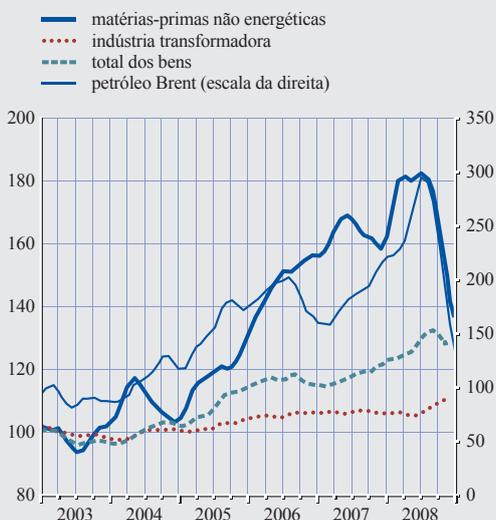
Em resumo, de acordo com várias medidas das TCE reais, a área do euro sofreu um decréscimo de competitividade de preços e de custos ao longo de, mais ou menos, os últimos dez anos, em grande medida devido à apreciação nominal do euro. No entanto, verifica-se uma heterogeneidade considerável entre os países da área do euro relativamente à evolução da competitividade, reflectindo sobretudo diferenças na evolução dos respectivos custos e preços internos, bem como a especialização geográfica do seu comércio externo.

Os volumes de bens importados diminuíram em 2008, em particular os volumes de bens intermédios. Paralelamente, os preços das importações registaram um aumento robusto até ao terceiro trimestre de 2008 e observaram uma

moderação no último trimestre do ano. Dado que a evolução dos preços mais do que compensa a diminuição dos volumes de importações, os valores globais para as importações aumentaram visivelmente nos três primeiros trimestres do ano. Os dados de preços por categoria de bens sugerem que o aumento constante dos preços das importações até ao Verão e a subsequente desaceleração foram, em grande medida, impulsionados pela evolução dos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas (ver Gráfico 35). No entanto, apesar da queda dos preços do petróleo desde o Verão, no período acumulado de 12 meses até Novembro de 2008, o défice do comércio de petróleo situava-se em €223.6 mil milhões, muito acima do nível já elevado de mais de €170 mil milhões registado no final de 2007.

**Gráfico 35 Preços das importações de bens extra-área do euro**

(índices: 2003 T1 = 100; dados corrigidos de sazonalidade; média móvel de três meses)



Fonte: BCE.

#### **ENTRADAS LÍQUIDAS DE INVESTIMENTO DIRECTO E DE CARTEIRA EM CONJUNTO AUMENTARAM EM 2008**

Na balança financeira, a área do euro registou entradas líquidas de €128.5 mil milhões em investimento directo e de carteira em conjunto em 2008, o que compara com entradas líquidas no montante de €47.3 mil milhões um ano antes. Este aumento reflectiu uma subida das entradas

líquidas de títulos de dívida e de investimento de carteira em títulos de participação no capital. Estes desenvolvimentos foram parcialmente compensados por um aumento das saídas líquidas de investimento directo (ver Gráfico 36).

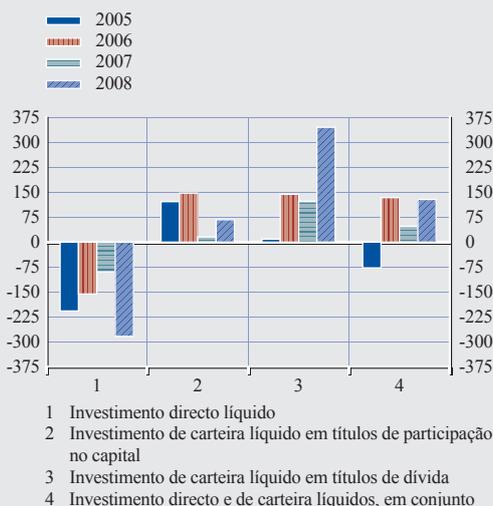
Em 2008, a turbulência financeira gerou um aumento da volatilidade em todos os segmentos dos mercados financeiros e, dadas as repercussões financeiras no lado real da economia, um grau elevado de incerteza relativamente às perspectivas mundiais. Neste contexto, as decisões de afectação de carteira a nível mundial foram influenciadas pelo subsequente esgotamento da liquidez em segmentos fundamentais do mercado, afectando, por seu turno, os fluxos de investimento de carteira transfronteiras. Mais especificamente, o mercado de títulos registou vendas líquidas invulgarmente elevadas de instrumentos financeiros da área do euro por investidores mundiais e de títulos estrangeiros por investidores da área do euro. Os investidores mundiais terão reduzido os seus investimentos estrangeiros, reflectindo, possivelmente, estratégias de investimento mais cautelosas e a queda mundial dos preços das acções.

Também na sequência das perturbações financeiras, tanto os fluxos de investimento directo estrangeiro no sentido da área do euro como os fluxos de investimento da área do euro no estrangeiro diminuíram substancialmente em 2008, indicando uma preferência pelos mercados domésticos. Os desinvestimentos na área do euro por parte de não residentes foram mais elevados do que os desinvestimentos no estrangeiro por parte da área do euro, conduzindo a saídas líquidas globais de investimento directo mais elevadas para a área do euro.

Por último, as entradas líquidas mais elevadas de títulos de dívida, no montante de €345.6 mil milhões, em comparação com €122.8 mil milhões em 2007, contribuíram para o aumento das entradas líquidas na balança financeira. A maior aversão ao risco, as acrescidas necessidades de liquidez e os diferenciais das taxas de juro de curto prazo poderão ter contribuído para esta

**Gráfico 36 Investimento directo e de carteira da área do euro**

(dados anuais; EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

Nota: Os dados relativos a 2008 abrangem o período até Outubro de 2008.

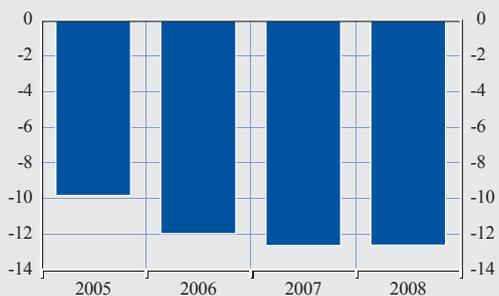
evolução. Em particular, os instrumentos do mercado monetário registaram entradas líquidas fortes, atingindo, em Setembro e Outubro de 2008, os níveis mais altos desde 1999. Esta evolução reflecte, possivelmente, tentativas de reforçar a liquidez, no contexto da intensificação da turbulência financeira.

### POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL EM 2008

Os dados sobre a posição de investimento internacional (p.i.i.) da área do euro face ao resto do mundo, disponíveis até ao terceiro trimestre de 2008, indicam que a área do euro registou uma posição devedora líquida de €1158 mil milhões em relação ao resto do mundo (representando 12.5% do PIB da área do euro), o que compara com €1131 mil milhões (também equivalente a 12.5% do PIB) no final de 2007 (ver Gráfico 37). Este pequeno aumento da posição devedora líquida em 2008 resultou principalmente de um aumento da posição devedora líquida em “outro investimento” (€191 mil milhões) e em investimento de carteira (€76 mil milhões), compensado quase na totalidade por um aumento das posições

### Gráfico 37 Posição de investimento internacional líquida

(em percentagem do PIB)



Fonte: BCE.

Nota: Os dados referem-se ao final do ano excepto para 2008 (terceiro trimestre).

credoras líquidas do investimento directo da área do euro no estrangeiro (no valor de €182 mil milhões) e dos derivados financeiros (€35 mil milhões). Os activos de reserva também aumentaram apenas ligeiramente, tendo os efeitos de valorização decorrentes das variações nos preços dos activos e dos movimentos na taxa de câmbio contribuído para esta evolução.

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

#### ACTIVIDADE ECONÓMICA

Na maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, o crescimento económico reduziu-se ao longo de 2008 após vários anos de expansão robusta (ver Quadro 6)<sup>1</sup>. Embora este padrão de abrandamento da actividade económica tenha sido geralmente observado em quase todos os países, as taxas de crescimento homólogas do PIB e a dimensão do abrandamento diferiram consideravelmente.

Os Estados bálticos registaram o abrandamento mais pronunciado, com o crescimento médio anual a reduzir-se em mais de metade na Lituânia face ao ano anterior e a tornar-se negativo na Estónia e na Letónia. Nos três países, esta evolução seguiu-se a vários anos de crescimento muito robusto da actividade económica, acompanhado por aumentos excepcionalmente fortes dos salários, do crédito e da inflação, bem como por défices da balança corrente muito elevados. De facto, os desequilíbrios macroeconómicos nos Estados bálticos permaneceram elevados em 2008, não obstante a correcção parcial observada ao longo do ano.

A desaceleração do crescimento do PIB na maior parte dos outros Estados-Membros da UE

não pertencentes à área do euro ficou a dever-se sobretudo ao enfraquecimento da conjuntura externa e, no final do ano, ao impacto directo da intensificação da crise financeira. A maior restritividade das condições de financiamento e a queda dos preços dos activos enfraqueceram a confiança dos consumidores e na indústria e conduziram à moderação da procura interna.

A desaceleração do crescimento económico na Eslováquia, de 10.4% em 2007 para 6.4% em 2008, constituiu em parte uma normalização depois do crescimento excepcionalmente elevado no ano anterior. Na Hungria, o crescimento anual muito reduzido, de 0.5%, em 2008 reflecte o impacto desfasado do pacote de consolidação orçamental significativo em 2007, do qual a economia começou lentamente a recuperar em 2008, em conjunto com o subsequente impacto da crise financeira sobre a economia. Nos três Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro que aderiram à UE antes de 2004,

1 Os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro referidos nesta secção compreendem os 12 Estados-Membros da UE fora da área do euro no período até ao final de Dezembro de 2008 (ou seja, Bulgária, República Checa, Dinamarca, Estónia, Letónia, Lituânia, Hungria, Polónia, Roménia, Eslováquia, Suécia e Reino Unido).

**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 (%))

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 T1	2008 T2	2008 T3	2008 T4
Bulgária	6.6	6.2	6.3	6.2	6.0	7.0	7.1	6.8	3.5
República Checa	4.5	6.3	6.8	6.0	3.2	4.4	4.4	4.0	0.2
Dinamarca	2.3	2.4	3.3	1.6	-1.3	-0.7	0.8	-1.6	-3.9
Estónia	7.5	9.2	10.4	6.3	-3.6	0.2	-1.1	-3.5	-9.7
Letónia	8.7	10.6	12.2	10.0	-4.6	0.5	-1.9	-5.2	-10.3
Lituânia	7.4	7.8	7.8	8.9	3.1	7.0	5.2	2.9	-2.0
Hungria	4.8	4.0	4.1	1.1	0.5	1.7	2.0	0.8	-2.3
Polónia	5.3	3.6	6.2	6.6	5.4	6.2	5.8	5.2	2.3
Roménia	8.5	4.2	7.9	6.2	7.1	8.2	9.3	9.2	2.9
Eslováquia	5.2	6.5	8.5	10.4	6.4	9.3	7.9	6.6	2.5
Suécia	4.1	3.3	4.2	2.6	-0.2	0.9	3.0	0.3	-4.9
Reino Unido	2.8	2.1	2.8	3.0	0.7	2.3	3.2	1.8	.
UE9 <sup>1)</sup>	5.8	4.9	6.7	6.2	4.3	5.7	5.5	4.7	0.9
UE12 <sup>2)</sup>	3.6	2.9	3.9	3.6	1.3	2.7	3.5	2.2	.
Área do euro	2.1	1.7	2.9	2.6	0.8	1.9	2.0	0.8	-1.4

Fontes: Eurostat e fontes nacionais.

Nota: Para todos os países, os dados não são corrigidos de sazonalidade.

1) O agregado UE9 refere-se aos 9 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004 e em 1 de Janeiro de 2007.

2) O agregado UE12 refere-se aos 12 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 31 de Dezembro de 2008.

o impacto da crise financeira foi igualmente acentuado, resultando em taxas de crescimento anuais do PIB para 2008 de 0.7% no Reino Unido, -0.2% na Suécia e -1.3% na Dinamarca. A actividade económica na Polónia e na República Checa parece ter sido afectada em menor medida, desacelerando em 2008 para 5.4% e 3.2%, respectivamente. Embora a Roménia e a Bulgária tenham registado um crescimento robusto de 7.1% e 6.0%, respectivamente, em 2008, a actividade económica nestes países também abrandou mais consideravelmente no final do ano, após um período extenso de crescimento muito elevado impulsionado pelo dinamismo da procura interna e um forte crescimento do crédito e dos salários, e suportado por fluxos de investimento directo estrangeiro significativos.

### EVOLUÇÃO DOS PREÇOS

A inflação média anual aumentou em 2008 em todos os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro (à excepção da Hungria) e, nos países com objectivos para a inflação, ultrapassou substancialmente os objectivos de inflação. Este aumento reflecte a tendência ascendente inicial das taxas de inflação na maior parte dos países durante o primeiro semestre, a qual se inverteu posteriormente. Em

Dezembro de 2008, na maior parte dos países a inflação situava-se abaixo do nível observado no início do ano.

As taxas de inflação mais elevadas foram registadas nos Estados bálticos e na Bulgária, onde a inflação média anual medida pelo IHPC oscilou entre 10.6% e 15.3%. Na República Checa, na Hungria e na Roménia, a inflação média anual medida pelo IHPC situou-se entre 6.0% e 7.9%, enquanto nos restantes países – Dinamarca, Polónia, Eslováquia, Suécia e Reino Unido – a inflação se situou entre 3.3% e 4.2%.

Um dos principais factores subjacentes à subida generalizada da inflação foi comum a quase todos os países da UE não pertencentes à área do euro, mais especificamente um forte aumento dos preços mundiais dos produtos alimentares e dos produtos energéticos. Alguns países também aplicaram aumentos acentuados aos preços administrados e aos impostos indirectos, e em algumas economias a depreciação da moeda também contribuiu para a subida. Por último, em alguns casos o dinamismo da procura interna, maiores restrições da capacidade produtiva e choques de oferta de produtos agrícolas também exerceram fortes pressões ascendentes sobre os salários e os preços.

**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 (%))

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 T1	2008 T2	2008 T3	2008 T4
Bulgária	6.1	6.0	7.4	7.6	12.0	12.4	14.0	12.5	9.0
República Checa	2.6	1.6	2.1	3.0	6.3	7.6	6.7	6.5	4.4
Dinamarca	0.9	1.7	1.9	1.7	3.6	3.2	3.7	4.6	3.0
Estónia	3.0	4.1	4.4	6.7	10.6	11.3	11.5	11.0	8.7
Letónia	6.2	6.9	6.6	10.1	15.3	16.3	17.5	15.6	11.9
Lituânia	1.2	2.7	3.8	5.8	11.1	10.8	12.3	12.0	9.4
Hungria	6.8	3.5	4.0	7.9	6.0	6.9	6.8	6.3	4.2
Polónia	3.6	2.2	1.3	2.6	4.2	4.5	4.3	4.4	3.6
Roménia	11.9	9.1	6.6	4.9	7.9	8.0	8.6	8.2	6.9
Eslováquia	7.5	2.8	4.3	1.9	3.9	3.4	4.0	4.5	3.9
Suécia	1.0	0.8	1.5	1.7	3.3	3.1	3.6	4.0	2.7
Reino Unido	1.3	2.1	2.3	2.3	3.6	2.4	3.4	4.8	3.9
UE9 <sup>1)</sup>	5.3	3.8	3.3	4.2	6.4	6.8	7.0	6.7	5.2
UE12 <sup>2)</sup>	2.6	2.6	2.6	2.9	4.7	4.2	4.9	5.5	4.3
Área do euro	2.1	2.2	2.2	2.1	3.3	3.4	3.6	3.8	2.3

Fonte: Eurostat.

1) O agregado UE9 refere-se aos 9 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004 e em 1 de Janeiro de 2007.

2) O agregado UE12 refere-se aos 12 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 31 de Dezembro de 2008.

Os factores que impulsionaram a moderação considerável da inflação no final de 2008 foram igualmente comuns à maior parte dos países. Em primeiro lugar, as taxas de inflação homólogas começaram a descer à medida que os efeitos do choque dos preços das matérias-primas a nível mundial em 2007 e no início de 2008 se dissiparam e os preços mundiais do petróleo registaram uma descida significativa. Em segundo lugar, as pressões da procura interna atenuaram-se em paralelo com a descida do crescimento económico nas economias que anteriormente registavam o crescimento mais rápido e, posteriormente, na maior parte dos outros Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, à medida que a crise financeira se intensificava. No entanto, as pressões salariais continuaram a ser significativas em vários países, onde o crescimento dos salários reais continuou a exceder o crescimento da produtividade, conduzindo a aumentos significativos dos custos unitários do trabalho.

### **POLÍTICAS ORÇAMENTAIS**

A situação orçamental nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro evoluiu de modo muito heterogéneo em 2008. Apenas a Bulgária, a Dinamarca e a Suécia continuaram a registar excedentes orçamentais; alguns dos restantes países registaram défices orçamentais elevados (ver Quadro 8). O rácio do défice aumentou para mais de 3% do PIB na Letónia, na Roménia e no Reino Unido e situou-se em redor deste nível na Lituânia. A Hungria reduziu o seu défice de 5.0% do PIB em 2007 para 3.3% em 2008. Nos Estados bálticos, na Roménia, no Reino Unido e, em menor medida, na Suécia, os resultados orçamentais em 2008 não cumpriram os objectivos previstos nos programas de convergência actualizados submetidos no final de 2007 ou no início de 2008. No caso dos Estados bálticos e do Reino Unido, tal ficou a dever-se em parte à deterioração considerável das condições macroeconómicas, que tornaram insustentáveis o plano de continuação do crescimento das despesas e, deste modo, o orçamento para 2008. Nos restantes países da UE não pertencentes à área do euro (ou seja, Bulgária, República Checa, Dinamarca, Hungria, Polónia e Eslováquia), os resultados

orçamentais em 2008 estiveram globalmente em linha com ou foram melhores do que os objectivos dos programas de convergência.

Numa conjuntura económica e orçamental geralmente degradada, a Eslováquia, a Suécia e o Reino Unido previram ou implementaram pacotes de estímulo orçamental no final de 2008, enquanto vários outros Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro anunciaram planos – em alguns casos, ambiciosos – de consolidação orçamental em 2009. A Letónia e a Hungria, que receberam apoio financeiro de emergência, nomeadamente, da UE e do FMI, adoptaram pacotes de consolidação orçamental consideráveis para 2009 e os anos seguintes.

No final de 2008, a Hungria e o Reino Unido eram objecto de procedimentos relativos aos défices excessivos. O Conselho ECOFIN revogou os procedimentos relativos aos défices excessivos em relação à República Checa e à Eslováquia em Junho e à Polónia em Julho. Em Junho, a Roménia recebeu conselhos de política da Comissão Europeia face ao risco de não cumprimento do limite para o défice de 3% do PIB num contexto de forte crescimento do PIB.

O rácio da dívida pública manteve-se significativamente abaixo do valor de referência de 60% do PIB em 2008 na maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, e apenas a Hungria registou um rácio da dívida superior a 60%. Porém, a evolução diferiu de forma significativa nos vários países. O rácio da dívida aumentou na Dinamarca, Estónia, Letónia, Hungria, Polónia, Roménia e Reino Unido, mas diminuiu ou manteve-se globalmente inalterado nos outros países. Os aumentos do rácio da dívida na maior parte dos países reflectem sobretudo a deterioração do crescimento do PIB e dos saldos orçamentais. No caso do Reino Unido, o aumento do rácio da dívida esteve igualmente relacionado, em certa medida, com o impacto orçamental do apoio de emergência prestado às instituições financeiras. No caso da Dinamarca, o aumento reflectiu a emissão de obrigações acima das necessidades de financiamento.

### 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

	2005	2006	2007	actualizações dos programas de convergência de 2007 2008	previsões de 2009 da Comissão Europeia 2008
Bulgária	1.9	3.0	0.1	3.0	3.2
República Checa	-3.6	-2.7	-1.0	-2.9	-1.2
Dinamarca	5.2	5.2	4.5	3.0	3.1
Estónia	1.5	2.9	2.7	1.3	-2.0
Letónia	-0.4	-0.2	0.1	0.7	-3.5
Lituânia	-0.5	-0.4	-1.2	-0.5	-2.9
Hungria	-7.8	-9.3	-5.0	-4.0	-3.3
Polónia	-4.3	-3.8	-2.0	-2.5	-2.5
Roménia	-1.2	-2.2	-2.5	-2.9	-5.2
Eslováquia	-2.8	-3.5	-1.9	-2.3	-2.2
Suécia	2.4	2.3	3.6	2.8	2.3
Reino Unido	-3.4	-2.7	-2.7	-2.9	-4.6
UE9 <sup>1)</sup>	-3.7	-3.5	-2.0	-2.4	-2.6
UE12 <sup>2)</sup>	-2.3	-1.8	-1.5	-1.8	-2.8
Área do euro	-2.5	-1.3	-0.6	-0.9	-1.7

#### Dívida bruta das administrações públicas

	2005	2006	2007	actualizações dos programas de convergência de 2007 2008	previsões de 2009 da Comissão Europeia 2008
Bulgária	29.2	22.7	18.2	18.3	13.8
República Checa	29.8	29.6	28.9	30.3	27.9
Dinamarca	36.4	30.7	26.3	21.6	30.3
Estónia	4.5	4.3	3.5	2.3	4.3
Letónia	12.4	10.7	9.5	8.3	16.0
Lituânia	18.4	18.0	17.0	17.2	17.1
Hungria	61.7	65.6	65.8	65.8	71.9
Polónia	47.1	47.7	44.9	44.2	45.5
Roménia	15.8	12.4	12.7	13.6	15.2
Eslováquia	34.2	30.4	29.4	30.8	28.6
Suécia	50.9	45.9	40.6	34.8	34.8
Reino Unido	42.3	43.4	44.1	44.8	50.1
UE9 <sup>1)</sup>	38.5	37.4	35.5	35.6	36.6
UE12 <sup>2)</sup>	41.9	41.4	40.5	39.6	43.4
Área do euro	70.0	68.3	66.1	65.1	68.7

Fontes: Dados da Comissão Europeia (para 2005-08), actualizações dos programas de convergência de 2007 e previsões intercalares de 2009 da Comissão Europeia (para 2008), e cálculos do BCE.

Notas: Os dados têm por base as definições do SEC 95. Os valores para 2008 nos programas de convergência são estimados pelos governos nacionais, podendo, por conseguinte, diferir dos resultados finais.

1) O agregado UE9 refere-se aos 9 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004 e em 1 de Janeiro de 2007.

2) O agregado UE12 refere-se aos 12 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 31 de Dezembro de 2008.

### EVOLUÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

Em 2008, o saldo conjunto da balança corrente e de capital dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro continuou a variar consideravelmente entre países (ver Quadro 9). Enquanto a Dinamarca e a Suécia reportaram excedentes, os restantes países registaram défices. No caso de muitos dos países que

aderiram à UE em 2004 ou posteriormente, os défices são uma característica normal do processo de convergência, na medida em que reflectem oportunidades de investimento favoráveis e um alisamento intertemporal do consumo. Todavia, os défices muito elevados das balanças correntes e de capital em alguns Estados-Membros da UE não

### 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 da balança de capital, em conjunto				Investimento directo líquido				Investimento de carteira líquido			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bulgária	-11.3	-17.1	-20.6	-22.7	14.7	23.3	21.8	18.0	-4.7	1.3	-1.6	-2.4
República Checa	-1.2	-2.3	-1.2	-1.4	9.4	2.8	4.5	4.9	-2.7	-0.8	-1.5	1.3
Dinamarca	4.5	2.9	0.7	1.6	-1.3	-2.1	-2.8	-3.6	-4.5	-6.3	-2.0	-6.2
Estónia	-9.2	-14.6	-16.9	-10.5	15.7	4.2	5.3	5.5	-16.0	-8.0	-2.4	0.5
Letónia	-11.2	-21.3	-20.6	-13.0	3.6	7.5	6.7	4.4	-0.8	0.2	-2.3	1.2
Lituânia	-5.8	-9.5	-12.8	-12.4	2.6	5.1	3.6	2.5	-1.0	-0.8	-0.8	0.7
Hungria	-6.7	-7.1	-5.1	-5.7	5.0	1.0	3.2	1.7	3.9	5.5	-1.6	1.7
Polónia	-0.9	-2.1	-3.6	-3.7	2.3	3.1	4.3	2.8	4.1	-0.9	-1.2	0.7
Roménia	-7.9	-10.5	-13.1	-13.2	6.6	8.9	5.8	6.3	1.0	-0.2	0.4	-0.2
Eslováquia	-8.5	-7.8	-4.7	-5.2	4.8	7.5	3.8	2.8	-2.0	2.9	-1.0	1.3
Suécia	7.0	7.8	8.4	8.0	-4.5	0.6	-3.7	2.0	-0.1	-5.2	2.2	-2.0
Reino Unido	-2.5	-3.4	-2.7	-1.3	4.4	2.6	-2.7	-2.8	-1.5	1.1	8.4	20.5
UE9 <sup>1)</sup>	-4.1	-5.5	-5.5	-5.6	5.9	4.4	4.9	4.0	0.7	0.7	-1.2	0.9
UE12 <sup>2)</sup>	-1.0	-1.8	-1.5	-0.8	3.1	2.4	-1.1	-0.6	-1.0	-0.4	4.5	10.7
Área do euro	0.3	0.2	0.6	-0.2	-2.6	-1.9	-1.0	-1.9	1.6	3.5	1.5	1.6

Fonte: BCE.

Nota: Os dados para 2008 referem-se à soma dos quatro trimestres até ao terceiro trimestre de 2008.

1) O agregado UE9 refere-se aos 9 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004 e em 1 de Janeiro de 2007.

2) O agregado UE12 refere-se aos 12 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 31 de Dezembro de 2008.

pertencentes à área do euro devem-se também a uma procura interna dinâmica, condições de financiamento favoráveis a nível mundial e um forte crescimento do crédito. A turbulência financeira mundial em 2008 e a sua repercussão na economia real conduziu ao arrefecimento ou à contracção da procura interna, contribuindo assim para uma diminuição do défice em vários países da UE não pertencentes à área do euro.

Analisando os países com défices elevados, a contracção do défice da balança corrente e de capital foi mais pronunciada na Estónia e na Letónia, apesar de os défices registados por estes países se terem mantido em níveis muito elevados no final de 2008. Na Lituânia, o défice estreitou-se em muito menor medida e na Roménia manteve-se praticamente inalterado, enquanto a Bulgária registou um novo aumento. O défice em todos estes países continuou a ultrapassar 10% do PIB, com o défice búlgaro a situar-se acima de 20%.

No que se refere aos países com défices externos mais reduzidos, apenas o Reino Unido registou uma contracção no respectivo défice

em 2008. Na República Checa e na Polónia, o défice manteve-se globalmente inalterado, enquanto na Hungria e na Eslováquia aumentou ligeiramente. Os desequilíbrios externos na maior parte dos países tiveram origem no défice do comércio de bens, à excepção da República Checa, Hungria e Eslováquia, onde o défice de rendimentos constituiu o factor mais importante. Em comparação com 2007, as entradas líquidas de investimento directo diminuíram em alguns países em 2008. A maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro registou um défice da balança básica, ou seja, a soma do saldo conjunto da balança corrente e da balança de capital e do investimento directo, que foi superior a 4% do PIB em várias economias. Os fluxos líquidos de investimento de carteira foram negativos ou, em geral, neutros em todos os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 2008, à excepção do Reino Unido. Os fluxos líquidos de “outro investimento” continuaram a ser, em grande medida, positivos na maior parte dos países que aderiram à UE em 2004 ou posteriormente, reflectindo sobretudo empréstimos de bancos-mãe detidos por estrangeiros às suas filiais na região.

## EVOLUÇÃO CAMBIAL

Em 2008, a evolução cambial nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro foi fortemente influenciada pelos regimes cambiais de cada país.

As moedas da Dinamarca, Estónia, Letónia, Lituânia e Eslováquia participaram no MTC II. Foram sujeitas a uma banda de flutuação normal de  $\pm 15\%$  em torno das respectivas taxas centrais face ao euro, excepto a coroa dinamarquesa, que tem uma banda mais estreita de  $\pm 2.25\%$  (ver Gráfico 38). A participação no MTC II é, em alguns casos, acompanhada por compromissos unilaterais por parte dos países em questão, no sentido de manterem bandas de flutuação mais estreitas. Estes compromissos unilaterais não impõem obrigações adicionais ao BCE. Em particular, foi acordado que a coroa estónia e a litas lituana poderiam aderir ao MTC II com os respectivos fundos de estabilização cambial em vigor. As autoridades da Letónia decidiram manter a taxa de câmbio do lats letão à taxa central face ao euro, com uma banda de flutuação de  $\pm 1\%$ . Os acordos de participação relativos aos países cujas moedas aderiram ao MTC II depois de 2004 (ou seja, todos os países mencionados acima excepto a Dinamarca) têm por base vários outros compromissos de política assumidos pelas respectivas autoridades. Estes estão relacionados, entre outros factores, com a prossecução de políticas orçamentais sólidas, a promoção de moderação nos salários e de uma evolução salarial em linha com o crescimento da produtividade, a prossecução de políticas do crédito prudentes e a implementação de novas reformas estruturais.

Antes do colapso do Lehman Brothers em Setembro de 2008, os diferenciais nos mercados monetários mantinham-se relativamente estáveis na maior parte dos países anteriormente referidos, não obstante alguma volatilidade no mercado da Letónia. No quarto trimestre de 2008, embora a evolução cambial tenha continuado a reflectir os regimes cambiais oficiais, a intensificação da crise financeira a nível mundial, a deterioração das perspectivas económicas, preocupações dos investidores

quanto a vulnerabilidades externas em alguns países, em conjunto com reduções nas notações de crédito para a Letónia e a Lituânia e decisões por parte das agências de notação de crédito no sentido de colocar a Estónia sob avaliação para uma possível redução da sua notação de crédito, contribuíram para um aumento rápido e acentuado dos diferenciais nos mercados obrigacionistas e monetários face à área do euro em todos os países do MTC II à excepção da Eslováquia. Na Letónia, onde o aumento do diferencial no mercado monetário foi particularmente pronunciado, e na Dinamarca, os bancos centrais sustentaram as respectivas moedas através de uma intervenção cambial e do aumento dos diferenciais das taxas de juro oficiais face à área do euro. Num contexto de desaceleração acentuada da actividade económica e de tensões no sistema financeiro, a Letónia nacionalizou o seu maior banco doméstico e acordou, em Dezembro 2008, um programa de apoio financeiro internacional conjunto no valor de €7.5 mil milhões. O programa inclui medidas para estabilizar o sector financeiro, reformas

Gráfico 38 Evolução no MTC II

(dados diários; desvio da taxa central em pontos percentuais)



Fonte: BCE.

Notas: Um desvio positivo (negativo) em relação à taxa central face ao euro implica que a moeda se encontra do lado fraco (forte) da banda. Para a coroa dinamarquesa, a banda de flutuação é de  $\pm 2.25\%$ ; para todas as outras moedas, aplica-se a banda de flutuação normal de  $\pm 15\%$ . Porém, como compromisso unilateral, para o lats letão a banda de flutuação é de  $\pm 1\%$ ; para a litas lituana e a coroa estónia mantém-se um fundo de estabilização cambial. A taxa central da coroa eslovaca foi reavaliada em 8.5% em 16 de Março de 2007 e 17.6472% em 29 de Maio de 2008.

económicas internas significativas, consolidação orçamental e reduções substanciais dos salários no sector público e assenta na manutenção da actual ligação cambial de banda estreita por forma a atingir o objectivo de política da Letónia no sentido de aderir à área do euro o mais brevemente possível.

Pelo contrário, a perspectiva de adesão à área do euro da Eslováquia parece ter protegido a coroa eslovaca do impacto negativo da crise financeira mundial. Na primeira metade de 2008, a coroa fortaleceu-se consideravelmente face ao euro. Em 29 de Maio, a taxa central desta moeda foi reavaliada em 17.6472% para SKK 30.1260 face ao euro. Após a decisão do Conselho da UE de Julho de 2008 que autorizava a Eslováquia a adoptar o euro, a coroa eslovaca manteve-se próximo da sua nova taxa central, ou seja, a taxa à qual a coroa foi convertida para o euro quando este foi introduzido na Eslováquia em 1 de Janeiro de 2009.

Passando à análise das moedas dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro que não participam no MTC II, a evolução foi consideravelmente diferente nos vários países (ver Gráfico 39). A maior parte das moedas mantiveram-se globalmente estáveis na primeira metade de 2008, enquanto algumas moedas, mais especificamente a coroa checa, o forint húngaro e o zloti polaco se apreciaram e atingiram máximos históricos face ao euro. Porém, a partir de Setembro de 2008, o agravamento da crise financeira, num contexto de desalavancagem mundial e graves problemas no funcionamento dos mercados interbancários a nível mundial, resultou numa depreciação rápida e acentuada de várias moedas, em particular o zloti polaco, o forint húngaro, o leu romeno e, em menor medida, a coroa checa.

O programa de apoio financeiro internacional conjunto à Hungria, que tinha por objectivo aliviar as tensões no mercado financeiro, ajudou inicialmente (no final de Outubro e Novembro de 2008) a atenuar as pressões descendentes sobre o forint e outras moedas da região. No entanto, a deterioração das perspectivas económicas

**Gráfico 39 Evolução das moedas da UE não participantes no MTC II**

(dados diários; índice: 2 de Janeiro de 2008=100)



Fonte: BCE.

e preocupações dos investidores quanto a vulnerabilidades externas em alguns países, em conjunto com reduções nas notações de crédito relativamente à Bulgária, à Hungria e à Roménia em Outubro e Novembro, resultaram numa nova depreciação acentuada do zloti, do forint, do leu e, em menor medida, da coroa. Em reflexo do seu fundo de estabilização cambial com base no euro, o lev búlgaro manteve-se estável face ao euro, apesar de um aumento dos diferenciais de taxa de juro face à área do euro. A libra esterlina enfraqueceu de forma acentuada face ao euro no quarto trimestre de 2008, com o aumento das preocupações quanto à recessão no Reino Unido e a descida dos diferenciais de taxa de juro face à área do euro. Nos primeiros dois meses de 2009, a libra apreciou-se ligeiramente face ao euro num contexto de volatilidade elevada. A coroa sueca depreciou-se significativamente face ao euro ao longo de 2008.

#### EVOLUÇÃO FINANCEIRA

Entre Janeiro e Dezembro de 2008, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro (à excepção da Estónia,

para a qual não existe uma taxa de juro de longo prazo comparável) foram fortemente afectadas pela crise financeira mundial. As alterações de carteira devido a um aumento generalizado da aversão ao risco por parte dos investidores constituíram um factor importante subjacente à evolução dos mercados obrigacionistas nestes países. Na primeira metade de 2008, a evolução das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública na maior parte dos países da UE não pertencentes à área do euro foi semelhante à da área do euro, onde as taxas de rendibilidade se mantiveram relativamente estáveis. A isto seguiu-se um período de maior divergência entre os países da UE não pertencentes à área do euro, com descidas das taxas de rendibilidade em alguns países, à semelhança da área do euro, e aumentos abruptos noutros países. Em Dezembro de 2008, as taxas de juro de longo prazo nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro situaram-se, em média, cerca de 85 pontos base acima do nível do início de 2008, o que compara com uma descida de 34 pontos base na área do euro. Os maiores aumentos foram registados na Lituânia e na Letónia (de 430 e 330 pontos base, respectivamente), reflectindo sobretudo as maiores dificuldades enfrentadas pelos respectivos governos na resposta às suas necessidades de financiamento no contexto de uma deterioração acentuada do crescimento económico.

Entre Janeiro e Dezembro de 2008, os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública face à área do euro aumentaram, em média, nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. Na Lituânia e na Letónia, atingiram máximos históricos, situando-se em redor de 500 pontos base em Dezembro.

À semelhança dos mercados obrigacionistas, os índices bolsistas foram afectados negativamente em todos os países da UE não pertencentes à área do euro em 2008 pela elevada incerteza, pelo sentimento negativo quanto à evolução económica no futuro e por notícias de perdas contínuas no sector financeiro. Os mercados bolsistas caracterizaram-se, no geral, por volatilidade elevada e descidas acentuadas – de 50%, em

média, entre Dezembro de 2007 e Dezembro de 2008. As maiores quedas dos preços das acções foram registadas na Bulgária e na Roménia, onde diminuíram mais de 70%, reflectindo sobretudo o maior risco atribuído pelos investidores aos mercados de capitais destes países.

### **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. Contudo, as estratégias de política monetária diferem consideravelmente de país para país (ver Quadro 10).

Em 2008, a política monetária e os regimes cambiais da maior parte dos Estados-Membros não pertencentes à área do euro mantiveram-se praticamente inalterados. Porém, em Fevereiro, a Hungria substituiu a sua banda de flutuação cambial face ao euro por câmbios flutuantes e libertou o seu regime de objectivos para a inflação. Foram efectuados aperfeiçoamentos nos enquadramentos da política monetária de outros países, tendo em vista a futura integração monetária na área do euro.

A intensificação da turbulência financeira mundial no Outono de 2008 criou desafios à política monetária na maior parte dos países da UE não pertencentes à área do euro, sendo que alguns países registaram restrições de liquidez nos respectivos mercados interbancários, bem como tensões nos seus mercados cambiais. As reacções dos BCN a estes desafios variaram de acordo com as condições económicas e o enquadramento de política monetária em vigor.

No que respeita às decisões de política monetária em 2008, a maior parte dos bancos centrais que participam no MTC II adoptaram medidas de política monetária que frequentemente reflectiram as decisões do BCE. Em Julho, o BCE aumentou a taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema em 25 pontos base, antes de baixar a sua principal taxa de política no último trimestre do ano, em três etapas, num total de 175 pontos base.

**Quadro 10 Estratégias oficiais de política monetária dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro**

	Estratégia de política monetária	Moeda	Características
Bulgária	Objectivo cambial	Lev da Bulgária	Objectivo cambial: ligação cambial ao euro a uma taxa de BGN 1.95583 por euro, no contexto de um fundo de estabilização cambial.
República Checa	Objectivo para a inflação	Coroa checa	Objectivo para a inflação: 3% ( $\pm 1$ p.p.) até ao final de 2009 e 2% ( $\pm 1$ p.p.) subsequentemente. Taxa de câmbio flutuante controlada.
Dinamarca	Objectivo cambial	Coroa dinamarquesa	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 2.25\%$ em torno de uma taxa central de DKK 7.46038 por euro.
Estónia	Objectivo cambial	Coroa estónia	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em torno de uma taxa central de EEK 15.6466 por euro. A Estónia mantém o seu fundo de estabilização cambial como compromisso unilateral.
Letónia	Objectivo cambial	Lats letão	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em torno de uma taxa central de LVL 0.702804 por euro. A Letónia mantém uma margem de flutuação de $\pm 1\%$ como compromisso unilateral.
Lituânia	Objectivo cambial	Litas lituana	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em torno de uma taxa central de LTL 3.45280 por euro. A Lituânia mantém o seu fundo de estabilização cambial como compromisso unilateral.
Hungria	Objectivo para a inflação	Forint húngaro	Objectivo para a inflação: objectivo a médio prazo de 3% ( $\pm 1$ p.p.) desde 2007. Taxa de câmbio flutuante.
Polónia	Objectivo para a inflação	Zloti polaco	Objectivo para a inflação: 2.5% ( $\pm 1$ p.p.) (aumento de 12 meses do IPC). Taxa de câmbio flutuante.
Roménia	Objectivo para a inflação	Leu romeno	Objectivo para a inflação: 3.8% e 3.5%, com $\pm 1$ p.p. para o final de 2008 e 2009, respectivamente. Taxa de câmbio flutuante controlada.
Eslováquia	Objectivo para a inflação dentro das condições do MTC II	Coroa eslovaca	Participou no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em torno de uma taxa central de SKK 35.4424 por euro, e a partir de 29 de Maio uma taxa central de SKK 30.1260 por euro. O objectivo para a inflação foi fixado num valor inferior a 2% para o final de 2008. Adoptou o euro em 1 de Janeiro de 2009.
Suécia	Objectivo para a inflação	Coroa sueca	Objectivo para a inflação: aumento de 2% do IPC com uma margem de tolerância de $\pm 1$ p.p.. Taxa de câmbio flutuante.
Reino Unido	Objectivo para a inflação	Libra esterlina	Objectivo para a inflação: 2% (aumento de 12 meses do IPC) <sup>1)</sup> . No caso de um desvio superior a 1 p.p., o Comité de Política Monetária do Bank of England deverá redigir uma carta aberta ao Ministro das Finanças do Reino Unido. Taxa de câmbio flutuante.

Fonte: SEBC.  
1) O IPC é idêntico ao IHPC.

Uma vez que possuem fundos de estabilização cambial, o Българска народна банка (banco nacional da Bulgária), o Lietuvos bankas e o Eesti Pank não têm taxas de política oficiais, ajustando-se automaticamente às taxas estabelecidas pelo BCE. Além disso, tendo em conta a diminuição da confiança entre os bancos domésticos e pressões de liquidez nos mercados interbancários, o Българска народна банка (banco nacional da Bulgária) e o Lietuvos

bankas reduziram as suas reservas mínimas no sentido de atenuar as restrições de liquidez.

No que respeita aos países que participam no MTC II e não possuem fundos de estabilização cambial, o Latvijas Banka, com uma banda de flutuação de  $\pm 1\%$  relativamente à taxa central do lats, enquanto compromisso unilateral, manteve a sua taxa de juro directora em 6% ao longo do ano. No entanto, aumentou a taxa da facilidade

permanente de depósito em 100 pontos base para 3% e aplicou diferentes taxas da facilidade permanente de cedência de liquidez em função do número de dias de utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez durante o período de 30 dias anterior. O Latvijas Banka também reduziu o seu rácio das reservas mínimas relativamente às responsabilidades dos bancos superiores a 2 anos, em cinco etapas, num total de 500 pontos base para 3%, e a outras responsabilidades num total de 300 pontos base para 5%, por forma a atenuar as restrições de liquidez no sector bancário. Em Dezembro, concluiu igualmente um acordo de *swap* com o Sveriges Riksbank e o Danmarks Nationalbank, permitindo-lhe pedir empréstimos até €500 milhões sob a forma de financiamento de curto prazo no sentido de preservar a estabilidade macroeconómica e financeira.

O Danmarks Nationalbank aumentou a sua principal taxa de juro de política, em quatro etapas, num total de 125 pontos base entre Maio e Outubro de 2008. Enquanto uma decisão (em Julho) seguiu um aumento de 25 pontos base por parte do BCE, as outras medidas foram tomadas quando a taxa de juro relativa às operações principais de refinanciamento do Eurosistema se manteve inalterada ou foi reduzida, e tiveram por objectivo aumentar o diferencial das taxas de política face à área do euro. Os aumentos da taxa de juro pelo Danmarks Nationalbank destinaram-se a apoiar a coroa, em fase de enfraquecimento, durante períodos de tensões nos mercados cambiais. Em Outubro, o Danmarks Nationalbank e o BCE anunciaram a criação de uma linha de *swap* no montante de €12 mil milhões destinada a melhorar a liquidez nos mercados de curto prazo do euro. Tal seguiu-se à celebração de um acordo semelhante entre o Danmarks Nationalbank e o Sistema de Reserva Federal em Setembro. Na sequência de uma ligeira atenuação das tensões nos mercados financeiros dinamarqueses, o Danmarks Nationalbank acompanhou o BCE em Novembro e Dezembro de 2008 e reduziu a sua principal taxa de juro de política, em duas etapas, num total de 125 pontos base.

À luz da adopção do euro pela Eslováquia num futuro próximo, o Národná banka Slovenska acompanhou as decisões de política monetária do BCE a partir de Outubro de 2008 e baixou a sua taxa dos acordos de reporte, em três etapas, num total de 175 pontos base para 2.5%. Além disso, reduziu o corredor das taxas *overnight* em torno da taxa dos acordos de recompra para 100 pontos base.

A maior parte dos BCN com objectivos estabelecidos para a inflação e que não participam no MTC II tornaram mais restritiva a sua orientação de política monetária no início de 2008, com o objectivo de conter as pressões inflacionistas resultantes, em grande medida, dos aumentos dos preços dos produtos alimentares e dos produtos energéticos e, em alguns países, também de um crescimento robusto dos salários. Nos primeiros três trimestres de 2008, o Sveriges Riksbank, o Magyar Nemzeti Bank e o Narodowy Bank Polski aumentaram as suas principais taxas de política num total de 100 pontos base ao longo de várias etapas, enquanto o Banca Națională a României aumentou a sua taxa de juro directora, em seis etapas, num total de 275 pontos base. O Česká národní banka aumentou a sua principal taxa de política apenas numa ocasião, em 25 pontos base, em Fevereiro, uma medida que foi invertida em Agosto. O Bank of England, que tinha começado a reduzir as suas taxas de política em Dezembro de 2007, continuou a baixar as taxas de juro ao longo dos três primeiros trimestres de 2008.

Com a diminuição das pressões inflacionistas num contexto de descida dos preços das matérias-primas, enfraquecimento das perspectivas económicas e intensificação da crise financeira mundial, a maior parte dos BCN com objectivos estabelecidos para a inflação reduziram as suas taxas de juro de política no quarto trimestre de 2008. Em 8 de Outubro, o Bank of England e o Sveriges Riksbank baixaram as taxas de juro em 50 pontos base numa acção concertada com o BCE e outros bancos centrais não pertencentes à UE. No entanto, em 22 de Outubro, o Magyar Nemzeti Bank aumentou a sua principal taxa

de política em 300 pontos base em resposta à evolução nos mercados financeiros. Pelo contrário, o Bank of England e o Sveriges Riksbank continuaram a reduzir as suas taxas, em várias etapas, num total de 300 e 275 pontos base, respectivamente, no quarto trimestre. Do mesmo modo, os bancos centrais da República Checa, Polónia e Hungria reduziram as suas taxas de política, numa série de etapas, num total de 125, 100 e 150 pontos base, respectivamente, em Novembro e Dezembro.





O antigo Presidente do BCE, Willem F. Duisenberg com a sua esposa, Gretta, e o Chanceler alemão, Helmut Kohl, aquando da sua chegada para a cerimónia de inauguração do BCE em 30 de Junho de 1998

## 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

As operações de política monetária do Eurosistema incluem, por um lado, operações de mercado aberto, como as operações principais de refinanciamento (OPR), as operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) e as operações ocasionais de regularização e, por outro lado, as facilidades permanentes. Ao nível do quadro operacional para a implementação da política monetária, que tem por base um regime de reservas mínimas, estes instrumentos são utilizados para gerir as condições de liquidez no mercado monetário interbancário, com vista a orientar as taxas de juro de muito curto prazo para um valor próximo da taxa de juro de referência do BCE.

Durante 2008, as decisões do Conselho do BCE com efeitos sobre as taxas de juro directoras do BCE foram tomadas em quatro ocasiões. Em 3 de Julho, o Conselho do BCE decidiu aumentar as suas taxas de juro directoras em 25 pontos base, para 4.25%. Em 8 de Outubro, 6 de Novembro e 4 de Dezembro, o Conselho do BCE decidiu reduzir as suas taxas de juro directoras para 3.75%, 3.25% e 2.50%, respectivamente. Além disso, em 8 de Outubro, o Conselho do BCE decidiu reduzir o corredor em torno da taxa de juro das OPR constituído pelas taxas das facilidades permanentes, de 200 para 100 pontos base a partir de 9 de Outubro. Em consequência, a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez foi fixada 50 pontos base acima da taxa de juro das OPR e a taxa da facilidade permanente de depósito 50 pontos base abaixo da taxa das OPR. A 18 de Dezembro, o Conselho do BCE decidiu restabelecer a largura do corredor para os níveis anteriores a Outubro, com efeitos a partir de 21 de Janeiro de 2009.

A implementação da política monetária durante 2008 foi motivada pelos esforços do Eurosistema para fazer face às tensões nos mercados monetários relacionadas com a turbulência financeira. Numa primeira fase de medidas, no período que decorreu até Setembro, o Eurosistema procedeu a uma antecipação da cedência de liquidez no início do

Gráfico 40 Taxas de juro directoras do BCE e EONIA



Fonte: BCE.

1) Taxa mínima de proposta até 14 de Outubro de 2008; taxa fixa a partir de 15 de Outubro de 2008.

período de manutenção de reservas, permitindo aos bancos cumprir as respectivas reservas mínimas ligeiramente mais cedo no período de manutenção, tendo posteriormente reduzido essa cedência, mantendo assim inalterada a cedência total de liquidez ao longo de todo o período de manutenção. Ao mesmo tempo, o prazo médio das operações de mercado aberto foi alargado, aumentando-se a percentagem de liquidez cedida através de operações de prazo alargado.

Em Outubro de 2008, na sequência de uma acentuada deterioração das condições dos mercados financeiros após a falência do Lehman Brothers, o BCE lançou uma segunda fase de medidas. Estas incluíram a mudança para um procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total para operações de mercado aberto, a redução do corredor das facilidades permanentes de 200 para 100 pontos base e a expansão da lista de activos elegíveis a ser utilizados como garantia nas operações de crédito do Eurosistema.

Todas estas medidas tiveram como objectivo assegurar a continuação do acesso a liquidez por parte dos bancos solventes, ajudando assim a melhorar o funcionamento desadequado do mercado monetário, ao mesmo tempo orientando as taxas de juro de curto prazo (ver Caixa 10 para mais pormenores).

## Caixa 10

### **OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DURANTE O RECENTE PERÍODO DE VOLATILIDADE NOS MERCADOS FINANCEIROS**

A turbulência nos mercados financeiros afectou a condução das operações de política monetária ao longo de 2008. A presente caixa descreve as operações de política monetária conduzidas pelo BCE no contexto da turbulência financeira. Foca as medidas de gestão de liquidez, no que respeita a operações em euros e em outras moedas, e descreve como o quadro de activos de garantia contribuiu para a implementação da política monetária neste período.

Em 2008, podem ser identificadas duas fases da gestão de liquidez. A primeira correspondeu ao período de Janeiro a Setembro, quando o BCE prosseguiu, no geral, as medidas que tinha adoptado durante o segundo semestre de 2007. A segunda fase teve início com a falência do Lehman Brothers em Setembro, a qual conduziu a uma intensificação das tensões nos mercados monetários e desencadeou uma nova onda de medidas de gestão de liquidez.

#### **Gestão de liquidez de Janeiro a Setembro de 2008**

As medidas do BCE para fazer face às tensões no mercado monetário no período de Janeiro a Setembro de 2008 podem ser agrupadas sob três rubricas:

##### **1 Cedência de liquidez na parte inicial do período de manutenção de reservas**

Durante este período, o BCE aumentou a oferta de liquidez no início do período de manutenção e reduziu-a na parte final. Esta “cedência antecipada” de liquidez permitiu às contrapartes cumprirem os requisitos de reservas mínimas ligeiramente mais cedo no período de manutenção, mas não alterou a oferta média de liquidez no conjunto do período. As instituições de crédito terão, aparentemente, desenvolvido uma preferência pelo cumprimento mais cedo das reservas mínimas, no contexto de uma incerteza elevada e de um volume decrescente de transacções, especialmente nos segmentos de mais longo prazo do mercado monetário. Em algumas ocasiões, o BCE realizou operações ocasionais de regularização durante o período de manutenção com o objectivo de orientar as taxas de juro de curto prazo para níveis próximos do da taxa directora.

##### **2 Operações de refinanciamento de prazo alargado suplementares**

Neste período, o montante total do refinanciamento proporcionado através de operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA), que tinha aumentado de, mais ou menos, 30% antes do início da turbulência em Julho de 2007 para, aproximadamente, 60% em Janeiro de 2008, foi mantido quase sem alterações. Em 7 de Fevereiro de 2008, o Conselho do BCE decidiu<sup>1</sup> renovar

<sup>1</sup> A lista completa das declarações do BCE pode ser consultada em <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html>.

as duas operações adicionais com prazo de 3 meses, introduzidas em 2007 com o objectivo de apoiar a normalização dos mercados monetários (inicialmente, no montante de €60 mil milhões e depois num montante mais reduzido de €50 mil milhões). Ao mesmo tempo, o prazo médio do refinanciamento foi de novo aumentado com a introdução de ORPA suplementares com prazos de 3 e 6 meses. Em 28 de Março de 2008, o Conselho do BCE decidiu introduzir operações adicionais com prazo de 3 meses no valor de €50 mil milhões, assim como operações com prazo de 6 meses. As primeiras operações com prazo de 6 meses foram liquidadas em 3 de Abril e 10 Julho, ambas com um valor de €25 mil milhões cada. No decurso de 2008, estas operações foram todas renovadas na data de vencimento.

### **3 Operações no âmbito da facilidade de leilão a prazo em dólares dos EUA**

Com vista a fazer face às perturbações nos mercados europeus de financiamento em dólares dos EUA, desencadeadas pela turbulência nos mercados financeiros, em 2007, o BCE estabeleceu um acordo cambial recíproco (linha de *swap*) com o Sistema de Reserva Federal. No contexto da facilidade de leilão a prazo em dólares dos EUA (*US dollar Term Auction Facility*) do Sistema de Reserva Federal e em estreita cooperação com outros bancos centrais, o Eurosistema proporcionou, através desta linha de *swap*, financiamento em dólares dos EUA às suas contrapartes, contra activos elegíveis como garantia em operações de crédito do Eurosistema.

O Eurosistema cedeu liquidez em dólares dos EUA pela primeira vez em Dezembro de 2007, em duas operações que foram renovadas em Janeiro de 2008. Dada a procura reduzida de dólares dos EUA após estas operações, em Fevereiro, o Eurosistema interrompeu temporariamente as suas operações de cedência de liquidez nessa moeda. No entanto, as pressões de liquidez nos mercados de financiamento aumentaram de novo em Fevereiro e no início de Março e levaram a medidas coordenadas por parte de vários bancos centrais no sentido de fazer face às novas tensões. Como parte desta acção coordenada, o Conselho do BCE decidiu, em 11 de Março, reactivar o fornecimento de financiamento em dólares dos EUA a contrapartes do Eurosistema.

O financiamento em dólares dos EUA foi proporcionado numa base bi-semanal com um prazo de 28 dias e por um montante de USD 15 mil milhões em cada leilão. Contudo, dadas as persistentes tensões do mercado monetário em alguns mercados de financiamento, evidenciadas pelas elevadas taxas de depósito para prazos superiores ao *overnight* (por exemplo, uma semana) aplicadas a várias moedas, as taxas invulgarmente elevadas do dólar dos EUA implícitas nas taxas de *swaps* cambiais e os níveis fortes da procura das operações do Eurosistema em dólares dos EUA, o montante de cada leilão bi-semanal foi aumentado para USD 25 mil milhões em 2 de Maio.

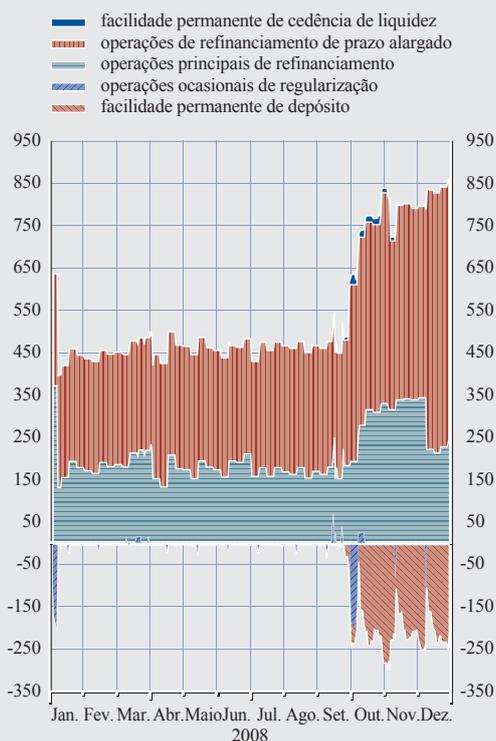
Para melhor responder às necessidades de financiamento em dólares dos EUA, as facilidades do Eurosistema de financiamento em dólares dos EUA existentes foram objecto de melhorias em 30 de Julho. O BCE anunciou, em coordenação com o Sistema de Reserva Federal, a introdução de um ciclo de 84 dias para as operações no âmbito da facilidade de leilão a prazo em dólares dos EUA para complementar os ciclos de 28 dias de financiamento em dólares dos EUA existentes. Todavia, o montante total das operações em curso permaneceu inalterado em USD 50 mil milhões.

### **Gestão de liquidez de Outubro a Dezembro de 2008**

Como as tensões em todos os segmentos do mercado monetário se intensificaram em meados de Setembro de 2008, o BCE adoptou cinco medidas adicionais de gestão de liquidez.

### Gráfico A Oferta de liquidez através de operações de mercado aberto e recurso às facilidades permanentes

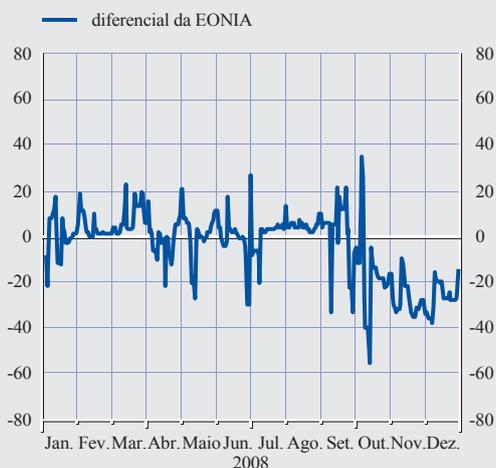
(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

### Gráfico B Diferencial entre a EONIA e a taxa das OPR

(até 14 de Outubro: taxa mínima de proposta; a partir de 15 de Outubro: taxa fixa)



Fonte: BCE.

## 1 Leilões de taxa fixa com colocação total

A pressão acrescida nos mercados financeiros na segunda quinzena de Setembro e no início de Outubro de 2008 conduziu a perturbações adicionais nos mercados monetários, tornando cada vez mais difícil para as instituições de crédito obterem financiamento no mercado monetário. Em resposta a estes desenvolvimentos, em 8 de Outubro, o Conselho do BCE decidiu que, a partir de 15 de Outubro e, pelo menos, até ao final do período de manutenção que terminaria em 20 Janeiro de 2009, todas as OPR seriam conduzidas como leilões de taxa fixa com colocação total. Esta medida destinava-se a sinalizar aos participantes no mercado que o BCE pretendia oferecer toda a liquidez que fosse necessária para evitar uma crise de liquidez. A medida conduziu a um aumento significativo do volume total das operações de mercado aberto denominadas em euros, visto que a oferta de liquidez passou a ser determinada pelo montante agregado das propostas das contrapartes (ver Gráfico A). A política de colocação total foi efectivamente implementada em 9 de Outubro através de uma operação ocasional de regularização para cedência de liquidez, na qual todas as propostas foram satisfeitas.

Além disso, em 15 de Outubro, o Conselho do BCE decidiu aplicar os leilões de taxa fixa com colocação total também às ORPA (e às ORPA suplementares), com efeitos a partir de 30 de Outubro e, pelo menos, até ao fim do primeiro trimestre de 2009.

Esta melhoria da cedência de liquidez atenuou significativamente as tensões no segmento de curto prazo do mercado monetário e conduziu a uma descida geral da EONIA, a partir da data dos anúncios (ver Gráfico B). Entre meados de Outubro e o final de 2008, a EONIA situou-se constantemente abaixo da taxa das OPR. Além disso, a EONIA baixou durante cada período de manutenção, em linha com o cumprimento gradual das reservas mínimas pelas contrapartes e a utilização global crescente da facilidade permanente de depósito.

## 2 Redução do corredor formado pelas taxas das facilidades permanentes

Em 8 de Outubro, o Conselho do BCE decidiu igualmente reduzir a amplitude do corredor formado pelas duas facilidades permanentes (ou seja, a facilidade de cedência de liquidez e a facilidade de depósito) de 200 para 100 pontos base. A taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez foi fixada em 50 pontos base acima da taxa das OPR e a taxa da facilidade permanente de depósito foi fixada em 50 pontos base abaixo da taxa das OPR. A redução do corredor visava facilitar ainda mais a gestão de liquidez dos bancos oferecendo uma intermediação dos bancos centrais menos onerosa para o sector bancário. Esta medida teve efeitos a partir de 9 de Outubro e permaneceu em vigor até 20 de Janeiro de 2009, quando a amplitude do corredor foi de novo aumentada para 200 pontos base.

## 3 Operações de refinanciamento de prazo alargado suplementares

Após uma decisão do Conselho do BCE em 15 de Outubro, o fornecimento de financiamento de prazo alargado foi melhorado pela renovação das operações existentes e o lançamento de novas operações. Como resultado, durante cada período de manutenção foram conduzidas quatro operações de prazo alargado: uma por um prazo equivalente ao período de manutenção (uma operação de refinanciamento de prazo especial), duas com prazo de 3 meses e uma com prazo de 6 meses. Consequentemente, até ao final de 2008, o peso das OPR no volume total de refinanciamento tinha diminuído para cerca de 28%, ao passo que as ORPA, as ORPA suplementares e a operação de refinanciamento de prazo especial representavam os restantes 72% (ver Gráfico A).

## 4 Operações adicionais de cedência de liquidez em dólares dos EUA e francos suíços

### *As operações do Eurosistema de cedência de liquidez em dólares dos EUA*

A partir de meados de Setembro de 2008, as tensões nos mercados monetários do dólar dos EUA agravaram-se significativamente. Em particular, as taxas cotadas para depósitos em dólares dos EUA, durante o horário de transacção dos mercados asiáticos e europeus e nas primeiras horas de actividade nos mercados dos Estados Unidos, eram muito elevadas, atingindo por vezes níveis superiores a 10%. A liquidez no mercado de *swaps* cambiais era também invulgarmente baixa, perante sinais de tensão acrescida e de segmentação dos mercados, tendo o acesso a financiamento em dólares dos EUA passado a ser extremamente difícil para as instituições fora dos Estados Unidos. Em resposta, o Eurosistema reforçou de novo a cedência de liquidez em dólares dos EUA às suas contrapartes adicionando às operações existentes com prazos de 28 e 84 dias operações com prazo de 7 dias e, a partir de então, com prazo *overnight*. Também aumentou de novo os montantes oferecidos às contrapartes nessas operações de cedência de liquidez em dólares dos EUA, o que foi realizado por duas fases, tendo, de cada vez, sido igualmente aumentada a linha de *swap* com o Sistema de Reserva Federal. No início de Outubro, os montantes máximos das operações do Eurosistema de cedência de liquidez em dólares dos EUA, atingiram USD 50 mil milhões nas operações *overnight*, USD 40 mil milhões nas operações com prazo de 28 dias e USD 20 mil milhões nas operações com prazo de 84 dias.

Em 15 de Outubro, em virtude dos níveis elevados de incerteza prevalecentes no sistema bancário, o BCE comprometeu-se, em coordenação com o Sistema de Reserva Federal, a satisfazer todas as propostas a uma taxa fixa nas operações com prazo de 7, 28 e 84 dias, tendo as operações *overnight* sido interrompidas.

Para minimizar o potencial problema da insuficiente disponibilidade de activos de garantia elegíveis, dado o procedimento de colocação total nas operações de cedência de liquidez em euros e em dólares

dos EUA, o BCE anunciou, em 15 de Outubro de 2008, que o Eurosistema também conduziria operações de cedência de liquidez em dólares dos EUA sob a forma de *swaps* cambiais EUR/USD. Estas operações de *swap* cambial, conduzidas em paralelo com as existentes operações de recompra garantidas em dólares dos EUA, foram igualmente financiadas através do acordo de *swap* com o Sistema de Reserva Federal, que foi prolongado até 30 de Abril de 2009.

As operações de recompra do Eurosistema em dólares dos EUA continuaram a registar uma procura relativamente alta, com montantes de propostas elevados e um grande número de licitantes, ao passo que a participação em operações de *swap* cambial em dólares dos EUA permaneceu, em geral, muito limitada, tanto em termos de volumes de propostas, como de número de participantes.

#### *As operações do Eurosistema de cedência de liquidez em francos suíços*

O aumento das tensões nos mercados monetários internacionais registado em Outubro de 2008 levou igualmente a uma pressão ascendente sobre as taxas do mercado monetário de curto prazo do franco suíço. Simultaneamente, aumentaram as necessidades de financiamento em francos suíços dos bancos sem acesso directo às operações do Swiss National Bank (o banco central da Suíça), nomeadamente na área do euro. Assim, em 15 de Outubro, o Swiss National Bank e o BCE anunciaram, em conjunto, medidas no sentido de melhorar a liquidez nos mercados monetários de curto prazo do franco suíço, passando o Eurosistema a proporcionar às suas contrapartes financiamento em francos suíços recebidos através de uma linha de *swap* com o banco central da Suíça.

A cedência de liquidez em francos suíços pelo Eurosistema assumiu a forma de *swaps* cambiais EUR/CHF a um preço fixo e com um montante máximo de colocação determinado pelo BCE em coordenação com o Swiss National Bank. Estes *swaps* foram inicialmente introduzidos com um prazo de apenas sete dias, mas foram mais tarde complementados por *swaps* com um prazo de 3 meses, que se destinavam a reduzir as tensões neste segmento dos mercados monetários do franco suíço.

O montante máximo de cada um destes leilões foi fixado em €20 mil milhões para as operações com prazo de 7 dias e em €5 mil milhões para as operações com prazo de 84 dias. Os *swaps* cambiais EUR/CHF registaram uma procura relativamente moderada, com volumes de propostas inferiores ao montante máximo em todas as operações. O rácio dos montantes propostos/colocados era estável, situando-se em cerca de 0.6 nos *swaps* com prazo de 7 dias e em aproximadamente 0.1 nas operações com prazo de 84 dias.

#### *A cedência de liquidez em euros pelo BCE a alguns bancos centrais da UE*

Em Outubro e Novembro de 2008, o BCE assinou acordos para a cedência de liquidez em euros a diversos bancos centrais de países da UE fora da área do euro. A intenção do BCE ao estabelecer estes acordos era apoiar várias medidas tomadas pelos bancos centrais em causa, as quais visavam todas aumentar a liquidez em euros nos respectivos mercados financeiros domésticos.

Este apoio assumiu a forma de acordos de recompra num montante até €5 mil milhões, com o Magyar Nemzeti Bank, e até €10 mil milhões, com o Narodowy Bank Polski. O BCE e o Danmarks Nationalbank estabeleceram um acordo cambial recíproco no montante de €12 mil milhões.

## **5 Alargamento da lista de activos de garantia**

Em 15 de Outubro, o Conselho do BCE decidiu alargar a lista de activos de garantia elegíveis, numa base temporária até ao final de 2009. A disponibilidade de activos de garantia não constituiu uma

restrição ao longo da maior parte de 2008, graças à diversidade do quadro de activos de garantia do Eurosistema. No entanto, dada a cedência de liquidez com vários prazos, em euros e em dólares dos EUA, e a introdução de leilões de taxa fixa com colocação total, o quadro de activos de garantia foi temporariamente alargado como descrito a seguir.

- A partir de 22 de Outubro de 2008, o limite de crédito para activos transaccionáveis e não transaccionáveis foi reduzido de “A-” para “BBB-”, à excepção dos instrumentos de dívida titularizados, para os quais se manteve o limite de qualidade do crédito de “A-”. Além disso, desde 22 de Outubro de 2008, o Eurosistema também tem aceite instrumentos de dívida emitidos por instituições de crédito, incluindo certificados de depósito, não cotados num mercado regulamentado, mas transaccionados em determinados mercados não regulamentados considerados aceitáveis pelo BCE. Instrumentos de dívida subordinada transaccionáveis, protegidos por uma garantia aceitável e que cumprem todos os critérios de elegibilidade, também podem ser utilizados como garantia.
- Desde 14 de Novembro, o Eurosistema aceita igualmente instrumentos de dívida transaccionáveis emitidos na área do euro e denominados em dólares dos EUA, libras esterlinas e ienes japoneses, desde que o emitente esteja estabelecido no Espaço Económico Europeu.

No sentido de cumprir a obrigação estatutária de garantir que o seu balanço permanece protegido contra o risco financeiro, o Eurosistema aplica medidas de controlo de risco ao conjunto alargado de activos de garantia elegíveis. A expansão dos critérios de elegibilidade é, por conseguinte, conjugada com um acompanhamento vigilante da utilização do quadro de activos de garantia.

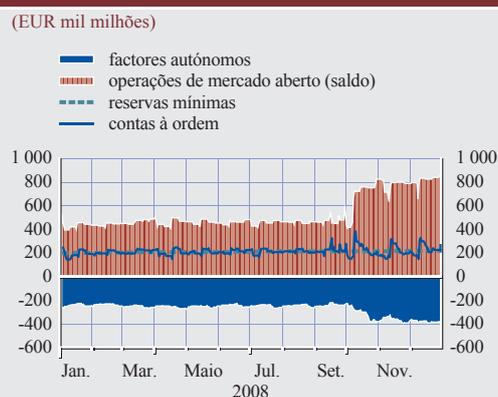
### NECESSIDADES DE LIQUIDEZ DO SISTEMA BANCÁRIO

Na cedência de liquidez através de operações de mercado aberto, o Eurosistema tem em consideração uma avaliação diária das necessidades de liquidez do sistema bancário da área do euro em termos agregados. Estas necessidades de liquidez são determinadas pela soma das reservas mínimas, dos fundos detidos por instituições de crédito no Eurosistema que ultrapassam estas reservas mínimas (reservas excedentárias) e dos factores autónomos. Os factores autónomos são as rubricas do balanço do Eurosistema, como a circulação monetária e os depósitos das administrações públicas, que têm impacto nas detenções em conta corrente das instituições de crédito, mas que não estão sob o controlo directo da gestão de liquidez do Eurosistema.

Em 2008, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário da área do euro ascenderam a €487.1 mil milhões, 10.3% acima do valor registado em 2007 (ver Gráfico 41). Um motivo para o aumento foi o crescimento

continuado das reservas mínimas, de 12.5%, para €210.8 mil milhões. Um outro motivo importante foi um aumento excepcional da procura de notas, não relacionado com factores sazonais. O Gráfico 42 mostra que o montante de notas em circulação aumentou de modo significativo, mais de 6% entre Setembro e o início de Novembro

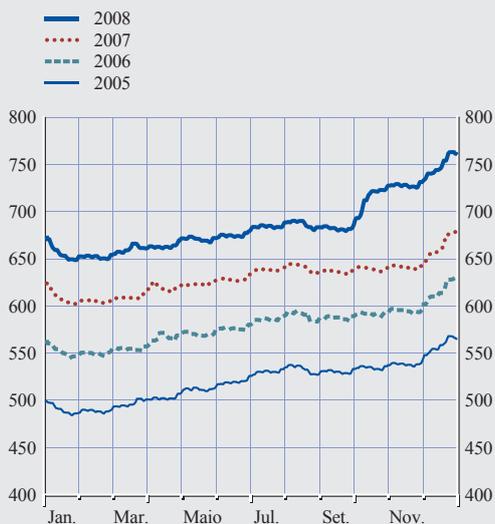
**Gráfico 41 Factores de liquidez na área do euro em 2008**



Fonte: BCE.

**Gráfico 42 Notas em circulação**

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

de 2008, o que contribuiu para o aumento total das necessidades de liquidez. No geral, em 2008 os factores autónomos aumentaram 8.9% para €274.5 mil milhões. Embora as reservas excedentárias médias nos períodos de manutenção terminados em 2008 tenham aumentado €0.2 mil milhões, para €1.1 mil milhões face a 2007, permaneceram negligenciáveis em termos relativos em 0.5% das reservas mínimas.

### REGIME DE RESERVAS MÍNIMAS

As instituições de crédito na área do euro devem constituir reservas mínimas em contas correntes no Eurosistema. Tal como tem acontecido desde 1999, as reservas mínimas igualaram 2% da base de incidência das instituições de crédito em 2008, tendo ascendido a €210.8 mil milhões, em média. É o crescimento da base de incidência, determinada por certas responsabilidades de curto prazo nos balanços das instituições de crédito, que explica o referido aumento de 12.5% do montante total de reservas mínimas durante 2008. Devido ao facto de, para qualquer período de manutenção, o Eurosistema remunerar as reservas a uma taxa que corresponde à média das taxas marginais das OPR (se conduzidas sob a forma de leilões de taxa variável) ou à taxa fixa das OPR (no caso

de leilões de taxa fixa), o regime de reservas mínimas não impõe custos significativos ao sector bancário. Ao mesmo tempo, cumpre duas importantes funções no quadro operacional para a implementação da política monetária. Primeiro, estabiliza as taxas de curto prazo do mercado monetário, uma vez que as reservas mínimas têm de ser cumpridas apenas em média ao longo do período de manutenção, permitindo às instituições de crédito regularizar fluxos de entrada e saída de liquidez temporários e inesperados. Segundo, aumenta o défice de liquidez do sistema bancário, ou seja, a necessidade geral dos bancos de refinanciamento junto do Eurosistema.

### OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO

O Eurosistema utiliza OPR, ORPA e operações ocasionais de regularização para gerir a situação de liquidez no mercado monetário. Todas as operações de cedência de liquidez têm de ser totalmente garantidas. As OPR são operações regulares com uma frequência semanal e normalmente um prazo de uma semana. São o principal instrumento para assinalar a orientação da política monetária do BCE.

Até 8 de Outubro de 2008, as OPR foram conduzidas sob a forma de leilões de taxa variável com uma taxa mínima de proposta, e a partir de 15 de Outubro, sob a forma de leilões de taxa fixa em que todas as propostas foram satisfeitas. O número de contrapartes elegíveis aumentou durante 2008 de 1693 para 2099. A maior parte deste aumento ocorreu nos meses de Outubro e Novembro, altura em que alguns bancos decidiram apresentar-se como elegíveis devido a restrições de financiamento no mercado monetário. Em média, participaram 443 contrapartes nas OPR em 2008, ou seja, 31% acima do número observado em 2007 (em média, 338 contrapartes). Este aumento esteve também relacionado com a intensificação das pressões no mercado monetário, o que significou que muitas contrapartes tiveram de suprir as suas necessidades de liquidez obtendo financiamento junto do BCE e não do mercado. O número de licitantes nas OPR voltou a aumentar quando o BCE decidiu mudar para leilões de taxa fixa com colocação total em Outubro, passando

de uma média de 354 nos leilões de taxa variável para 747 nos leilões de taxa fixa.

Até 8 de Outubro, o Eurosistema colocou €175 mil milhões, em média, nas OPR com leilões de taxa variável. O montante colocado variou consideravelmente durante este período devido à política de fornecimento antecipado, o que resultou num padrão de descida dos montantes de colocação no decurso de cada período de manutenção, e ao aumento da cedência de liquidez através de ORPA. Quando os leilões de taxa fixa com colocação total foram introduzidos nas OPR em 15 de Outubro de 2008, os montantes de colocação aumentaram consideravelmente, para €291 mil milhões em média. No final de 2008, a liquidez cedida em OPR representava 28% do volume total de refinanciamento, consideravelmente menos do que em anos anteriores, altura em que ascendeu a aproximadamente 65-75%.

As ORPA são operações de cedência de liquidez mensais com um prazo de 3 meses. Para além destas operações, foram gradualmente introduzidas várias outras ORPA suplementares ao longo de 2008. No final do ano, realizaram-se duas ORPA suplementares durante cada período de manutenção, uma operação pelo prazo de 3 meses e outra pelo prazo de 6 meses, bem como uma operação de refinanciamento de prazo especial, com prazo igual à duração do período de manutenção. Até meados de Outubro as ORPA e as ORPA suplementares foram realizadas sob a forma de verdadeiros leilões de taxa variável (ou seja, sem taxa mínima de proposta). O montante de colocação nas ORPA e nas ORPA suplementares a 3 meses durante este período foi de €50 mil milhões (à excepção de duas ORPA suplementares liquidadas em 21 de Fevereiro e 13 de Março, cada uma com um montante de colocação de €60 mil milhões). Duas das ORPA suplementares a 6 meses foram realizadas num montante de €25 mil milhões (em 2 de Abril e 9 de Julho), e uma foi realizada num montante de €50 mil milhões (em 8 de Outubro).

A partir de 30 de Outubro de 2008, as operações de prazo alargado também se realizaram sob a forma

de leilões de taxa fixa com colocação total. A taxa aplicada em todas estas operações foi a taxa das OPR. A mudança para leilões de taxa fixa levou a um aumento geral dos montantes de colocação também para as operações de prazo alargado. Contudo, dadas as fortes expectativas de um corte das taxas directoras do BCE, especialmente perto do final de 2008, a taxa fixa aplicada nestes leilões conduziu apenas a um aumento moderado dos montantes de colocação das ORPA suplementares a 3 ou a 6 meses. No final de 2008, o saldo de todas as operações de prazo alargado (ORPA, ORPA suplementares e operações de refinanciamento de prazo especial) situava-se em €617 mil milhões, o que representou a percentagem mais elevada de sempre de refinanciamento do BCE ao sector bancário, ou seja, aproximadamente 72% de todas as operações de mercado aberto.

As ORPA estão abertas ao mesmo conjunto de contrapartes que as OPR, das quais 157 participaram, em média, durante 2008, em comparação com 145 em 2007. A introdução de leilões de taxa fixa levou a uma redução do número médio de licitantes nas ORPA de 161 (em leilões de taxa variável) para 146 (em leilões de taxa fixa). Nas operações de refinanciamento de prazo especial, que também estão abertas ao mesmo conjunto de contrapartes, 210 contrapartes participaram no leilão de taxa variável liquidado em 30 de Setembro, enquanto uma média de 97 contrapartes participaram nos dois leilões de taxa fixa seguintes.

O BCE pode realizar operações ocasionais de regularização de cedência e de absorção de liquidez numa base *ad hoc* para gerir as condições de liquidez no mercado e orientar as taxas de juro. Até 5 de Outubro de 2008, o Eurosistema seleccionou um número limitado de contrapartes mais activas no mercado monetário para estas operações (136 em 30 de Setembro de 2008). Na sequência de uma decisão do Conselho do BCE, a partir de 6 de Outubro de 2008, o acesso às operações ocasionais de regularização foi alargado ao ser concedida elegibilidade a todas as contrapartes elegíveis para participar em operações de mercado aberto do Eurosistema com base em leilões normais, e que preenchessem

igualmente determinados critérios de selecção especificados pelos respectivos BCN.

Em 2008, o BCE realizou 25 operações ocasionais de regularização. Foi mantida a prática de realizar operações ocasionais de regularização em fim de período ao longo do ano, com 12 destas operações a ocorrer no último dia dos períodos de manutenção. As restantes 13 realizaram-se em resposta às condições de liquidez prevalentes e às taxas de juro de curto prazo do mercado monetário. Nos dias 2 e 3 de Janeiro, com o abrandamento das tensões relacionadas com o final do ano, as operações de regularização destinadas à absorção de liquidez foram realizadas num contexto de excesso de oferta de liquidez. Nos dias 20 e 31 de Março, foi cedida liquidez em operações ocasionais de regularização, em resultado das tensões no mercado monetário relacionadas com o período de férias da Páscoa e a falência do Bear Stearns. Para fazer face ao aumento das pressões nos mercados monetários em Setembro, o BCE realizou nove operações ocasionais de regularização entre 15 de Setembro e 9 de Outubro, cinco das quais de cedência de liquidez e quatro de absorção de liquidez.

#### **FACILIDADES PERMANENTES**

As contrapartes podem utilizar as duas facilidades permanentes por sua própria iniciativa para obter liquidez pelo prazo *overnight* contra garantias elegíveis, ou para constituir depósitos pelo prazo *overnight* no Eurosistema. No final de 2008, 2267 contrapartes acederam à facilidade permanente de cedência de liquidez e 2802 contrapartes acederam à facilidade permanente de depósito. As taxas destas facilidades fornecem, em princípio, um limite máximo e um limite mínimo para a taxa *overnight*, desempenhando assim uma importante função para a implementação da política monetária.

Em Outubro de 2008, no seguimento de uma decisão do Conselho do BCE, a largura do corredor constituído por estas duas taxas foi simetricamente reduzido de 200 para 100 pontos base em torno da taxa das OPR, como medida para atenuar as tensões no mercado monetário. Esta medida, juntamente com amplas colocações

nas operações de mercado aberto de taxa fixa, levou a um aumento significativo da utilização da facilidade permanente de depósito (ver Gráfico A na Caixa 10). Até 8 de Outubro, a utilização média diária da facilidade permanente de depósito foi de €2.5 mil milhões (face a €0.5 mil milhões em 2007). No período entre 9 de Outubro e o final do ano, este valor aumentou drasticamente, para €208.5 mil milhões. Neste período, o recurso à facilidade permanente de depósito seguiu um padrão globalmente semelhante durante cada período de manutenção de reservas: os montantes foram relativamente baixos no início de cada período, embora tenham aumentado posteriormente, à medida que mais contrapartes cumpriam as respectivas reservas mínimas.

O recurso médio diário à facilidade permanente de cedência de liquidez foi de €0.9 mil milhões até 8 de Outubro de 2008 (em comparação com €0.2 mil milhões em 2007), tendo aumentado para €6.7 mil milhões após essa data. Esta subida reflecte a taxa de juro mais baixa desta facilidade, em termos relativos, em resultado da redução do corredor, mas pode também estar de certa forma relacionada com a maior incerteza quanto às necessidades de liquidez individuais dos bancos.

#### **ACTIVOS ELEGÍVEIS PARA AS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA**

Em linha com a prática dos bancos centrais em todo o mundo, todas as operações de crédito do Eurosistema têm por base garantias adequadas. O conceito de adequação implica, em primeiro lugar, que o Eurosistema se encontra amplamente protegido de incorrer em perdas nas suas operações de crédito e, em segundo lugar, que estejam disponíveis activos de garantia suficientes para um vasto conjunto de contrapartes, de modo a que o Eurosistema possa ceder o montante de liquidez que considere necessário através das suas operações de política monetária e dos sistemas de pagamentos. Para facilitar este processo, o Eurosistema aceita um abrangente conjunto de activos como garantia em todas as suas operações de crédito. Esta característica do quadro de activos de garantia do Eurosistema, juntamente com o facto de o acesso às operações de mercado

aberto do Eurosistema ser concedido a um amplo conjunto de contrapartes, tem sido fundamental para apoiar a implementação da política monetária em alturas de tensão. A flexibilidade inerente do seu quadro operacional permitiu ao Eurosistema ceder a liquidez necessária para fazer face ao funcionamento desadequado do mercado monetário sem enfrentar restrições generalizadas em termos de garantias ao longo da maior parte de 2008. Foi apenas perto do final do ano que, à luz do aumento do refinanciamento para prazos mais longos do que o *overnight* em euros e dólares dos EUA, bem como do recurso a procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total, o Conselho do BCE decidiu alargar a lista de activos de garantia elegíveis numa base temporária até ao final de 2009 (ver Caixa 10).

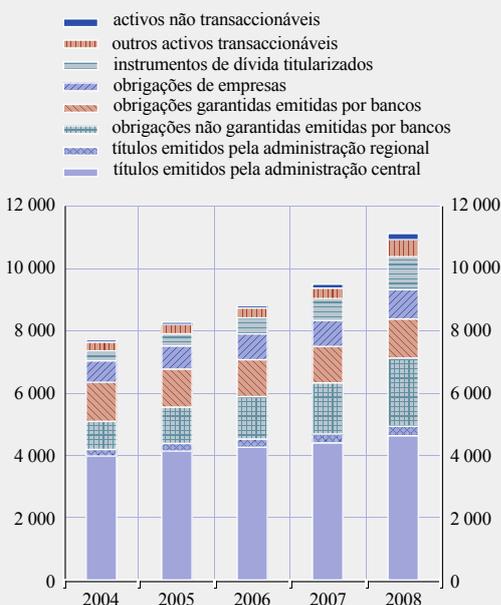
Em 2008, o montante médio dos activos de garantia elegíveis aumentou 17.2% face a 2007, para um total de €11 100 mil milhões (ver Gráfico 43). A dívida pública, no valor de €4900 mil milhões, representou 44% do total, sendo a percentagem restante dos activos de garantia

transaccionáveis constituída por obrigações bancárias não garantidas (€2200 mil milhões, ou 20%), obrigações bancárias garantidas (€1200 mil milhões, ou 11%), instrumentos de dívida titularizados (€1100 mil milhões, ou 9%), obrigações de empresas (€900 mil milhões, ou 8%) e outras obrigações, tais como as emitidas por organizações supranacionais (€600 mil milhões, ou 5%). O volume global de activos transaccionáveis elegíveis em resultado de medidas temporárias para alargar a lista de activos de garantia elegíveis ascendeu a aproximadamente €870 mil milhões no final de 2008. A lista de activos de garantia elegíveis também inclui activos não transaccionáveis, sobretudo direitos de crédito (também referidos como empréstimos bancários). Ao contrário dos activos transaccionáveis, a elegibilidade dos activos não transaccionáveis é avaliada apenas na altura em que estes são aceites. Por esta razão, o volume de activos não transaccionáveis potencialmente elegíveis não pode ser facilmente medido. O montante de activos não transaccionáveis apresentados pelas contrapartes como garantia em operações de crédito do Eurosistema atingiu €200 mil milhões em 2008, representando 2% do total dos activos de garantia elegíveis no Eurosistema. O limite mínimo de crédito temporariamente introduzido para alargar a lista de activos de garantia elegíveis (ver Caixa 10) também foi aplicado aos activos não transaccionáveis.

O valor médio dos activos transaccionáveis e não transaccionáveis depositados pelas contrapartes como garantia nas operações de crédito do Eurosistema aumentou de forma significativa, de €1148 mil milhões em 2007 (revisto em alta face a €1101 mil milhões) para €1579 mil milhões em 2008. Este aumento ficou a dever-se sobretudo ao facto de as contrapartes terem apresentado grandes montantes adicionais de activos de garantia no Eurosistema em resposta à turbulência dos mercados financeiros (ver Gráfico 44). Tal como indicado pela comparação dos activos de garantia com o crédito por liquidar às contrapartes do Eurosistema, a percentagem de activos de garantia depositados não utilizados para a cobertura do crédito de operações de política monetária aumentou de forma ligeira,

**Gráfico 43 Garantias elegíveis por tipo de activo**

(EUR mil milhões; médias anuais)



Fonte: BCE.

numa base agregada. Tal sugere que a suficiência de activos de garantia não constituiu uma restrição sistémica para as contrapartes do Eurosistema, apesar do volume crescente de liquidez recebida nas operações de refinanciamento.

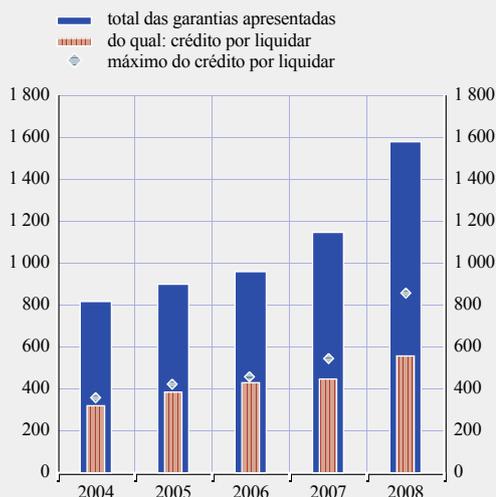
No que respeita à composição dos activos de garantia apresentados, a percentagem média dos instrumentos de dívida titularizados aumentou de 16% em 2007 para 28% em 2008, ultrapassando as obrigações bancárias não garantidas enquanto maior classe de activos apresentados como garantia no Eurosistema. Estas últimas representaram, em média, um valor ligeiramente inferior a 28% dos activos de garantia apresentados em 2008. A percentagem média dos activos não transaccionáveis aumentou de 10% em 2007 para 12% em 2008. Em contraste, a percentagem média das obrigações da administração central caiu de 15% em 2007 para 10% em 2008. As novas classes de activos temporariamente elegíveis representaram cerca de 3% do total dos activos de garantia transaccionáveis apresentados.

### QUESTÕES DE GESTÃO DE RISCO

O Eurosistema reduz o risco de incumprimento das contrapartes numa operação de crédito do Eurosistema requerendo-lhes que apresentem garantias adequadas. Contudo, o Eurosistema encontra-se ainda exposto a diversos riscos financeiros em caso de incumprimento de uma contraparte, incluindo risco de crédito, de mercado e de liquidez. Além disso, está exposto ao risco cambial no contexto de operações de cedência de liquidez em moedas estrangeiras em relação a activos de garantia denominados em euros, tais como as realizadas em 2008. A fim de reduzir esses riscos para níveis aceitáveis, o Eurosistema mantém padrões de crédito elevados para activos aceites como garantia, avalia as garantias numa base diária e aplica medidas de controlo de risco adequadas. Por uma questão de prudência, o Eurosistema estabeleceu um amortecedor contra perdas potenciais resultantes de uma liquidação final dos activos de garantia recebidos de cinco contrapartes específicas em situação de incumprimento em 2008, cujo nível será revisto numa base anual, dependendo de os activos virem

**Gráfico 44 Garantias apresentadas em operações de crédito do Eurosistema face ao crédito por liquidar em operações de política monetária**

(EUR mil milhões)

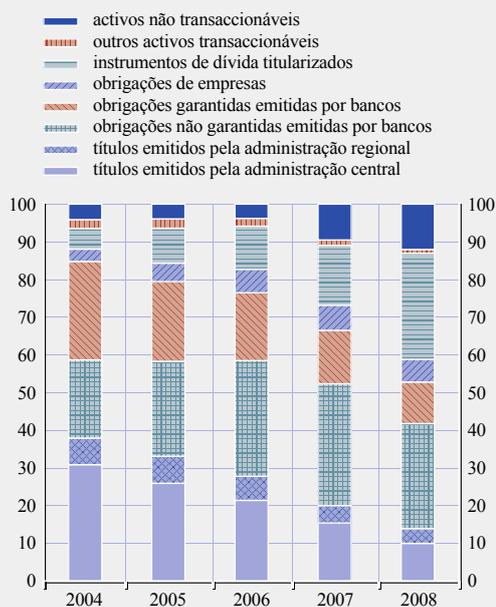


Fonte: BCE.

Nota: As garantias apresentadas referem-se a activos depositados como garantia em países que utilizam um sistema de garantia global e activos utilizados como garantia em países que utilizam um sistema de garantias individuais.

**Gráfico 45 Desagregação de activos (incluindo direitos de crédito) apresentados como garantia por tipo de activo**

(percentagens; médias anuais)



Fonte: BCE.

a ser utilizados e em conformidade com as perspectivas de recuperação<sup>1</sup>. De um modo mais geral, os riscos financeiros em operações de crédito são quantificados e apresentados regularmente aos órgãos de decisão do BCE.

De dois em dois anos, as medidas de controlo de risco das operações de crédito do Eurosistema são objecto de análise. Estas medidas de controlo de risco são aplicadas aos activos depositados pelas contrapartes do Eurosistema como garantia pelo crédito concedido pelo Eurosistema através das suas operações de mercado aberto e da facilidade permanente de cedência de liquidez, bem como sob a forma de crédito intradiário para efeitos dos sistemas de pagamentos. Embora preservando na íntegra o princípio de aceitação de um vasto conjunto de activos de garantia, a análise bienal de 2008 conduziu a alguns aperfeiçoamentos técnicos do sistema de controlo de risco para as operações de crédito do Eurosistema. Estes aperfeiçoamentos reflectem, nomeadamente, melhorias no quadro metodológico, a avaliação das características do risco de mercado e de liquidez dos activos elegíveis, a utilização efectiva de activos elegíveis pelas contrapartes e novos desenvolvimentos nos instrumentos financeiros. Foram anunciados a 4 de Setembro de 2008, tendo entrado em vigor a 1 de Fevereiro de 2009.

No contexto destes aperfeiçoamentos, as margens de avaliação para instrumentos de dívida titularizados e obrigações bancárias não garantidas foram revistas. Além disso, a proibição de apresentar activos de garantia emitidos ou garantidos por entidades com relações estreitas com a contraparte que os apresenta foi alargada de modo a incluir tipos especiais de relações estreitas que possam surgir quando se utilizam instrumentos de dívida titularizados como garantia. A partir de 1 de Fevereiro de 2009, é necessária uma maior transparência nas avaliações de crédito dos instrumentos de dívida titularizados emitidos por uma instituição externa de avaliação de crédito elegível.

Por último, o Eurosistema tem a possibilidade de limitar ou excluir a utilização de certos activos como garantia nas suas operações de crédito,

caso seja necessário, também a nível de cada contraparte, para assegurar uma protecção de risco adequada do Eurosistema, nos termos do artigo 18.º-1 dos Estatutos do SEBC.

## 1.2 OPERAÇÕES CAMBIAIS

Em 2008, o Eurosistema não realizou qualquer intervenção no mercado cambial por motivos de política. As transacções cambiais do BCE estiveram exclusivamente relacionadas com actividades de investimento. Além disso, o BCE não realizou qualquer operação cambial nas moedas dos países participantes no MTC II. O acordo permanente entre o BCE e o FMI para facilitar o início de transacções de direitos de saque especiais (DSE) pelo FMI, em nome do BCE, com outros detentores de DSE, foi accionado 17 vezes em 2008.

No contexto da continuação da volatilidade no mercado financeiro em 2008, o Eurosistema também realizou 73 operações relacionadas com a *US dollar Term Auction Facility* (facilidade de leilão a prazo) do Sistema de Reserva Federal (57 operações reversíveis contra garantia elegível e 16 através de *swaps* cambiais EUR/USD), cedendo liquidez em dólares dos EUA às contrapartes do Eurosistema, e 15 operações de cedência de francos suíços em cooperação com o Swiss National Bank (para mais pormenores, ver Caixa 10).

## 1.3 ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO

As actividades de investimento do BCE estão organizadas de modo a impedir a utilização de informação privilegiada sobre as medidas de política do banco central nas decisões de investimento. Um conjunto de normas e procedimentos, conhecido como “muralha da China”, separa as unidades funcionais envolvidas em actividades operacionais de investimento das outras unidades funcionais.

<sup>1</sup> Para mais pormenores, ver o comunicado de 5 de Março de 2009.

## GESTÃO DE RESERVAS EXTERNAS

A carteira de activos de reserva externa do BCE foi inicialmente criada através de transferências de activos de reserva dos BCN da área do euro. Ao longo do tempo, a composição da carteira reflecte alterações no valor de mercado dos activos investidos, bem como operações cambiais e de ouro do BCE. O principal objectivo das reservas externas do BCE consiste em garantir que, sempre que necessário, o Eurosistema disponha de um montante de recursos líquidos suficiente para as suas operações de política cambial que envolvam moedas não pertencentes à UE. Os objectivos da gestão das reservas externas do BCE são, por ordem de importância, liquidez, segurança e rendimento.

A carteira de activos de reserva externa do BCE é composta por dólares dos EUA, ienes japoneses, ouro e DSE. As reservas em dólares e ienes são activamente geridas pelo BCE e pelos BCN da área do euro, na qualidade de agentes do BCE. Desde Janeiro de 2006 está em funcionamento um “modelo de especialização por moeda” para aumentar a eficiência das operações de investimento do Eurosistema. Neste sistema é atribuída, em regra, a cada BCN, uma percentagem na carteira de dólares ou ienes, havendo, actualmente, dois BCN a gerir as duas moedas<sup>2</sup>. Durante 2008, foram adoptados dois procedimentos, que permitem a certos BCN agrupar as actividades operacionais para a gestão das respectivas percentagens das reservas externas do BCE: o Central Bank of Cyprus agrupou as suas actividades com o Bank of Greece e o Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta agrupou as suas actividades com o Central Bank and Financial Services Authority of Ireland desde Janeiro de 2008. Desde Janeiro de 2009, o Národná banka Slovenska gere uma carteira em dólares dos EUA na qualidade de agente do BCE.

Durante 2008, o BCE vendeu, no total, 30 toneladas de ouro. Essas vendas estiveram em plena conformidade com o Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro, de 27 de Setembro de 2004, do qual o BCE é signatário. As receitas

das vendas de ouro foram adicionadas à carteira de dólares dos EUA.

O valor dos activos de reserva externa do BCE<sup>3</sup> às taxas de câmbio e preços de mercado correntes aumentou de €42.8 mil milhões no final de 2007 para €49.5 mil milhões no final de 2008, dos quais €38.5 mil milhões eram em moeda estrangeira – iene japonês e dólar dos EUA – e €11 mil milhões em ouro e DSE. Aplicando as taxas de câmbio do final de 2008, os activos denominados em dólares dos EUA representavam 77.5% das reservas em moeda estrangeira, enquanto os denominados em ienes japoneses representavam 22.5%. O aumento de 19.9% do valor da carteira em moeda estrangeira reflectiu sobretudo mais-valias e juros recebidos gerados por actividades de gestão de carteira, em particular relativamente a activos denominados em dólares dos EUA. A apreciação do iene japonês (30.8%) e do dólar dos EUA (5.8%) em relação ao euro também contribuiu para o aumento do valor da carteira de moeda. Por último, as reservas externas do BCE também aumentaram, em resultado do investimento das receitas provenientes das vendas de ouro acima mencionadas. O valor das detenções de ouro e de DSE aumentou cerca de 2.6% em 2008, apesar da venda de 30 toneladas de ouro durante o ano. Este aumento ficou a dever-se sobretudo à apreciação do ouro em cerca de 9.4% em 2008, medida em termos de euros. Não se registaram quaisquer perdas nas reservas externas do BCE em resultado de incumprimento de contrapartes de investimento.

Em 2008, a lista de instrumentos elegíveis nos quais as reservas externas do BCE podem ser investidas não sofreu alterações. Os *swaps* de

2 Para mais pormenores, ver o artigo intitulado “Portfolio management at the ECB”, na edição de Abril de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

3 Os activos líquidos de reserva externa são calculados como activos de reserva oficiais, excluindo o valor líquido a preços de mercado de *swaps* de divisas, mais depósitos em moeda estrangeira junto de entidades residentes, menos fluxos líquidos pré-determinados futuros de detenções de moeda estrangeira devido a acordos de reporte e transacções a prazo. Para informações pormenorizadas sobre as fontes de dados, ver <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>.

taxas de juro, introduzidos no final de 2007, foram utilizados numa base regular em 2008. Os trabalhos preparatórios para estabelecer um programa automático de cedência de títulos para os activos do BCE em dólares dos EUA foram concluídos em 2008. O início do programa está previsto para 2009, embora esteja dependente das condições prevaletentes no mercado.

### GESTÃO DOS FUNDOS PRÓPRIOS

A carteira de fundos próprios do BCE consiste na contrapartida investida do capital realizado do BCE, bem como em montantes detidos ocasionalmente no seu fundo de reserva geral e a provisão contra riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro. A finalidade desta carteira é proporcionar ao BCE rendimentos que ajudem a cobrir os custos operacionais. O objectivo da sua gestão é maximizar os rendimentos esperados, sujeito a uma restrição de não perda para um determinado nível de confiança. A carteira é investida em activos de rendimento fixo denominados em euros.

O valor da carteira a preços de mercado correntes subiu de €9.3 mil milhões no final de 2007 para €10.2 mil milhões no final de 2008. O aumento do valor de mercado ficou a dever-se ao investimento na carteira de fundos próprios da provisão constituída pelo BCE em 2005 para fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro bem como aos rendimentos de investimento e às contribuições do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta para o capital e reservas do BCE, na sequência da adopção do euro por Chipre e Malta.

A lista de emitentes elegíveis de obrigações garantidas e afinando não garantidas não subordinadas foi alargada ligeiramente em 2008. Não se registaram quaisquer perdas em resultado de incumprimento de contrapartes de investimento.

### QUESTÕES DE GESTÃO DE RISCO

Os riscos financeiros aos quais o BCE está exposto nas suas actividades de investimento são

acompanhados de perto e medidos para que sejam mantidos nos níveis especificados pelos órgãos de decisão do BCE. Para tal, existe uma estrutura pormenorizada de limites, que são acompanhados diariamente. O reporte regular assegura que todos os intervenientes estão adequadamente informados do nível destes riscos.

Em 2008, o BCE reforçou adicionalmente o quadro de gestão de risco para as suas operações de investimento actualizando os seus sistemas de TI e afinando a sua metodologia de risco de crédito. O quadro geral mostrou-se resistente, no contexto da crise financeira, não se tendo registado quaisquer perdas em resultado de incumprimento de contraparte ou de emitente. Além disso, como parte dos seus esforços para apoiar o desenvolvimento de metodologias inovadoras de afectação estratégica de activos nos bancos centrais, o BCE, em colaboração com o Banco Mundial e o BIS, organizou a primeira conferência sobre afectação estratégica de activos para bancos centrais e gestores de fundos soberanos em Frankfurt nos dias 24 e 25 de Novembro de 2008.

Um dos indicadores utilizados para acompanhar o risco de mercado é o valor-em-risco (*Value-at-Risk – VaR*), o qual define a perda para uma carteira de activos que não será excedida no final de um período de tempo especificado com uma dada probabilidade. O valor deste indicador depende de uma série de parâmetros usados para o cálculo, em particular o nível de confiança, a duração do horizonte temporal e a amostra utilizada para estimar a volatilidade do preço dos activos. A título ilustrativo, o cálculo deste indicador para a carteira de investimento do BCE, efectuado em 31 de Dezembro de 2008 usando como parâmetros um nível de confiança de 95%, um horizonte temporal de um ano e uma amostra de um ano para a volatilidade do preço dos activos, resultaria num VaR de €9185 milhões. O cálculo do mesmo indicador com uma amostra de cinco anos em vez de um ano resultaria num VaR de €5823 milhões. A maior parte deste risco de mercado é devida ao risco cambial e de flutuação do preço do ouro. Os níveis baixos de risco de taxa de juro reflectem o facto de a duração modificada das carteiras de investimento do BCE ter permanecido relativamente baixa em 2008.

## 2 SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

O Eurosistema tem a atribuição estatutária de promover o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos. O seu principal instrumento para o desempenho desta atribuição – para além da função de superintendência (ver Secção 4 do Capítulo 4) – é a disponibilização de facilidades de pagamento e de liquidação de títulos. Para este efeito, o Eurosistema criou, para os pagamentos de importâncias avultadas e urgentes em euros, o Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real, conhecido como TARGET. O sistema TARGET de primeira geração, tecnicamente descentralizado, foi gradualmente substituído por um sistema de segunda geração (TARGET2), que tem por base uma infra-estrutura técnica única, a plataforma única partilhada. Três bancos centrais do Eurosistema – Banca d'Italia, Banque de France e Deutsche Bundesbank – disponibilizam e operam em conjunto a plataforma única partilhada em nome do Eurosistema. A migração para o TARGET2 começou em Novembro de 2007 e terminou em Maio de 2008.

No que se refere à mobilização dos activos de garantia, o Eurosistema e o mercado oferecem diversos canais para facilitar a utilização de activos de garantia entre fronteiras nacionais. Em 2008, o Eurosistema, em conjunto com os participantes no mercado, continuou a trabalhar no desenvolvimento do TARGET2-Securities (T2S) (TARGET2-Títulos), para a prestação de serviços de liquidação de títulos em moeda do banco central através de uma plataforma técnica única europeia com processos e procedimentos harmonizados. O projecto foi aprovado pelo Conselho do BCE em Julho de 2008 e actualmente estão a ser definidos os pormenores técnicos. O T2S assegurará que não existe qualquer diferença na liquidação de transacções de títulos domésticas e transfronteiras em moeda do banco central na área do euro.

### 2.1 O SISTEMA TARGET

O TARGET desempenha um papel importante na execução da política monetária única e no

funcionamento do mercado monetário do euro. O TARGET oferece um serviço de liquidação em tempo real em moeda do banco central e uma cobertura de mercado alargada. Processa transacções de importâncias avultadas e urgentes, tendo também atraído uma grande variedade de outros pagamentos. O TARGET encontra-se disponível para pagamentos em euros entre bancos participantes, sem qualquer valor limite máximo ou mínimo. Este tipo de transferências pode ser efectuado quer entre bancos no mesmo Estado-Membro (tráfego intra-Estados-Membros), quer entre bancos de diferentes Estados-Membros (tráfego inter-Estados-Membros).

### A MIGRAÇÃO PARA O TARGET2

O sistema TARGET entrou em funcionamento em 4 de Janeiro de 1999, após a introdução do euro. Inicialmente era constituído por 15 sistemas de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) nacionais e pelo mecanismo de pagamentos do BCE. Apesar do seu sucesso, o TARGET tinha algumas insuficiências, resultantes da sua concepção técnica heterogénea e estrutura descentralizada. Para resolver essas questões e responder a outras, como o novo alargamento da área do euro, o Eurosistema lançou o projecto TARGET2 em Outubro de 2002.

O objectivo do Eurosistema ao desenvolver o TARGET2 consistia em criar uma versão optimizada do sistema TARGET original que respondesse melhor às necessidades dos utilizadores, proporcionando um nível de serviços harmonizado com um sistema de fixação de preços uniforme e assegurando a eficiência em termos de custos. O TARGET2 foi igualmente concebido para responder com flexibilidade e em tempo útil a desenvolvimentos futuros, como o alargamento da UE e da área do euro.

O sistema TARGET2 entrou em funcionamento em 19 de Novembro de 2007, quando o primeiro grupo de países (Alemanha, Chipre, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Áustria e Eslovénia) migrou as suas operações para a plataforma única partilhada. Este primeiro

passo foi muito bem sucedido e confirmou a fiabilidade da plataforma TARGET2, que, após esta migração inicial, já liquidava cerca de 50% do tráfego total do TARGET em termos de volume e 30% em termos de valor.

Em 18 de Fevereiro de 2008, o segundo grupo de migração (Bélgica, Irlanda, Espanha, França, Países Baixos, Portugal e Finlândia) aderiu com sucesso à plataforma única partilhada, seguido em 19 de Maio pelo grupo final (Dinamarca, Estónia, Grécia, Itália, Polónia e o BCE). Devido ao acompanhamento cuidadoso por parte dos bancos centrais, todas as actividades de teste foram efectuadas com êxito e em tempo oportuno para todas as comunidades de utilizadores. Entre Novembro de 2007 e Maio de 2008, foram implementados procedimentos para assegurar que todas as comunidades de utilizadores com data de migração posterior (e, como tal, operando ainda no sistema TARGET de primeira geração) conseguiram interagir com eficácia com as comunidades de utilizadores já ligadas à plataforma única partilhada do TARGET2. O processo de migração, de seis meses, decorreu sem problemas e não causou falhas operacionais.

#### OPERAÇÕES DO TARGET

O sistema TARGET funcionou regularmente em 2008 e continuou a liquidar um número crescente de pagamentos em euros. A quota de mercado do sistema manteve-se estável, com 90% do valor total dos pagamentos nos sistemas de pagamentos de importâncias avultadas em euros realizado através do TARGET. O número médio de pagamentos processados diariamente pelo sistema TARGET aumentou 1%, para 369 966, enquanto o seu valor médio aumentou 10%, para €2667. Em 22 de Dezembro de 2008, o TARGET atingiu um valor máximo histórico de 576 324 transacções. O Quadro 11 apresenta uma visão global do tráfego de pagamentos no sistema TARGET em 2008, comparando-o com o tráfego no ano anterior.

A disponibilidade global do TARGET, ou seja, a medida em que os participantes conseguiram utilizar o TARGET sem incidentes durante o

#### Quadro 11 Tráfego de pagamentos no TARGET<sup>1</sup>

Volume (número de transacções)	2007	2008	Variação (%)
<b>Global</b>			
Total	93 375 701	94 711 380	
Média diária	366 179	369 966	1.03
<b>Intra-Estados-Membros<sup>2</sup></b>			
Total	72 574 446	69 212 880	
Média diária	284 606	270 363	-5.00
<b>Inter-Estados-Membros</b>			
Total	20 801 255	25 498 500	
Média diária	81 574	99 604	22.10
<b>Valor (EUR mil milhões)</b>			
<b>Global</b>			
Total	616 731	682 780	
Média diária	2 419	2 667	10.28
<b>Intra-Estados-Membros<sup>2</sup></b>			
Total	395 412	466 572	
Média diária	1 551	1 823	17.54
<b>Inter-Estados-Membros</b>			
Total	221 319	216 208	
Média diária	868	845	-2.69

Fonte: BCE.

1) Houve 255 dias de funcionamento em 2007 e 256 dias de funcionamento em 2008.

2) Inclui o tráfego de participantes remotos.

seu horário de funcionamento, atingiu 99.79% em 2008. É de salientar que este valor é o mais elevado desde o início das operações do TARGET em 1999 e que a migração para o TARGET2 não teve quaisquer efeitos negativos sobre a disponibilidade do sistema. Mais de 99.76% dos pagamentos na plataforma única partilhada do TARGET2 foram processados em cinco minutos. As reacções dos utilizadores do TARGET2 ao desempenho do sistema têm sido muito positivas.

Até Dezembro de 2008, 900 participantes directos mantinham uma conta de LBTR na plataforma única partilhada do TARGET2. Este número é inferior aos 1072 participantes directos que tinham contas no sistema TARGET de primeira geração no início da migração. Tal deve-se a duas razões principais. Primeiro, algumas instituições de crédito reconsideraram a sua participação directa à data da sua migração, tendo preferido uma ligação indirecta através de um participante directo. Segundo, o TARGET2 criou fortes incentivos

para os bancos racionalizarem a sua gestão de liquidez em euros, centralizando-a num menor número de contas LBTR. O número global de bancos (incluindo sucursais e filiais) que podem ser contactados em todo o mundo através do TARGET permaneceu estável em redor de 52 000.

### **RELAÇÕES COM UTILIZADORES DO TARGET2**

Durante o seu desenvolvimento, o TARGET2 beneficiou muito da cooperação activa entre o Eurosistema e os futuros utilizadores do sistema. Tal contribuiu de forma considerável para um melhor entendimento dos requisitos do mercado e foi fundamental para assegurar um processo de migração sem problemas e elevados níveis de aceitação do sistema pelos utilizadores.

Essa cooperação prosseguiu após a fase de migração. O Eurosistema mantém uma estreita relação com os utilizadores do TARGET2 e foram realizadas reuniões regulares entre os BCN da área do euro e os grupos de utilizadores nacionais do TARGET2 em 2008. Para além disso, foram realizadas regularmente reuniões conjuntas do Grupo de Trabalho do Eurosistema sobre o TARGET2 e do Grupo de Trabalho sobre o TARGET do sector bancário europeu, nas quais foram discutidas questões operacionais do TARGET2. Questões de estratégia foram abordadas no Grupo de Contacto sobre a Estratégia de Pagamentos em Euros, fórum constituído por altos representantes dos bancos centrais e comerciais.

### **A LIGAÇÃO AO TARGET DE PAÍSES NÃO PERTENCENTES À ÁREA DO EURO**

Todos os países da área do euro participam no TARGET, uma vez que a sua utilização é obrigatória para a liquidação das operações em euros com o Eurosistema. O TARGET encontra-se também disponível, numa base voluntária, para Estados-Membros não pertencentes à área do euro para facilitar a liquidação de transacções denominadas em euros desses países<sup>3</sup>. Quando Chipre e Malta adoptaram o euro, em 1 de Janeiro de 2008, o Central Bank of Cyprus, o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta e as respectivas comunidades de utilizadores

nacionais já utilizavam o sistema TARGET. No contexto da adesão da Eslováquia à área do euro, em 1 de Janeiro de 2009, o Národná banka Slovenska também se ligou ao sistema.

### **DESENVOLVIMENTOS FUTUROS**

Prevê-se que cada ano seja disponibilizada uma nova versão da plataforma única partilhada, oferecendo diversos melhoramentos e novas características aos utilizadores do TARGET2. O conteúdo dessas versões anuais será definido após consulta alargada à comunidade de utilizadores. A primeira versão anual da plataforma única partilhada entrou em funcionamento em 17 de Novembro de 2008. O seu conteúdo seguiu principalmente a nova versão normalizada da SWIFT, que entrou em funcionamento no mesmo dia. A título excepcional, encontram-se previstas duas actualizações para 2009. A primeira, em Maio, irá melhorar a interface com sistemas auxiliares, permitindo, em particular, a liquidação entre centrais de depósito de títulos (CDT). A segunda actualização, em Novembro, irá incorporar outros melhoramentos pedidos pelos utilizadores.

### **2.2 TARGET2-SECURITIES**

O mercado de liquidação de títulos europeu ainda se encontra muito fragmentado, embora tenham sido observados alguns desenvolvimentos positivos, traduzidos numa maior consolidação e cooperação. A existência de um número elevado de sistemas de liquidação pode significar, nomeadamente, que os custos de liquidação são muito mais elevados nas transacções transfronteiras da UE do que nas transacções domésticas ou nas transacções nos Estados Unidos. Ao mesmo tempo, aumenta a procura de uma infra-estrutura de liquidação de títulos europeia integrada.

O T2S foi proposto pelo Eurosistema em 2006 para solucionar a fragmentação existente

<sup>3</sup> Em 2008, os Estados-Membros não pertencentes à área do euro ligados ao TARGET eram a Dinamarca, Estónia, Letónia, Lituânia e Polónia.

na infra-estrutura de liquidação. Será uma plataforma de liquidação multi-divisas, detida e operada pelo Eurosistema, que permitirá às CDT europeias liquidar transacções de títulos em moeda do banco central. As CDT participantes terão uma relação jurídica com os seus clientes e continuarão a desempenhar funções de custódia e registo notarial. O T2S disponibilizará uma plataforma técnica única onde todos os títulos da UE podem ser trocados por euros e por outras moedas participantes através de processos e meios de comunicação padronizados. Além disso, o T2S reduzirá significativamente as necessidades de liquidez dos participantes e a exposição a riscos financeiros, disponibilizando facilidades como a auto-garantia (ou seja, geração automatizada de um crédito intradiário em moeda do banco central contra garantias quando o comprador não tem fundos suficientes para liquidar transacções de títulos), optimização contínua, mecanismos de reciclagem e uma janela de liquidação durante o período nocturno. Além disso, a liquidação de todas as transacções de títulos da UE em moeda do banco central numa plataforma única eliminará a exposição ao risco financeiro que os participantes podem actualmente correr numa liquidação entre CDT. Assim, o T2S aumentará a eficiência da gestão dos activos de garantia, permitirá aos utilizadores otimizar o seu financiamento em todos os activos da UE e contribuirá para a estabilidade do sistema financeiro.

Em Dezembro de 2007, o Grupo Consultivo do T2S<sup>4</sup> concluiu o projecto da primeira versão dos requisitos do utilizador do T2S, que descreve as características pretendidas pelas CDT e pelos participantes no mercado financeiro para o T2S. O BCE coordenou o processo e assumiu um papel principal na redacção do documento. Em 18 de Dezembro de 2007, o Eurosistema publicou, para consulta pública, o projecto dos requisitos do utilizador, em conjunto com a metodologia para uma análise do impacto económico.

O Grupo Consultivo finalizou os requisitos do utilizador com base nas respostas à consulta pública. Em 23 de Maio de 2008, o Conselho

do BCE convidou todas as CDT europeias a aderirem à iniciativa T2S, dando-lhes informação pormenorizada sobre o trabalho até então realizado.

Todas as CDT da área do euro expressaram – mediante algumas condições – a sua vontade de utilizar a plataforma do T2S quando esta entrar em funcionamento. Além disso, a CDT da Dinamarca e o Danmarks Nationalbank indicaram que pretendem utilizar o T2S para a liquidação de transacções de títulos denominados quer em coroas dinamarquesas quer em euros. Mais, as CDT da Suécia, Suíça e Reino Unido indicaram a sua intenção de participar no T2S para as liquidações em euros. Face ao apoio generalizado das CDT europeias, o Conselho do BCE lançou oficialmente, em 17 de Julho de 2008, o projecto T2S, devendo a plataforma do T2S entrar em funcionamento o mais tardar até 2013. O Conselho do BCE aprovou igualmente a versão final dos requisitos do utilizador e confiou o desenvolvimento e funcionamento técnico do T2S ao Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France e Banca d'Italia.

Como previsto no quadro de governação para a fase de especificação, foi constituído posteriormente um novo Grupo Consultivo, composto em igual número por representantes dos bancos centrais, das CDT e dos utilizadores. Este Grupo reuniu-se pela primeira vez em Outubro de 2008, tendo criado nessa reunião seis subgrupos destinados a organizar os fluxos de trabalho do T2S. Dois desses subgrupos centram-se nos esforços de harmonização, um na “eficiência do processo” e outro na “acção das empresas”. Ao mesmo tempo é assegurada a coordenação com as iniciativas de harmonização existentes, em particular com o trabalho realizado pela Comissão Europeia (por exemplo, no âmbito do *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II* (Grupo Consultivo e de Acompanhamento em Matéria de Compensação e Liquidação II) e do *Legal Certainty Group* (Grupo de Certeza Jurídica)).

4 O Grupo Consultivo do T2S é constituído por representantes dos BCN e das CDT e por participantes no mercado.

Além disso, em 2008, foi estabelecido um processo de gestão da mudança para os requisitos do utilizador do T2S e teve início o processo de definição das especificações funcionais gerais do T2S com base nos requisitos do utilizador. O BCE prestou aconselhamento aos bancos centrais não pertencentes à área do euro para os ajudar a decidir, em conjunto com as CDT locais e os participantes no mercado, se devem ou não incluir as respectivas moedas no T2S. No final de 2008, a CDT da Lituânia e o Lietuvos bankas tinham confirmado que tencionavam liquidar transacções de títulos denominadas quer em litas lituanas quer em euros através do T2S. Mais, as CDT da Bulgária, Estónia e Roménia indicaram que tencionam utilizar o T2S para a liquidação das suas transacções em euros. Encontram-se em preparação os acordos legais e contratuais entre as CDT participantes e o Eurosistema.

### **2.3 PROCEDIMENTOS DE LIQUIDAÇÃO DOS ACTIVOS DE GARANTIA**

Os activos elegíveis podem ser utilizados para garantir todos os tipos de operações de crédito do Eurosistema não só a nível nacional como entre fronteiras nacionais. Desde a introdução do euro, a utilização de activos de garantia transfronteiras tem crescido continuamente. Em Dezembro de 2008, o montante de activos de garantia transfronteiras detidos pelo Eurosistema aumentou para €861 mil milhões, face a €683 mil milhões no mês homólogo do ano anterior. Em termos gerais, no final de 2008, os activos de garantia transfronteiras representavam 45.0% do total dos activos de garantia fornecidos ao Eurosistema.

Existem dois canais principais para a mobilização transfronteiras de activos de garantia, que são o modelo de banco central correspondente (MBCC) disponibilizado pelo Eurosistema e as ligações elegíveis entre os sistemas de liquidação de títulos (SLT) da área do euro.

#### **SERVIÇOS DE GESTÃO DE ACTIVOS DE GARANTIA DO EUROSISTEMA**

O MBCC continua a ser o principal canal para a transferência de activos de garantia

transfronteiras em operações de política monetária e de crédito intradiário do Eurosistema, tendo sido responsável por 36.7% do total de activos de garantia fornecidos ao Eurosistema em 2008. Os activos detidos em custódia através do MBCC aumentaram de €558 mil milhões no final de 2007 para €713 mil milhões no final de 2008.

O quadro do MBCC foi revisto de modo a permitir a integração de novos países da área do euro. Neste âmbito, foi assinado o Acordo do MBCC com o Národná banka Slovenska, no contexto da adesão da Eslováquia à área do euro.

Não obstante o seu sucesso e os contributos consideráveis para o processo de integração financeira, o acordo do MBCC tem algumas desvantagens, principalmente devido ao facto de ter sido criado como uma solução provisória que assenta no princípio da harmonização mínima. Estas desvantagens, em conjunto com a crescente importância dos activos de garantia transfronteiras, estiveram na base da decisão do Conselho do BCE, de 8 de Março de 2007, no sentido de rever os actuais procedimentos de processamento dos activos de garantia do Eurosistema e de criar um novo sistema de gestão de activos de garantia, numa plataforma única, para o Eurosistema, denominado *Collateral Central Bank Management* – CCBM2 (Gestão de Activos de Garantia dos Bancos Centrais). Os participantes no mercado foram envolvidos na definição dos princípios e dos requisitos do utilizador do CCBM2 através de consultas públicas e de reuniões *ad hoc*.

Considerando a reacção positiva à iniciativa do Eurosistema, o Conselho do BCE, em 17 de Julho de 2008, decidiu lançar o projecto CCBM2. O desenvolvimento e o funcionamento do CCBM2 foi confiado, em nome do Eurosistema, ao Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e ao De Nederlandsche Bank, tendo em vista a implementação do sistema antes ou, o mais tardar, em simultâneo com o T2S.

O objectivo do CCBM2 consiste em consolidar os sistemas internos de gestão de activos de garantia do Eurosistema, tornando-os mais eficientes. Em particular, o CCBM2 visa, sempre que possível, dar resposta às desvantagens da actual configuração, optimizando o custo de mobilização dos activos de garantia e melhorando a gestão de liquidez. O âmbito do CCBM2 é mais abrangente do que o do actual MBCC, uma vez que prevê um conjunto único de procedimentos com um nível de serviço harmonizado para a entrega e aceitação de todos os activos de garantia elegíveis (títulos e activos não transaccionáveis) a nível nacional e transfronteiras.

A participação dos BCN da área do euro no CCBM2 será voluntária, sendo adoptada uma abordagem por módulos. O CCBM2 será constituído por vários módulos, dos quais apenas um – o *router* das mensagens – será obrigatório para os BCN que participam no CCBM2. Através deste módulo obrigatório, será assegurada a interacção padronizada entre o Eurosistema e as contrapartes. Os outros módulos, destinados ao processamento efectivo dos activos transaccionáveis e não transaccionáveis, serão opcionais. Esta abordagem por módulos dá aos BCN flexibilidade na escolha dos módulos do CCBM2 que mais se adequam às suas próprias necessidades e às do respectivo mercado. O CCBM2 conseguirá ajustar-se às mudanças no quadro operacional e de activos de garantia do Eurosistema e adaptar-se à evolução do mercado com maior facilidade e em tempo útil.

Na actual fase do projecto, o Eurosistema, com base nos requisitos do utilizador aprovados<sup>5</sup>, está a desenvolver especificações pormenorizadas. O Eurosistema manterá um diálogo aberto com os participantes no mercado durante as próximas fases do projecto da CCBM2.

#### **LIGAÇÕES ELEGÍVEIS ENTRE SISTEMAS DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS NACIONAIS**

Os SLT nacionais podem estar ligados através de acordos contratuais e operacionais para permitir a transferência transfronteiras de títulos elegíveis entre sistemas. Os títulos elegíveis,

uma vez transferidos através dessas ligações para outro SLT, podem ser utilizados através dos procedimentos locais como qualquer activo de garantia nacional. Actualmente encontram-se ao dispor das contrapartes 60 ligações directas e 6 ligações encadeadas, das quais apenas um número limitado é activamente utilizado. 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 padrões do utilizador do Eurosistema (ver Secção 4 do Capítulo 4).

Os activos de garantia detidos através de ligações aumentaram de €125 mil milhões em Dezembro de 2007 para €148 mil milhões em Dezembro de 2008, mas representaram apenas 8.3% do total dos activos de garantia (transfronteiras e nacionais) detidos pelo Eurosistema em 2008, face a 8.9% em 2007.

5 Ver [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717_1.en.html) e [http://www.bportugal.pt/default.htm?euro/ecbcom/2008/17\\_07/CCBM2\\_p.htm](http://www.bportugal.pt/default.htm?euro/ecbcom/2008/17_07/CCBM2_p.htm), para a versão portuguesa.

## 3 NOTAS E MOEDAS

### 3.1 A CIRCULAÇÃO DE NOTAS E MOEDAS E O PROCESSAMENTO DE MOEDA

#### PROCURA DE NOTAS E MOEDAS DE EURO

No final de 2008, o número de notas de euro em circulação situava-se em 13.1 mil milhões, com um valor de €762.8 mil milhões, representando um aumento de 8.3% em termos de volume e 12.7% em termos de valor em comparação com os níveis no final de 2007 (12.1 mil milhões de notas com um valor de €676.6 mil milhões).

No seguimento da intensificação da turbulência nos mercados financeiros, foi registado um forte aumento do número de notas de euro em circulação na primeira metade de Outubro de 2008, equivalente a um valor entre €35 e €40 mil milhões.

No último trimestre de 2008, foi particularmente elevada a procura de denominações de €100 e €500, em larga medida impulsionada pela procura fora da área do euro. Em resultado, no final do ano, o valor médio de uma nota em circulação tinha aumentado para €58.15 (em comparação com €55.85 no final do ano anterior).

As estatísticas indicam que os envios líquidos de notas de euro por instituições de crédito da área do euro para destinos fora da área do euro atingiram um valor total de cerca de €96 mil milhões no final de Dezembro de 2008, o que representa uma percentagem de 13% do valor total das notas de euro em circulação. Estes envios resultaram de um aumento da procura por parte de residentes estrangeiros. Uma vez que existem razões adicionais para a deslocação de notas de euro para fora da área do euro (tais como turismo ou remessas de emigrantes), estima-se que, em termos de valor, aproximadamente 20% das notas de euro em circulação sejam detidas por não residentes na área do euro.

Os Gráficos 46 e 47 ilustram o aumento constante do número e valor totais de notas de euro em circulação, bem como as respectivas taxas de crescimento homólogas.

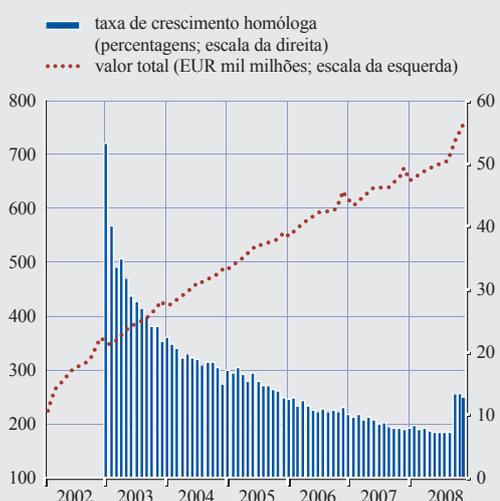
Analisando a desagregação por denominação, a nota de €500, em larga medida utilizada no entesouramento, registou o maior crescimento em termos de circulação, aumentando 17.1% no final de 2008, em comparação com

**Gráfico 46 Número de notas de euro em circulação entre 2002 e 2008**



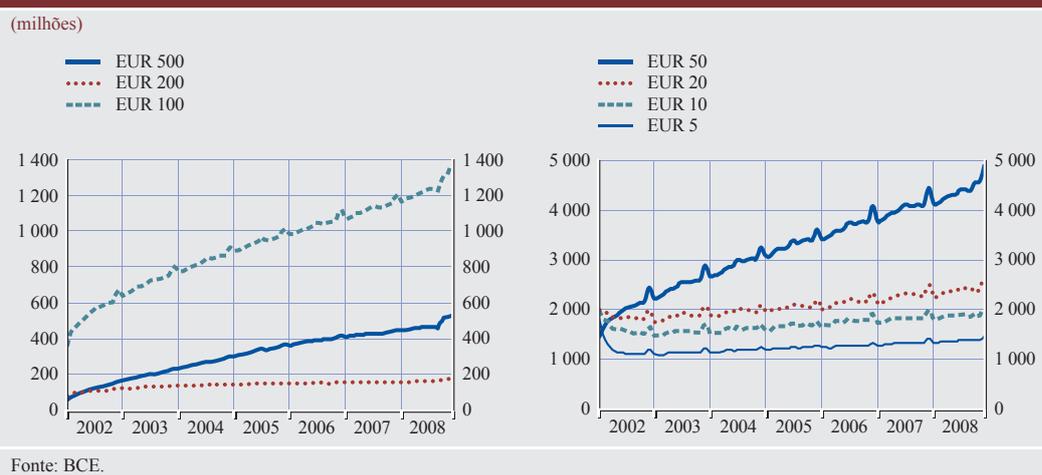
Fonte: BCE.

**Gráfico 47 Valor das notas de euro em circulação entre 2002 e 2008**



Fonte: BCE.

**Gráfico 48 Número de notas de euro em circulação entre 2002 e 2008**



o ano anterior. Seguiram-se-lhe as notas de €100, €50 e €200, que subiram 14.2%, 10.6% e 9.3%, respectivamente. O número das denominações mais baixas em circulação registou taxas de crescimento entre 3% e 6% (ver Gráfico 48).

Em 2008, o número total de moedas de euro em circulação (ou seja, a circulação líquida excluindo as reservas detidas pelos BCN) aumentou 7.9% para 82.3 mil milhões, enquanto o respectivo valor cresceu 5.7% para €20.4 mil milhões. A maior parte deste aumento deveu-se às moedas de 1 e 2 cêntimos. A percentagem de moedas das denominações mais baixas, ou seja, as moedas de 1, 2 e 5 cêntimos, permaneceu estável em 59% do número total de moedas em circulação.

#### PROCESSAMENTO DE NOTAS PELO EUROSISTEMA

Em 2008, os BCN da área do euro emitiram 34.1 mil milhões de notas, tendo recolhido 33.2 mil milhões de notas. A frequência de retorno<sup>6</sup> de notas em circulação permaneceu praticamente inalterada em 2.79, o que significa que, em média, a autenticidade e a aptidão para circulação de cada nota foram verificadas por máquinas de processamento de notas totalmente automatizadas dos BCN da área do euro aproximadamente uma vez cada quatro meses.

Desde 2004, o Eurosistema realiza inquéritos anuais a fim de controlar as condições das notas de euro em circulação ao nível da área do euro. Em 2008, observou-se uma tendência no sentido de uma melhoria das condições das notas em circulação. Além disso, as condições das notas tornaram-se mais homogêneas no seio da área do euro, o que reflecte as políticas coordenadas de escolha/emissão do Eurosistema. Os BCN identificaram cerca de 5.6 mil milhões de notas como sendo impróprias para circulação, tendo sido substituídas em conformidade. A taxa de notas impróprias para circulação<sup>7</sup>, de cerca de 17.0%, permaneceu próximo da taxa registada no ano anterior.

#### 3.2 CONTRAFACÇÃO DE NOTAS E DISSUAÇÃO DA CONTRAFACÇÃO

##### CONTRAFACÇÃO DE NOTAS DE EURO

O número total de contrafacções de notas de euro recebidas pelos Centros Nacionais de

<sup>6</sup> Definida como o número total de notas devolvidas aos BCN num determinado período dividido pelo número médio de notas em circulação durante esse período.

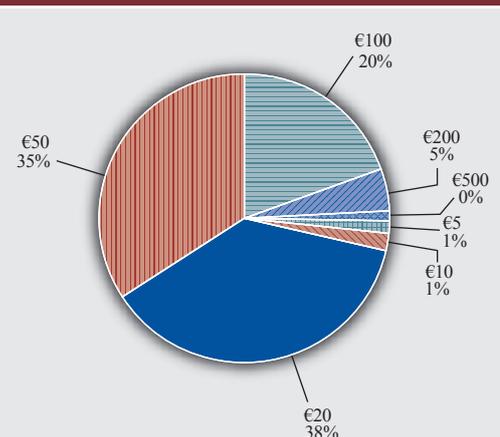
<sup>7</sup> Definida como o número de notas identificadas como não sendo aptas para circulação num determinado período dividido pelo número total de notas processadas durante esse período.

**Gráfico 49 Número de contrafações de notas de euro retiradas de circulação entre 2002 e 2008**



Fonte: BCE.

**Gráfico 50 Distribuição de contrafações de notas de euro por denominação em 2008**



Fonte: BCE.

Análise<sup>8</sup> em 2008 foi de cerca de 666 000<sup>9</sup>, o que representa um aumento em relação aos níveis relativamente estáveis observados em anos anteriores. No entanto, o número de notas genuínas em circulação também aumentou significativamente em 2008. Em comparação com o número de notas de euro genuínas em circulação, que atingiu 13.1 mil milhões no final de 2008, a quantidade de contrafações é, na verdade, muito reduzida. Assim, continua a ser muito baixa a probabilidade de se receber aleatoriamente uma contrafação em circulação. O Gráfico 49 mostra a tendência das contrafações retiradas de circulação, com base em valores recolhidos em intervalos semestrais desde o lançamento das notas de euro. Em 2008, as notas de €20 e €50 foram o principal alvo dos falsificadores, representando, em conjunto, cerca de três quartos do número das contrafações. O Gráfico 50 apresenta uma desagregação pormenorizada da distribuição das contrafações em termos de volume.

O público pode ter confiança na segurança do euro: é uma moeda bem protegida, quer em termos da sofisticação dos seus elementos de segurança, quer da eficácia das autoridades responsáveis pela aplicação da lei a nível nacional e europeu. No entanto, esta confiança nunca deve dar lugar à complacência, e o

BCE aconselha o público a estar atento à possibilidade de fraude e a não esquecer o teste de “toque-aspecto-inclinação”<sup>10</sup>. O Eurosistema continua a desenvolver consideráveis esforços para garantir que o público e os profissionais que operam com numerário estão devidamente informados no que respeita ao reconhecimento de contrafações de notas.

#### DISSUAÇÃO DA CONTRAFAÇÃO

Em 2008, o Eurosistema continuou a trabalhar em estreita colaboração com a Europol e a Comissão Europeia (em particular com o Organismo Europeu de Luta Antifraude – OLAF) no combate à contrafação do euro. O Eurosistema está activo, dentro e fora da UE, na formação de profissionais que operam com numerário para o reconhecimento e o tratamento de contrafações de notas.

O Eurosistema participa activamente nos trabalhos do Grupo de Dissuasão da Contrafação dos Bancos Centrais (CBCDG – *Central Bank Counterfeit Deterrence Group*),

8 Centros estabelecidos em cada Estado-Membro da UE para a análise inicial de contrafações de notas de euro a nível nacional.

9 Este valor está sujeito a uma correcção muito ligeira devido a comunicações posteriores, em particular com origem fora da UE.

10 Para mais pormenores, ver <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.pt.html>

um grupo de trabalho constituído por 31 bancos centrais e autoridades de impressão de notas que colaboram entre si sob os auspícios do G10. O grupo patrocina a investigação de técnicas concebidas para prevenir a reprodução ilícita de notas. O BCE acolhe o Centro Internacional de Dissuasão da Contrafacção (ICDC – *International Counterfeit Deterrence Centre*), que actua como centro técnico para todos os membros do CBCDG. O seu principal papel consiste em dar apoio técnico e gerir um sistema de comunicação centralizado ao serviço de todas as partes envolvidas na área dos sistemas de dissuasão da contrafacção. O ICDC também tem um *site* público<sup>11</sup>, que disponibiliza informação e orientação sobre a reprodução de imagens de notas, bem como ligações para *sites* específicos de cada país.

### 3.3 PRODUÇÃO E EMISSÃO DE NOTAS

#### ACORDOS DE PRODUÇÃO

Em 2008, foi produzido um total de 6.4 mil milhões de notas de euro, o que compara com 6.3 mil milhões em 2007.

A distribuição da produção de notas de euro continuou a basear-se no cenário de produção descentralizado com acordos de produção adoptado em 2002. Ao abrigo deste acordo, cada BCN da área do euro é responsável pela produção de uma percentagem que lhe é atribuída do total das necessidades de determinadas

denominações. O Quadro 12 apresenta um resumo da distribuição da produção em 2008.

#### O PROGRAMA PILOTO DE INVENTÁRIO DE CUSTÓDIA ALARGADO

Em 2008, o programa piloto de inventário de custódia alargado (ECI – *Extended Custodial Inventory*) para notas de euro na Ásia, estabelecido em 2007, foi operado com êxito por dois grandes bancos comerciais activos no mercado por grosso de notas. Um programa de inventário de custódia alargado consiste num depósito em numerário mantido num banco comercial que detém o numerário à sua guarda. Os programas de inventário de custódia alargado facilitam a distribuição internacional de notas de euro e fornecem informação estatística sobre a sua circulação fora da área do euro, bem como informações sobre contrafacções detectadas na sua região. Devido ao sucesso do programa piloto, e com base na experiência aí adquirida, o Conselho do BCE decidiu, em Março de 2008, lançar um programa ECI de três anos. Após um procedimento de leilão por negociação, três bancos activos no mercado por grosso de notas apresentaram a sua candidatura ao programa ECI de três anos. Em Fevereiro de 2009, um dos bancos deu início às operações em Hong Kong e outro em Singapura, prevendo-se que o terceiro dê início às operações ECI em Hong Kong em meados de 2009. São estes os principais centros logísticos para a transacção de notas de euro na Ásia Oriental, a região com o maior movimento de notas de euro fora da Europa. O Deutsche Bundesbank é a contraparte logística e administrativa dos bancos ECI. Antes de o prazo de três anos expirar, o Eurosistema irá avaliar se e onde o programa ECI continuará a ser operado.

#### PLANO PARA UMA MAIOR CONVERGÊNCIA DOS SERVIÇOS EM NUMERÁRIO DOS BCN

No seguimento da adopção pelo Conselho do BCE em 2007 de um plano com o objectivo de obter, no médio prazo, uma maior convergência dos serviços em numerário oferecidos pelos BCN da área do euro, o Eurosistema prosseguiu o seu trabalho nesta área em 2008. Uma

**Quadro 12 Distribuição da produção de notas de euro em 2008**

Denominação	Quantidade (milhões de notas)	BCN responsáveis pela produção
€5	1 370.0	DE, ES, FR, PT
€10	2 130.0	DE, GR, FR, AT
€20	1 755.0	ES, FR, IE, IT, LU, NL, SI, FI
€50	1 060.0	BE, DE, ES, IT, NL
€100	130.0	IT
€200	-	-
€500	-	-
Total	6 445.0	

Fonte: BCE.

<sup>11</sup> Para mais pormenores, ver <http://www.rulesforuse.org>.

maior convergência é importante, dado que permitirá aos intervenientes – em particular aqueles com actividades transfronteiras relacionadas com numerário significativas – beneficiar plenamente da moeda única e assegurará um justo tratamento concorrencial. Tendo em conta as diferentes conjunturas económicas e geográficas nacionais, o Eurosistema não tem por objectivo um sistema de fornecimento de numerário único. O processo de convergência exigirá alguma flexibilidade no que respeita aos requisitos dos clientes, à infra-estrutura de numerário e aos períodos transitórios de implementação.

O Eurosistema tem vindo a trabalhar igualmente num conjunto de novos passos, incluindo a troca de dados electrónicos com instituições de crédito referentes a depósitos e levantamentos de numerário e normas de embalagem de notas no quadro dos serviços relacionados com numerário disponibilizados gratuitamente pelos BCN. Foram realizadas consultas com intervenientes, a nível nacional e europeu, em particular relativamente à questão das normas comuns de embalagem de notas, tendo em conta as possíveis implicações operacionais e de custos.

Actualmente, os avanços tecnológicos no domínio das máquinas de processamento de notas permitem a leitura e o processamento de notas, independentemente da orientação em que estas são colocadas nas máquinas. Com o tempo, os BCN introduzirão estas melhorias gratuitamente, como previsto no plano.

### **A SEGUNDA SÉRIE DE NOTAS DE EURO**

Em 2005, o BCE deu início ao trabalho de desenvolvimento de uma nova série de notas de euro. Foram estabelecidos os requisitos funcionais e técnicos e desenvolvidos os elementos de segurança a incluir na nova série de notas. Em 2008, os trabalhos centraram-se na continuação do desenvolvimento do desenho e dos elementos de segurança das notas, bem como na integração desses elementos no desenho. Em 2008, teve igualmente início o desenvolvimento

dos materiais utilizados na originação, ou seja, os materiais de base usados na produção de notas.

O desenho da segunda série de notas de euro basear-se-á no tema “épocas e estilos da Europa” e irá incluir os elementos de desenho mais importantes da primeira série de notas. Este trabalho continuará em 2009, uma vez que o desenho e o desenvolvimento dos materiais utilizados na originação são um processo iterativo. Todos os principais intervenientes no ciclo de numerário estão a ser consultados e mantidos ao corrente dos progressos efectuados durante o processo de desenvolvimento. A nova série será lançada ao longo de um período de vários anos, sendo que a primeira denominação deverá ser emitida dentro de alguns anos. A data exacta de lançamento será estabelecida numa fase posterior. O BCE informará previamente o público sobre as modalidades da introdução das novas notas. As notas de euro da primeira série poderão ser trocadas junto dos BCN por um período ilimitado.

## 4 ESTATÍSTICAS

O BCE, coadjuvado pelos BCN, desenvolve, recolhe, compila e divulga um amplo conjunto de estatísticas que apoiam a política monetária da área do euro e diversas atribuições do SEBC, sendo também cada vez mais utilizadas pelos mercados financeiros, pelos meios de comunicação social e pelo público em geral. Em 2008, a disponibilização regular de estatísticas da área do euro decorreu de forma regular e atempada. A adopção pelo Conselho do BCE de um enquadramento legal melhorado constituiu um sucesso importante, uma vez que o mesmo enriquecerá significativamente as estatísticas monetárias e financeiras da área do euro, em particular através da crescente disponibilidade de dados sobre a venda e a titularização de créditos. Um outro desenvolvimento importante foi a adopção de um programa de trabalho de médio prazo para a função estatística do BCE, subjacente à produção de estatísticas do SEBC para o período de 2009 a 2012. Finalmente, o BCE, em estreita colaboração com os BCN, continuou a contribuir para uma maior harmonização dos conceitos estatísticos na Europa e para a revisão dos padrões estatísticos globais e europeus.

### 4.1 ESTATÍSTICAS NOVAS OU MELHORADAS NA ÁREA DO EURO

O enquadramento legal para a recolha de estatísticas monetárias e financeiras foi melhorado através de um novo Regulamento do BCE relativo às estatísticas dos activos e passivos das sociedades de titularização envolvidas em operações de titularização<sup>12</sup>. Além disso, foram emendados os actos jurídicos do BCE relativos à recolha de estatísticas das IFM para dar resposta a novos requisitos (por exemplo, em virtude da inovação financeira) referentes às estatísticas de balanço<sup>13</sup>, às estatísticas das taxas de juro em operações de depósitos e empréstimos face às famílias e às sociedades não financeiras<sup>14</sup> e às estatísticas sobre titularização<sup>15</sup>. Estes regulamentos dão igualmente resposta a requisitos estatísticos adicionais resultantes da turbulência financeira, em particular no que se refere à medição da titularização sintética como meio de transferência do risco de crédito. O início do reporte destas estatísticas adicionais está previsto para meados de 2010 (a fim de

proporcionar aos BCN e aos agentes reportantes o tempo necessário para poderem implementar os novos regimes de reporte), exceptuando as estatísticas relativas à titularização das IFM e às sociedades de titularização, para as quais serão divulgados dados a partir de Dezembro de 2009. O desenvolvimento dos referidos regulamentos envolveu uma avaliação abrangente dos méritos das novas estatísticas, bem como dos seus custos estimados, para os agentes reportantes e para os BCN, a fim de assegurar, por um custo razoável, o cumprimento dos requisitos do utilizador com prioridade máxima.

O Conselho do BCE adoptou também uma Orientação reformulada sobre estatísticas monetárias e de instituições e mercados financeiros, que consolida as alterações anteriores e que passou a incluir outras disposições relativas a estas estatísticas. Outras melhorias do enquadramento legal do BCE incluíram alterações às Orientações do BCE relativas às exigências de informação estatística em matéria de estatísticas das finanças públicas (que aboliram as restantes derrogações) e em matéria de contas financeiras trimestrais (a fim de melhorar a eficiência dos fluxos de dados).

Relativamente às estatísticas sobre os activos e passivos de fundos de investimento, os BCN começaram a apresentar ao BCE novos dados harmonizados a partir de Fevereiro de 2009, utilizando Dezembro de 2008 como período de referência<sup>16</sup>.

12 Tinha sido já compilada uma lista preliminar das sociedades de titularização, o que possibilitou o início do trabalho de verificação cruzada com outros conjuntos de dados e uma análise preliminar limitada dos desenvolvimentos recentes nesta área.

13 Regulamento BCE/2008/32, de 19 de Dezembro de 2008, relativo ao balanço do sector das instituições financeiras monetárias (reformulação).

14 Será publicado brevemente um Regulamento que altera o Regulamento 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.

15 Regulamento BCE/2008/30, de 19 de Dezembro de 2008, relativo às estatísticas dos activos e passivos das sociedades de titularização envolvidas em operações de titularização.

16 Conforme estipulado no Regulamento BCE/2007/8 relativo às estatísticas de activos e passivos de fundos de investimento (excepto fundos do mercado monetário).

Desde Junho de 2008, foram publicadas novas estatísticas sobre a circulação de notas e moedas de euro na secção *Statistics* do *site* do BCE (por exemplo, dados mensais sobre saldos e fluxos de notas e moedas de euro em circulação e dados sobre o número e valor de notas cuja autenticidade e qualidade foram verificadas). Actualmente, são também publicados regularmente, no quadro do Eurosistema para a disseminação conjunta de informação, indicadores de competitividade harmonizados e melhorados para os países da área do euro, com base em índices de preços no consumidor, deflatores do PIB e custos unitários do trabalho. Estes indicadores destinam-se a proporcionar medidas comparáveis da evolução da competitividade dos preços e dos custos nos países da área do euro que sejam igualmente consistentes com as variações nas taxas de câmbio efectivas reais do euro.

O BCE continuou a melhorar as suas estatísticas relativas a Instrumentos de Dívida de Curto Prazo Europeus (*Short-Term European Paper* – STEP), as quais apresentam volumes e taxas de rendibilidade no mercado primário relativos a títulos de dívida de curto prazo emitidos no contexto de programas que receberam a classificação STEP (ver igualmente a Secção 3 do Capítulo 4). Prevê-se que sejam publicados dados pormenorizados de fluxos e *stocks*, incluindo os saldos dos programas STEP individuais, na primeira metade de 2009.

Foram também divulgadas novas estatísticas do balanço das IFM para sustentar a análise monetária. Por exemplo, no seguimento das melhorias na disponibilidade de dados relativos às contas financeiras, o BCE iniciou a publicação de estatísticas sectoriais sobre a detenção de instrumentos incluídos no M3 por sociedades não financeiras, famílias (incluindo instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias), outros intermediários financeiros (incluindo fundos de investimento) e sociedades de seguros e fundos de pensões. Encontram-se igualmente disponíveis séries temporais a partir do primeiro trimestre de 1999.

Em Setembro de 2008, o Conselho do BCE aprovou a realização de um inquérito do Eurosistema sobre as finanças e o consumo das famílias. Este projecto visa colmatar uma lacuna significativa na disponibilidade de dados sobre a situação financeira de segmentos do sector das famílias, complementando as estatísticas macroeconómicas (por exemplo, fornecendo informações sobre os activos e passivos das famílias no conjunto da área do euro). Encontrase igualmente em fase de preparação um inquérito sobre o acesso ao financiamento por parte de pequenas e médias empresas, que deverá realizar-se em cooperação com a Comissão Europeia. O SEBC prosseguiu igualmente o seu trabalho no sentido de melhorar a Base de Dados Centralizada de Títulos (*Centralised Securities Database* – CSDB). A base contém informação de referência relativa a títulos individuais relevantes para efeitos estatísticos do SEBC e desempenha um papel essencial na transição para a prestação de informação por título. Os sistemas que recolhem dados em base individual têm o potencial para aliviar significativamente a carga associada à prestação de informação por parte dos inquiridos, melhorando a qualidade e a flexibilidade das estatísticas da área do euro. A base de dados é já utilizada por vários BCN na compilação de estatísticas financeiras nacionais, estando em curso novos desenvolvimentos.

## 4.2 OUTROS DESENVOLVIMENTOS ESTATÍSTICOS

Estão a ser actualizados os dois regulamentos-quadro relativos à recolha, compilação e disseminação de estatísticas na Europa, emitidos pelo Sistema Estatístico Europeu (o SEE, uma parceria entre o Eurostat e os institutos nacionais de estatística) e pelo SEBC, respectivamente. A estreita cooperação entre o SEBC e o SEE resultou em diversas disposições cruzadas nos dois projectos legislativos, em particular no que toca à transmissão de informação estatística confidencial entre o SEBC e o SEE. Em Setembro de 2008, o BCE emitiu

uma recomendação referente a um Regulamento do Conselho que altera o Regulamento (CE) n.º 2533/98 relativo à compilação de informação estatística pelo BCE<sup>17</sup>.

Desde 2007, o BCE e o Eurostat publicam regularmente contas trimestrais integradas financeiras e não financeiras da área do euro por sector. Em 2008, iniciaram-se trabalhos de melhoria da actualidade, integridade e consistência deste quadro abrangente de contas macroeconómicas.

A divulgação de estatísticas foi aperfeiçoada através da publicação de quadros adicionais relativos a estatísticas da área do euro e de todos os dados nacionais correspondentes nos *sites* do BCE e dos BCN. A extensão abrangeu: i) listas de IFM, ii) estatísticas de taxas de juro das IFM, iii) estatísticas de pagamentos e iv) dados pormenorizados relativos ao IHPC e ao PIB. O *Statistical Data Warehouse* (SDW) do BCE tornou-se uma ferramenta cada vez mais popular para o acesso às estatísticas da área do euro na Internet. Em 2008, foram incorporadas novas estatísticas dos mercados financeiros no SDW, tendo o número de utilizadores do SDW duplicado para cerca de 40 000 por mês. O lançamento de uma nova ferramenta interactiva de visualização para o acompanhamento da inflação no *site* do BCE faz igualmente parte da estratégia para uma melhor comunicação no que respeita às estatísticas da área do euro. Finalmente, foi apresentado um conjunto mais alargado de estatísticas e indicadores em diversas publicações regulares do BCE, tais como o *Euro money market survey* (Inquérito ao mercado monetário do euro), o relatório intitulado *Financial integration in Europe* (Integração financeira na Europa) e o *Financial Stability Review* (Relatório de Estabilidade Financeira).

Diversos documentos publicados em 2008 contribuíram para aumentar a sensibilização no que se refere às estatísticas do BCE e do SEBC, bem como à sua governação e qualidade. O Quadro de Qualidade Estatística e os procedimentos de garantia de qualidade<sup>18</sup> do BCE, a publicação actualizada *ECB statistics – an overview*

(Estatísticas do BCE - uma visão geral)<sup>19</sup> e a publicação dos resultados da quarta conferência do BCE sobre estatísticas<sup>20</sup> são exemplos da transparência do BCE neste domínio.

O BCE prosseguiu a estreita cooperação com o Eurostat e outras organizações internacionais (por exemplo, na preparação do relatório conjunto de 2008 *Status report on information requirements in EMU* (Relatório sobre os requisitos de informação na UEM) e na revisão do *ESA95 manual on government deficit and debt* (Manual relativo ao défice e à dívida pública do SEC 95) do Eurostat) e desempenhou um papel importante na actualização dos padrões estatísticos mundiais (com os trabalhos sobre o Sistema de Contas Nacionais 93, o Manual da Balança de Pagamentos do FMI e o documento *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment* (Definição de referência do investimento directo estrangeiro) da OCDE. O BCE coadjuva o Eurostat na revisão do SEC 95. O SEC 95 orienta uma série de decisões de política a nível europeu. O BCE apoia e implementa igualmente padrões técnicos mundiais para a troca de dados. Juntamente com os BCN, o FMI e o BIS, desenvolveu também um manual sobre estatísticas de títulos. Finalmente, o BCE divulgou uma actualização do seu *Government finance statistics guide* (Guia das estatísticas das finanças públicas)<sup>21</sup>.

As estatísticas da área do euro foram adaptadas a fim de tomar em consideração a entrada de Chipre e Malta em 1 de Janeiro de 2008. Não surgiram problemas graças à longa preparação realizada por estes países, iniciada antes da sua entrada na União Europeia, em estreita cooperação com o BCE e os outros Estados-Membros. Além disso, tal como nos anos anteriores, as estatísticas desempenharam

17 [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_25120081003pt00010005.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_25120081003pt00010005.pdf)

18 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html>

19 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf>

20 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategicvisionstatistics2008en.pdf>

21 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/governmentfinancestatisticsguide200812en.pdf>

um papel importante no acompanhamento da convergência dos Estados-Membros da UE ainda não pertencentes à área do euro. O BCE, juntamente com os bancos centrais dos Estados-Membros em causa, apoiou igualmente o Eurostat através da disponibilização de estatísticas de taxas de juro de longo prazo e de taxas de câmbio e recolheu e coligiu dados estatísticos adicionais que complementam os quatro principais indicadores de convergência no Relatório de Convergência de 2008 do BCE. (ver Secção 1 do Capítulo 3).

partes envolvidas, ou seja, os departamentos de estatística dos BCN e do BCE, bem como parceiros externos como os institutos de estatística, as autoridades de supervisão e os representantes do sector financeiro.

#### **4.3 O PROGRAMA DE TRABALHO DE MÉDIO PRAZO PARA A FUNÇÃO ESTATÍSTICA DO BCE (2009-12)**

O programa de trabalho de médio prazo para a função estatística do BCE (2009-12) foi publicado no *site* do BCE em Julho de 2008<sup>22</sup>. Resulta de uma análise pormenorizada e visa aumentar a eficiência e eficácia da recolha e compilação de estatísticas da área do euro, a fim de utilizar os ganhos de eficiência daí resultantes para superar algumas das lacunas ainda existentes. Entre outras, prevêem-se as seguintes melhorias: i) estatísticas relativas à detenção de títulos mais pormenorizadas, ii) melhores dados sobre derivados de crédito, iii) a compilação de estatísticas trimestrais atempadas relativas a sociedades de seguros e fundos de pensões e iv) o reforço da reutilização de microdados disponíveis para fins estatísticos. Estes últimos incluem dados das demonstrações financeiras das empresas detidos em centrais de balanços nacionais, bem como informações disponibilizadas por centrais de risco de crédito. Além disso, estão a ser desenvolvidos trabalhos, em cooperação com o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária, no sentido de alcançar alguma reconciliação, se possível, entre os requisitos de supervisão e os requisitos estatísticos relativos às instituições de crédito. O SEBC continua igualmente a avaliar as necessidades estatísticas resultantes da turbulência financeira. Para implementar esta estratégia de médio prazo, será necessária uma cooperação mais intensa entre todas as

22 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html>

## 5 ESTUDOS ECONÓMICOS

As principais funções dos estudos no BCE, bem como no Eurosistema no seu conjunto, consistem em: fornecer resultados de estudos relevantes para o aconselhamento no âmbito da política monetária e outras atribuições do Eurosistema, e elaborar e aplicar os respectivos modelos e instrumentos analíticos; manter e utilizar modelos econométricos para as previsões económicas e comparação dos efeitos de políticas alternativas; e comunicar com a comunidade académica, por exemplo através da publicação dos resultados dos estudos em jornais externos e da organização de conferências de investigação.

### 5.1 PRIORIDADES DOS ESTUDOS E PROGRESSOS

No BCE, os estudos económicos são realizados de forma descentralizada: todas as áreas de trabalho podem levar a cabo projectos de investigação de acordo com as suas necessidades e competências. Para além de realizar estudos de grande qualidade, a Direcção-Geral de Estudos Económicos desempenha um papel fundamental na coordenação de investigação. A Direcção-Geral preside ao *Research Coordination Committee* (Comité de Coordenação dos Estudos Económicos), que coordena os estudos a nível do BCE com os requisitos da instituição. O Comité estabelece grandes áreas prioritárias relativas a cada ano.

As principais prioridades dos estudos em 2008 foram nas seguintes áreas: previsões e desenvolvimento de modelos; melhoria da análise monetária; compreensão do mecanismo de transmissão da política monetária; estabilidade financeira; a eficiência do sistema financeiro europeu; e questões internacionais e orçamentais.

No domínio das previsões e desenvolvimento de modelos, prosseguiram em 2008 vários projectos já existentes e foram lançados novos projectos. O *New Area-Wide Model* (NAWM; Novo Modelo para toda a Área do Euro) foi introduzido nos exercícios de projecção e utilizado na construção das projecções centrais e

na análise de cenários. O modelo de Christiano, Motto e Rostagno foi desenvolvido e utilizado em vários exercícios de política com incidência no comportamento dos mercados financeiros. Ambos são exemplos de modelos dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral que são cada vez mais comuns no trabalho de política dos bancos centrais. Outros modelos dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral foram desenvolvidos no BCE com vista a abordar questões de política específicas. Os trabalhos iniciados em 2006-07 relativamente a instrumentos de previsão a curto prazo foram completados em 2008, com a introdução destes instrumentos na avaliação económica regular em trabalhos de preparação de políticas. Os estudos sobre instrumentos de previsão já existentes e novos prosseguirão em 2009.

Um novo método de construção de intervalos de projecção foi introduzido em 2008 e utilizado nas projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE/Eurosistema publicadas em Setembro e Dezembro. A incerteza das previsões continuará a ser acompanhada de perto em 2009.

Os estudos sobre a análise monetária incidiram sobre a evolução e utilização de métodos quantitativos para a análise monetária, com ênfase na disponibilização de instrumentos analíticos de elevada qualidade para a preparação de decisões de política. Os trabalhos focaram o desenvolvimento de modelos baseados em indicadores monetários para a inflação e a análise da procura de moeda, bem como a criação de cenários monetários numa perspectiva estrutural. Neste contexto, o modelo de Christiano, Motto e Rostagno foi utilizado de forma mais abrangente. Foi dada particular atenção à utilização de diferentes modelos estruturais e outros instrumentos como dispositivos de verificação cruzada.

No que respeita ao mecanismo de transmissão da política monetária, a *Wage Dynamics Network* (WDN) (rede de investigação sobre dinâmica salarial), uma rede de investigadores do SEBC, apresentou os resultados do seu trabalho numa

conferência em Junho de 2008. A WDN analisa as características e origem da dinâmica salarial na área do euro e a sua relação com os preços, tanto a nível agregado como microeconómico. Um progresso importante da rede em 2008 consistiu num inquérito sobre salários, custos do trabalho e comportamento de fixação de preços ao nível das empresas em 17 países.

O inquérito sobre as finanças e o consumo das famílias ao nível de toda a área do euro, (ver Secção 4 do presente capítulo) preparado por uma rede de trabalho do Eurosistema, cobrirá informações a nível microeconómico relativamente a um vasto conjunto de decisões das famílias relacionadas com a detenção de activos reais e financeiros, o endividamento, atitudes face ao risco, emprego, rendimento, pensões, transferências intergeracionais, doações, consumo e poupança. A recolha de dados deverá começar no início de 2009 em vários países da área do euro. É de esperar que os microdados tornados anónimos ao nível da área do euro sobre as finanças e o consumo das famílias sejam igualmente disponibilizados à comunidade de investigadores no futuro. Estudos relacionados sobre as finanças e o consumo das famílias foram apresentados numa conferência organizada em conjunto pelo *Center for Financial Studies* (Centro de Estudos Financeiros) e pelo BCE em Setembro de 2008. Outros tópicos analisados nesta área de investigação foram as políticas de comunicação dos bancos centrais, o acompanhamento dos mercados financeiros, os mercados da habitação, o papel dos bancos e do crédito no mecanismo da transmissão monetária, e a heterogeneidade na área do euro em várias perspectivas.

Também foram exploradas questões de estabilidade financeira e o seu impacto sobre a política monetária, em particular no contexto de trabalhos desenvolvidos para o *Financial Stability Review* do BCE. O sistema financeiro foi analisado em duas dimensões: o seu grau de integração e a evolução dos mercados de capitais. A interacção dos riscos de crédito e de mercado também foi abrangida.

No que respeita aos estudos sobre sistemas de pagamentos e de liquidação, o BCE colaborou com vários responsáveis dos bancos centrais (Bank of England, Reserve Bank of Australia, Banco da Reserva Federal de Nova Iorque, Banco da Reserva Federal de Chicago, Bank of Canada e De Nederlandsche Bank) e académicos interessados em estabelecer uma rede informal de análise económica das actividades de pagamentos (*Payment Economics Network*). Esta rede promove o conhecimento da investigação sobre sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos e reforça a ligação entre os estudos e a prática neste domínio. O *site* da rede<sup>23</sup> disponibiliza hiperligações para documentos de trabalho, documentos de política relevantes, informação detalhada sobre conferências já realizadas e futuras, e informação sobre projectos de investigação nesta área.

No que se refere à prioridade dos estudos relacionada com questões internacionais, as principais áreas de interesse foram os desequilíbrios mundiais, sobre os quais foi organizado um seminário ao mais alto nível em 2008, e o papel internacional do euro. Relativamente ao segundo, os trabalhos focaram a relação entre a facturação em diferentes moedas e a repercussão da taxa de câmbio. Os resultados destes trabalhos serão integrados no relatório intitulado *Review of the international role of the euro* (Análise do papel internacional do euro). No contexto desta prioridade dos estudos, foi desenvolvido um prolongamento internacional do NAWM.

## 5.2 DISSEMINAÇÃO DOS ESTUDOS: PUBLICAÇÕES E CONFERÊNCIAS

À semelhança de anos anteriores, os resultados dos estudos do BCE foram publicados na respectiva série Documentos de Trabalho e Documentos de Trabalho Ocasionais. Em 2008, foram publicados 141 Documentos de Trabalho e 22 Documentos de Trabalho Ocasionais. Um total de 116 Documentos de Trabalho foram

23 <http://www.paymenteconomics.org>

elaborados pelos especialistas do BCE, quer individualmente quer em colaboração com co-autores externos, em particular economistas do Eurosistema, enquanto os restantes foram escritos por visitantes externos que participaram em conferências e encontros de trabalho, no contexto de redes de estudos ou após uma estadia prolongada no BCE para a conclusão de um projecto de investigação. Regra geral, espera-se que a maior parte dos trabalhos venha a ser publicada em importantes revistas académicas sujeitas a análise pelos pares. Em 2008, os especialistas do BCE publicaram mais de 30 artigos em revistas académicas.

O *Research Bulletin* (“Boletim de Estudos”) é uma publicação regular do BCE utilizada para divulgar trabalhos de investigação de interesse geral a uma audiência alargada. Em 2008, a publicação centrou-se na turbulência no mercado de crédito, nas características do ciclo económico da área do euro, riqueza em habitação e consumo e dinâmicas de inflação regionais.

O BCE organizou ou participou na organização de cerca de 15 conferências ou encontros de trabalho sobre tópicos de investigação. Participou na organização de conferências envolvendo o *Centre for Economic Policy Research* – CEPR (Centro de Estudos de Política Económica) e outros bancos centrais, internos e externos ao Eurosistema. Além disso, foram organizados diversos encontros de trabalho e seminários a fim de divulgar os estudos no contexto do BCE. À semelhança de anos anteriores, a maior parte das conferências e encontros de trabalho estiveram relacionados com áreas específicas de prioridade de estudo; os programas relativos a estes eventos e os documentos apresentados estão disponíveis no *site* do BCE.

As conferências e os encontros de trabalho cobriram um conjunto alargado de temas. Sete destes focaram tópicos financeiros: dois abordaram o impacto da turbulência financeira, um deles patrocinado em conjunto com o Banco da Reserva Federal de Chicago, e outro abordou a integração financeira. Os restantes trataram

de diferentes aspectos do funcionamento dos mercados monetários e de transferências a retalho. A quinta conferência do *International Research Forum on Monetary Policy* (Fórum de Investigação Internacional sobre Política Monetária) (patrocinada em conjunto com a Assembleia de Governadores da Reserva Federal, a Universidade de Georgetown e a Universidade de Frankfurt) em Junho de 2008 analisou tópicos de política monetária. Outras conferências examinaram questões sobre dados (patrocinadas em conjunto com o CEPR através da *Euro Area Business Cycle Network* (Rede sobre o Ciclo Económico da Área do Euro)), mercados de trabalho e os primeiros dez anos do euro.

Um mecanismo adicional para a divulgação de estudos foi a organização de uma série de seminários, dois dos quais de particular relevância: os *Joint Lunchtime Seminars* (seminários conjuntos durante a hora de almoço), organizados em colaboração com o Deutsche Bundesbank e o *Center for Financial Studies* (Centro de Estudos Financeiros), e os *Invited Speaker Seminars* (Seminários de Oradores Convidados). As duas séries compreendem seminários semanais nos quais investigadores externos são convidados a apresentar os seus trabalhos recentes no BCE. São igualmente organizados pelo BCE, numa base mais *ad hoc*, seminários de estudo fora do âmbito das duas séries acima referidas.

## 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, compete ao BCE acompanhar o cumprimento, por parte dos 27 BCN da UE e pelo BCE, das proibições estipuladas nos artigos 101.º e 102.º do Tratado e nos Regulamentos (CE) n.º 3603/93 e n.º 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 e pelos BCN em benefício de governos e de 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 das instituições ou organismos da Comunidade. A par do Conselho do BCE, a Comissão Europeia acompanha o cumprimento por parte dos Estados-Membros das disposições atrás referidas.

O BCE acompanha igualmente a aquisição pelos bancos centrais da UE no mercado secundário de títulos de dívida emitidos pelo sector público nacional, pelo sector público de outros Estados-Membros e por instituições e organismos da Comunidade. 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 do sector público.

O exercício de acompanhamento realizado para 2008, com base em informação fornecida pelos 27 BCN do SEBC e pelo BCE, confirma que, com uma excepção, as disposições dos artigos 101.º e 102.º do Tratado e dos Regulamentos do Conselho relacionados foram, no geral, respeitadas no período em análise.

O De Nederlandsche Bank reportou uma facilidade de crédito sob a forma de um

descoberto intradiário, que levou a uma situação de não cumprimento limitada a um dia, nos termos da proibição de financiamento monetário do Tratado, que foi imediatamente corrigida.

### 6.2 FUNÇÕES CONSULTIVAS

De acordo com o n.º 4 do artigo 105.º do Tratado, o BCE deve ser consultado sobre qualquer proposta de legislação comunitária ou nacional, no domínio das suas atribuições<sup>24</sup>. A obrigação de consultar o BCE não é afectada num cenário onde um projecto de disposição legal deverá ser adoptado através de um procedimento rápido. Além disso, a adopção de disposições legislativas num período de tempo muito curto após um pedido de consulta apenas deverá ser permitida em casos excepcionais, como por exemplo, o actual período de turbulência nos mercados. Todos os pareceres do BCE são publicados no seu *site*.

O BCE adoptou 92 pareceres em 2008: 11 em resposta a consultas por instituições da UE e 81 em resposta a consultas por autoridades nacionais. Tal compara com 43 consultas em 2007. O presente Relatório Anual inclui, em anexo, uma lista dos pareceres adoptados em 2008 e no início de 2009.

São de realçar os pareceres do BCE que se seguem, emitidos a pedido do Conselho da UE.

O BCE emitiu um parecer<sup>25</sup> sobre uma proposta de directiva que altera a Directiva relativa ao carácter definitivo da liquidação<sup>26</sup> e a Directiva relativa aos acordos de garantia financeira<sup>27</sup>. As alterações dizem respeito à protecção ao abrigo da Directiva relativa ao carácter definitivo da

24 Em conformidade com o Protocolo relativo a certas disposições relacionadas com o Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte, anexo ao Tratado, a obrigação de consultar o BCE não se estende ao Reino Unido (JO C 191, 29.7.1992, p. 87).

25 CON/2008/37.

26 Directiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Maio de 1998 relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários (JO L 166, 11.6.1998, p. 45).

27 Directiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 6 de Junho de 2002 relativa aos acordos de garantia financeira (JO L 168, 27.6.2002, p. 43).

liquidação, à liquidação nocturna e à liquidação entre sistemas interligados dado o esperado aumento da interoperabilidade dos sistemas resultante da Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros e do *European Code of Conduct for Clearing and Settlement* (Código de Conduta Europeu no domínio da Liquidação e Compensação). Entre as categorias de garantia financeira previstas ao abrigo da Directiva relativa aos acordos de garantia financeira, a proposta também inclui créditos sobre terceiros elegíveis para a garantia das operações de crédito de bancos centrais no sentido de facilitar o seu uso em toda a UE. No seu parecer, o BCE acolheu favoravelmente a proposta e sugeriu em particular que a definição de “sistema” deveria ser alargada de modo a i) incluir expressamente os sistemas estabelecidos por legislação do BCE e ii) permitir que o próprio BCE designe os respectivos sistemas. O BCE também propôs que os créditos sobre terceiros sejam incluídos no âmbito da Directiva relativa aos acordos de garantia financeira de acordo com uma única definição geral que não esteja ligada à elegibilidade dos bancos centrais, e recomendou uma harmonização de alguns elementos das normas de conflito de leis relativas a créditos sobre terceiros na UE.

O BCE também foi consultado sobre uma proposta de directiva que altera a Directiva relativas aos requisitos de capital<sup>28</sup> no que diz respeito aos bancos em relação de grupo com instituições centrais e a determinados elementos relativos aos fundos próprios.

O BCE emitiu um parecer<sup>29</sup> sobre uma proposta de directiva que altera a Directiva relativa à moeda electrónica<sup>30</sup>, que tem por objectivo abrir o mercado à emissão de moeda electrónica, através de instituições de moeda electrónica. O BCE apoiou a análise mas expressou preocupações significativas quanto à mudança da natureza das instituições de moeda electrónica para “instituições financeiras”, de acordo com a definição na Directiva 2006/48/CE reformulada<sup>31</sup>, dado que tal teria consequências profundas para a condução da política monetária. A proposta de directiva também origina

preocupações na perspectiva da supervisão, dado que aligeira o regime de supervisão das instituições de moeda electrónica ao mesmo tempo que alarga o âmbito das actividades que as instituições de moeda electrónica podem levar a cabo.

No que respeita ao quadro Lamfalussy<sup>32</sup>, enquanto parte do processo de clarificação e expansão do âmbito das atribuições dos Comitês de Nível 3 (o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária, o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma e o Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários), o BCE foi consultado sobre uma proposta de Decisão da Comissão que institui o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária, a qual substitui a Decisão da Comissão 2004/10/CE<sup>33</sup>. O Parecer do BCE<sup>34</sup> acolheu favoravelmente as alterações propostas e sublinhou que os seus comentários específicos não prejudicavam possíveis contributos no futuro para o debate alargado, por exemplo relativamente ao grupo ao mais alto nível presidido por Jacques de Larosière. O BCE sugeriu algumas alterações à proposta de Decisão, em particular no que respeita ao envolvimento do BCE e do Comité de Supervisão Bancária em algumas atribuições do Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária. O BCE recomendou que fosse

28 A Directiva relativa aos requisitos de capital consiste na Directiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de Junho de 2006 relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício (reformulação) (JO L 177, 30.6.2006, p.1) e na Directiva 2006/49/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de Junho de 2006 relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito (reformulação) (JO L 177, 30.6.2006, p. 201).

29 CON/2008/84.

30 Directiva 2000/46/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de Setembro de 2000 relativa ao acesso à actividade das instituições de moeda electrónica e ao seu exercício, bem como à sua supervisão prudencial (JO L 275, 27.10.2000, p. 39).

31 Ver os n.ºs 1 e 5 do artigo 4.º da Directiva 2006/48/CE, como referido na nota-de-rodapé n.º 30.

32 Para mais pormenores, ver a Secção 2 do Capítulo 4.

33 Decisão da Comissão 2004/10/CE de 5 de Novembro de 2003 que institui o Comité Bancário Europeu (JO L 3, 7.1.2004, p. 36).

34 CON/2008/63.

assegurada a coerência entre as disposições da proposta de Decisão e as disposições da Carta do Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária no que se refere a procedimentos de votação e sugeriu que a Comissão tenha em conta estes comentários, sempre que tal se justifique, aquando da elaboração de propostas de decisão nos outros dois Comités de Nível 3, nos quais o BCE não é consultado.

O BCE também emitiu um parecer<sup>35</sup> sobre uma proposta de Regulamento relativo aos pagamentos transfronteiras que substitui o Regulamento (CE) n.º 2560/2001<sup>36</sup>. Embora acolha favoravelmente a inclusão de débitos directos transfronteiras na proposta de Regulamento, o BCE alertou que seria necessário considerar atentamente algumas questões sobre o reporte de estatísticas da balança de pagamentos. Neste contexto, é fundamental responder às necessidades dos utilizadores das estatísticas (nacionais e da área do euro) da balança de pagamentos e garantir a atempada implementação da SEPA. O desenvolvimento da SEPA implica que os sistemas de reporte de estatísticas da balança de pagamentos, baseados principalmente em dados sobre pagamentos, não se podem manter, uma vez que estes respeitam a pagamentos em euros dentro da UE. A reforma desses sistemas pode implicar não apenas uma redução substancial das obrigações de reporte dos bancos, mas também um aumento do esforço de prestação de informação por parte do sector não bancário, o que se deveria evitar tanto quanto possível. Simultaneamente, deve garantir-se que as estatísticas da balança de pagamentos podem continuar a ser compiladas com o elevado grau de fiabilidade, com a frequência e com a actualidade exigidas para a condução da política monetária pelo BCE.

O BCE emitiu um parecer<sup>37</sup> sobre alterações à Directiva relativa aos sistemas de garantia de depósitos<sup>38</sup> com vista a melhorar a confiança dos depositantes através do aumento do nível mínimo de cobertura dos sistemas de garantia de depósitos e da redução dos prazos máximos de reembolso de depósitos garantidos. O BCE

apoiou estes objectivos, embora sublinhando que a credibilidade dos sistemas de garantia de depósitos deveria ser preservada através do estabelecimento de procedimentos operacionais eficientes para a verificação dos créditos e o pagamento aos depositantes, da garantia de que o financiamento necessário se encontra disponível, e do aumento do grau de conhecimento, por parte dos depositantes, dos termos e condições aplicáveis à protecção de depósitos. Os mecanismos devem obedecer à proibição de financiamento monetário estabelecida no artigo 101.º do Tratado<sup>39</sup>. O BCE espera continuar a contribuir para os progressos nesta área em 2009.

O BCE continuou a ser consultado por autoridades nacionais sobre questões relacionadas com os BCN, em particular alterações aos estatutos dos BCN da Bélgica, Bulgária, República Checa, Alemanha, Estónia, Espanha, Luxemburgo, Hungria, Roménia e Suécia<sup>40</sup>. No que respeita à proposta de alteração da Lei Orgânica do Deutsche Bundesbank, o BCE referiu que um Estado-Membro não pode impedir um BCN de contratar e manter o pessoal qualificado necessário ao desempenho independente das atribuições que lhe são cometidas pelo Tratado e pelos Estatutos do SEBC, e que um BCN não pode ser colocado numa posição em que o governo possa influenciar a sua política em matéria de pessoal<sup>41</sup>. O BCE indicou que acolheria favoravelmente uma revisão das alterações propostas, alargando os poderes da Comissão

35 CON/2009/1.

36 Regulamento (CE) n.º 2560/2001 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Dezembro de 2001 relativos aos pagamentos transfronteiras em euros (JO L 344, 28.12.2001, p. 13).

37 CON/2008/70.

38 Directiva 94/19/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 30 de Maio de 1994 relativa aos sistemas de garantia de depósitos (JO L 135, 31.5.1994, p. 5).

39 Interpretado em linha com o Regulamento (CE) n.º 3603/93 do Conselho de 13 de Dezembro de 1993 que especifica as definições necessárias à aplicação das proibições enunciadas no artigo 104.º e no n.º 1 do artigo 104b do Tratado (JO L 332, 31.12.1993, p. 1).

40 CON/2008/33, CON/2008/73, CON/2008/2, CON/2008/21, CON/2008/9, CON/2008/14, CON/2008/82, CON/2008/17, CON/2008/83, CON/2008/31, CON/2008/4 e CON/2008/34.

41 CON/2008/9.

Executiva do Deutsche Bundesbank para adoptar os estatutos do pessoal. De acordo com o parecer do BCE, as alterações propostas aos Estatutos do Banca Națională a României limitariam consideravelmente a independência do banco central, em particular devido ao requisito de aprovação pelo parlamento do relatório anual do Banca Națională a României e à possibilidade de os funcionários do banco central serem pessoalmente responsáveis por perdas<sup>42</sup>. No seu parecer sobre a independência financeira do Sveriges Riksbank no contexto da estrutura de capital e distribuição de lucros, o BCE sublinhou que a Suécia foi obrigada a colocar em vigor as adaptações necessárias em conformidade com as disposições relevantes do Tratado e dos Estatutos do SEBC no que respeita à independência dos bancos centrais aquando da instituição do SEBC em 1 de Junho de 1998<sup>43</sup>. Além disso, o BCE sublinhou que qualquer reforma legislativa deve ter por objectivo alcançar gradualmente a coerência com os padrões do Eurosistema. Além disso, o BCE submeteu por sua iniciativa um parecer sobre a reforma do sistema de segurança social grego, uma vez que considerou que as disposições propostas poderiam afectar o estatuto do Bank of Greece enquanto autoridade independente<sup>44</sup>. O fundo de pensões do Bank of Greece foi integrado num fundo de pensões da responsabilidade do Estado e a autoridade monetária grega foi obrigada a contribuir anualmente com um montante de €23 milhões por um período de 15 anos. As disposições relevantes do diploma deveriam ser ponderadas no que respeita às possíveis implicações para a independência do banco central, incluindo a independência financeira, e à proibição de financiamento monetário.

O BCE foi consultado por duas vezes pelo Luxemburgo sobre uma proposta de lei que melhora o enquadramento legislativo do Luxemburgo enquanto centro financeiro e altera a Lei relativa ao estatuto monetário e ao Banque centrale du Luxembourg<sup>45</sup>. Os pareceres acolheram com agrado o fortalecimento do contributo do Banque centrale du Luxembourg para a estabilidade financeira e a criação de

uma base legal para o possível alargamento da cedência de liquidez de emergência pelo Banco.

Na área dos sistemas de pagamentos e de liquidação, o BCE foi consultado pela Polónia sobre um projecto de lei que altera a Lei relativa às transacções de instrumentos financeiros e outra legislação<sup>46</sup>. Em linha com anteriores pareceres, o BCE recomendou a inclusão de disposições específicas relativamente à competência do BCN no domínio da superintendência dos sistemas de pagamentos e de liquidação.

Em termos de supervisão financeira, a Finlândia consultou o BCE sobre um projecto de proposta de legislação relacionada com a fusão da supervisão financeira com a supervisão de seguros<sup>47</sup>. O BCE apoiou um fortalecimento da estrutura de supervisão, mas sublinhou a necessidade de salvaguardas sobre as disposições orçamentais, o mecanismo de reembolso, e a auditoria e reporte. Em linha com pareceres anteriores, o BCE referiu que a cooperação e a partilha de informação entre autoridades de supervisão e os bancos centrais eram fundamentais para a condução do acompanhamento macroprudencial e a superintendência dos sistemas de pagamentos. Na área da estabilidade financeira, o BCE foi consultado pela Polónia sobre uma proposta de lei que altera a Lei relativa ao Fundo de Garantia Bancária<sup>49</sup>. O BCE reiterou os critérios que permitem aos BCN conceder crédito aos sistemas nacionais de protecção de depósitos e sublinhou a importância de uma coordenação eficaz desses sistemas.

42 CON/2008/31.

43 CON/2008/34.

44 CON/2008/13.

45 CON/2008/17 e CON/2008/42.

46 CON/2008/20.

47 CON/2008/16.

48 CON/2008/32.

49 CON/2008/44, CON/2008/46, CON/2008/48, CON/2008/50, CON/2008/51, CON/2008/52, CON/2008/54, CON/2008/55, CON/2008/56, CON/2008/57, CON/2008/58, CON/2008/59, CON/2008/60, CON/2008/61, CON/2008/62, CON/2008/65, CON/2008/66, CON/2008/67, CON/2008/68, CON/2008/69, CON/2008/74, CON/2008/75, CON/2008/76, CON/2008/79, CON/2008/80, CON/2008/81, CON/2008/88, CON/2008/89 e CON/2008/92.

Num contexto de crise financeira mundial, o BCE emitiu vários pareceres<sup>51</sup> sobre medidas de recuperação nacionais relacionadas com garantias do Estado, a recapitalização de bancos em dificuldade, a compra de activos bancários e sistemas de garantia de depósitos. Neste sentido, o BCE realçou a importância de uma abordagem coordenada de acordo com o plano de acção concertada adoptado em 12 de Outubro de 2008 pelos Chefes de Estado ou de Governo da área do euro e nos termos da legislação comunitária (em particular no que se refere às disposições sobre auxílios estatais), e sublinhou que o papel do Estado enquanto accionista deve ser limitado no tempo<sup>52</sup>.

No que respeita à introdução do euro na Eslováquia, o BCE foi consultado por este país sobre um projecto de disposições legislativas nacionais referentes à afixação dupla de preços e às regras de arredondamento<sup>53</sup>. O BCE recordou a importância dos princípios da neutralidade de preços e da continuidade dos instrumentos jurídicos e recomendou a adopção de uma abordagem consistente com casos comparáveis relacionados com metodologias e práticas de arredondamento.

A partir de 2008, o Relatório Anual também inclui informação referente a casos claros e importantes de incumprimento da obrigação de consultar o BCE relativamente a propostas de legislação nacional e comunitária. Para além da reforma do sistema de segurança social grego, sobre o qual o BCE emitiu por sua iniciativa um parecer, como descrito anteriormente, verificaram-se seis outros casos de não consulta ao BCE sobre propostas de legislação nacional em 2008.

Em dois casos, as autoridades búlgaras e cipriotas não consultaram o BCE quanto a disposições legislativas que estabelecem motivos de demissão do governador do banco central para além dos já estabelecidos nos Estatutos do SEBC. A Lei búlgara relativa à prevenção e divulgação de conflitos de interesse de 16 de Outubro de 2008 prevê que o incumprimento destas disposições e a existência de um conflito de interesse constituem motivos

para a demissão de altos funcionários do sector público, incluindo o Governador, os Vice-Governadores e os membros do Conselho de Administração do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária). A legislação cipriota impõe restrições relativamente a determinadas actividades e benefícios económicos. O seu incumprimento constitui motivo de demissão do Governador do Central Bank of Cyprus. Se o BCE tivesse sido consultado, teria elaborado comentários críticos significativos quanto ao cumprimento do artigo 14.º-2 dos Estatutos do SEBC por parte destas disposições.

O BCE não foi consultado pelas autoridades francesas relativamente a duas alterações do projecto de lei sobre a modernização da economia, que simplificou os estatutos do Banque de France, entre outros factores, ao suprimir o comité monetário do seu Conselho Geral e ao transferir para o Governador a responsabilidade pela transposição das orientações do BCE. Embora o BCE não se opusesse a estas alterações institucionais, deveria ter sido consultado, dado que as disposições dizem respeito ao Banque de France.

As autoridades dos Países Baixos não consultaram o BCE relativamente à Lei que altera a lei relativa à supervisão financeira. A Lei dispõe que, em circunstâncias excepcionais, o De Nederlandsche Bank e a Autoriteit Financiële Markten podem adoptar normas temporárias no sentido de promover a estabilidade do sector financeiro. Numa carta dirigida ao Ministro das Finanças neerlandês, o BCE referiu que essa proposta de legislação diz respeito a um BCN e a normas aplicáveis a instituições financeiras que influenciam significativamente a estabilidade das instituições e mercados financeiros e que, consequentemente, o BCE deveria ter sido consultado.

O BCE não foi consultado pelas autoridades portuguesas relativamente a três actos jurídicos

50 Para mais pormenores, ver o Capítulo 5.

51 CON/2008/23, CON/2008/25 e CON/2008/27.

adoptados no contexto da turbulência financeira. Um desses actos cometia atribuições ao Banco de Portugal, como por exemplo, a avaliação dos pedidos das instituições de crédito no sentido de um aumento dos fundos próprios e a superintendência do cumprimento de planos de recapitalização. Os outros dois actos jurídicos previam que o Estado português garantiria o financiamento das instituições de crédito registadas em Portugal, sendo o Banco de Portugal uma das autoridades responsáveis pela análise dos pedidos de financiamento e pelo acompanhamento da aplicação dessas garantias estatais. Dado que a legislação adoptada diz respeito a um BCN e estabelece normas aplicáveis a instituições financeiras que influenciam significativamente a estabilidade das instituições e mercados financeiros, o BCE deveria ter sido consultado.

O BCE não foi consultado pelas autoridades romenas relativamente a projectos de disposições legais que transpunham a Directiva 2006/43/CE relativa à revisão legal das contas anuais e consolidadas para a legislação romena. Embora se tratasse da transposição de uma Directiva comunitária, o BCE deveria ter sido consultado dado que as disposições respeitavam ao Banca Națională a României.

### **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 2008, o BCE recebeu capital dos credores da Comunidade Europeia e pagou o montante do crédito ao país mutuário (Hungria). O saldo total por liquidar das operações activas comunitárias com a Hungria em 31 de Dezembro de 2008 era de €2 mil milhões (em termos comparativos, não existia qualquer saldo por liquidar no final de 2007).

### **6.4 SERVIÇOS DE GESTÃO DE RESERVAS DO EUROSISTEMA**

Em 2008, continuou a ser oferecido um conjunto abrangente de serviços, ao abrigo de um enquadramento adoptado em 2005, para a gestão dos activos de reserva denominados em euros de clientes do Eurosistema. O conjunto completo de serviços – que está ao dispor dos bancos centrais, autoridades monetárias e agências governamentais localizadas fora da área do euro, bem como de organizações internacionais – é disponibilizado ao abrigo de termos e condições harmonizados, de acordo com os padrões de mercado gerais, pelos bancos centrais individuais do Eurosistema (os prestadores de serviços do Eurosistema). O BCE desempenha um papel de coordenação global, garantindo o bom funcionamento do quadro. O número de clientes que estabeleceram uma relação negocial com o Eurosistema manteve-se estável ao longo de 2008. Quanto aos próprios serviços, as disponibilidades de tesouraria totais e detenções de títulos de clientes registaram um aumento significativo, particularmente na segunda metade do ano. No seguimento de um inquérito à satisfação dos clientes realizado em 2007, que confirmou a satisfação generalizada dos clientes, o Eurosistema lançou medidas em 2008 no sentido de melhorar o leque de serviços disponíveis no quadro dos serviços oferecidos e a sua qualidade.





Sessão de formação de caixas profissionais no Suomen Pankki – Finlands Bank em Helsinquia, na Finlândia, em Setembro de 2001

## **CAPÍTULO 3**

# **ENTRADA DA ESLOVÁQUIA NA ÁREA DO EURO**

## I EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA NA ESLOVÁQUIA

Em 8 de Julho de 2008, o Conselho ECOFIN adoptou uma decisão que permitiu à Eslováquia aderir à área do euro a partir de 1 de Janeiro de 2009, aumentando o número de países da área do euro de 15 para 16. A decisão do Conselho teve por base os relatórios de convergência preparados pelo BCE e pela Comissão Europeia em Maio de 2008, e seguiu-se a discussões do Conselho da UE reunido a nível de Chefes de Estado ou de Governo, um parecer do Parlamento Europeu e uma proposta da Comissão Europeia. No mesmo dia, o Conselho ECOFIN adoptou um regulamento com a fixação irrevogável da taxa de conversão da coroa eslovaca face ao euro, em SKK 30.1260, a taxa central no MTC II na altura em que foi adoptada a decisão. No dia em que a taxa de conversão foi fixada, a coroa eslovaca foi transaccionada num nível próximo desta taxa. Durante a sua participação no MTC II, a partir de 28 de Novembro de 2005, a paridade central da coroa eslovaca foi reavaliada duas vezes face ao euro, em 8.5% em Março de 2007 e 17.6472% em Maio de 2008.

Nos últimos anos, a economia da Eslováquia tem registado taxas de crescimento muito robustas, após um período de fraco crescimento económico, inferior a 2% no final da década de 90. A melhoria do desempenho do crescimento nos últimos dez anos tem sido suportada por profundas reformas estruturais, bem como pela consequente entrada significativa de capital estrangeiro. O crescimento do PIB real atingiu um valor máximo superior a 10% em 2007, seguido de um ritmo mais moderado de 6.4% em 2008 (ver Quadro 13). O desempenho económico da Eslováquia ao longo dos últimos anos tem estado estreitamente relacionado com melhorias significativas na sua capacidade de produção, em particular no sector industrial. A maioria das novas fábricas, concentradas nas indústrias automóvel e electrónica, são orientadas para a exportação. Uma análise da conjuntura externa mostra que a Eslováquia registou défices significativos no saldo conjunto das balanças corrente e de capital durante a maior parte da última década. No entanto, estes défices foram, em larga medida, financiados por entradas de investimento directo estrangeiro,

tendo os fluxos de criação de dívida apenas desempenhado um papel secundário. Na primeira metade da década, grandes projectos de investimento causaram inicialmente alguma deterioração do saldo das balanças corrente e de capital, reflectindo, em particular, importações de novas tecnologias. Contudo, este efeito foi temporário, uma vez que significativas melhorias na capacidade de exportação da indústria contribuíram para a redução dos referidos défices. O défice médio das balanças corrente e de capital tem permanecido em 5.5% do PIB nos últimos cinco anos.

O desempenho da inflação da economia eslovaca tem sido relativamente volátil na última década. As alterações nos preços administrados e nos impostos indirectos contribuíram significativamente para esta volatilidade. No seguimento de um período de inflação elevada, a inflação homóloga medida pelo IHPC diminuiu gradualmente a partir de 2004, registando o valor mínimo de 1.9% em 2007, apesar de um aumento temporário em 2006. Esta diminuição ocorreu na sequência da adopção de um enquadramento de objectivos para a inflação pelo Národná banka Slovenska. A moderação da inflação foi apoiada por uma apreciação gradual da coroa eslovaca face ao euro. Posteriormente, a inflação medida pelo IHPC voltou a aumentar na Eslováquia, atingindo um pico de 4.5% em Setembro de 2008, reflectindo, em larga medida, a evolução dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares a nível mundial. No contexto de uma descida significativa dos preços globais das matérias-primas, as taxas de inflação começaram novamente a registar uma moderação nos últimos meses de 2008 e no início de 2009. No conjunto de 2008, a inflação medida pelo IHPC situou-se em 3.9%.

Não obstante os significativos progressos realizados, o mercado de trabalho continua a ser caracterizado por uma considerável rigidez estrutural. No início desta década, a situação no mercado de trabalho não melhorou, apesar de um crescimento económico relativamente robusto. Esta situação alterou-se em 2004, altura em que foram implementadas substanciais

### Quadro 13 Principais indicadores económicos da Eslováquia

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Crescimento do PIB real	0.0	1.4	3.4	4.8	4.7	5.2	6.5	8.5	10.4	6.4
<i>Contributo para o crescimento do PIB real</i>										
<i>(em pontos percentuais)</i>										
Procura interna excluindo existências	-6.7	-0.6	7.5	4.0	1.1	3.3	8.7	7.6	6.0	5.8
Exportações líquidas	6.9	0.3	-5.0	0.4	5.7	-0.8	-2.2	2.2	4.6	0.0
Inflação medida pelo IHPC <sup>1)</sup>	10.5	12.3	7.2	3.5	8.4	7.5	2.8	4.3	1.9	3.9
Remunerações por empregado	6.9	13.3	5.8	8.7	8.2	8.4	9.7	7.7	8.8	9.0
Custos unitários nominais do trabalho (conjunto da economia)	4.1	9.6	2.9	3.9	4.4	2.9	4.3	1.5	0.6	5.2
Deflador das importações (bens e serviços)	0.3	14.1	6.0	1.0	1.9	2.1	1.7	3.6	1.6	3.0
Saldo conjunto das balanças corrente e de capital (% do PIB)	..	..	-1.8	-5.3	-4.1	-5.7	-6.7	-6.3	-4.2	-4.8
Total do emprego	-2.5	-2.0	0.6	0.1	1.1	-0.2	1.4	2.3	2.1	2.8
Taxa de desemprego (em % da população activa)	16.4	18.8	19.3	18.7	17.6	18.2	16.3	13.4	11.1	9.6
Excedente (+) / défice (-) das administrações públicas	-7.4	-12.3	-6.5	-8.2	-2.7	-2.3	-2.8	-3.5	-1.9	-2.3
Dívida bruta das administrações públicas	47.8	50.3	48.9	43.4	42.4	41.4	34.2	30.4	29.4	28.8
Taxa de juro a 3 meses (% por ano) <sup>1)</sup>	15.7	8.6	7.8	7.8	6.2	4.7	2.9	4.3	4.3	4.2
Taxa de rendibilidade a longo prazo das obrigações de dívida pública a 10 anos (% por ano) <sup>1)</sup>	..	..	8.0	6.9	5.0	5.0	3.5	4.4	4.5	4.7
Taxa de câmbio em relação ao euro <sup>1),2)</sup>	44.1	42.6	43.3	42.7	41.5	40.0	38.6	37.2	33.8	31.3

Fontes: BCE e Eurostat.

1) Média dos valores para o período.

2) Coroa eslovaca por euro.

reformas fiscais, de benefícios sociais e do mercado de trabalho, as quais, em conjunto com a consequente entrada considerável de capital estrangeiro, contribuíram para uma criação de emprego robusta. A taxa de desemprego também diminuiu, devido à emigração de trabalhadores no seguimento da adesão da Eslováquia à UE em Maio de 2004. Apesar destes progressos, a taxa de desemprego tem-se mantido num valor próximo dos 10%, reflectindo a rigidez existente no mercado de trabalho. Esta rigidez contribui, em particular, para a elevada taxa de desemprego de longa duração, uma composição desfavorável de competências entre os desempregados e disparidades substanciais entre mercados regionais de trabalho.

Na Eslováquia, a política orçamental tornou-se mais favorável à concretização da estabilidade de preços nos últimos anos. Apesar de ter começado em níveis muito elevados, o rácio do défice das administrações públicas em relação ao PIB caiu de 12.3% do PIB em 2000 para

2.3% do PIB em 2008. O procedimento relativo aos défices excessivos, iniciado aquando da entrada da Eslováquia na UE em 2004, foi revogado em Junho de 2008. Nos últimos anos, o rácio da dívida pública em relação ao PIB diminuiu igualmente, caindo de 50.3% do PIB em 2000 para 28.8% do PIB em 2008. No entanto, os défices orçamentais são elevados na Eslováquia face ao crescimento económico muito forte registado nos últimos anos. Numa análise prospectiva, a Eslováquia deve assegurar que o seu défice orçamental permanece abaixo de 3% do PIB de forma sustentável através da implementação de medidas de consolidação credíveis e sustentáveis, as quais permitiriam igualmente ao país alcançar o seu objectivo orçamental de médio prazo.

A política monetária desempenhou um papel importante na estabilização da economia eslovaca. No Outono de 1998, foi decidido que a coroa eslovaca adoptaria o regime cambial de flutuação controlada, com o euro como moeda

de referência a partir de Janeiro de 1999. Além disso, o Národná banka Slovenska adoptou uma estratégia de política monetária com objectivo de inflação implícita. Em 1 de Janeiro de 2005, a estratégia de política monetária do Národná banka Slovenska foi modificada para se tornar um “regime de estabelecimento de objectivos para a inflação dentro das condições do MTC II”. Em 28 de Novembro de 2005, a coroa eslovaca entrou no MTC II e a sua taxa central face ao euro foi fixada inicialmente em SKK 38.4550, tendo sido aplicada uma banda de flutuação normal de  $\pm 15\%$ . Reflectindo a melhoria dos fundamentos macroeconómicos, a coroa eslovaca registou uma apreciação significativa, e a sua paridade central foi reavaliada duas vezes face ao euro, durante a sua participação no MTC II.

No contexto do enquadramento de objectivos para a inflação, em vigor entre 2005 e 2008, a política monetária do Národná banka Slovenska foi orientada para a manutenção da estabilidade de preços. Consequentemente, as crescentes pressões inflacionistas que começaram a surgir no final de 2005 iniciaram um período de maior restritividade monetária. O Národná banka Slovenska aumentou a sua taxa de política, em diversas ocasiões, num total de 175 pontos base, sendo que a taxa se situou em 4.75% em Setembro de 2006. A posterior estabilização da inflação e o forte compromisso do governo recentemente eleito no sentido do cumprimento do calendário original para a adopção do euro ajudaram a ultrapassar este breve episódio de instabilidade económica. Além disso, uma confiança renovada nos planos de adopção do euro e uma sólida evolução macroeconómica apoiaram a taxa de câmbio da coroa eslovaca, que começou a apreciar-se gradualmente face ao euro. Em 2007, o Národná banka Slovenska começou a tornar menos restritiva a orientação da política monetária, reduzindo a sua taxa de política em duas ocasiões num total de 50 pontos base para 4.25%. Face à esperada adopção do euro, o Národná banka Slovenska seguiu as decisões relativas às taxas de juro do BCE a

partir de Outubro de 2008, reduzindo a sua taxa dos acordos de reporte em três ocasiões num total de 175 pontos base para 2.5%. As taxas de juro do mercado monetário na Eslováquia evoluíram globalmente em linha com a taxa de política do banco central. Devido a um excesso de liquidez no sector bancário eslovaco, as taxas do mercado monetário situaram-se num nível inferior ao da área do euro nos últimos meses de 2008. As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo diminuíram nos últimos anos, reflectindo uma forte confiança do mercado na evolução económica na Eslováquia.

Desde que adoptou o euro, a Eslováquia deixou de poder beneficiar da apreciação da sua moeda face ao euro, o que ajudou a conter a inflação no passado. No seguimento da adopção do euro, as autoridades devem seguir políticas económicas ambiciosas em todas as frentes. Deve ser dada prioridade à realização de uma maior convergência económica sustentável. Por conseguinte, é crucial a manutenção de uma conjuntura de baixa inflação. Em particular, é essencial a implementação rigorosa e credível da política orçamental, em consonância com os compromissos assumidos no Pacto de Estabilidade e Crescimento, a fim de conter pressões inflacionistas na economia. Apesar do recente abrandamento económico, as autoridades devem continuar a evitar défices orçamentais excessivos e prosseguir a consolidação orçamental, de forma a atingir o seu objectivo orçamental de médio prazo o mais cedo possível. É necessário encetar novos esforços na Eslováquia no sentido de apoiar a competitividade externa e reforçar a resistência económica. O funcionamento do mercado de trabalho na Eslováquia deve ser objecto de novas melhorias, sendo igualmente essencial envidar esforços para fazer face ao nível elevado de desemprego estrutural. Além disso, é necessário melhorar o ambiente de negócios de modo a aumentar o crescimento da produtividade e preservar a atractividade do país para o capital estrangeiro.

## IMPLICAÇÕES ESTATÍSTICAS DO ALARGAMENTO DA ÁREA DO EURO PARA INCLUIR A ESLOVÁQUIA

A entrada da Eslováquia na área do euro em 1 de Janeiro de 2009 foi a quarta ocasião em que foi necessário introduzir alterações nas séries estatísticas para a área do euro a fim de incluir novos países membros. A preparação das estatísticas para a área do euro alargada foi coordenada, sempre que necessário, com a Comissão Europeia.

A entrada da Eslováquia na área do euro significa que os residentes neste país passaram a ser residentes da área do euro, o que afecta as estatísticas para as quais os agregados da área do euro não são uma simples soma de dados nacionais, tais como as estatísticas monetárias, da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional, bem como as contas financeiras, uma vez que as transacções entre os residentes da Eslováquia e outros residentes da área do euro devem agora ser consolidadas.

A partir de Janeiro de 2009, a Eslováquia foi, portanto, obrigada a cumprir todos os requisitos estatísticos do BCE, ou seja, a fornecer dados nacionais comparáveis e totalmente harmonizados<sup>1</sup>. Visto que a preparação de novas estatísticas requer um longo período de antecedência, o Národná banka Slovenska e o BCE deram início aos preparativos estatísticos com bastante avanço em relação à adesão da Eslováquia à UE. Depois de se tornar membro do SEBC, o Národná banka Slovenska intensificou os seus preparativos para o cumprimento dos requisitos do BCE no domínio das estatísticas monetárias, bancárias, da balança de pagamentos, finanças públicas, contas financeiras e outras estatísticas financeiras. Além disso, teve de proceder aos preparativos necessários para a integração das instituições de crédito eslovacas no sistema de reservas mínimas do BCE e de preencher os requisitos estatísticos relevantes.

Para as entidades que reportam dados e para os BCN dos outros países da área do euro, o alargamento da área do euro significa que, a partir de Janeiro de 2009, tiveram de reportar transacções (ou fluxos) e posições com residentes da Eslováquia como parte dos dados da área do euro, em vez de como transacções e posições com não residentes da área do euro.

Além disso, a Eslováquia e os outros países da área do euro tiveram de apresentar dados retrospectivos com suficiente detalhe geográfico e sectorial, desde pelo menos 2004, o ano em que a Eslováquia aderiu à UE.

No que se refere à publicação de estatísticas da área do euro, o BCE concedeu aos utilizadores acesso directo (*online*) a dois conjuntos de séries temporais, um que contém dados relativos à actual área do euro (ou seja, incluindo a Eslováquia), abrangendo todo o período disponível, e um que liga as várias composições da área do euro, começando com os 11 países em 1999.

<sup>1</sup> Os requisitos estatísticos do BCE encontram-se resumidos no documento *Estatísticas do BCE: apresentação geral*, Abril de 2008.

## 2 ASPECTOS JURÍDICOS DA INTEGRAÇÃO DO NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA NO EUROSISTEMA

Nos termos do n.º 2 do artigo 122.º do Tratado, o BCE analisou os estatutos do Národná banka Slovenska e outra legislação eslovaca relevante para o cumprimento do artigo 109.º do Tratado. O BCE fez uma avaliação favorável da compatibilidade da legislação eslovaca com o Tratado e os Estatutos do SEBC, conforme indicado no seu relatório de convergência publicado em Maio de 2008.

O BCE e o Národná banka Slovenska adoptaram vários instrumentos jurídicos com o objectivo de assegurar a integração do Národná banka Slovenska no Eurosistema em 1 de Janeiro de 2009. O quadro jurídico do Eurosistema foi adaptado em consequência da decisão tomada pelo Conselho ECOFIN em 8 de Julho de 2008 no sentido de revogar a derrogação da Eslováquia<sup>1</sup>. A introdução do euro na Eslováquia e a integração do banco central no Eurosistema também tornaram necessárias alterações a alguns instrumentos jurídicos eslovacos.

No final de 2007, os estatutos do Národná banka Slovenska foram tornados compatíveis com as recomendações expressas nos relatórios de convergência elaborados pelo BCE em 2004 e 2006. Em 20 de Julho de 2007, a Eslováquia consultou o BCE sobre a proposta de alteração dos estatutos do Národná banka Slovenska e o BCE adoptou um parecer propondo determinadas alterações, as quais se reflectiram na versão final dos estatutos<sup>2</sup>.

A decisão do Conselho ECOFIN de 8 de Julho de 2008 conduziu a alterações ao Regulamento (CE) n.º 974/98 do Conselho para permitir a introdução do euro como moeda da Eslováquia<sup>3</sup>, e à adopção do Regulamento (CE) n.º 694/2008<sup>4</sup> do Conselho, que altera o Regulamento (CE) n.º 2866/98, os quais determinaram a taxa de conversão irrevogável face ao euro da coroa eslovaca. O Conselho consultou o BCE relativamente às suas propostas para ambos os regulamentos, tendo o BCE adoptado um parecer<sup>5</sup>. O BCE também foi consultado relativamente à legislação nacional relativa à transição para o euro, sistemas de pagamentos

e de liquidação, regras de arredondamento e à circulação monetária na Eslováquia<sup>6</sup>.

No que respeita aos preparativos jurídicos para a integração do Národná banka Slovenska no Eurosistema, o BCE adoptou os instrumentos jurídicos necessários para proceder à realização do capital remanescente e à transferência das reservas externas para o BCE<sup>7</sup>. O BCE também analisou o seu quadro jurídico e introduziu, sempre que necessário, alterações resultantes da entrada do Národná banka Slovenska no Eurosistema. Tal incluiu uma revisão da legislação eslovaca relativa à implementação do quadro jurídico do Eurosistema para a política monetária e do TARGET2, o que permitiu às contrapartes eslovacas participar nas operações de mercado aberto do Eurosistema a partir de 2 de Janeiro de 2009. O BCE adoptou também uma decisão relativa às disposições transitórias em matéria de aplicação das reservas mínimas pelo BCE na sequência da introdução do euro na Eslováquia<sup>8</sup>. Por último, cessou o acordo do MTC II<sup>9</sup> para o Národná banka Slovenska.

1 Decisão 2008/608/CE do Conselho de 8 de Julho de 2008 em conformidade com o n.º 2 do artigo 122.º do Tratado, relativa à adopção da moeda única pela Eslováquia em 1 de Janeiro de 2009, JO L 195, 24.7.2008, p. 24.

2 CON/2007/43.

3 Regulamento (CE) n.º 693/2008 do Conselho, de 8 de Julho de 2008, que altera o Regulamento (CE) n.º 974/98 no respeitante à introdução do euro na Eslováquia, JO L 195 de 24.7.2008, p. 1.

4 Regulamento (CE) n.º 694/2008 do Conselho, de 8 de Julho de 2008, que altera o Regulamento (CE) n.º 2866/98 no que respeita à taxa de conversão do euro para a Eslováquia, JO L 195 de 24.7.2008, p. 3.

5 CON/2008/28.

6 CON/2008/18, CON/2008/23, CON/2008/25, CON/2008/27, CON/2008/40 e CON/2008/86.

7 Decisão BCE/2008/33, de 31 de Dezembro de 2008, relativa à realização do capital, à transferência de activos de reserva e à contribuição para as reservas e provisões do Banco Central Europeu pelo Národná banka Slovenska, JO L 21, 24.1.2009, p. 83.

8 Decisão BCE/2008/14, de 28 de Outubro de 2008, relativa às disposições transitórias em matéria de aplicação das reservas mínimas pelo Banco Central Europeu na sequência da introdução do euro na Eslováquia, JO L 319, 29.11.2008, p. 73.

9 Acordo, de 8 de Dezembro de 2008, entre o BCE e os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros não pertencentes à área do euro que altera o Acordo de 16 de Março de 2006 entre o BCE e os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros não pertencentes à área do euro que estabelece os procedimentos operacionais relativos ao mecanismo de taxas de câmbio na terceira fase da união económica e monetária, JO C 16, 22.1.2009, p. 10.

### 3 ASPECTOS OPERACIONAIS DA INTEGRAÇÃO DO NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA NO EUROSISTEMA

Na sequência da decisão do Conselho ECOFIN de 8 de Julho de 2008 relativa à adopção do euro pela Eslováquia em 1 de Janeiro de 2009, o BCE procedeu a preparativos técnicos tendo em vista a integração plena do Národná banka Slovenska no Eurosistema. Em conformidade com as disposições do Tratado, o Národná banka Slovenska aderiu ao Eurosistema exactamente com os mesmos direitos e obrigações dos BCN dos Estados-Membros da UE que já tinham adoptado o euro.

Os preparativos técnicos para a integração do Národná banka Slovenska no Eurosistema englobaram um vasto conjunto de domínios, nomeadamente reporte financeiro e contabilidade, operações de política monetária, gestão de reservas externas e operações cambiais, sistemas de pagamentos, estatísticas e produção de notas. No domínio das operações, os preparativos envolveram testes exaustivos aos instrumentos, procedimentos e sistemas técnicos para a implementação de operações de política monetária e cambiais.

#### 3.1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

Com a adopção do euro pela Eslováquia em 1 de Janeiro de 2009, 26 instituições de crédito eslovacas, cuja lista está publicada no *site* do BCE, passaram a estar sujeitas ao regime de reservas mínimas do Eurosistema a partir dessa data. A entrada da Eslováquia na área do euro apenas teve um impacto ligeiro sobre as condições de liquidez do Eurosistema. As reservas mínimas agregadas das instituições de crédito da área do euro aumentaram menos de 0.5% (€740 milhões). Os factores de liquidez autónomos líquidos na Eslováquia no período de 1 a 20 de Janeiro de 2009 foram de cedência de liquidez, reduzindo a necessidade de liquidez do conjunto do sector bancário da área do euro, em média, em €7.21 mil milhões. Este efeito de cedência de liquidez ocorreu apesar de terem sido também tratadas como factores autónomos as operações de política monetária de absorção de liquidez lançadas pelo Národná banka

Slovenska antes da adesão à área do euro, que venceram entre 6 e 13 de Janeiro de 2009, assim como os certificados de dívida emitidos pelo banco central, que venceram em 20 de Janeiro. Tendo em consideração todos estes factores, a entrada da Eslováquia na área do euro reduziu a necessidade total de liquidez do sector bancário da área do euro em €11 mil milhões, o equivalente a cerca de 1% das necessidades de liquidez agregadas.

Dado o excedente de liquidez, as contrapartes da Eslováquia apresentaram propostas com montantes relativamente reduzidos nas operações de mercado aberto realizadas no início de 2009: €1 milhão na operação principal de refinanciamento liquidada em 14 de Janeiro e €15 milhões na operação de refinanciamento de prazo alargado pelo prazo de 3 meses e na de 6 meses, que foram liquidadas em 8 de Janeiro.

Ao aderir à área do euro, o Národná banka Slovenska também adoptou o quadro de activos de garantia do Eurosistema e reportou €17.6 mil milhões de activos localizados na Eslováquia, elegíveis para as operações de crédito do Eurosistema a partir de 1 de Janeiro de 2009.

#### 3.2 CONTRIBUTO PARA O CAPITAL, RESERVAS E ACTIVOS DE RESERVA EXTERNA DO BCE

Aquando da adesão ao SEBC em 1 de Maio de 2004, o Národná banka Slovenska realizou 7% da respectiva subscrição do capital do BCE como um contributo para os custos operacionais do BCE. Nos termos do artigo 49.º-1 dos Estatutos dos SEBC, e da legislação adoptada pelo Conselho do BCE em 31 de Dezembro de 2008, o Národná banka Slovenska realizou o remanescente da sua subscrição em 1 de Janeiro de 2009. O total da respectiva participação ascende a €39.9 milhões, o equivalente a 0.6934% do capital subscrito do BCE, no montante de €5.761 mil milhões em 1 de Janeiro de 2009.

No início de 2009, de acordo com o disposto nos artigos 30.º e 49.º-1 dos Estatutos do SEBC, o Národná banka Slovenska transferiu para o BCE activos de reserva externa no montante total de €443.1 milhões (85% dos quais sob a forma de activos denominados em dólares dos EUA e 15% sob a forma de ouro), com base na sua subscrição do capital do BCE. O Národná banka Slovenska optou por realizar individualmente as actividades operacionais relacionadas com a gestão da respectiva parcela nos activos de reserva em dólares dos EUA do BCE através de uma carteira separada de gestão de reservas denominadas em dólares dos EUA. Em resultado da transferência de activos de reserva externa para o BCE, foram atribuídos ao Národná banka Slovenska activos sobre o BCE denominados em euros, nos termos do artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC.

## 4 A TRANSIÇÃO PARA O EURO FIDUCIÁRIO NA ESLOVÁQUIA

### A LOGÍSTICA DA TRANSIÇÃO PARA O EURO

Em 1 de Janeiro de 2009, a Eslováquia adoptou o euro como sua moeda. Após um período de dupla circulação de duas semanas, o euro substituiu totalmente a coroa eslovaca.

Para assegurar a introdução bem sucedida das notas e moedas de euro, todos os participantes no mercado relevantes, em particular o sector bancário, estiveram envolvidos nos preparativos de transição para o euro. O plano nacional de transição proporcionou a todas as empresas e ao público em geral um calendário muito antes do dia da introdução do euro. Com base na experiência adquirida com as transições para o euro na Eslovénia, em 2007, e em Malta e Chipre, em 2008, o Conselho do BCE adoptou uma nova Orientação do BCE relativa a determinados preparativos com vista à transição para o euro fiduciário e ao fornecimento e subfornecimento prévios de notas e moedas de euro fora da área do euro<sup>10</sup>. Por exemplo, a Orientação prevê a possibilidade de as notas e moedas de euros serem previamente distribuídas a microempresas, de acordo com procedimentos muito simples, para além do procedimento normal utilizado nas anteriores transições. Cabe a cada BCN que adira ao Eurosistema decidir se utiliza as disposições constantes da Orientação.

No seguimento da decisão do Conselho ECOFIN, de 8 de Julho de 2008, relativa à adopção do euro pela Eslováquia em 1 de Janeiro de 2009, o Národná banka Slovenska adquiriu elegibilidade para solicitar um empréstimo de notas do Eurosistema em preparação para a transição para o euro fiduciário e para os requisitos de notas em 2009. Por motivos geográficos e logísticos, as notas necessárias, num total de 196.2 milhões, com um valor facial de €8.3 mil milhões, foram entregues em nome do Eurosistema pelo Oesterreichische Nationalbank.

O fornecimento inicial de 499 milhões de moedas de euro, com um valor facial de €165.22 milhões, foi produzido pela Casa da Moeda da Eslováquia, em Kremnica.

O fornecimento prévio de notas e moedas de euro a instituições financeiras teve início em Setembro e Outubro de 2008, respectivamente. O subfornecimento prévio a empresas começou em Novembro de 2008. A partir de 1 de Dezembro de 2008, o Národná banka Slovenska, bancos e postos dos correios disponibilizaram igualmente ao público em geral conjuntos iniciais de moedas (cada um com moedas com um valor facial de €16.60). Estes conjuntos possibilitaram o pagamento exacto em transacções a retalho, reduzindo o montante de trocos necessário imediatamente após a data de transição para o euro fiduciário.

As operações de fornecimento e subfornecimento prévio permitiram que a entrega de notas e moedas de euro fosse efectuada por um período mais longo, evitando, assim, estrangulamentos no fornecimento. Os montantes fornecidos previamente foram, em larga medida, utilizados na adaptação atempada dos caixas automáticos (ATM) ao euro. Praticamente todos os ATM iniciaram a distribuição de notas de euro a partir de 1 de Janeiro de 2009.

Na sequência da introdução do euro na Eslováquia, os BCN da área do euro começaram a trocar as notas de coroas eslovacas por euros ao seu valor facial a partir do primeiro dia útil de 2009, tendo continuado a prestar este serviço gratuitamente até 28 de Fevereiro de 2009<sup>11</sup>. Foi estabelecido um limite máximo para o montante trocado de €1000 para cada parte e transacção por dia. O Národná banka Slovenska continuará a aceitar notas de coroas eslovacas por um período ilimitado e moedas até ao final de 2013.

<sup>10</sup> Orientação BCE/2008/4 que altera a Orientação BCE/2006/9 relativa a determinados preparativos com vista à passagem para o euro fiduciário e ao fornecimento e subfornecimento prévios de notas e moedas de euro fora da área do euro.

<sup>11</sup> O artigo 52.º dos Estatutos do SEBC exige que o Conselho do BCE tome as medidas necessárias para assegurar que as notas denominadas em moedas com taxas de câmbio irrevogavelmente fixadas em relação ao euro sejam trocadas pelos BCN da área do euro ao seu valor facial. Neste contexto, o Conselho do BCE adoptou uma orientação relativa ao câmbio das referidas notas em 24 de Julho de 2006.

## **A CAMPANHA DE INFORMAÇÃO SOBRE A INTRODUÇÃO DO EURO**

O BCE trabalhou estreitamente com o Národná banka Slovenska no desenvolvimento de uma ampla campanha de informação em preparação para a introdução do euro na Eslováquia em 1 de Janeiro de 2009.

O logótipo “€ A NOSSA moeda”, baseado no logótipo usado com sucesso pelo Eurosistema desde a campanha de informação sobre o euro em 2002, foi utilizado pelo Národná banka Slovenska nas suas actividades de comunicação relativas à introdução do euro na Eslováquia.

A campanha de informação sobre o euro organizada pelo BCE e pelo Národná banka Slovenska visava familiarizar os profissionais que operam com numerário e o público em geral com o aspecto gráfico e os elementos de segurança das notas e moedas de euro, bem como com os procedimentos de transição para o euro fiduciário.

A combinação de instrumentos de comunicação utilizados na campanha tomou em consideração a experiência adquirida nas anteriores transições e abrangeu 17 diferentes publicações, incluindo material de formação para profissionais que operam com numerário. O Národná banka Slovenska distribuiu mais de 7 milhões de cópias das diversas publicações (incluindo um folheto informativo, cartões de conversão para o euro e outras publicações em quatro versões linguísticas) no decurso do quarto trimestre de 2008. Em Dezembro de 2008, cada família eslovaca recebeu uma cópia do folheto informativo e dois cartões de conversão para o euro. Os cartões de conversão para o euro apresentavam diferentes imagens consoante o ângulo em que eram visualizados. A frente apresentava uma série de 28 preços em euros e em coroas eslovacas, enquanto o verso mostrava as principais características de segurança da nota de €20.

Foram realizados diversos eventos destinados à imprensa, bem como actividades de relações públicas, incluindo um seminário do BCE para

os meios de comunicação, em 4 de Setembro de 2008, uma exposição sobre as notas e moedas de euro, lançada em 21 de Setembro de 2008 no Národná banka Slovenska, uma conferência sobre o euro, em Bratislava, em 22 de Setembro de 2008, e celebrações estatais, em 8 de Janeiro de 2009.

O BCE co-financiou a maior faixa de sempre produzida na Eslováquia, ostentada na fachada do edifício do Národná banka Slovenska em Bratislava, tendo cópias mais pequenas sido colocadas nos edifícios de todas as sucursais do banco central no país. Mais de 100 parceiros, principalmente bancos e autoridades públicas, tiveram acesso aos ficheiros impressos em alta qualidade das publicações relevantes do BCE, que puderam adaptar e utilizar nas suas actividades de comunicação.

Após contactos com associações de cegos, o BCE desenvolveu um “cartão falado” para cidadãos deficientes visuais, no qual um ficheiro MP3 incorporado reproduz uma gravação contendo informações básicas relativas às notas e moedas de euro.





Willem F. Duisenberg recebe o Prémio Carlos Magno atribuído ao euro em Aachen, na Alemanha, a 9 de Maio de 2002

## CAPÍTULO 4

# ESTABILIDADE E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS

# I ESTABILIDADE FINANCEIRA

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

## I.1 ACOMPANHAMENTO DA ESTABILIDADE FINANCEIRA

O BCE, em colaboração com o Comité de Supervisão Bancária (BSC) do SEBC, procura salvaguardar a estabilidade do sistema financeiro<sup>1</sup>. As principais actividades consistem no acompanhamento dos riscos para a estabilidade financeira e na avaliação da capacidade de absorção de choques do sistema financeiro. O enfoque primordial é sobre os bancos, uma vez que estes ainda são os intermediários principais de fundos. Ao mesmo tempo, a crescente importância dos mercados financeiros e de outras instituições financeiras e das suas interligações com os bancos pressupõe o acompanhamento pelo SEBC da vulnerabilidade destas componentes do sistema financeiro.

### EVOLUÇÃO CÍCLICA

Em 2008, assistiu-se a uma nova intensificação das pressões sobre o sistema financeiro da área do euro, desencadeadas em 2007 pelas perdas registadas por instituições financeiras a nível mundial em títulos garantidos por hipotecas de alto risco (*sub-prime*) nos Estados Unidos. Ao longo do ano, as instituições bancárias da área do euro registaram novos decréscimos no valor dos activos, maior imparidade dos empréstimos e custos do crédito mais elevados, bem como quedas acentuadas das receitas de transacções. Os principais desenvolvimentos e as lições que podem ser retiradas deste episódio são tratados noutra secção do presente relatório (ver Secção 2 do Capítulo 1), bem como em diversas publicações do BCE, nomeadamente no *Financial Stability Review* (Relatório de Estabilidade Financeira).

Com o aumento da incerteza quanto às perspectivas económicas mundiais e o saldo dos riscos cada vez mais inclinado no sentido descendente, a aversão ao risco por parte dos participantes nos mercados financeiros aumentou e, por conseguinte, os preços da maior parte dos activos financeiros diminuíram. A liquidez e as condições de financiamento nos mercados de crédito deterioraram-se de forma significativa ao longo do ano e os mercados de titularização tornaram-se praticamente inactivos. Pressões de liquidez persistentes acabaram por conduzir a preocupações mais profundas no que se refere à capacidade de endividamento e à suficiência dos amortecedores de capital. Neste contexto, os investidores e os credores começaram a perder a confiança na capacidade de algumas empresas financeiras cumprirem as suas obrigações. Como resultado, muitas empresas financeiras relevantes enfrentaram crescentes desafios no acesso a financiamento de curto prazo e aos mercados de capitais. Algumas das maiores instituições financeiras a nível mundial sofreram reduções da notaçãõ e quedas acentuadas dos preços das acções, o que, em última análise, obrigou várias instituições financeiras da área do euro e internacionais a consolidarem-se ou a procurarem apoio adicional junto dos accionistas ou do governo. Todavia, várias instituições financeiras internacionais não conseguiram evitar a falência.

Inicialmente, os bancos da área do euro enfrentaram as perturbações financeiras com posições de solvabilidade, em geral, bastante acima dos requisitos regulamentares mínimos,

<sup>1</sup> Desde o final de 2004 que o BCE tem publicado um relatório semestral sobre a estabilidade do sistema financeiro da área do euro, intitulado *Financial Stability Review* (Relatório de Estabilidade Financeira). Em 2008, publicou também a sétima edição do relatório sobre *EU banking structures* (Estruturas bancárias da UE), bem como relatórios *ad hoc* sobre *Commercial property markets* (Mercado imobiliário de espaços comerciais), *The incentive structure of the originate and distribute model* (A estrutura de incentivos do modelo originar e distribuir), *Covered bonds in the EU financial system* (Obrigações garantidas no sistema financeiro da UE) e *EU banks' liquidity stress testing and contingency funding plans* (Testes de esforço de liquidez e planos de financiamento de contingência dos bancos da UE). Estas publicações apresentam as principais conclusões do acompanhamento, pelo BSC, da estrutura e estabilidade do sector bancário, encontrando-se disponíveis no *site* do BCE.

após vários anos de desempenhos de forte rendibilidade. Embora tenham sido gravemente afectados por decréscimos no valor dos títulos de crédito estruturado e pressões de mercado relacionadas, que persistiram durante mais de um ano, alguns grandes bancos da área do euro aparentemente resistiram, de uma forma global, a perturbações adversas até que a situação se deteriorou consideravelmente em Setembro de 2008.

Em geral, a rendibilidade dos capitais próprios dos bancos da área do euro registou uma queda no primeiro semestre de 2008, agravada por perdas de mercado. Além disso, os encargos por imparidade dos empréstimos e dos títulos aumentaram significativamente, enquanto o rendimento de comissões e outras taxas, bem como as receitas de transacções, diminuíram, dadas as condições difíceis dos mercados de capitais. Apesar da queda de rendibilidade, os rácios regulamentares de capital aumentaram durante o primeiro semestre de 2008. Esta melhoria reflectiu a desalavancagem discricionária dos activos ponderados pelo risco por parte dos bancos, uma mobilização alargada de capitais não obstante condições empresariais difíceis e, em certa medida, o impacto quer da implementação do quadro de Basileia II, quer dos filtros prudenciais.

Aparentemente, as perspectivas de um retorno da rendibilidade aos níveis registados antes do início das perturbações financeiras não são muito promissoras no curto prazo. Não são de excluir novas descidas significativas dos valores de outros produtos financeiros estruturados, incluindo instrumentos de dívida titularizados destinados ao consumidor nos Estados Unidos e títulos hipotecários residenciais da área do euro. É provável que as taxas de crescimento mais baixas dos empréstimos a famílias e empresas, a virtual estagnação das actividades de titularização e o menor rendimento de comissões e outras taxas, bem como de transacções, coloquem desafios ao desempenho financeiro das instituições bancárias em 2009. Em consequência, os bancos aumentaram a restritividade dos critérios aplicados à concessão

de crédito e reduziram os custos. Neste contexto, o Eurosistema e os governos da área do euro tomaram medidas de política significativas no sentido de reforçar a liquidez dos mercados, a confiança e os amortecedores de capital.

O desempenho financeiro das grandes seguradoras da área do euro deteriorou-se no primeiro semestre de 2008, tendo a maioria das seguradoras registado reduções dos prémios face ao período homólogo de 2007. Uma razão importante foi a queda na procura de produtos de seguros do ramo vida em resultado das perturbações nos mercados de crédito e de títulos. A turbulência nos mercados financeiros e as suas repercussões na economia real continuarão a colocar novos desafios a muitas seguradoras. Além disso, as seguradoras que disponibilizam serviços bancários ou fazem parte de um conglomerado financeiro continuam a ser afectadas pelos desafios que se colocam ao sector bancário.

As receitas dos fundos de cobertura (*hedge funds*) a nível mundial foram fortemente negativas em quase todas as estratégias de investimento no final de Setembro de 2008. Contribuíram para esse fraco desempenho as descidas dos preços de activos voláteis, a desalavancagem forçada e os valores de cobertura adicionais (*margin calls*), as súbitas proibições de vendas a descoberto por parte das autoridades públicas e os reembolsos aos investidores. Desde o início das perturbações financeiras, assistiu-se a uma desalavancagem considerável no sector dos fundos de cobertura, reduzindo, assim, a sua vulnerabilidade a novos valores de cobertura adicionais ou a cortes inesperados nas linhas de crédito dos bancos. No entanto, a vulnerabilidade dos fundos de cobertura ao risco de reembolsos aos investidores parece ter aumentado em 2008, uma vez que os reembolsos aos investidores tendem a ser sensíveis ao desempenho dos fundos de cobertura. Em termos prospectivos, caso os fundos de cobertura apresentem cada vez mais dificuldades em reter os seus investidores, a possibilidade de novas vendas consideráveis

de activos neste sector poderá representar uma ameaça significativa à estabilidade dos mercados financeiros.

### EVOLUÇÃO ESTRUTURAL

As principais tendências estruturais no sistema bancário da UE estão em consonância com o observado nos anos anteriores<sup>2</sup>. A consolidação continuou, embora mostrando sinais de um abrandamento moderado. As tendências variaram nos 15 Estados-Membros da UE mais antigos, ao passo que o número de instituições de crédito nos países que aderiram à UE desde 2004 se manteve praticamente inalterado, sendo Chipre uma excepção assinalável em virtude da consolidação em curso no sector bancário cooperativo. No total, o número de instituições de crédito na UE apresentou uma redução de 166 em 2007 (passando de 8514 para 8348), enquanto o valor correspondente no ano anterior foi de 175.

Paralelamente, o cenário do sector bancário da UE continuou a ser dominado por instituições de crédito domésticas (que detinham uma quota de mercado de 71.3%), sendo o remanescente dividido equitativamente entre sucursais e filiais de instituições estrangeiras. É de realçar, porém, que existem diferenças significativas entre países, caracterizando-se os Estados-Membros mais recentes pela predominância de entidades estrangeiras, em especial as que têm uma sociedade-mãe localizada num dos países mais antigos da UE. Note-se que, em contraste com o ocorrido em 2006, as sucursais de instituições estrangeiras na UE registaram um aumento em termos da quota de mercado do total de activos. Tal verificou-se em particular nos países que aderiram à UE desde 2004, nos quais a quota de mercado das sucursais estrangeiras aumentou aproximadamente 1 ponto percentual, ao passo que a das filiais estrangeiras apresentou uma descida de aproximadamente 4 pontos percentuais.

No que respeita à actividade de fusões e aquisições (F&A), o número total de transacções diminuiu em 2007. Registou-se, contudo, um aumento significativo do número de aquisições

de bancos localizados em países fora da UE por parte de instituições de crédito da UE, as quais superaram o número de transacções domésticas ao longo dos últimos três anos. O valor das F&A tem vindo a aumentar desde 2003, sendo 2007 o segundo ano consecutivo em que o valor total de transacções de F&A excedeu o pico registado em 2000. A concentração aumentou, reflectindo, por um lado, a continuação da consolidação do mercado e, por outro, o crescimento dinâmico de determinados grupos bancários, em parte resultante da sua actividade de F&A. É de notar que os países de menor dimensão tendem a ter sectores bancários mais concentrados, com a excepção notória da Áustria e do Luxemburgo, a primeira pela força do sector de caixas económicas e cooperativas bancárias e o segundo por acolher um elevado número de instituições de crédito estrangeiras.

Por último, a intermediação bancária foi reforçada, como evidenciado pelo facto de a taxa de crescimento do total dos activos das instituições de crédito ser mais elevada do que a do PIB. No entanto, verificou-se uma desaceleração do crescimento do total de activos (10.7%) em 2007 a nível da UE em comparação com os anos anteriores (2005: 13.7%; 2006: 11.9%)<sup>3</sup>. É de realçar que este valor agregado oculta flutuações fortes: os Estados-Membros mais recentes registaram um crescimento acima da média de cerca de 25% em termos nominais, enquanto o Reino Unido, cujo sector financeiro representa aproximadamente um quarto dos activos do sector bancário da UE, reportou apenas um aumento de 2.3% no total de activos. Com as alterações estruturais no sistema financeiro e a diminuição dos fundos

2 Os dados apresentados nesta secção são retirados do relatório do BCE intitulado *EU banking structures* (Estruturas bancárias da UE), que inclui dados apenas até 2007.

3 Convém notar que a análise tem por base dados referentes a acções no balanço. A análise de tendências relativas ao total de activos poderia ser melhorada mediante a disponibilização de dados sobre activos titularizados (colocados tanto a nível público como privado). A inexistência de dados sobre activos titularizados tem menos impacto na análise dos países que aderiram à UE desde 2004, nos quais a titularização de activos não está tão desenvolvida. Além disso, para os países fora da área do euro, os valores apresentados não são corrigidos de taxas de câmbio, podendo a evolução ser, em parte, influenciada por variações cambiais entre as moedas locais e o euro.

de investimento e de cobertura, os principais bancos comerciais assumirão um papel mais central na intermediação de crédito.

## 1.2 ACORDOS DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

Foram lançadas iniciativas, a nível internacional e da UE, para fazer face às fragilidades do quadro global de estabilidade financeira reveladas pelas perturbações financeiras.

Em Abril de 2008, o Fórum de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Forum* – FSF) propôs recomendações com vista ao reforço da resistência institucional e dos mercados. Neste contexto, espera-se que as autoridades competentes clarifiquem e reforcem os acordos nacionais e transfronteiras para lidar com bancos fragilizados, além de reverem e, caso necessário, reforçarem os acordos de garantia de depósito. Em termos de acordos de resolução de bancos e gestão transfronteiras de crises, o Comité de Basileia de Supervisão Bancária (CBSB) efectuou uma revisão das práticas nacionais. Paralelamente, o FSF está a desenvolver um conjunto de princípios de alto nível para a gestão de crises financeiras.

Em Maio de 2008, o Conselho ECOFIN procedeu à actualização do plano para o aperfeiçoamento dos acordos de estabilidade financeira da UE, adoptado em Outubro de 2007. Em conformidade com esse plano, o Memorando de Acordo (Mda) sobre estabilidade financeira transfronteiras, celebrado entre autoridades de supervisão, ministérios das finanças e bancos centrais da UE, entrou em vigor em 1 de Junho de 2008<sup>4</sup>. O BSC, através de um grupo de trabalho específico, tem apoiado as autoridades relevantes na implementação do Mda, centrando-se na execução do enquadramento analítico comum para avaliar as implicações sistémicas de uma crise financeira. Além disso, o BSC procedeu à revisão das principais funções de gestão de crises actualmente em vigor nos Estados-Membros, fornecendo aconselhamento sobre iniciativas destinadas a analisar os instrumentos ao dispor das autoridades.

Em Outubro de 2008, os Estados-Membros da UE desenvolveram uma série de iniciativas com vista a assegurar que as medidas de estabilização nacionais destinadas à resolução das perturbações financeiras não conduzam a efeitos de repercussão negativos e que sejam mantidas condições de concorrência equitativas entre os países.

Primeiro, o Conselho ECOFIN decidiu, em 7 de Outubro, aumentar a protecção mínima dos depósitos individuais a nível da UE para €50 000 durante, pelo menos, um ano. Consequentemente, a Comissão adoptou, em 15 de Outubro de 2008, uma proposta de alteração da Directiva relativa aos sistemas de garantia de depósitos. A Directiva, com as alterações aprovadas pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho da UE, deverá ser publicada no Jornal Oficial da UE por volta de Março de 2009. Em particular, a Directiva aumentará o nível de protecção obrigatória dos depósitos individuais para €50 000 até Junho de 2009 e ainda para €100 000 até ao final de 2010, a não ser que a Comissão informe que tal não seria apropriado.

Segundo, foi definido um conjunto de “princípios comuns da UE”, os quais foram complementados com orientações mais precisas acordadas na cimeira dos países da área do euro, que teve lugar em 12 de Outubro em Paris, e subsequentemente aprovadas pelos 27 Estados-Membros na reunião do Conselho Europeu de 15 e 16 de Outubro. Foram determinadas, entre outros aspectos, as características comuns das intervenções dos Estados-Membros, incluindo as garantias aplicadas ao financiamento e à recapitalização dos bancos.

No caso das medidas destinadas a apoiar os bancos solventes com problemas de liquidez, acordou-se que poderiam ser concedidos avales estatais a novas emissões de dívida sénior a médio prazo (até 5 anos) por parte dos bancos. Os critérios de determinação das instituições financeiras elegíveis para participar

4 [http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financial\\_stability2008en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financial_stability2008en.pdf)

no esquema de avales estatais não podem ser discriminatórios e devem incluir as filiais das instituições estrangeiras que efectuam operações substanciais num Estado-Membro da UE. O esquema deve ter um montante limitado e terminar em 31 de Dezembro de 2009. Acima de tudo, a Declaração de Paris estabelece que os governos devem “trabalhar em cooperação com o Banco Central Europeu no sentido de assegurar a coerência com a gestão de liquidez por parte do Eurosistema e a compatibilidade com o quadro operacional do Eurosistema.”

Relativamente às medidas de recapitalização, os Estados-Membros decidiram disponibilizar fundos próprios a instituições financeiras relevantes, por exemplo mediante a aquisição de acções preferenciais. Embora se tenham comprometido a fornecer, quando necessário, o montante de capital adequado, os governos favorecem, em geral, a mobilização de capital privado.

O Conselho Europeu, na reunião de 15 e 16 de Outubro, sublinhou a importância dos mecanismos de cooperação e anunciou a criação de uma “célula de crise financeira”. Esta célula, que conta com a participação do Presidente do BCE, destina-se a melhorar a gestão de crises nos Estados-Membros da UE através de medidas que incluem avisos informais, intercâmbio de informação e um mecanismo de avaliação. O Conselho Europeu realçou ainda a importância de reuniões regulares entre autoridades de supervisão nacionais.

Por último, o Conselho ECOFIN, na sua reunião de 2 de Dezembro de 2008, sublinhou especificamente a necessidade de estabelecer, o mais rapidamente possível, esquemas nacionais de apoio ao sector bancário no que se refere a garantias e, em particular, a planos de recapitalização. Foi pedido à Comissão Europeia que trabalhasse em estreita colaboração com o BCE nestas matérias.

Com o propósito de reforçar a estabilidade do sistema financeiro e garantir condições de concorrência equitativas, o Eurosistema emitiu

recomendações sobre avales estatais para títulos de dívida emitidos por entidades bancárias e sobre a determinação do preço de recapitalizações bancárias. Em Dezembro de 2008, a Comissão Europeia adoptou uma comunicação relativa à recapitalização das instituições financeiras, que reflectiu também as recomendações do BCE neste domínio<sup>5</sup>.

Em Fevereiro de 2009, o Conselho ECOFIN acordou que, a fim de salvaguardar a estabilidade do sector bancário, os avales estatais para títulos de dívida emitidos por entidades bancárias e recapitalizações poderão ser complementados, em casos específicos, por medidas direccionadas para activos em imparidade. Estas medidas deverão ser consistentes com os princípios estabelecidos em Outubro de 2008, em particular no que se refere a: i) salvaguardar a estabilidade financeira e restaurar a concessão de crédito e de empréstimos à economia; ii) garantir condições de concorrência equitativas no âmbito do Mercado Único; e iii) conter o impacto sobre as finanças públicas. A Comissão, em cooperação com o BCE, forneceu orientações a este respeito a nível da UE.

<sup>5</sup> A comunicação foi publicada em Janeiro de 2009 (JO C 10, 15.1.2009, pp. 2-10).

## 2 REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS

### 2.1 QUESTÕES GERAIS

Concluída a revisão do quadro Lamfalussy<sup>6</sup> para a regulamentação e supervisão financeiras, realizada pela Comissão Europeia com o contributo do Eurosistema, em 2008 a ênfase foi colocada na implementação das recomendações adoptadas pelo Conselho ECOFIN em Dezembro de 2007.

Primeiro, os Comitês de Nível 3<sup>7</sup> alteraram as respectivas Cartas de forma a introduzir a possibilidade de votação por maioria qualificada. Embora as decisões dos comitês não sejam juridicamente vinculativas para os seus membros, estes devem, em caso de incumprimento, pelo menos justificar publicamente as suas decisões.

Segundo, os Comitês de Nível 3 melhoraram o seu grau de responsabilização, tendo começado a transmitir os respectivos programas de trabalho anuais à Comissão Europeia, ao Conselho da UE e ao Parlamento Europeu, permitindo-lhes, assim, expressar as suas opiniões acerca das principais prioridades e fornecer aconselhamento sobre convergência e cooperação a nível de supervisão.

Terceiro, os Estados-Membros foram convidados a introduzir uma dimensão europeia nos mandatos das respectivas autoridades de supervisão nacionais. O BCE participou nos debates nos diversos comitês europeus sobre a forma de proceder à implementação das recomendações do Conselho ECOFIN. Em 14 de Maio de 2008, o Conselho ECOFIN solicitou à Comissão a revisão das Decisões que instituem os Comitês de Nível 3, no sentido de incluírem atribuições específicas para promover a convergência e a cooperação a nível de supervisão. Em 7 de Novembro de 2008, o Eurosistema adoptou um parecer sobre a revisão da Decisão que institui o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (CEBS). O BCE teceu comentários, entre outros aspectos, sobre a adequada divisão do trabalho entre o CEBS e o BSC no que respeita à avaliação de risco do sector bancário da UE. O BSC, em conformidade com o seu mandato,

centra-se na identificação dos principais riscos prudenciais para o sistema financeiro e o sector bancário, ao passo que o CEBS se concentra na identificação pró-activa de riscos específicos, questões de supervisão e possíveis medidas de política.

Para além do reforço do quadro Lamfalussy, foram lançadas diversas iniciativas concretas, tanto a nível internacional como europeu, para fazer face a preocupações sistémicas e identificar os possíveis efeitos de longo prazo de propostas de políticas relacionadas com a revisão do presente enquadramento regulamentar e de supervisão. A nível internacional, o FSF empreendeu esforços no sentido de analisar os desafios que se colocam às autoridades de supervisão e de regulamentação relativamente aos potenciais efeitos pró-cíclicos do regime de adequação dos fundos próprios, das práticas de constituição de provisões para perdas com empréstimos, dos acordos de compensação e dos métodos de valorização aplicados pelas instituições financeiras.

Ao nível da UE, o Presidente da Comissão Europeia instituiu em Outubro de 2008 um grupo independente de alto nível para a supervisão financeira na UE, que apresentou recomendações em Fevereiro de 2009 sobre o reforço dos acordos de supervisão europeus em todos os sectores financeiros<sup>8</sup>. Na reunião informal do Conselho ECOFIN, que teve lugar

6 A abordagem Lamfalussy é um processo de quatro níveis para a aprovação de legislação no âmbito dos valores mobiliários, banca e seguros. Para mais pormenores, ver o *Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets* (Relatório final preparado pelo Comité de Sábios sobre a regulamentação dos mercados europeus de valores mobiliários), de 15 de Fevereiro de 2001, disponível no *site* da Comissão Europeia. Ver também o Relatório Anual de 2003 do BCE, p. 112.

7 O Nível 3 do quadro Lamfalussy centra-se no reforço da convergência e cooperação a nível de supervisão. Esse trabalho é realizado por três comitês: o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (*Committee of European Banking Supervisors* – CEBS), o Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (*Committee of European Securities Regulators* – CESR) e o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão de Seguros e Pensões Complementares de Reforma (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* – CEIOPS).

8 [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf)

em 12 e 13 de Setembro, foi constituído um grupo de trabalho, no qual o BCE esteve representado, com o mandato de avaliar o leque de respostas a nível de políticas que poderão contribuir para a redução das oscilações cíclicas inerentes às actividades do sistema financeiro. Além disso, foi solicitada ao BCE a elaboração de um relatório regular sobre o potencial carácter pró-cíclico dos requisitos de capital no âmbito da Directiva relativa aos requisitos de capital. Para o efeito, o BCE trabalha em estreita cooperação com o BSC e o CEBS e, no final de 2008, foi elaborado um relatório preliminar com base em informação qualitativa das autoridades competentes, estando pendente a disponibilização das séries de dados de supervisão.

## 2.2 SECTOR BANCÁRIO

### DIRECTIVA RELATIVA AOS REQUISITOS DE CAPITAL

A Directiva relativa aos requisitos de capital visa salvaguardar a solidez financeira dos bancos e das sociedades de investimento mediante o maior alinhamento dos requisitos regulamentares de capital com os riscos subjacentes enfrentados por estas instituições. Em Outubro de 2008, a Comissão Europeia adoptou uma proposta de alteração de determinadas disposições da Directiva relativa aos requisitos de capital, de forma a serem tidas em conta, entre outros aspectos, as lições retiradas da crise financeira. No que se refere ao regime de grandes exposições, será restringida a exposição dos bancos a quaisquer contrapartes individuais, o que resultará também em limitações no mercado interbancário. Além disso, serão introduzidos critérios claros a nível da UE para a avaliação da elegibilidade do capital híbrido, com vista a melhorar a qualidade dos fundos próprios dos bancos. Na área da gestão de risco, a revisão incide sobre a gestão do risco de liquidez e o tratamento dos produtos titularizados. Relativamente à primeira, foram introduzidas várias disposições, em consonância com o trabalho em curso desenvolvido pelo CBSB e o CEBS. Em relação à segunda, as disposições destinam-se a melhorar a transparência, reforçar os processos de gestão de risco tanto dos

promotores como dos investidores e alinhar melhor os incentivos ao longo da cadeia de titularização. Por último, a proposta da Comissão prevê a instituição de “colégios de supervisores” para todos os bancos transfronteiras e uma clarificação acerca do papel das autoridades competentes no sentido de reforçar a supervisão de grupos bancários transfronteiras. O BCE foi consultado sobre a proposta da Comissão e o seu contributo beneficiou do trabalho realizado pelo BSC no contexto de dois relatórios publicados no quarto trimestre de 2008.

Em Novembro, o BSC publicou um relatório sobre os testes de esforço de liquidez e os planos de financiamento de contingência dos bancos da UE. O relatório contém uma descrição pormenorizada das técnicas de teste de esforço de liquidez e dos planos de financiamento de contingência de liquidez, que são substancialmente diferentes entre os bancos da UE. Analisa também a adequação das técnicas de teste de esforço de liquidez e dos planos de financiamento de contingência de liquidez no tocante à absorção de choques de liquidez, particularmente durante as perturbações nos mercados financeiros, concluindo que é possível introduzir melhorias nas duas áreas.

Em Dezembro, o BSC elaborou um relatório sobre o “modelo originar e distribuir”, no qual analisou o desenvolvimento do modelo, quer durante o período em que registou um aumento de popularidade, quer no contexto das perturbações nos mercados financeiros. O relatório apresenta a estrutura de incentivos e os diversos conflitos de interesse entre os intervenientes no modelo, propondo uma série de soluções de mercado e medidas de política que podem desempenhar um papel importante na redução dos efeitos dos conflitos de interesse.

### CONTABILIDADE

As perturbações nos mercados financeiros confirmaram a importância das normas de contabilidade numa perspectiva de estabilidade financeira. Em particular, as questões relativas à melhor divulgação da exposição a produtos estruturados, ao tratamento dos veículos fora

do balanço e à contabilização pelo justo valor quando os mercados se tornam inactivos ou ilíquidos foram identificadas pelo plano do Conselho ECOFIN e pelo FSF como áreas que requerem atenção.

Em resposta a um pedido do FSF, o Comité de Normas Internacionais de Contabilidade (*International Accounting Standards Board – IASB*) criou um painel consultivo de peritos, que conta com a participação do BCE, o qual emitiu orientações sobre a aplicação da contabilização pelo justo valor quando, no final de Outubro de 2008, os mercados se tornaram inactivos.

Outra questão prende-se com a importância de garantir condições de igualdade a nível mundial no que respeita às normas de contabilidade, particularmente em ambos os lados do Atlântico. Neste contexto, o IASB adoptou decisões destinadas a assegurar a consistência entre as Normas Internacionais de Reporte Financeiro (*International Financial Reporting Standards – IFRS*) e os Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites dos Estados Unidos (*US Generally Accepted Accounting Principles – US-GAAP*) no que se refere à reclassificação de rubricas contabilísticas. Adicionalmente, o IASB instituiu um grupo consultivo de alto nível com o intuito de garantir que as questões de reporte decorrentes da crise económica mundial sejam tomadas em consideração de forma coordenada a nível internacional. Além disso, a Comissão Europeia identificou as principais áreas onde existem divergências entre as IFRS e os US-GAAP, apelando aos responsáveis pela fixação de normas contabilísticas que as considerem como prioritárias. Na sequência de pareceres positivos por parte do Conselho ECOFIN, do Parlamento Europeu e do Comité Europeu de Valores Mobiliários, a Comissão Europeia decidiu, em 12 de Dezembro de 2008, que os princípios contabilísticos geralmente aceites dos Estados Unidos, Japão, China, Canadá, Coreia do Sul e Índia seriam considerados equivalentes às IFRS a partir de Janeiro de 2009. A Comissão anunciou também que continuaria a analisar a situação e apresentaria as suas conclusões relativas

aos últimos quatro países, no máximo até 2011. O BCE está a acompanhar de perto esta evolução.

### 2.3 VALORES MOBILIÁRIOS

Desde o início das perturbações nos mercados financeiros, as agências de notação de crédito foram amplamente criticadas pelas notações iniciais atribuídas a títulos financeiros estruturados, devido à percepção de que essas notações não reflectiam totalmente os riscos a eles inerentes. O relatório do FSF sobre o reforço da resistência institucional e dos mercados, publicado em 7 de Abril de 2008<sup>9</sup>, realçou algumas fragilidades dos modelos e metodologias de notação e apresentou uma série de recomendações para novas medidas destinadas a aumentar a qualidade do processo de notação. No sentido de fazer face a tais questões, a Comissão Europeia publicou, em 31 de Julho de 2008, uma proposta de regulamento relativa às agências de notação de crédito para efeitos de consulta pública. A proposta de regulamento incide sobre as condições necessárias à autorização, ao funcionamento e à supervisão das agências de notação de crédito e destina-se a assegurar a observância, por parte dessas agências, de elevados padrões de independência, integridade e qualidade no desempenho das suas atribuições. O Eurosistema respondeu à consulta pública em 25 de Setembro de 2008<sup>10</sup> e, de uma forma geral, acolheu favoravelmente a proposta de regulamento. Sublinhou que um regulamento da UE relativo às agências de notação de crédito deveria ter como objectivo aumentar o nível de transparência na atribuição de notações de crédito e a supervisão contínua dessas notações, garantir que o enquadramento regulamentar não interfere com o conteúdo das notações e salvaguardar a integridade e a independência das agências abordando os conflitos de interesse. O Eurosistema propôs uma estrutura regulamentar e de supervisão da UE, segundo a

9 [http://www.fsforum.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf)

10 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/regulation-creditratingagencies2008en.pdf>

qual as agências de notação de crédito continuariam a ser formalmente autorizadas e supervisionadas pelas autoridades de supervisão nacionais, mas a autorização e a supervisão decorreriam de um processo conjunto de avaliação e seriam acompanhadas de um processo conjunto de supervisão. O CESR poderia desempenhar um papel na coordenação das autoridades nacionais competentes quer em termos de autorização, quer de implementação das medidas de execução.

Por último, o Eurosistema realçou que os acordos de coordenação para a regulamentação e supervisão das agências de notação de crédito deveriam permitir um nível adequado de envolvimento do Eurosistema, considerando que já foi criado um quadro de avaliação de crédito do Eurosistema, que acompanha o desempenho e as actividades das agências no contexto da execução de operações de política monetária.

Na sequência de uma consulta pública, a Comissão publicou, em Novembro de 2008, uma proposta de regulamento relativa às agências de notação de crédito.

### 3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

O Eurosistema tem um grande interesse na integração financeira na Europa, uma vez que um sistema financeiro bem integrado reforça a transmissão regular e efectiva dos impulsos de política monetária na área do euro, tendo implicações para a atribuição do Eurosistema de salvaguarda da estabilidade financeira. A integração financeira também contribui para o funcionamento regular dos sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos. Além disso, a integração financeira – um objectivo prioritário da UE – pode ajudar a promover o desenvolvimento do sistema financeiro, aumentando o potencial de crescimento económico.

O Eurosistema faz a distinção entre quatro tipos de actividades através das quais contribui para a melhoria da integração financeira europeia: i) aumentar a consciencialização e o acompanhamento da integração financeira; ii) actuar como catalisador para as actividades do sector privado, ao facilitar a acção colectiva; iii) fornecer aconselhamento sobre o quadro regulamentar e legislativo do sistema financeiro e actuar no estabelecimento directo de regras; e iv) prestar serviços de banca central também conducentes à integração financeira. O BCE prosseguiu as suas actividades nestas quatro áreas ao longo de 2008.

#### **AUMENTAR A CONSCIENCIALIZAÇÃO E O ACOMPANHAMENTO DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA**

Em Abril de 2008, o BCE publicou o seu segundo relatório anual sobre integração financeira na Europa (*Financial integration in Europe*)<sup>11</sup>, cujo principal objectivo é contribuir para o avanço da integração financeira europeia e aumentar a sensibilização do público para o papel do Eurosistema no apoio ao processo de integração financeira. O relatório começa por apresentar a avaliação do BCE acerca do estado da integração financeira na área do euro, a qual tem por base um conjunto de indicadores quantitativos, publicados também numa base semestral no *site* do BCE. Em 2008, o leque de indicadores foi alargado de forma a abranger a infra-estrutura de mercado europeia. O relatório inclui igualmente análises aprofundadas de

questões seleccionadas, escolhidas com base na sua importância para a agenda de integração financeira da UE e na sua relevância para as atribuições do BCE. Em 2008, foram objecto de análise especial quatro temas: conceitos e medidas do desenvolvimento financeiro, a iniciativa STEP (*Short-Term European Paper – Instrumentos de Dívida de Curto Prazo Europeus*), integração e desenvolvimento dos mercados hipotecários na Europa, e integração de transacções de títulos e pagamentos de importâncias avultadas. Por último, o relatório dá uma panorâmica do contributo do Eurosistema ao longo do último ano no sentido de atingir mercados financeiros mais integrados e desenvolvidos na Europa.

Dado que se prevê que a integração financeira tenha implicações no desenvolvimento do sistema financeiro e no crescimento económico, o trabalho do BCE sobre integração financeira está estreitamente relacionado com a sua análise mais alargada dos factores que apoiam o funcionamento dos sistemas financeiros. O trabalho nesta área prosseguiu em 2008<sup>12</sup>, tendo como objectivo definir um enquadramento conceptual para o acompanhamento e a avaliação numa base regular de potenciais fricções nos sistemas financeiros.

Em 2008, o BCE continuou a estar envolvido na Rede de Investigação sobre Mercados de Capitais e Integração Financeira na Europa (*Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*), a qual gere juntamente com o *Center for Financial Studies* (Centro de Estudos Financeiros) na Universidade de Frankfurt. A rede prosseguiu a série de conferências com académicos, participantes no mercado e decisores de política, com a participação activa dos BCN. A rede concluiu a segunda fase em 2008, que culminou no seu segundo simpósio sobre “Mercados de capitais e integração financeira na Europa”,

11 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf>

12 Para mais pormenores, ver a secção intitulada *Financial development: concepts and measures* no Capítulo 2 do relatório intitulado *Financial integration in Europe*, Abril de 2008.

realizado em 13 e 14 de Fevereiro em Frankfurt. A terceira fase teve início com a 11.ª conferência da rede, subordinada ao tema “O mercado para os serviços financeiros de retalho: desenvolvimento, integração e efeitos económicos”, organizada pelo Česká národní banka em Praga, nos dias 20 e 21 de Outubro de 2008. Tal como nos anos anteriores, o BCE atribuiu, em 2008, cinco bolsas de estudo Lamfalussy (*Lamfalussy Fellowships*) a jovens investigadores no contexto dessa rede de investigação. As actuais prioridades da rede são as seguintes: i) os sistemas financeiros como gestores, distribuidores e criadores de risco; ii) a integração e desenvolvimento dos serviços financeiros de retalho e a promoção de empresas inovadoras; e iii) a modernização e gestão financeiras e a integração do sistema financeiro europeu nos mercados de capitais a nível mundial.

#### **ACTUAÇÃO COMO CATALISADOR PARA AS ACTIVIDADES DO SECTOR PRIVADO**

O progresso da integração financeira europeia depende em larga medida das iniciativas do sector privado visando aproveitar as oportunidades de negócio transfronteiras existentes. As autoridades públicas apoiam este tipo de esforços privados.

Em 2008, o Eurosistema continuou a apoiar fortemente a iniciativa SEPA (*Single Euro Payments Area*/Área Única de Pagamentos em Euros), que permite a particulares, empresas e administrações públicas efectuarem pagamentos em moeda escritural em toda a área do euro e nos restantes países SEPA, utilizando um único conjunto de instrumentos de pagamento e uma única conta, localizada em qualquer parte da SEPA, com a mesma facilidade, eficiência e segurança de que actualmente dispõem a nível nacional. A SEPA é uma etapa no sentido de um mercado de pagamentos integrado na Europa, que trará benefícios económicos consideráveis à sociedade. A SEPA é a consequência lógica da introdução do euro em, presentemente, 16 países da Europa.

O lançamento bem-sucedido das transferências a crédito SEPA, em Janeiro de 2008, constituiu

o primeiro marco importante desta iniciativa. Desde então, concretizaram-se os primeiros benefícios da SEPA para os bancos e, mais importante, para os utilizadores finais dos serviços de pagamento. O Eurosistema convidou os operadores de infra-estruturas a avaliar a sua compatibilidade com a SEPA numa base regular. A maior parte das câmaras de compensação automática que processam transferências a crédito em euros é agora compatível com o sistema de transferências a crédito e várias delas estão a deixar de operar apenas a nível nacional para se tornarem prestadoras de serviços pan-europeias. Contudo, tal como referido no sexto relatório intercalar sobre a SEPA, publicado em Novembro de 2008 pelo Eurosistema, o processo de migração ainda é demasiado lento e devem ser tomadas medidas no sentido de o acelerar.

Em Janeiro de 2008, foi também lançado o quadro SEPA para os pagamentos com cartões, mas é necessário envidar mais esforços neste domínio. O quadro SEPA para os cartões deverá proporcionar maior escolha e eficiência com a eliminação gradual dos obstáculos jurídicos, técnicos e decorrentes dos sistemas, bem como o aumento da concorrência nos domínios da emissão, aquisição, aceitação e processamento de cartões. A migração para cartões com *chip* com um número de identificação pessoal (PIN), um importante elemento de base da SEPA, progrediu positivamente em 2008. Vários sistemas de cartões adaptaram as suas regras aos requisitos da SEPA. No entanto, persistem dúvidas sobre se todos os sistemas de cartões procederam, de facto, a uma separação das actividades de processamento relativamente às funções de gestão do sistema. O Eurosistema espera que, nos próximos anos, seja criado, pelo menos, mais um sistema europeu de cartões que satisfaça os seus requisitos, bem como os dos titulares de cartões, bancos, comerciantes e autoridades para a concorrência. Desde Abril de 2008, o Eurosistema tem vindo a debater a questão com os principais bancos europeus e outros intervenientes e tem observado um apoio crescente. Estão em curso várias iniciativas do mercado com o intuito de criar esse sistema

Europeu de cartões, facto que o Eurosistema interpreta como um sinal claro de que o mercado reconhece a necessidade de um sistema desta natureza.

Prosseguiram os preparativos para o lançamento, em 1 de Novembro de 2009, do sistema de débitos directos SEPA, os quais resultaram na adopção de um manual relativo ao serviço básico e de outro relativo ao serviço “empresa a empresa”. Todavia, o lançamento do sistema permanece envolto em incertezas, as quais devem ser urgentemente resolvidas, particularmente as que se referem à aplicação de uma comissão de intermediação multilateral. Em Setembro de 2008, no intuito de apoiar o lançamento atempado do sistema, o BCE, em consulta estreita com a Comissão Europeia, propôs uma solução provisória, que consiste na aplicação das comissões de intermediação multilateral existentes aos débitos directos SEPA. Durante um período de transição, que duraria apenas alguns anos, os bancos teriam de alterar os respectivos modelos de actividade e prestar informação aos clientes de forma adequada. O Eurosistema continuou a envidar esforços no sentido de assegurar o lançamento atempado destes novos serviços de pagamento a nível europeu. Neste contexto, o sexto relatório intercalar sobre a SEPA sugere prioridades e encoraja a prossecução do trabalho no projecto.

O mercado de instrumentos de dívida de curto prazo europeus é, em grande medida, de natureza doméstica. A iniciativa STEP (*Short-Term European Paper*), levada a cabo por participantes no mercado sob os auspícios da Federação Bancária Europeia e da ACI – a Associação dos Mercados Financeiros –, e conduzida pelo *STEP Market Committee* (Comité do Mercado STEP), veio colmatar esta lacuna em termos de integração financeira com a criação de um conjunto básico de normas e práticas de mercado comumente acordadas, que devem ser cumpridas pelos participantes no mercado numa base voluntária.

O Eurosistema apoiou a iniciativa STEP desde o seu início, em 2001, facilitando a interacção

entre os participantes no mercado, contribuindo para a criação da Convenção do Mercado STEP e aumentando a sensibilização para a iniciativa. Após o lançamento bem-sucedido do mercado STEP em Junho de 2006, o Eurosistema continuou a contribuir para a iniciativa em dois domínios. Por um lado, o BCE fornece estatísticas sobre o mercado STEP e, por outro, o Eurosistema presta apoio ao Secretariado do STEP na classificação dos instrumentos de dívida de curto prazo europeus. Esta última medida é um acordo temporário que terminará em Junho de 2010.

O Comité do Mercado STEP lançou uma revisão da Convenção do Mercado STEP, com vista a facilitar a sua aplicação do ponto de vista técnico num maior número de mercados, ao mesmo tempo que são mantidas ou mesmo aperfeiçoadas as respectivas normas. O BCE acolhe com agrado essa revisão. Em primeiro lugar, à medida que os mercados evoluem, a Convenção deve ser ajustada em conformidade. Em segundo lugar, é uma boa oportunidade para rever os processos e procedimentos utilizados desde o início do mercado STEP, em Junho de 2006, e para proceder a quaisquer melhorias necessárias na Convenção do Mercado.

O BCE elabora estatísticas diárias sobre as taxas de rendibilidade das novas emissões de títulos STEP denominados em euros e sobre os volumes mensais de títulos de dívida STEP. Não obstante a turbulência nos mercados, o saldo total dos títulos de dívida STEP aumentou 24% (em termos homólogos) no quarto trimestre de 2008.

#### **ACONSELHAMENTO SOBRE O QUADRO REGULAMENTAR E LEGISLATIVO DO SISTEMA FINANCEIRO E ESTABELECIMENTO DIRECTO DE REGRAS**

O Eurosistema contribui regularmente para o aperfeiçoamento do quadro regulamentar e legislativo da UE, fornecendo aconselhamento sobre as principais iniciativas de política em curso.

A actividade respeitante à supervisão financeira da UE centrou-se, em 2008, no acompanhamento

da revisão do quadro Lamfalussy, para o qual o Eurosistema deu o seu contributo (ver Secção 2 do presente capítulo). Além disso, como parte da sua função consultiva, nos termos do n.º 4 do artigo 105.º do Tratado, o BCE é regularmente consultado sobre propostas legislativas da Comissão Europeia (ver também Secção 2).

O BCE prestou aconselhamento sobre questões relacionadas com a integração dos sistemas de liquidação de títulos e dos sistemas de pagamentos. Em particular, esteve bastante envolvido no trabalho relacionado com o *Code of Conduct for Clearing and Settlement* (Código de Conduta no domínio da compensação e liquidação), que visa promover a concorrência com base na transparência de preços, no acesso e inter-operacionalidade, na diferenciação de serviços e na separação de contas. Dado que o código constitui uma ferramenta de auto-regulamentação, foi estabelecido um mecanismo de acompanhamento rigoroso para assegurar que todas as medidas sejam implementadas de forma adequada e atempada. O mecanismo baseia-se em auditores externos e num grupo de acompanhamento *ad hoc*, composto pela Comissão Europeia, o CESR e o BCE. Este grupo de acompanhamento reuniu-se quatro vezes no decurso de 2008. O BCE e a *European Central Securities Depositories Association* (Associação de Centrais de Depósito de Títulos Europeias) levaram a cabo uma análise sobre a transparência de preços e apresentaram sugestões para melhorar a comparabilidade dos preços.

Considerando que o código de conduta pretende, em última instância, estabelecer a liberdade de escolha, deverá ser complementado pela eliminação total das “barreiras Giovannini” à liquidação e compensação eficientes (o nome provém do grupo que as identificou em 2001), as quais resultam de diferenças nos padrões técnicos e práticas de negócio, incerteza jurídica e diferenças nos procedimentos fiscais. O BCE continuou a participar no *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group* (CESAME) (Grupo consultivo e de acompanhamento em matéria de compensação

e liquidação), que se ocupa da eliminação do primeiro conjunto de barreiras. O BCE manteve igualmente a sua participação no *Legal Certainty Group* (Grupo de certeza jurídica), que, em Agosto de 2008, apresentou 15 recomendações sobre a eliminação das barreiras jurídicas relacionadas com a pós-negociação.

Dado que a harmonização do quadro jurídico europeu constitui a base para a SEPA, o Eurosistema interessou-se activamente pela legislação comunitária neste domínio. A Directiva relativa aos serviços de pagamento<sup>13</sup> foi formalmente adoptada em Novembro de 2007. De acordo com a Comissão Europeia, os Estados-Membros estão no bom caminho no que se refere à transposição da Directiva para a legislação nacional antes do prazo limite, 1 de Novembro de 2009. O BCE participa no grupo de trabalho da Comissão que se dedica à transposição. A revisão do Regulamento (CE) n.º 2560/2001 relativo aos pagamentos transfronteiros em euros<sup>14</sup> tem igualmente consequências importantes para a SEPA e, em especial, para os débitos directos SEPA. É amplamente reconhecido que este Regulamento deu o impulso necessário para a decisão do sector bancário no sentido da criação da SEPA em 2002. A proposta da Comissão<sup>15</sup> visa adaptar o Regulamento ao actual cenário dos pagamentos, por exemplo, alargando a sua cobertura aos débitos directos. Tal significa que os preços dos débitos directos SEPA a nível transfronteiras não poderão ser superiores aos dos débitos directos nacionais correspondentes. O BCE está envolvido no trabalho da Comissão relativo à proposta de regulamento e publicou um parecer sobre a matéria<sup>16</sup>.

13 Directiva 2007/64/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Novembro de 2007, relativa aos serviços de pagamento no mercado interno, que altera as Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE e revoga a Directiva 97/5/CE.

14 Regulamento (CE) n.º 2560/2001 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Dezembro de 2001, relativo aos pagamentos transfronteiros em euros.

15 Consultar [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/crossborder/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/crossborder/index_en.htm)

16 Parecer sobre um novo regulamento relativo aos pagamentos transfronteiras na Comunidade (CON/2009/1).

O BCE está igualmente envolvido nos trabalhos preparatórios da Comissão para a revisão da Directiva relativa à moeda electrónica, a qual estabelece o quadro jurídico que regula as actividades das instituições de moeda electrónica<sup>17</sup>. A Comissão afirma que a provisão e utilização de moeda electrónica não regista o crescimento esperado e, por conseguinte, propõe a alteração da Directiva. O BCE acolhe com agrado a revisão dessa Directiva. No entanto, algumas partes da proposta da Comissão constituem motivo de preocupação, em particular no que se refere ao quadro prudencial e ao estatuto institucional das instituições de moeda electrónica<sup>18</sup>.

#### **PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS DE BANCA CENTRAL CONDUCENTES À INTEGRAÇÃO FINANCEIRA**

O TARGET2, a segunda geração do sistema de pagamentos de importâncias avultadas do Eurosistema, foi lançado com êxito em 19 de Novembro de 2007, substituindo definitivamente a primeira geração do sistema TARGET em 19 de Maio de 2008. O novo sistema visa fornecer aos mercados financeiros e monetários do euro um mecanismo de execução eficaz e seguro para a liquidação em tempo real, em moeda do banco central, de pagamentos em euros. O TARGET2 representa um contributo decisivo do Eurosistema para a integração financeira europeia. É a primeira infra-estrutura de mercado completamente integrada e harmonizada a nível europeu, tendo solucionado a anterior fragmentação em termos de gestão da liquidez dos bancos centrais e de execução de pagamentos de importâncias avultadas. As características do novo sistema possibilitaram e impulsionaram alterações organizacionais no seio das instituições de crédito que operam em vários países europeus, permitindo-lhes racionalizar as funções logísticas e consolidar a gestão de liquidez em euros (ver Secção 2.1 do Capítulo 2).

Além disso, o Eurosistema e os participantes no mercado prosseguiram o trabalho no projecto TARGET2-Securities (T2S). O T2S será uma plataforma multi-moeda utilizada pelas centrais de depósito de títulos europeias

para a liquidação de transacções de títulos em moeda do banco central. O Conselho do BCE decidiu, em 17 de Julho de 2008, criar o T2S e confiar o seu desenvolvimento e funcionamento operacional ao Deutsche Bundesbank, Banco de Espanha, Banque de France e Banca d'Italia. Ao oferecer serviços de liquidação em euros e outras moedas harmonizados, transfronteiras e neutros, o T2S representa um grande passo em frente na consecução de um mercado de títulos integrado e um contributo importante para a integração financeira na Europa (ver Secção 2.2 do Capítulo 2).

Por último, na área da gestão de garantias, o Conselho do BCE decidiu, em Julho de 2008, desenvolver uma plataforma partilhável única (CCBM2) para os BCN da área do euro destinada a consolidar e aumentar a eficácia dos sistemas internos do Eurosistema e a melhorar a gestão da liquidez e dos activos de garantia das contrapartes. O Conselho do BCE confiou ao Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e ao De Nederlandsche Bank o desenvolvimento e o funcionamento operacional da plataforma em nome do Eurosistema. A plataforma está a ser desenvolvida em estreita cooperação com os participantes no mercado (ver Secção 2.3 do Capítulo 2).

17 Consultar [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/emoney/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/emoney/index_en.htm)

18 Parecer sobre uma directiva relativa ao acesso à actividade das instituições de moeda electrónica e ao seu exercício, bem como à sua supervisão prudencial (CON/2008/84).

## 4 SUPERINTENDÊNCIA DOS SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DAS INFRA-ESTRUTURAS DE MERCADO

Os sistemas de pagamentos e os sistemas de compensação e de liquidação de títulos são infra-estruturas básicas necessárias ao funcionamento adequado das economias de mercado. São indispensáveis para assegurar o fluxo eficiente de pagamentos de bens, serviços e activos financeiros e o seu funcionamento regular é crucial para a implementação da política monetária do banco central e a manutenção da estabilidade e da confiança na moeda, no sistema financeiro e na economia em geral.

O Eurosistema, com a sua função de superintendência, visa garantir a segurança e a eficiência dos sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos, bem como das contrapartes centrais que operam em euros, mediante a aplicação de, entre outros, padrões e requisitos mínimos. Em particular, a função de superintendência tem como objectivo manter a estabilidade sistémica nos sistemas de pagamentos, contendo a exposição ao risco sistémico. Neste contexto, os superintendentes estão, em geral, centrados nos sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos a nível individual e – dada a interdependência entre eles – na infra-estrutura de mercado no seu todo. Os instrumentos de pagamento enquadram-se igualmente no âmbito da superintendência do Eurosistema, a qual incide, em particular, sobre a sua segurança e eficiência.

O Tratado atribui ao Eurosistema responsabilidades no domínio da superintendência. No sentido de assegurar uma superintendência eficiente e eficaz, o BCE e os BCN do Eurosistema desempenham estas responsabilidades de forma a permitir que o Eurosistema beneficie da sua estrutura descentralizada, ao mesmo tempo que garante a coordenação das suas actividades de superintendência e uma aplicação uniforme das suas políticas. As políticas e requisitos de superintendência do Eurosistema reflectem padrões internacionalmente reconhecidos, cujos aspectos de pormenor são ajustados às condições e necessidades específicas do Eurosistema.

### 4.1 SISTEMAS DE PAGAMENTOS DE IMPORTÂNCIAS AVULTADAS E PRESTADORES DE SERVIÇOS DE INFRA-ESTRUTURA

O Eurosistema superintende todos os sistemas de pagamentos de importâncias avultadas que procedem à liquidação de transacções 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 Fundamentais para Sistemas de Pagamentos Sistemicamente Importantes, definidos pelo Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação (CPSS – *Committee on Payment and Settlement Systems*) do G10 e adoptados pelo Conselho do BCE em 2001. São complementados pelas expectativas de superintendência de continuidade operacional para sistemas de pagamentos sistemicamente importantes do Eurosistema, as quais foram adoptadas pelo Conselho do BCE em 2006 e deverão ser implementadas por todos os sistemas de pagamentos sistemicamente importantes na área do euro até Junho de 2009.

As principais infra-estruturas de pagamentos que procedem à liquidação de transacções denominadas em euros (o TARGET2, o EURO1 e o CLS), os prestadores de serviços de infra-estrutura (como a SWIFT) e as infra-estruturas de compensação e de liquidação de títulos em euros enfrentaram com sucesso os desafios resultantes das perturbações nos mercados que persistiram em 2008. Na perspectiva da superintendência, podem retirar-se algumas lições desses acontecimentos, nomeadamente no que se refere à importância da gestão adequada das capacidades por parte dos operadores de sistemas e da existência de quadros bem estabelecidos para a comunicação de crises entre superintendentes, outras autoridades relevantes e fornecedores de infra-estruturas de mercado.

#### TARGET2

A transição gradual do TARGET para o TARGET2, iniciada em Novembro de 2007, foi concluída sem problemas e na data prevista quando o terceiro e último grupo de comunidades

bancárias nacionais estabeleceu a ligação bem-sucedida ao TARGET2, em 19 de Maio de 2008. Todas as actividades de superintendência do TARGET2 são conduzidas e coordenadas pelo BCE, que actua em estreita cooperação com os BCN participantes, os quais superintendem as características locais do TARGET2 e contribuem para a superintendência das características centrais do sistema numa base voluntária.

No início de 2007, quando o TARGET2 se encontrava ainda em desenvolvimento, os superintendentes do sistema deram início a uma avaliação abrangente da concepção do TARGET2 com base nos Princípios Fundamentais para Sistemas de Pagamentos Sistemicamente Importantes e nas expectativas de superintendência de continuidade operacional para sistemas de pagamentos sistemicamente importantes do Eurosistema. Os primeiros resultados da avaliação foram encorajadores e, no final de 2007, os superintendentes do TARGET2 concluíram que este era susceptível de cumprir na íntegra todos os Princípios Fundamentais relevantes, desde que várias conclusões em matéria de superintendência fossem abordadas pelo operador do sistema no decurso de 2008 com base num plano de acção acordado. Em Novembro de 2008, o operador do sistema forneceu aos superintendentes um relatório, onde se descreve em pormenor como foram abordados os elementos incluídos no plano de acção. Os superintendentes do TARGET2 analisaram o relatório e as medidas tomadas pelo operador do TARGET2 e, em Março de 2009, submeteram aos órgãos de decisão do BCE um relatório final sobre a avaliação de superintendência da concepção do TARGET2. Será disponibilizada ao público uma versão do relatório de avaliação.

Os superintendentes do TARGET2 consideram que o sistema funciona de acordo com as expectativas. Verificou-se apenas um incidente grave, em 30 de Junho de 2008, que exigiu a atenção e a intervenção dos superintendentes do TARGET2. Foram discutidas com o operador do sistema algumas recomendações de superintendência relacionadas com o incidente e implementadas medidas de redução dos riscos.

## **EURO1**

O EURO1 é um sistema de pagamentos de importâncias avultadas para transacções transfronteiras e domésticas em euros entre bancos que operam na UE. É operado pela sociedade de compensação da Associação Bancária do Euro, a EBA CLEARING. O EURO1 funciona numa base líquida multilateral. As posições em fim de dia dos participantes no EURO1 são, em última instância, liquidadas em moeda do banco central através do sistema TARGET2, actuando o BCE como agente de liquidação. Em 2008, as actividades de superintendência centraram-se, entre outros aspectos, na migração da liquidação das posições em fim de dia do EURO1 para o TARGET2 em Maio de 2008, quando o anterior sistema TARGET deixou de existir. A migração da liquidação para o TARGET2 foi concluída sem quaisquer problemas.

Em 7 de Julho de 2008, a EBA CLEARING implementou duas janelas adicionais de distribuição de liquidez no EURO1 ao abrigo do Mecanismo de Liquidação Flexível (também conhecido como “ponte de liquidez”), uma às 13h00 e outra às 15h30. A ponte de liquidez facilita o processamento de pagamentos que, caso contrário, seriam colocados em espera pelo facto de os bancos terem atingido o seu limite máximo de débito ou de crédito no EURO1. As duas janelas adicionais de distribuição de liquidez destinam-se a reduzir o saldo da conta de pré-liquidação do EURO1 no TARGET2 e a maximizar a reciclagem de liquidez pré-financiada. A implementação dessas janelas foi objecto de uma avaliação positiva por parte dos superintendentes, tanto na perspectiva do EURO1 como do TARGET2.

## **SISTEMA DE LIQUIDAÇÃO EM CONTÍNUO**

O Sistema de Liquidação em Contínuo (*Continuous Linked Settlement – CLS*) proporciona um serviço de liquidação simultânea multi-divisas, numa base de pagamento-contrapagamento, mediante instruções de pagamento que garantem a liquidação definitiva de transacções cambiais. Com este mecanismo de pagamento-contrapagamento, o CLS elimina

praticamente o risco de liquidação cambial, isto é, o risco de um participante numa transacção cambial pagar a moeda que vendeu, mas não receber a que comprou.

O CLS foi lançado em 2002 e, inicialmente, procedia à liquidação de transacções cambiais em sete das principais moedas, incluindo o euro. Após a aprovação, em 2008, do peso mexicano e do shekel israelita pelos superintendentes do CLS, o sistema passou a proporcionar serviços de liquidação em 17 moedas. Além disso, o CLS liquida transacções de pagamento numa moeda única relacionadas com um conjunto limitado de instrumentos financeiros, nomeadamente, transacções *over-the-counter* de derivados de crédito e transacções de contratos a prazo sem entrega (*non-deliverable forwards*)<sup>19</sup>.

A gestão do CLS é da responsabilidade do CLS Bank International (CLS Bank), com sede em Nova Iorque, que é detido por bancos do sector privado e outras instituições financeiras. No contexto de um acordo de superintendência cooperativa que envolve os bancos centrais do G10 e os bancos centrais das moedas liquidadas no CLS, o Sistema de Reserva Federal é o principal responsável pela superintendência do CLS. No âmbito desse acordo de superintendência cooperativa, o BCE (em estreita cooperação com os BCN da área do euro) é o principal superintendente para a liquidação de transacções em euros no CLS.

Em termos de valor, o CLS é o maior sistema de pagamentos que liquida transacções em euros fora da área do euro. Por conseguinte, a segurança e eficácia do CLS, bem como o seu cumprimento dos princípios de política do Eurosistema<sup>20</sup>, são de primordial importância para o Eurosistema. Em Dezembro de 2008, o CLS liquidou uma média de 473 000 transacções cambiais por dia, com um valor de liquidação médio diário de €3300 mil milhões<sup>21</sup>. Trata-se de um aumento substancial em termos de volume face a Dezembro de 2007, período em que o CLS liquidou uma média de 381 436 transacções cambiais por dia, com um valor de liquidação

médio diário de €2900 mil milhões. O euro, com uma percentagem de aproximadamente 21% de todas as transacções liquidadas no CLS, continuou a ser a segunda moeda de liquidação mais importante, depois do dólar dos EUA (aproximadamente 44%). Em 2008, o valor médio diário das transacções liquidadas em euros no CLS cifrou-se em €560 mil milhões.

O BIS publicou, em 2008, um relatório intitulado *Progress in reducing foreign exchange settlement risk* (Progressos na redução do risco de liquidação cambial)<sup>22</sup>. O relatório, que inclui o contributo do Eurosistema, indica que a estratégia abrangente de longo prazo aprovada pelos bancos centrais do G10, em 1996, reduziu significativamente o risco sistémico decorrente da forma como são liquidadas as transacções cambiais. No entanto, salienta também serem necessárias mais iniciativas por parte de instituições individuais, grupos sectoriais e bancos centrais para fazer face à exposição remanescente e ao risco de inverter os progressos já realizados.

#### SWIFT

O BCE participa, com os outros bancos centrais do G10, na superintendência cooperativa da SWIFT, desempenhando o Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique o papel de superintendente principal. A superintendência cooperativa da SWIFT por parte do G10 incide sobre os objectivos de segurança, fiabilidade

19 Definidas como transacções cambiais a prazo “liquidadas em capital líquido”, em que as duas partes envolvidas concordam em efectuar duas transacções cambiais nocionais e liquidar a diferença entre ambas em numerário numa moeda acordada. As moedas especificadas nas duas transacções cambiais nocionais não são fisicamente transaccionadas pelas partes envolvidas no contrato a prazo sem entrega.

20 *The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions* (Princípios de política do Eurosistema sobre a localização e funcionamento das infra-estruturas que procedem à liquidação de transacções de pagamentos denominados em euros), BCE, Julho de 2007.

21 A liquidação financeira de cada transacção cambial implica duas transacções de pagamento, uma para cada moeda envolvida. Assim, em Dezembro de 2008, o CLS liquidou 236 396 transacções com um valor médio diário de aproximadamente €1650 mil milhões.

22 <http://www.bis.org/publ/cpss83.htm>

operacional, continuidade operacional e resistência da infra-estrutura da SWIFT. Em 2008, o grupo de superintendentes avaliou se a SWIFT prosseguiu estes objectivos mediante a implementação de acordos de gestão, estruturas, processos, procedimentos de gestão de risco e controlos adequados, que lhe permitam gerir eficazmente os potenciais riscos que possam ser colocados ao funcionamento adequado das infra-estruturas de mercado que recorrem à SWIFT e à estabilidade financeira em geral.

Em 2008, os superintendentes da SWIFT prestaram particular atenção ao projecto de transição para uma arquitectura de troca de mensagens multi-zona. O processamento da SWIFT será dividido em duas zonas, a transatlântica e a europeia, de forma a aumentar a capacidade de processamento da sua infra-estrutura, reforçar a sua resistência e cumprir os requisitos europeus em termos de protecção de dados. Como parte do projecto, que será implementado em duas fases, respectivamente até 2010 e 2013, será criado na Europa um novo centro operacional a nível mundial, que servirá tanto a zona transatlântica como a europeia. Os clientes da SWIFT estabelecidos na Europa serão automaticamente associados à zona europeia, sendo todo o seu tráfego intra-europeu processado e armazenado na Europa. Os superintendentes estão a analisar os processos da SWIFT em termos de concepção e lançamento desta arquitectura, verificando paralelamente se está a ser prestada a devida atenção à resistência e disponibilidade continuadas dos serviços da SWIFT que são cruciais para a manutenção da estabilidade financeira mundial.

## 4.2 SISTEMAS E INSTRUMENTOS DE PAGAMENTOS DE RETALHO

A superintendência do Eurosistema abrange também os sistemas e instrumentos de pagamentos de retalho. Em 2008, o BCE continuou a acompanhar o funcionamento regular do STEP2, um sistema para pagamentos de retalho em euros a nível transfronteiras, e cada vez mais também a nível doméstico, que é

operado pela EBA CLEARING. Nesse ano, foi necessário proceder à avaliação de uma série de alterações ao sistema com base nos padrões de superintendência aplicáveis.

A EBA CLEARING lançou, em 28 de Janeiro de 2008, um serviço de transferências a crédito SEPA no STEP2 para o processamento de transferências a crédito em conformidade com o manual do sistema de transferências a crédito SEPA do Conselho Europeu de Pagamentos (*European Payments Council – EPC*). Em Maio de 2008, foi introduzido um ciclo intradiário adicional no serviço de transferências a crédito SEPA, a fim de cobrir a procura decorrente da migração do tráfego doméstico dos países da área do euro para o novo serviço. Em 8 de Dezembro de 2008, foi efectuada uma alteração importante no sistema com a transferência da liquidação do serviço de transferências a crédito SEPA para o TARGET2. Antes dessa data, a liquidação do serviço de transferências a crédito era efectuada no EURO1, tal como sucede ainda com os restantes serviços STEP2. Estas alterações não afectaram o nível de cumprimento, por parte do STEP2, dos padrões de superintendência aplicáveis.

O Conselho do BCE aprovou, em Janeiro de 2008, o quadro de superintendência para os sistemas de pagamento com cartões que operam na área do euro, tendo em consideração os comentários recebidos na consulta pública de 2007. Em Maio de 2008, o Eurosistema iniciou a avaliação de superintendência dos sistemas de pagamento com cartões que operam na área do euro com base nos padrões de superintendência recentemente estabelecidos. A avaliação inclui 26 sistemas, quatro dos quais internacionais. A avaliação dos sistemas de cartões internacionais está a ser efectuada por grupos de avaliação cooperativa, constituídos por um banco central na qualidade de superintendente principal e por bancos centrais a título voluntário<sup>23</sup>.

23 O BCE é o superintendente principal do Eurosistema para os sistemas VISA, American Express e Diners/Discover. Participa como membro do grupo de avaliação na superintendência cooperativa do sistema MasterCard, actuando o Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique na qualidade de superintendente principal.

A avaliação de todos os sistemas de cartões nacionais e internacionais será objecto de análise pelos pares de forma a assegurar uma aplicação uniforme dos padrões de superintendência. Prevê-se a publicação de um relatório de avaliação global com a descrição dos principais resultados agregados.

Em 2008, o Eurosistema começou a desenvolver quadros de superintendência para os novos instrumentos de pagamento SEPA criados pelo EPC, designadamente o sistema de transferências a crédito, lançado em 28 de Janeiro de 2008, e o sistema de débito directo, previsto para 2009. Uma vez estabelecidos os quadros de superintendência, prevê-se a sua publicação para consulta pública.

#### 4.3 COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS E DERIVADOS

O Eurosistema tem um forte interesse no bom funcionamento dos sistemas de compensação e de liquidação de títulos, dado que falhas durante a compensação, liquidação e guarda de activos de garantia poderiam pôr em perigo a execução da política monetária, o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos e a manutenção da estabilidade financeira.

Na sua qualidade de utilizador dos sistemas de liquidação de títulos (SLT), o Eurosistema avalia o cumprimento por parte dos SLT da área do euro, bem como das ligações entre esses SLT, dos padrões do utilizador do Eurosistema<sup>24</sup>. Os SLT e as ligações são elegíveis para operações de crédito do Eurosistema se cumprirem os padrões do utilizador, os quais servem também de base ao Eurosistema para avaliar quaisquer novos SLT e ligações ou actualizações significativas desses sistemas já elegíveis.

Em 2008, procedeu-se à avaliação de um novo sistema (o VP Lux) e de uma nova ligação encadeada, tendo-se considerado que ambos cumpriam os padrões do utilizador do Eurosistema. No contexto dos preparativos

para a adesão da Eslováquia à área do euro em 1 de Janeiro de 2009, o Conselho do BCE avaliou igualmente o SLT eslovaco. A avaliação revelou que o sistema cumpria os padrões do utilizador, sendo, por conseguinte, elegível para utilização em operações de política monetária e operações de crédito intradiário do Eurosistema. Além disso, o Eurosistema efectuou também a primeira avaliação abrangente de todos os SLT, ligações e ligações encadeadas já em utilização, devendo os resultados ser divulgados na Primavera de 2009.

O Eurosistema avaliou, em 2008, um novo acordo de detenção para os títulos de dívida internacionais registados sob a forma global emitidos conjuntamente pelas duas centrais de depósito de títulos internacionais (CDTI), ou seja, a Euroclear Bank (Bélgica) e a Clearstream Banking Luxembourg. O novo acordo – que deverá entrar em vigor em meados de 2010 – reproduzirá os princípios fundamentais do Novo Certificado de Dívida Global (*New Global Note*), introduzido em 2006 para os títulos de dívida internacionais sob a forma de certificados de dívida global ao portador. Face à diminuição de emissões de títulos de dívida internacionais sob a forma individual, não se justificava uma revisão da sua estrutura de detenção. Decidiu-se, portanto, retirar esses títulos da lista de activos elegíveis para operações de crédito do Eurosistema. Foi definido um período transitório, que termina em 30 de Setembro de 2010, durante o qual os títulos desta natureza emitidos até essa data continuarão a ser elegíveis como garantia até ao seu vencimento.

#### RECOMENDAÇÕES DO SEBC-CESR EM MATÉRIA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS NA UNIÃO EUROPEIA

Em 2001, o Conselho do BCE aprovou um quadro de cooperação entre o SEBC e o CESR para questões relacionadas com sistemas de compensação e de liquidação de títulos.

<sup>24</sup> *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.

Foi criado, nesse mesmo ano, um grupo de trabalho conjunto com o objectivo de adaptar ao contexto da UE as recomendações para os SLT elaboradas pelo Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação (CPSS) e a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) (as recomendações do CPSS-IOSCO). Desde 2004, este grupo de trabalho dedica-se igualmente à adaptação das recomendações do CPSS-IOSCO para as contrapartes centrais. O trabalho foi interrompido em 2005 na sequência de três questões em aberto no que respeita ao âmbito, conteúdo e base jurídica das recomendações do SEBC-CESR.

Em 3 de Junho de 2008, o Conselho ECOFIN convidou formalmente o SEBC e o CESR a adaptar e concluir o projecto intitulado *Standards for securities clearing and settlement in the EU* (Padrões para a compensação e liquidação de títulos na UE) até ao Outono de 2008, respeitando um conjunto de princípios, designadamente os seguintes: i) o texto adoptado deveria assumir a forma de recomendações não vinculativas exclusivamente endereçadas a autoridades públicas e não a participantes no mercado; ii) o seu âmbito deveria incluir centrais de depósito de títulos internacionais e excluir bancos de custódia; e iii) relativamente a controlos de risco de crédito e de liquidez, deveria ser adoptado o quadro de referência aceite pelo G10, isto é, a Recomendação 9 do CPSS-IOSCO sobre os SLT.

Em conformidade com o pedido do Conselho ECOFIN, o grupo de trabalho do SEBC-CESR retomou o projecto e preparou um conjunto de propostas de recomendação, que foram objecto de uma consulta pública de 23 de Outubro de 2008 até 23 de Janeiro de 2009. Durante o período da consulta, realizou-se uma audição pública para as partes interessadas.

O Parlamento Europeu, a Comissão Europeia, o CEBS, os participantes no mercado e as associações estiveram bastante envolvidos neste trabalho em diversas fases. A aprovação final das recomendações revistas pelo CESR,

Conselho do BCE e BCN não participantes na área do euro deverá ter lugar no final do primeiro trimestre de 2009. Paralelamente, o CEBS está a efectuar uma análise no sentido de identificar domínios onde podem ser necessárias novas medidas para estabelecer uma ligação entre as recomendações do SEBC-CESR e a regulamentação bancária aplicável aos bancos com actividades de compensação e de liquidação internalizadas.

Uma vez concluídas, as recomendações serão utilizadas por superintendentes dos bancos centrais e autoridades de regulamentação de títulos a fim de salvaguardar a solidez e a eficiência da compensação e liquidação de títulos na UE e de garantir condições de concorrência equitativas para as diversas infra-estruturas. As recomendações do SEBC-CESR complementam o trabalho de outros fóruns da UE e são consideradas como um dos pilares da política da UE relativa ao sector pós-negociação, juntamente com o TARGET2-Securities, o Código de Conduta no domínio da Compensação e Liquidação e a remoção das barreiras Giovannini.

#### **REDUÇÃO DO RISCO DE CONTRAPARTE NOS SWAPS DE RISCO DE INCUMPRIMENTO DE CRÉDITO**

De acordo com os dados do BIS, o saldo nocional dos *swaps* de risco de incumprimento de crédito cifrou-se em USD 57 000 mil milhões em Junho de 2008, o que representa cerca de 8% de todos os derivados *over-the-counter*. A necessidade de um quadro operacional mais resistente para apoiar o processamento regular das transacções de derivados *over-the-counter*, identificada no relatório elaborado pelo CPSS em Março de 2007 intitulado *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives* (Novos desenvolvimentos nos acordos de compensação e de liquidação de derivados de crédito *over-the-counter*), tornou-se mais premente em resultado das perturbações nos mercados financeiros em 2008. Em 3 de Novembro de 2008, o BCE organizou uma reunião com intervenientes europeus sobre a criação de contrapartes centrais para *swaps* de risco de incumprimento de crédito. Os participantes incluíram potenciais

fornecedores dessas contrapartes, corretores, utilizadores e reguladores. A reunião complementou outras iniciativas desenvolvidas pelo Banco da Reserva Federal de Nova Iorque e a Comissão Europeia nesta matéria. O BCE participou igualmente num grupo de trabalho constituído pela Comissão Europeia sobre questões de supervisão, regulamentação e concorrência de curto e longo prazo nos mercados de derivados a fim de promover a estabilidade financeira. Os intervenientes sublinharam o mérito de soluções múltiplas e de, pelo menos, uma solução europeia. Em 18 de Dezembro de 2008, o Conselho do BCE realçou a importância de reforçar a infra-estrutura para derivados *over-the-counter* e a necessidade de, pelo menos, uma contraparte central europeia para derivados de crédito. Dada a sua importância potencialmente sistémica, essa contraparte central europeia deveria estar localizada na área do euro.

O Eurosistema partilha as opiniões do Fórum de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Forum* – FSF) e da Comissão Europeia sobre a importância de reduzir o risco de contraparte e melhorar a transparência nos mercados de derivados *over-the-counter*, em particular nas áreas de importância sistémica (por exemplo, derivados de crédito). A introdução de contrapartes centrais para derivados *over-the-counter* é considerada uma solução adequada, dado que as contrapartes centrais, graças à centralização de posições abertas, poderão i) reduzir o risco de contraparte ao qual estão expostos os participantes no mercado e tornar a gestão de risco mais eficiente; ii) aumentar a integridade do mercado, a transparência e a disponibilidade de informação; iii) harmonizar os critérios de avaliação das exposições; e iv) libertar garantias. O Eurosistema anunciou a sua intenção de cooperar com outras autoridades com vista a facilitar uma acção colectiva eficaz do sector privado neste domínio. Em Dezembro de 2008, o Conselho ECOFIN convidou o SEBC e o CESR a adaptarem as respectivas propostas de recomendação sobre contrapartes centrais de forma a abordarem explicitamente o risco de derivados *over-the-counter*.

#### 4.4 OUTRAS ACTIVIDADES

O BCE publicou, em 11 de Julho de 2008, o relatório intitulado *Payment systems and market infrastructure oversight report 2007* (Relatório de superintendência dos sistemas de pagamentos e infra-estruturas de mercado – 2007) com o intuito de informar as autoridades públicas, os fornecedores de infra-estruturas de mercado e os seus participantes, bem como o público em geral, sobre desenvolvimentos relativos ao seu quadro de superintendência e às suas actividades de superintendência relacionadas com sistemas de pagamentos específicos. Trata-se da primeira publicação dedicada às actividades de superintendência do BCE. O âmbito do relatório será alargado e as próximas edições assumirão a forma de um relatório de superintendência do Eurosistema.

Considerando que são cruciais para o funcionamento adequado das economias de mercado, é importante que as infra-estruturas de pagamentos e de títulos, incluindo os seus participantes e fornecedores terceiros, implementem procedimentos eficazes e eficientes de gestão de risco e de continuidade operacional e que cumpram os padrões nacionais e internacionais relevantes. Face às múltiplas interdependências entre as várias infra-estruturas de mercado e à necessidade de assegurar um elevado nível de intercâmbio de informação e entendimento mútuo, o BCE e os BCN da UE concordaram em promover a partilha de informação sobre padrões nacionais e internacionais relevantes em termos de resistência operacional e, particularmente, de continuidade operacional. Em Fevereiro de 2008, o BCE criou no seu *site* uma página dedicada à continuidade operacional das infra-estruturas de mercado<sup>25</sup>. A página disponibiliza informação sobre os mais recentes padrões de continuidade operacional aplicáveis às infra-estruturas que operam na Europa, um glossário de termos relacionados com a continuidade operacional e informação actualizada sobre os últimos

<sup>25</sup> A página encontra-se disponível no endereço <http://www.ecb.europa.eu/paym/pol/bc/html/index.en.html>.

desenvolvimentos a nível europeu neste domínio. Fornece igualmente ligações para bancos centrais e outras autoridades de regulamentação que publicaram padrões e práticas de mercado relevantes aplicáveis nos respectivos países (incluindo países não europeus, tais como os Estados Unidos, Hong Kong e o Japão).

A fim de assegurar uma utilização coerente dos termos em todas as publicações do SEBC relativas a pagamentos, compensação e liquidação, o BCE lançou, em 30 de Setembro de 2008, uma consulta pública sobre um glossário de termos relacionados com os aspectos técnicos dos sistemas de pagamentos, de compensação e de liquidação na UE. Os termos incluídos no glossário foram definidos num estilo simples e acessível de forma a promover a sua aceitação. A versão final do glossário será publicada no *site* do BCE.

Por último, o BCE publica anualmente dados estatísticos sobre pagamentos e transacções, compensação e liquidação de títulos. Os dados são desagregados por país e, desde 2007, disponibilizados apenas em formato electrónico através da *Statistical Data Warehouse* no *site* do BCE. Os dados relativos a 2007 foram publicados em 26 de Novembro de 2008.



Willem F. Duisenberg entrega a Jean-Claude Trichet o sino utilizado nas reuniões do Conselho do BCE por ocasião do seu evento de despedida em 22 de Outubro de 2003

## CAPÍTULO 5

# RELAÇÕES EUROPEIAS E INTERNACIONAIS

# I QUESTÕES EUROPEIAS

Em 2008, o BCE continuou os contactos regulares com instituições e fóruns europeus, em particular com o Parlamento Europeu (ver Capítulo 6), o Conselho ECOFIN, o Eurogrupo e a Comissão Europeia. O Presidente do BCE participou em reuniões do Conselho ECOFIN onde se discutiram questões relacionadas com os objectivos e as atribuições do SEBC, bem como nas reuniões do Eurogrupo. O Presidente do Eurogrupo e o Comissário para os Assuntos Económicos e Monetários estiveram presentes nas reuniões do Conselho do BCE, sempre que o consideraram adequado.

## I.1 QUESTÕES DE POLÍTICA

### O PACTO DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO

Em 2008, a conjuntura macroeconómica inicialmente favorável sustentou a melhoria dos saldos orçamentais na maioria dos países e, por conseguinte, a revogação dos procedimentos relativos aos défices excessivos para cinco dos seis Estados-Membros com défice excessivo no final de 2007. O Conselho ECOFIN pôs fim aos procedimentos relativos aos défices excessivos para a República Checa, Itália, Portugal e Eslováquia em Junho de 2008, e para a Polónia em Julho de 2008. Relativamente à Eslováquia, esta medida eliminou um importante obstáculo à adopção do euro em 2009. A revisão do défice da Grécia em 2007, de 2.8% para 3.5% do PIB, não conduziu a medidas processuais no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos.

Contudo, a deterioração da conjuntura macroeconómica no decurso do ano e o impacto da crise financeira sobre as receitas fiscais exerceram pressão sobre as finanças públicas e conduziram ao ressurgimento de défices elevados, especialmente em países vulneráveis devido a uma insuficiente consolidação em períodos mais favoráveis. Em Julho de 2008, o Conselho ECOFIN lançou um procedimento relativo aos défices excessivos contra o Reino Unido, recomendando, nos termos do n.º 7 do artigo 104.º do Tratado, que este país reduzisse o défice para um valor inferior a 3% do PIB até

ao exercício de 2009/10. A Hungria continuou a estar sujeita a um procedimento relativo aos défices excessivos durante 2008, com um prazo limite de correcção do défice no máximo até 2009. Além disso, em Maio de 2008 a Comissão forneceu “aconselhamento em termos de política económica e orçamental” a França, convidando o país a levar a cabo a necessária consolidação das finanças públicas e a prosseguir reformas estruturais. Reflectindo sobre a necessidade de um enquadramento orçamental de médio prazo vinculativo e o risco de o défice exceder 3% do PIB, a Comissão também forneceu aconselhamento à Roménia em Junho de 2008.

Em Maio, o Eurogrupo aprovou o enquadramento de política definido pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento. Os ministros referiram que em diversos países seriam necessárias políticas mais ambiciosas para cumprir as disposições da componente preventiva do Pacto e alcançar os objectivos orçamentais do acordo de Berlim de 2007, nomeadamente que os Estados-Membros alcançariam os seus objectivos de médio prazo em 2008 ou 2009 e que todos deveriam considerar o ano de 2010 como prazo limite.

Com o aumento da turbulência financeira ao longo do ano, que conduziu à diminuição da confiança no sector financeiro, em Outubro o Conselho ECOFIN apelou à prudência orçamental para apoiar a confiança. Os ministros reiteraram que o Pacto continuava a ser o enquadramento apropriado, devendo ser aplicado na íntegra. Em particular, os estabilizadores automáticos deveriam ajudar a amortecer o abrandamento esperado. No que respeita à sustentabilidade a longo prazo das finanças públicas, o Conselho discutiu propostas sobre como incluir os encargos orçamentais relacionados com o envelhecimento da população na definição dos objectivos de médio prazo.

### A ESTRATÉGIA DE LISBOA

A estratégia de Lisboa – o programa a nível comunitário de reformas económicas, sociais e ambientais – entrou num novo ciclo de política de três anos em 2008, o segundo desde a revisão da estratégia em 2005.

Na Primavera de 2008, o Conselho Europeu confirmou as Orientações Integradas adoptadas para o ciclo 2005-2008, sublinhando que a principal preocupação durante o ciclo actual deveria ser a implementação dos objectivos acordados. Complementou também estas orientações com recomendações específicas para cada Estado-Membro e com uma orientação horizontal dirigida a todos os países da área do euro. A Comissão Europeia foi convidada a continuar a trabalhar com os Estados-Membros numa metodologia clara e transparente para o acompanhamento e avaliação das reformas de Lisboa. Além disso, para assegurar um compromisso continuado para com as reformas estruturais, o Conselho Europeu convidou a Comissão, o Conselho da UE e os coordenadores nacionais de Lisboa à reflexão sobre o futuro da estratégia de Lisboa após 2010.

No Outono de 2008, os Estados-Membros apresentaram os seus programas de reforma nacionais, que definiram os progressos dos Estados-Membros até ao momento na implementação das respectivas estratégias de reforma estrutural. Estas estratégias pretendem assegurar a sustentabilidade e qualidade das finanças públicas, melhorar a conjuntura regulamentar da actividade empresarial, aumentar o investimento em investigação, desenvolvimento e inovação, e introduzir medidas no sentido de aumentar a taxa de participação e melhorar a flexibilidade do mercado de trabalho. No final de 2008, a Comissão Europeia publicou a sua primeira avaliação da implementação do Programa Comunitário de Lisboa para 2008-2010, adoptado no final de 2007, que complementa os programas de reforma nacionais pormenorizando as acções a desenvolver a nível da UE. A Comissão também sugeriu medidas adicionais para reforçar a estratégia de Lisboa como parte do Plano de Relançamento da Economia Europeia<sup>1</sup>.

O BCE tem repetidamente sublinhado a importância de se implementarem reformas estruturais com vista a reforçar o crescimento e o emprego. Os países da área do euro, em particular, deverão implementar medidas de reforma abrangentes para promover o funcionamento harmonioso da UEM.

## **EVOLUÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO E INTEGRAÇÃO FINANCEIRA**

As políticas prosseguidas pela UE nos mercados financeiros durante 2008 foram em larga medida motivadas pela crise financeira. Na segunda metade de 2007, o Conselho da UE tinha adoptado três planos em resposta à turbulência nos mercados financeiros que emergiu em Agosto desse ano. Esses três planos especificaram as medidas a tomar relativamente i) à resposta à turbulência financeira, ii) ao reforço dos acordos da UE de estabilidade financeira e iii) à revisão do processo Lamfalussy sobre regulamentação e supervisão financeiras.

No decurso de 2008 foram feitos progressos substanciais nos três planos. Em relação à resposta à turbulência financeira, a Comissão Europeia publicou em Julho as suas sugestões relativas às condições de autorização, funcionamento e supervisão de agências de notação de crédito. Em Outubro, apresentou uma proposta de alteração da Directiva relativa aos requisitos de capital (para mais pormenores, ver a Secção 2 do Capítulo 4). Para reforçar os acordos de estabilidade financeira da UE, as autoridades de supervisão, bancos centrais e ministros das finanças da UE adoptaram um Memorando de Acordo relativo à cooperação a nível da estabilidade financeira transfronteiras, que entrou em vigor em Junho. Foram também feitos progressos substanciais na revisão do processo Lamfalussy, conducentes a um entendimento de que os mandatos dos supervisores nacionais deveriam incluir uma dimensão comunitária até meados de 2009 e que deveriam ser estabelecidos “colégios de supervisores” para os maiores grupos financeiros transfronteiras.

Com a intensificação da crise financeira no Outono de 2008, as instituições e Estados-Membros da UE intensificaram a coordenação de medidas destinadas a fazer face aos novos

<sup>1</sup> Estas medidas incluem: i) acelerar a implementação de medidas para reforçar o ambiente empresarial, ii) melhorar o funcionamento dos mercados de trabalho, iii) reduzir a escassez de trabalhadores qualificados e iv) antecipar investimentos em infra-estruturas públicas. O Plano de Relançamento da Economia Europeia também sublinha a importância de melhorar o acesso ao mercado internacional e intensificar a cooperação regulamentar a nível internacional.

desafios. Em 12 de Outubro, os Chefes de Estado ou de Governo da área do euro adoptaram um plano de acção concertada. No dia 15 de Outubro, o Conselho Europeu aprovou os princípios acordados pelos países da área do euro e apelou aos países da UE que adoptassem medidas nacionais em conformidade com o plano de acção. O Presidente do BCE participou em ambas as reuniões.

Os principais objectivos do plano de acção concertada eram assegurar condições de liquidez adequadas para as instituições financeiras, facilitar o financiamento dos bancos, fornecer às instituições financeiras recursos de capital adicionais, permitir a recapitalização eficiente dos bancos em dificuldade e assegurar flexibilidade suficiente na implementação de regras contabilísticas. Além disso, foi estabelecida uma célula de crise financeira para facilitar uma actuação rápida e eficaz em situações de crise. Esta célula reúne representantes do país que detenha a Presidência da UE, o Presidente da Comissão Europeia, o Presidente do BCE (juntamente com os restantes bancos centrais da UE), o Presidente do Eurogrupo e os governos dos Estados-Membros.

#### **OUTRAS POLÍTICAS DA UE**

O BCE acompanhou os desenvolvimentos no domínio das políticas energéticas e relativas às alterações climáticas da UE, dado o seu potencial impacto na evolução macroeconómica, estabilidade de preços e posições orçamentais.

No que respeita às políticas energéticas, a melhoria do funcionamento do mercado energético interno da UE deverá ter um impacto positivo na evolução dos preços dos produtos energéticos e melhorar a previsibilidade do fornecimento de energia. Em ambos os domínios de política, em 2008 a atenção incidiu em transformar os compromissos ambiciosos da UE em legislação<sup>2</sup>. O BCE também acompanhou os desenvolvimentos na Política Agrícola Comum (PAC), particularmente em termos do seu impacto sobre os preços dos produtos alimentares. Em resposta à subida dos preços dos produtos alimentares, o Conselho da UE estabeleceu diversas medidas para melhorar o fornecimento de produtos alimentares, tais como a venda de *stocks* públicos, a suspensão da obrigação de os agricultores deixarem uma parte da sua terra arável por cultivar, o aumento das quotas de leite e a suspensão dos impostos de importação sobre os cereais. Após o lançamento do “Exame de saúde da PAC” pela Comissão, em Novembro de 2008 o Conselho da UE chegou a um acordo para a modernização e dinamização da PAC, bem como para a remoção das restrições remanescentes sobre os agricultores, em resposta à crescente procura de produtos alimentares.

<sup>2</sup> De acordo com o pacote de legislação sobre políticas energéticas e relativas às alterações climáticas, a UE deverá, até 2020, reduzir as emissões de gás com efeito de estufa em 20% face a 1990 e aumentar a utilização de fontes de energia renováveis para 20% do consumo global de energia da UE. Além disso, deverá aumentar a eficiência energética em 20%.

#### **Caixa 12**

##### **DEZ ANOS DA UEM**

O ano de 2008 assinalou o décimo aniversário do BCE, do Eurosistema e do SEBC. Esta data proporcionou uma oportunidade para analisar a primeira década da UEM e retirar lições da experiência adquirida durante este período.

Em Maio de 2008, o BCE publicou uma edição especial do Boletim Mensal, que deu conta do trabalho e dos progressos efectuados pelo Eurosistema e analisou os desafios que o Eurosistema e a área do euro enfrentam com a entrada na segunda década. Os primeiros dez anos da UEM

demonstraram a capacidade do BCE de respeitar na íntegra o mandato que lhe foi atribuído pelo Tratado. Apesar de uma conjuntura externa difícil, caracterizada por uma subida significativa dos preços das matérias-primas, a estabilidade de preços foi atingida, no geral. Na área do euro, os preços no consumidor subiram, em média, a uma taxa anual de 2.1% entre 1999 e 2007, bastante abaixo do nível médio da inflação anual medida pelos preços no consumidor no período entre 1990 e 1998, que ascendeu a 3%. Além disso, o BCE tem conseguido ancorar as expectativas de inflação a mais longo prazo em níveis compatíveis com a estabilidade de preços. A UEM também promoveu a criação de emprego. O emprego na área do euro aumentou em cerca de 16 milhões de pessoas entre 1999 e 2007, em comparação com aproximadamente 6 milhões no período entre 1990 e 1998.

A Comissão Europeia publicou uma comunicação em Maio, juntamente com um relatório intitulado *EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union* (UEM@10: sucessos e desafios após 10 anos de União Económica e Monetária), onde sublinhou que dez anos após a introdução do euro a moeda única é um sucesso. A Comissão também apresentou uma série de propostas para melhorar a coordenação e supervisão a nível da UEM, para reforçar o papel internacional da área do euro e promover uma gestão eficiente da UEM.

O Conselho ECOFIN discutiu os primeiros dez anos da UEM na reunião realizada a 7 de Outubro de 2008. Os ministros concluíram que a UEM tinha contribuído para a estabilidade macroeconómica ao longo dos últimos dez anos e que, no seguimento dos processos de reforma a nível da UEM, a UE se encontra agora mais bem equipada para fazer face aos choques económicos. A fim de colher os benefícios da UEM e de melhorar o desempenho económico dos Estados-Membros, o Conselho ECOFIN acordou uma série de propostas, incluindo i) um melhor acompanhamento dos desenvolvimentos a nível da competitividade (particularmente nos países participantes na área do euro e no MTC II), ii) a atribuição de prioridade às recomendações relativas a reformas estruturais, a fim de ter em conta a situação económica e iii) medidas para melhor atender aos efeitos dos ciclos económicos e de outros ciclos relacionados dos preços dos activos nas receitas fiscais.

O Parlamento Europeu também adoptou uma resolução relativa aos dez anos da UEM (ver Capítulo 6).

A conclusão geral que se retira das reflexões sobre os primeiros dez anos da UEM foi que o enquadramento institucional da UEM funciona bem. Todavia, para que a UEM continue a ser um sucesso, os decisores de política terão de estar firmemente comprometidos com os objectivos acordados a nível europeu, e implementar de forma vigorosa as políticas necessárias.

## 1.2 QUESTÕES INSTITUCIONAIS

### O TRATADO DE LISBOA

Após a assinatura do Tratado de Lisboa pelos Chefes de Estado ou de Governo em 13 de Dezembro de 2007, os Estados-Membros deram início ao processo de ratificação, em conformidade com os respectivos requisitos constitucionais. Até à data, 23 Estados-Membros ratificaram o Tratado de Lisboa. A Alemanha e a Polónia estão muito próximo da conclusão formal

do procedimento de ratificação. Na República Checa, ainda se aguarda a ratificação parlamentar.

Na Irlanda, o Tratado de Lisboa foi submetido a um referendo vinculativo, não tendo conseguido o apoio da maioria. Neste contexto, na reunião realizada a 19 e 20 de Junho de 2008, o Conselho Europeu reiterou que o Tratado de Lisboa, tendo como objectivo “contribuir para que uma União alargada actue de forma mais eficiente e democrática”, deverá ainda ser

prosseguido. Na reunião do Conselho Europeu de 11-12 de Dezembro de 2008, os Chefes de Estado ou de Governo acordaram em fornecer “garantias legais” à Irlanda, após a rejeição do Tratado de Lisboa. O governo irlandês assumiu o compromisso de procurar a ratificação do Tratado de Lisboa até ao final do mandato da actual Comissão.

### **RELATÓRIOS DE CONVERGÊNCIA**

Em conformidade com o artigo 122.º do Tratado, o BCE e a Comissão Europeia prepararam relatórios de convergência sobre os progressos efectuados pela Bulgária, República Checa, Estónia, Letónia, Lituânia, Hungria, Polónia, Roménia, Eslováquia e Suécia no que respeita ao cumprimento das condições para participarem na área do euro. Nestes relatórios, publicados em 7 de Maio de 2008, a Eslováquia foi avaliada de forma ligeiramente mais aprofundada do que os restantes países, uma vez que as autoridades eslovacas tinham apresentado um pedido de análise, dada a intenção da Eslováquia de adoptar o euro a partir de 1 de Janeiro de 2009. Com base numa proposta da Comissão, o Conselho ECOFIN decidiu a 8 de Julho de 2008 que a Eslováquia cumpria as condições para aderir à área do euro em 1 de Janeiro de 2009 (ver Capítulo 3).

### **I.3 EVOLUÇÃO E RELAÇÕES COM OS PAÍSES CANDIDATOS À UE**

O BCE continuou o seu diálogo de política com os bancos centrais dos países candidatos à UE através de reuniões bilaterais e no contexto do enquadramento institucional global para o processo de alargamento definido pela UE.

As negociações de adesão com a Croácia tiveram início em Outubro de 2005. As negociações relativas a cada capítulo do acervo comunitário foram abertas em Junho de 2006, tendo avançado a passos largos no decurso de 2008. No final do ano, tinham sido abertas negociações relativamente a 21 capítulos e fechadas a título provisório relativamente a 4. O BCE manteve as relações bilaterais proveitosas com o Croatian

National Bank, por exemplo, no contexto de um diálogo de política de alto nível.

Após a abertura das negociações de adesão com a Turquia em Outubro de 2005, a Comissão Europeia iniciou as negociações relativas a cada capítulo do acervo comunitário em Junho de 2006. Em Dezembro de 2006, o Conselho Europeu decidiu suspender as negociações relativamente a oito dos 35 capítulos do processo de adesão à UE, devido à ausência de progressos ao nível do alargamento da união aduaneira aos Estados-Membros da UE. As instituições da UE continuam a avaliar a compatibilidade da legislação turca com o acervo comunitário, estando a fazer progressos com a abertura dos restantes capítulos. O BCE prosseguiu o diálogo de política de longa data ao mais alto nível com o banco central nacional da República da Turquia.

Embora tenha sido concedido à antiga República jugoslava da Macedónia o estatuto de país candidato à adesão em 2005, esta tem ainda de cumprir diversos critérios institucionais antes que possam ter início as negociações de adesão à UE, incluindo alguns relacionados com áreas cruciais de reforma política. Os contactos entre funcionários do BCE e do banco central nacional da República da Macedónia mantiveram-se fortes.

## 2 QUESTÕES INTERNACIONAIS

### 2.1 PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL

#### SUPERVISÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS NA ECONOMIA MUNDIAL

Dado o nível elevado da integração económica e financeira, a conjuntura económica mundial é extremamente relevante para a condução da política económica na área do euro. Como resultado, o Eurosistema acompanha de perto e analisa as políticas macroeconómicas e a evolução subjacente nos países fora da área do euro. O BCE desempenha também um papel importante no processo de supervisão multilateral internacional das políticas macroeconómicas, que decorre principalmente nas reuniões de organismos internacionais, tais como o BIS, o FMI e a OCDE, bem como em fóruns como os dos ministros das finanças e governadores dos bancos centrais do G7 e do G20. A avaliação da evolução internacional com o objectivo de contribuir para uma conjuntura macroeconómica estável e para políticas macroeconómicas e financeiras sólidas foi especialmente importante em 2008.

A conjuntura económica internacional em 2008 foi largamente dominada pela turbulência financeira mundial, em reflexo de uma correcção desordenada de desequilíbrios internos e externos acumulados em anos anteriores e da concretização dos riscos em torno destes desequilíbrios.

Os problemas resultantes da concretização destes riscos tiveram repercussões rápidas em todo o mundo, dada a natureza mundial dos modelos regulamentares, contabilísticos e empresariais que contribuíram para práticas que subsequentemente se mostraram opacas e insustentáveis, bem como a importância das ligações financeiras e comerciais transfronteiras. O choque original, com início no mercado de habitação *sub-prime* dos EUA, foi consideravelmente ampliado, nomeadamente, pelo elevado endividamento das instituições financeiras e pela subavaliação dos riscos a nível mundial. Embora os episódios de turbulência do mercado entre Agosto de 2007 e Setembro de

2008 tenham sido de pouca duração em termos comparativos e limitados a um número relativamente reduzido de instituições financeiras, a ocorrência de dificuldades em algumas instituições de muito grande dimensão e activas em termos mundiais originou ondas de choque consideráveis a partir de Setembro de 2008. Estas desencadearam tensões elevadas nos mercados interbancários e noutros importantes mercados de financiamento, graves episódios de tensão nos sectores bancários de diversos países, variações significativas nas taxas de câmbio mundiais e nos preços do petróleo, uma queda pronunciada dos preços dos activos em todo o mundo e uma desaceleração acentuada na actividade real (ver também Capítulo 1). Embora esta crise financeira tenha tido origem nos Estados Unidos, foi afectado um número crescente de países, incluindo economias avançadas e, mais recentemente, economias de mercados emergentes. Muitos países solicitaram a assistência do FMI (ver a secção abaixo sobre a arquitectura financeira internacional). Os principais bancos centrais, incluindo o BCE e o Sistema de Reserva Federal, cederam liquidez aos bancos centrais de outros países. Por exemplo, o Sistema de Reserva Federal estabeleceu facilidades de *swap* de liquidez com os bancos centrais de quatro grandes economias sistemicamente importantes (Brasil, México, Coreia do Sul e Singapura) no final de Outubro de 2008, num esforço de descongelamento dos mercados monetários nas várias nações emergentes<sup>3</sup>.

Em grande parte devido a estes desenvolvimentos, os saldos da balança corrente mudaram consideravelmente em 2008. Em primeiro lugar, o défice da balança corrente dos EUA caiu 0.7 pontos percentuais, para 4.6% do PIB, sobretudo em resultado de uma menor procura interna<sup>4</sup>. Em segundo lugar, em alguns países com excedentes da balança corrente estes desceram de forma significativa: a China registou

3 Para mais informações sobre as linhas de *swap* disponibilizadas pelo BCE, ver a Secção 1 do Capítulo 2.

4 Os valores neste parágrafo são retirados das Perspectivas Económicas Mundiais (*World Economic Outlook*) do FMI de Outubro de 2008.

uma descida de 1.9 pontos percentuais do PIB e o Japão uma queda de 0.8 pontos percentuais. Entretanto, os países exportadores de petróleo, no seu conjunto, registaram uma subida dos respectivos excedentes da balança corrente em 2008; embora os preços do petróleo tenham diminuído fortemente perto do final do ano, mantiveram-se acima do nível de 2007 na maior parte do ano. A posição da balança corrente da área do euro passou de um excedente em 2007 para um défice de 0.5% do PIB em 2008.

Em diversas ocasiões em 2008, o Eurosistema sublinhou os riscos e distorções relacionados com a persistência de desequilíbrios mundiais. Confirmou também o seu total apoio a uma abordagem cooperativa para assegurar um ajustamento ordenado dos desequilíbrios mundiais. Em particular, o Eurosistema apelou repetidas vezes a políticas com o objectivo de aumentar as poupanças privadas e públicas em países com défices da balança corrente, à implementação de novas reformas estruturais nas economias maduras com um potencial de crescimento relativamente baixo, a medidas para aumentar a procura interna nas economias de mercados emergentes com amplos excedentes da balança corrente, a uma melhor afectação de capitais nestes países e a uma melhor avaliação dos riscos, em termos mais gerais. No contexto das actuais reflexões sobre como melhorar a arquitectura financeira internacional (ver abaixo), em que participam o BCE e outros bancos centrais do Eurosistema, este último sublinhou a importância de assegurar que uma tal melhoria também reforça a disciplina da política macroeconómica, para além de promover a disciplina do mercado financeiro. O reforço do enquadramento de supervisão económica multilateral deverá ajudar a assegurar políticas económicas orientadas para a estabilidade e sustentáveis, especialmente nos países sistemicamente importantes.

Por último, a própria área do euro está sujeita a exercícios internacionais de supervisão de políticas. Em 2008, tanto o FMI como a OCDE realizaram análises regulares das políticas monetária, financeira e económica da área do

euro, como complemento das suas análises dos países da área do euro a nível individual. As consultas do FMI ao abrigo do Artigo IV 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 destes debates, quer o FMI quer a OCDE prepararam relatórios individuais de avaliação das políticas da área do euro<sup>5</sup>.

#### **ARQUITECTURA FINANCEIRA INTERNACIONAL**

A turbulência financeira levou a um debate alargado sobre a concepção e o funcionamento do sistema financeiro e monetário internacional. Na reunião informal em Bruxelas no dia 7 de Novembro de 2008, os Chefes de Estado ou de Governo da UE concordaram em coordenar as respostas à crise financeira e em implementar princípios comuns sobre os quais construir um novo sistema financeiro internacional. Em 15 de Novembro, os líderes dos países do G20 reuniram-se em Washington, D.C. para a primeira cimeira de sempre sobre mercados financeiros e a economia mundial. Apelaram a iniciativas nas áreas da regulamentação financeira e das políticas macroeconómicas e sublinharam o seu compromisso para com o comércio livre. O trabalho de seguimento desta cimeira foi organizado através de quatro grupos de trabalho que reportam aos representantes das finanças e dos bancos centrais do G20, que prepararam a reunião dos ministros das finanças e governadores dos bancos centrais do G20 na Primavera de 2009.

Em resposta aos apelos dos membros do FMI, foram introduzidas mudanças concretas nas facilidades de apoio financeiro do Fundo. Em Outubro foi criado um novo instrumento de financiamento, a facilidade de liquidez de curto

5 *Euro area policies: 2008 Article IV consultation – staff report* (Políticas da área do euro: Relatório do Corpo Técnico da consulta ao abrigo do Artigo IV – 2008), FMI, Agosto de 2008, e *Economic survey of the euro area* (Análise económica da área do euro), OCDE, Janeiro de 2009.

prazo. O objectivo deste instrumento é fornecer financiamento de desembolso rápido aos países com políticas fortes e um bom historial que enfrentem problemas de liquidez temporários resultantes dos desenvolvimentos nos mercados de capitais externos. Além de estabelecer este novo instrumento, o Fundo iniciou uma análise dos vários aspectos do seu papel de mutuante. Além disso, forneceu financiamento a alguns dos seus países-membros, incluindo a Bielorrússia, Hungria, Islândia, Letónia, Paquistão e Ucrânia, através dos seus acordos *standby* regulares.

Em 2008, continuaram vários esforços para a reforma do FMI. As principais áreas de reforma discutidas incluíram a supervisão do FMI, o papel de mutuante do Fundo, a governação do Fundo (incluindo quotas e representação), e o respectivo quadro de receitas e despesas. Estas questões foram discutidas no âmbito do FMI e de outros fóruns, tais como o G7 e o G20, com o SEBC e o Eurosistema a desempenharem o seu papel, ao acompanhar e contribuir para os debates sobre estas questões, sempre que necessário.

Após a introdução de uma nova decisão sobre supervisão bilateral das políticas dos membros em meados de 2007, o Fundo centrou a atenção na sua implementação nas consultas regulares ao abrigo do Artigo IV aos seus países-membros. Esta nova decisão pretende garantir que é prestada mais atenção às repercussões entre países, utilizando o conceito de estabilidade externa como princípio organizador da supervisão. A estabilidade externa é definida com referência à taxa de câmbio, cuja análise se torna conseqüentemente uma componente fundamental do processo de supervisão. Em Outubro, o Fundo adoptou a sua primeira “Declaração das prioridades da supervisão”, a qual deverá orientar a supervisão do FMI até 2011. Esta declaração identifica quatro prioridades principais para a supervisão do Fundo: resolver as tensões nos mercados financeiros, fortalecer o sistema financeiro mundial, proceder a ajustamentos face a variações acentuadas nos preços das matérias-primas e promover a redução ordenada de desequilíbrios mundiais. Para apoiar estas

prioridades, o Fundo pretende melhorar os seus alertas rápidos de riscos e vulnerabilidades, nomeadamente, através da análise de ligações macrofinanceiras, e alargar o seu exercício sobre vulnerabilidade às economias avançadas. O Fundo também continuou a centrar a sua atenção em questões do sector financeiro e nas lições de política relacionadas, e na melhoria da sua colaboração com o Fórum de Estabilidade Financeira.

Além disso, a Assembleia de Governadores do FMI estabeleceu um pacote abrangente de reforma das quotas e representação, o qual fornece, sobretudo, uma nova fórmula para o cálculo das quotas, uma segunda ronda de aumentos *ad hoc* das quotas com base na nova fórmula, a triplicação dos votos básicos para o aumento da representação dos países de baixo rendimento e um Director Executivo suplente adicional para os dois representantes de África no Directório Executivo. Os dois principais objectivos da reforma foram o realinhamento das percentagens das quotas com o peso relativo e o papel dos membros na economia mundial e uma melhor representação e participação dos países de baixo rendimento no FMI. O trabalho relativo à governação do Fundo continuará com base, nomeadamente, no relatório de 2008 do Gabinete de Avaliação Independente do FMI (*Independent Evaluation Office*) e no relatório do comité de pessoas eminentes (*committee of eminent persons*) sobre a reforma da governação do FMI, a divulgar até à Primavera de 2009.

A Assembleia de Governadores do FMI também estabeleceu medidas para conduzir a instituição a uma situação financeira mais sólida. Do lado das receitas, o Fundo irá basear-se em fontes de rendimento mais alargadas e sustentáveis no futuro. Tal inclui um aumento da autoridade de investimento do Fundo e o estabelecimento de uma dotação financiada pelos lucros de uma venda estritamente limitada de ouro, em conformidade com o *Central Bank Gold Agreement* (Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro). Do lado das despesas, a consideração do mandato central do Fundo e o cuidadoso estabelecimento de prioridades servem de

orientação a um novo enquadramento de despesas, o qual envolve reduções significativas dos orçamentos. Além disso, no contexto da turbulência financeira, estão em curso discussões relativas à adequação dos recursos do FMI.

O Fórum de Estabilidade Financeira deu um contributo importante para aumentar a resistência do sistema financeiro mundial, facilitando a coordenação de diversas iniciativas nacionais e internacionais e supervisionando a sua implementação atempada. Este Fórum também emitiu e analisou a implementação de recomendações em cinco áreas-chave, nomeadamente supervisão prudencial, transparência e valorização, notações de crédito, capacidade de resposta ao risco das autoridades e acordos para fazer face às tensões no sistema financeiro.

A agenda da comunidade financeira internacional também continuou a centrar-se na promoção de mecanismos de prevenção e resolução organizada de crises. Neste contexto, foram alcançados novos progressos na aplicação dos princípios para fluxos de capitais estáveis e reestruturação justa da dívida em mercados emergentes, aprovados pelos ministros das finanças e governadores dos bancos centrais do G20 em 2004. O objectivo destes princípios, que são baseados no mercado e voluntários, consiste em proporcionar orientações para o comportamento de emitentes soberanos e para os seus credores privados relativamente à partilha de informação, diálogo e cooperação estreita. Um número crescente de instituições financeiras e países emitentes expressaram o seu apoio aos princípios e mostraram um interesse particular em avançar com a sua aplicação. Na sua última reunião em Washington, D.C. em Outubro de 2008, o Grupo de Mandatários, órgão composto por importantes líderes no âmbito das finanças mundiais, estabelecido para orientar a aplicação dos princípios, analisou os progressos efectuados no contexto da arquitectura financeira internacional e deu orientação para os trabalhos futuros.

Uma outra iniciativa do mercado financeiro levada a cabo em 2008 foi o desenvolvimento

dos *Santiago Principles* (Princípios de Santiago) pelo *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (Grupo de Trabalho Internacional dos Fundos Soberanos). Estabelecidos em conjunto pelos fundos soberanos das economias avançadas, emergentes e em desenvolvimento, os princípios representam um esforço de colaboração para definir um enquadramento abrangente para a melhoria do conhecimento das operações desses fundos. O objectivo destes princípios, que são por natureza voluntários, é reforçar o papel estabilizador desempenhado pelos fundos soberanos nos mercados financeiros e ajudar a manter o livre fluxo de investimento transfronteiras. A OCDE está a dar orientações sobre as políticas dos países destinatários no que diz respeito aos investimentos feitos por fundos soberanos.

## 2.2 COOPERAÇÃO COM PAÍSES FORA DA UE

O Eurosistema continuou a promover as suas actividades internacionais no seio da comunidade de bancos centrais fora da UE através da organização de seminários e encontros de trabalho. Além disso, a assistência técnica prestada pelo Eurosistema continuou a ser um importante instrumento para o reforço da capacidade administrativa dos bancos centrais, especialmente nas regiões vizinhas da UE, e para um melhor cumprimento dos padrões europeus e internacionais. O BCE também participou activamente, juntamente com a Comissão Europeia, no diálogo macroeconómico da UE com a China, Índia e Rússia.

O BCE continuou a aprofundar as suas relações com países dos Balcãs Ocidentais. Em 1 de Setembro de 2008, o BCE e 17 BCN da UE<sup>6</sup> iniciaram um programa de assistência técnica de nove meses com o Banco Nacional da Sérvia. Esse programa, financiado pela Agência Europeia para a Reconstrução, fornecerá ao Banco Nacional da Sérvia um relatório de

<sup>6</sup> Os BCN da Bélgica, Bulgária, República Checa, Dinamarca, Alemanha, Estónia, Grécia, França, Itália, Chipre, Letónia, Hungria, Países Baixos, Áustria, Polónia, Roménia e Reino Unido.

avaliação de necessidades sobre os progressos a efectuar em áreas seleccionadas de banca central, em preparação para a adesão à UE. As áreas a cobrir são a supervisão bancária, a harmonização de legislação da competência do Banco Nacional da Sérvia em conformidade com o acervo comunitário, a liberalização dos movimentos de capitais, a condução da política monetária e o regime cambial, estatísticas monetárias, financeiras e da balança de pagamentos e protecção dos consumidores de serviços financeiros.

A cooperação técnica com o Banco da Rússia intensificou-se com o início em 1 de Abril de 2008 de um novo programa de cooperação dos bancos centrais, financiado pela Comissão Europeia. Este programa envolve o BCE, em parceria com o Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banco de Espanha, Banque de France, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank e Suomen Pankki – Finlands Bank, em cooperação com o Rahoitustarkastus (a autoridade de supervisão financeira da Finlândia). O programa, que terminará em Dezembro de 2010, tem como objectivo partilhar conhecimentos e experiência da UE com o Banco da Rússia na área da auditoria interna e apoiá-lo na implementação gradual dos princípios de Basileia II no enquadramento de supervisão bancária.

O quinto seminário ao mais alto nível do Eurosistema com os governadores dos bancos centrais dos parceiros da UE do sul e do leste do Mediterrâneo – organizado pelo BCE em conjunto com o banco central nacional do Egipto – teve lugar em 26 e 27 de Novembro de 2008 em Alexandria. Os governadores analisaram a evolução económica e financeira recente na região e discutiram estratégias de política monetária e regimes cambiais, bem como questões do sector bancário nos países do Mediterrâneo. Os representantes do BCE também participaram em diversas reuniões centradas em questões económicas e financeiras no contexto do Processo de Barcelona: União para o Mediterrâneo.

A continuação da cooperação com o banco central nacional do Egipto levou ao lançamento de um novo programa de três anos em 1 de Janeiro de 2009, financiado pela Comissão Europeia. O programa irá envolver técnicos do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária), do Česká národní banka, do Deutsche Bundesbank, do Bank of Greece, do Banque de France, do Banca d'Italia e do Banca Națională a României. O programa tem três objectivos principais: preparar orientações que ajudem o banco central nacional do Egipto a estabelecer novos regulamentos em conformidade com o regime de base de Basileia II; finalizar os regulamentos e a organização da respectiva implementação, e conceber um novo esquema para o reporte de dados pelos bancos ao banco central nacional do Egipto, de forma a que os novos regulamentos possam ser implementados.

Pela primeira vez, foi realizado um seminário ao mais alto nível do Eurosistema, organizado pelo BCE em conjunto com o Deutsche Bundesbank, com governadores dos bancos centrais e das agências monetárias dos países-membros do Conselho de Cooperação dos Estados Árabes do Golfo (CCG)<sup>7</sup>. O seminário teve lugar em Mainz, nos dias 11 e 12 de Março de 2008. Os debates abordaram estruturas e desenvolvimentos económicos nos países do CCG e o papel deste Conselho na economia mundial, em particular no que respeita à moeda e finanças, à energia e ao comércio.

O BCE, o Banco Popular da China e o Banca d'Italia organizaram em conjunto o quarto seminário ao mais alto nível dos bancos centrais da região da Ásia Oriental-Pacífico e da área do euro, nas instalações do Banca d'Italia em Roma, nos dias 26 e 27 de Junho. O objectivo do seminário foi o intercâmbio de ideias sobre as questões com que os decisores de política de ambas as regiões se defrontam,

7 Barém, Koweit, Omã, Catar, Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos.

como a turbulência financeira, os desequilíbrios mundiais e as perspectivas de crescimento.

Durante 2008, o BCE continuou a reforçar as suas relações com o Banco Popular da China. O Memorando de Acordo assinado pelas duas instituições em 2002 foi renovado em 2008. A cooperação foi fortemente intensificada ao longo dos últimos anos, incluindo quer reuniões ao mais alto nível, quer uma maior cooperação a nível dos respectivos funcionários. O Presidente do BCE e o Governador do Banco Popular da China reuniram-se no BCE em 5 de Setembro para discussões de política.





O antigo Presidente italiano, Carlo Azeglio Ciampi (à direita) e Jean-Claude Trichet a caminho da cerimónia comemorativa do 10.º aniversário do BCE na Alte Oper Frankfurt em 2 de Junho de 2008

## CAPÍTULO 6

# RESPONSABILIZAÇÃO

## I RESPONSABILIZAÇÃO PERANTE O PÚBLICO EM GERAL E O PARLAMENTO EUROPEU

Ao longo das últimas décadas, a independência dos bancos centrais consagrou-se como um elemento indispensável dos regimes de política monetária das economias maduras e emergentes. A decisão de conferir aos bancos centrais independência está firmemente fundamentada na teoria económica e na evidência empírica, mostrando ambas que o seu estabelecimento conduz à manutenção da estabilidade de preços. Ao mesmo tempo, é um princípio fundamental das sociedades democráticas que as instituições independentes às quais é atribuída uma função pública têm de ser responsabilizadas perante os cidadãos e os seus representantes eleitos. No caso de um banco central independente, a responsabilização pode, assim, ser entendida como uma obrigação de explicar e justificar as suas decisões perante os cidadãos e os seus representantes políticos. A responsabilização é, portanto, uma contrapartida importante da independência dos bancos centrais.

Desde o seu estabelecimento, o BCE sempre reconheceu a importância fundamental da responsabilização pelas suas decisões de política. Como exigido no Tratado, o BCE tem mantido um diálogo regular com os cidadãos da UE e o Parlamento Europeu. O compromisso do BCE a este respeito encontra-se também ilustrado nas numerosas publicações divulgadas em 2008 e no número elevado de discursos proferidos pelos membros do Conselho do BCE durante o ano.

O Tratado estabelece requisitos de reporte precisos para o BCE, que incluem a publicação de um relatório trimestral, de um comunicado semanal sobre a situação financeira e de um relatório anual. Na verdade, o BCE excede essas obrigações estatutárias, publicando, por exemplo, um Boletim Mensal (e não apenas um relatório trimestral, como exigido) e realizando conferências de imprensa mensais após a primeira reunião de cada mês do Conselho do BCE.

O Parlamento Europeu – como órgão cuja legitimidade provém directamente dos cidadãos da UE – continuou a desempenhar um papel determinante na responsabilização do BCE.

De acordo com o Tratado, o Presidente do BCE apresentou o Relatório Anual do BCE de 2007 na sessão plenária do Parlamento Europeu em 2008. Para além disso, o Presidente continuou a comunicar regularmente sobre a política monetária do BCE e sobre as restantes atribuições nas audiências trimestrais perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu. O Presidente esteve igualmente presente numa reunião conjunta do Parlamento Europeu e dos parlamentos nacionais para uma troca de opiniões sobre o quadro da UE para a salvaguarda da estabilidade financeira.

Outros membros da Comissão Executiva foram igualmente convidados a comparecer perante o Parlamento Europeu em diversas ocasiões. O Vice-Presidente apresentou o Relatório Anual do BCE de 2007 à Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários. Gertrude Tumpel-Gugerell compareceu duas vezes perante a Comissão para disponibilizar informação aos seus membros sobre os desenvolvimentos recentes no domínio da compensação e liquidação de títulos e do projecto do Eurosistema denominado TARGET2-Securities (TARGET2-Títulos). Jürgen Stark apresentou o Relatório de Convergência do BCE de 2008 à Comissão e participou numa discussão sobre a entrada da Eslováquia na área do euro. Lorenzo Bini Smaghi participou num painel de discussão organizado pela Comissão sobre os primeiros dez anos da UEM e os desafios futuros.

Além disso, foram realizadas discussões entre especialistas do BCE e membros do Parlamento Europeu respeitantes a questões sobre as quais o BCE tem conhecimentos especializados (por exemplo, contrafacção do euro, requisitos de capital e estatísticas). De acordo com a prática estabelecida, uma delegação da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários visitou o BCE para uma troca de opiniões com os membros da Comissão Executiva sobre diversos temas. O BCE também continuou a sua prática voluntária de responder a questões escritas apresentadas por membros do Parlamento Europeu sobre assuntos da área de competência do BCE.

## 2 QUESTÕES ESPECÍFICAS ABORDADAS NAS REUNIÕES COM O PARLAMENTO EUROPEU

Durante as várias trocas de opinião entre o Parlamento Europeu e o BCE, foi discutido um amplo leque de questões. Os principais temas abordados durante estas trocas de opinião são apresentados a seguir.

### RESOLUÇÃO DO PARLAMENTO EUROPEU SOBRE O RELATÓRIO ANUAL DO BCE DE 2007

De acordo com a prática estabelecida, o Parlamento Europeu adoptou, em 9 de Julho de 2008, uma resolução por sua própria iniciativa sobre o Relatório Anual do BCE de 2007. Na sua resolução, o Parlamento Europeu reconheceu a total independência do BCE e que o facto de as actas das reuniões do Conselho do BCE serem tornadas públicas poderia gerar pressões políticas sobre os membros desse Conselho. A resolução também reconhece o excelente trabalho do BCE na gestão da turbulência financeira e salientou o facto de que os principais bancos centrais – incluindo o BCE – tinham alertado antes da crise financeira que os riscos existentes não deveriam ser subestimados. Além disso, a resolução sublinhou os benefícios da estratégia monetária do Eurosistema assente em dois pilares.

### REGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA

O Parlamento Europeu e o BCE mantiveram o seu diálogo estreito sobre questões relacionadas com a regulamentação financeira. Nas suas resoluções sobre esta questão, o Parlamento Europeu apelou a que sejam estabelecidos requisitos de capital contra-cíclicos adequados para todas as entidades que operam nos mercados financeiros. O Parlamento Europeu também considerou necessário que a divulgação e o tratamento contabilístico das rubricas fora do balanço sejam adequados e pediu mais e melhor informação sobre os produtos complexos e o processo de titularização. No que respeita às agências de notação, o Parlamento advogou o estabelecimento de um mecanismo de análise da UE e insistiu para que sejam tomadas medidas destinadas a aumentar quer a transparência das metodologias de notação quer dos sistemas de garantia de qualidade.

Durante a sua comparência na reunião conjunta do Parlamento Europeu e dos

parlamentos nacionais em 23 de Janeiro de 2008, o Presidente advertiu que a crescente complexidade dos instrumentos financeiros e a falta de clareza sobre a exposição das instituições financeiras podem levar ao aumento da incerteza sobre o grau de risco envolvido e quem o suporta em última instância, o que pode desencadear um contágio mais generalizado. O Presidente salientou a necessidade de aumentar a transparência e tornar o quadro regulamentar mais contra-cíclico. Apelou igualmente às instituições financeiras no sentido de melhorarem as respectivas práticas de gestão de risco. Em diversas ocasiões, o Presidente sublinhou a necessidade da rápida implementação do plano de actuação estratégico do Conselho ECOFIN, que estabelece as respostas de política necessárias para fazer face à turbulência financeira.

### QUADRO DA UE PARA A SUPERVISÃO E ESTABILIDADE FINANCEIRAS

O quadro da UE para a supervisão e estabilidade financeiras foi igualmente alvo de especial destaque durante as discussões entre o BCE e o Parlamento Europeu. Nas suas várias resoluções sobre este tema, o Parlamento Europeu salientou que a supervisão financeira na Europa não acompanhou a integração dos mercados financeiros da UE. Assim, o Parlamento Europeu considerou ser necessária a criação de “colégios de supervisores” para os maiores grupos financeiros transfronteiras e o reforço e a clarificação do estatuto e da responsabilização dos três Comitês de Nível 3 do quadro Lamfalussy (para mais informação sobre o quadro Lamfalussy, ver Secção 2 do Capítulo 4). O Parlamento Europeu apelou igualmente ao BCE e ao SEBC para desempenharem um papel activo na preparação e implementação das políticas da UE sobre a supervisão macro-prudencial e a estabilidade financeira e solicitou aos supervisores e aos bancos centrais que disponibilizem ao BCE – através do Comité de Supervisão Bancária – informação micro-prudencial relevante. Por último, o Parlamento defendeu que sejam tomadas medidas legislativas para melhorar os acordos de prevenção e gestão de crises.

Nas suas comparências no Parlamento, o Presidente sublinhou que o potencial do quadro Lamfalussy deve ser explorado com maior profundidade e que as decisões previstas no plano de actuação sobre a revisão do quadro Lamfalussy devem ser implementadas rapidamente. O Presidente apelou igualmente à rápida implementação dos passos previstos no plano de actuação no tocante ao reforço dos acordos de estabilidade financeira da UE. Em particular, salientou a necessidade de uma interacção regular e de troca de informação adequada entre supervisores e bancos centrais.

#### **DEZ ANOS DA UEM**

O Parlamento Europeu também contribuiu para a discussão sobre os primeiros dez anos da UEM (ver Caixa 12). Em 18 de Novembro de 2008, adoptou uma resolução expressando a sua opinião de que os primeiros dez anos da UEM foram um êxito, tendo a moeda única contribuído para a estabilidade e integração económicas dos países da área do euro. Ao mesmo tempo, o Parlamento considerou que ainda há mais a fazer para usufruir em pleno dos benefícios da UEM, em particular, no que respeita à prossecução das reformas estruturais e de políticas orçamentais sólidas.

O Presidente do BCE corroborou que as reformas estruturais e políticas orçamentais prudentes são fundamentais para garantir o bom funcionamento da UEM, tendo também manifestado a sua preocupação sobre o abrandamento da implementação de reformas estruturais e dos esforços de consolidação orçamental.





Jean-Claude Trichet corta o bolo de aniversário por ocasião da cerimónia comemorativa do 10.º aniversário do BCE na Alte Oper Frankfurt em 2 de Junho de 2008. Da esquerda para a direita: José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Jean-Claude Trichet, Aline Trichet, Hans-Gert Pötering, Gretta Duisenberg, Janez Janša

## CAPÍTULO 7

# COMUNICAÇÃO EXTERNA

## I POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO

A comunicação externa no BCE tem como objectivo melhorar a compreensão do público sobre as decisões e políticas do BCE. É uma parte integrante da política monetária do BCE e das suas outras atribuições. Dois elementos-chave – abertura e transparência – orientam essas actividades de comunicação. Ambos contribuem para a eficácia, eficiência e credibilidade da política monetária do BCE. Além disso, apoiam igualmente os seus esforços para dar conta na íntegra das suas acções, como explicado mais pormenorizadamente no Capítulo 6.

O conceito de explicação em tempo real, regular e abrangente das avaliações e decisões de política monetária, introduzido em 1999, representa uma abordagem única de abertura e transparência da comunicação dos bancos centrais. As decisões de política monetária são explicadas numa conferência de imprensa imediatamente após terem sido tomadas pelo Conselho do BCE. Na conferência de imprensa, o Presidente apresenta uma declaração introdutória pormenorizada que explica as decisões do Conselho do BCE. Seguidamente, o Presidente e o Vice-Presidente ficam à disposição dos meios de comunicação para responder a questões. Desde Dezembro de 2004, são publicadas todos os meses nos *sites* dos bancos centrais do Eurosistema as decisões tomadas pelo Conselho do BCE para além das decisões sobre as taxas de juro.

A legislação do BCE é disponibilizada em todas as línguas oficiais da UE, tal como a situação financeira consolidada do Eurosistema<sup>1</sup>. O Relatório Anual do BCE e as edições trimestrais do Boletim Mensal são também disponibilizados integralmente em todas as línguas oficiais da UE<sup>2</sup>. O Relatório de Convergência é disponibilizado na íntegra ou em forma de sumário em todas as línguas oficiais da UE<sup>3</sup>. Para efeitos de responsabilização e transparência, o BCE publica outra documentação para além das publicações estatutárias em algumas ou todas as línguas oficiais, em particular comunicados sobre decisões de política monetária, projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas<sup>4</sup>, posições de política e material informativo de relevância para o público em geral. A elaboração,

publicação e distribuição das versões em língua nacional das principais publicações do BCE são efectuadas em estreita colaboração com os BCN.

1 À excepção da língua irlandesa que beneficia de uma derrogação a nível da UE.

2 À excepção da língua irlandesa (que beneficia de uma derrogação a nível da UE) e da língua maltesa (em virtude de um acordo com o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, após a derrogação temporária aplicável a esta língua ter sido suprimida em Maio de 2007).

3 Ver nota 2 acima.

4 Projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE desde Setembro de 2004 e projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema desde Dezembro de 2000.

## 2 ACTIVIDADES DE COMUNICAÇÃO

O BCE dirige-se a uma variedade de audiências, tais como especialistas do sector financeiro, meios de comunicação, governos, parlamentos e público em geral, com diferentes níveis de conhecimento em finanças e economia. Deste modo, o seu mandato e as suas decisões de política são explicados através de um conjunto de instrumentos e actividades de comunicação, constantemente aperfeiçoados, de modo a torná-los o mais eficazes possível, tendo em conta as diferentes audiências e contextos e necessidades de comunicação.

O BCE publica vários estudos e relatórios, como, por exemplo, o Relatório Anual, que apresenta uma análise das actividades do BCE no ano anterior, contribuindo assim para a responsabilização do BCE. O Boletim Mensal disponibiliza actualizações regulares da avaliação do BCE acerca da evolução económica e monetária e informação pormenorizada subjacente às suas decisões, enquanto o *Financial Stability Review* (Relatório de Estabilidade Financeira) avalia a estabilidade do sistema financeiro da área do euro quanto à sua capacidade para absorver choques adversos.

Todos os membros do Conselho do BCE contribuem directamente para melhorar o conhecimento e a compreensão do público acerca das atribuições e políticas do Eurosistema através de testemunhos perante o Parlamento Europeu e os parlamentos nacionais, da apresentação de discursos públicos e de entrevistas aos meios de comunicação. Em 2008, o Presidente do BCE compareceu cinco vezes perante o Parlamento Europeu. Os membros da Comissão Executiva do BCE proferiram cerca de 300 discursos para audiências variadas ao longo de 2008, deram cerca de 200 entrevistas aos meios de comunicação e publicaram artigos em revistas e jornais.

Os BCN da área do euro desempenham um papel importante na disseminação a nível nacional de informações e mensagens do Eurosistema junto do público em geral e das partes interessadas, dirigindo-se a uma diversidade de audiências

nacionais e regionais nas respectivas línguas e contextos próprios.

Em 2008, o BCE organizou 12 seminários destinados a melhorar o conhecimento e a compreensão dos representantes dos meios de comunicação nacionais e internacionais, a nível individual ou em colaboração com os BCN da UE e o Centro Europeu de Jornalismo. Pela primeira vez, um desses seminários foi organizado por ocasião de uma reunião externa do Conselho do BCE, em 4 de Dezembro, em Bruxelas.

O BCE acolheu cerca de 14 000 visitantes nas suas instalações em Frankfurt em 2008. Os visitantes receberam informações em primeira mão sob a forma de apresentações realizadas por gestores e peritos do BCE. Os visitantes foram, na sua maioria, estudantes universitários e do ensino secundário e profissionais do sector financeiro.

Todos os documentos publicados pelo BCE e as suas várias actividades são apresentados no seu *site*. Em 2008, o *site* do BCE recebeu 18 milhões de visitas (um aumento de 20% em relação ao ano anterior), foram consultadas 126 milhões de páginas e descarregados 25 milhões de documentos. Em 2008, o BCE respondeu a cerca de 60 000 pedidos de informação do público sobre vários assuntos relacionados com actividades, políticas e decisões do BCE.

Em 2008, as actividades de comunicação do BCE incidiram, em particular, na explicação dos acontecimentos e das consequências da turbulência financeira mundial e das medidas adoptadas pelo BCE e pelo Eurosistema. Um quarto de todos os discursos públicos proferidos por membros da Comissão Executiva e um terço dos comunicados de imprensa do BCE focaram esta questão, concentrando-se a sua divulgação na segunda metade de 2008. Verificou-se um aumento do número de pareceres emitidos pelo BCE sobre medidas orçamentais e regulamentares tomadas pelos Estados-Membros da UE a nível individual. Foi igualmente observado um aumento significativo do número de pedidos de

informação por parte dos meios de comunicação, do público e de visitantes acerca da turbulência financeira e das medidas tomadas pelo Eurosistema. A secção de operações de mercado aberto do *site* do BCE foi melhorada, de modo a responder à procura acrescida de informação: foi disponibilizado um acesso a fontes (em formato “RSS”) para uma constante actualização de informação sobre os procedimentos de leilão das operações de política monetária e foram publicados dados sobre todas as operações de mercado desde 1999.

Assinalando o seu décimo aniversário, o BCE abriu as portas ao público em 1 de Junho de 2008. Foram organizadas visitas guiadas ao edifício, jornadas de trabalho, exposições e jogos para 1400 visitantes registados.

As Jornadas Culturais do BCE, organizadas em 2008 em colaboração com todos os bancos centrais do SEBC, foram dedicadas à UE e apresentaram o contributo artístico de todos os 27 Estados-Membros da UE. O programa das Jornadas Culturais foi planeado de modo a coincidir com as celebrações do aniversário do BCE, às quais assistiram Chefes de Estado e de Governo da UE, bem como diversas individualidades que deram um contributo relevante para a realização da UEM. Para assinalar o aniversário, foi publicada uma edição do Boletim Mensal, apresentando uma visão global dos primeiros dez anos da UEM e analisando os desafios futuros. A Quinta Conferência do BCE sobre Banca Central, realizada em Frankfurt, em 13 e 14 de Novembro de 2008, subordinada ao tema *The euro at ten: lessons and challenges* (O euro aos dez anos: lições e desafios) reuniu representantes dos bancos centrais, académicos, participantes no mercado e meios de comunicação de todo o mundo.

Em 2008, o BCE, em cooperação com o *Národná banka Slovenska*, organizou uma campanha de informação destinada à preparação da introdução do euro na Eslováquia em 1 de Janeiro de 2009. O logótipo “*€ a NOSSA moeda*”, desenvolvido pelo Eurosistema, foi utilizado em todas as

actividades de comunicação relacionadas com a introdução do euro na Eslováquia. A campanha eslovaca seguiu o padrão do conceito de comunicação desenvolvido para a Eslovénia, Chipre e Malta, destinando-se a familiarizar os profissionais que operam com numerário e o público em geral com o aspecto visual e os elementos de segurança das notas e moedas de euro, bem como com os procedimentos de transição para o euro fiduciário (ver Capítulo 3). Em preparação para o lançamento da segunda série de notas de euro nos próximos anos, está a ser desenvolvido um conceito de comunicação pelos bancos centrais do Eurosistema.





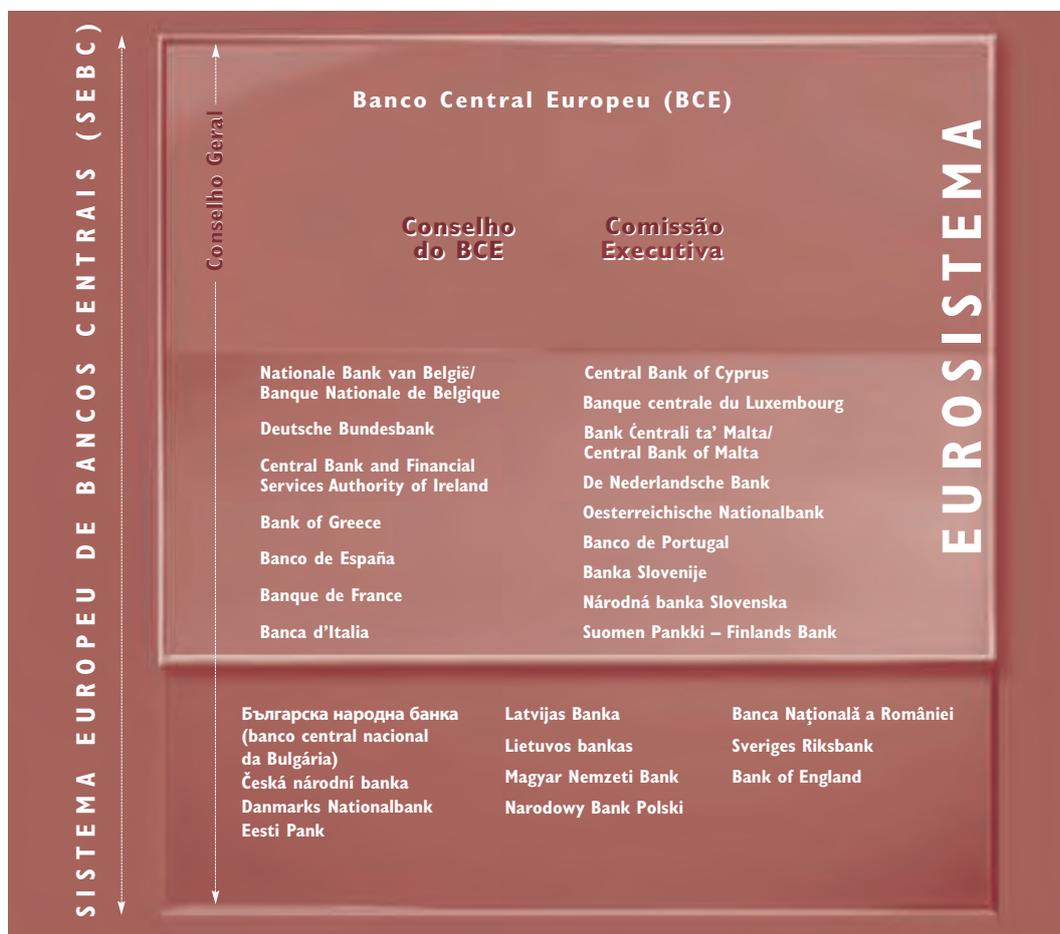
Painel da 5.ª Conferência do BCE sobre Banca Central em 13 e 14 de Novembro de 2008

## CAPÍTULO 8

# 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 Estados-Membros da UE cuja moeda é o euro (16 desde 1 de Janeiro de 2009). 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. O Tratado de Lisboa já contempla o termo “Eurosistema”<sup>1</sup>.

O SEBC é constituído pelo BCE e pelos BCN de todos os Estados-Membros da UE (27 desde 1 de Janeiro de 2007), ou seja, inclui os BCN dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro.

O BCE é o núcleo do Eurosistema e do SEBC e assegura a realização das respectivas atribuições quer através das suas próprias actividades, quer através dos BCN. Tem personalidade jurídica ao abrigo do direito público internacional.

Cada BCN tem personalidade jurídica nos termos da legislação 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

<sup>1</sup> Para mais informações sobre o Tratado de Lisboa, ver Secção 1.2 do Capítulo 5.

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. O Conselho Geral é constituído como um terceiro órgão de decisão do BCE, enquanto existirem Estados-Membros da UE 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 relevantes<sup>2</sup>. 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 do Eurosistema, no devido respeito pelo princípio da descentralização, em conformidade com os Estatutos do SEBC.

## 1.2 O CONSELHO DO BCE

O Conselho do BCE é composto pelos membros da Comissão Executiva do BCE 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 respeitantes a objectivos monetários intermédios, taxas de juro directoras e aprovisionamento de reservas no Eurosistema, estabelecendo 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, especificamente na primeira reunião do mês, as decisões relacionadas, enquanto a segunda reunião se concentra normalmente em questões relativas a outras atribuições e responsabilidades do BCE e do Eurosistema. Em 2008 foram realizadas duas reuniões fora de Frankfurt: uma organizada pelo Bank of Greece em Atenas e a 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 18 de Dezembro de 2008, o Conselho do BCE decidiu manter o actual regime de voto<sup>3</sup> e adoptar o sistema rotativo apenas quando o número de governadores dos BCN da área do euro exceder 18<sup>4</sup>. A decisão foi tomada devido ao aumento para 16 do número de governadores no Conselho do BCE, em resultado da adopção do euro pela Eslováquia em 1 de Janeiro de 2009. Paralelamente, o Conselho do BCE decidiu sobre os principais aspectos da implementação

2 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.

3 Previsto no artigo 10.º-2 dos Estatutos do SEBC, que limita o número de governadores com direito a voto a 15, prevendo a possibilidade de o Conselho do BCE adiar o início da aplicação do sistema rotativo até à data em que o número de governadores se tornar superior a 18.

4 Ver o comunicado de 18 de Dezembro de 2008 e a Decisão BCE/2008/29 relativa ao adiamento do início da aplicação do sistema de rotação no Conselho do Banco Central Europeu.

do sistema rotativo<sup>5</sup>, que será aplicado quando o número de governadores exceder 18. Após a análise de vários modelos, o Conselho do BCE optou pelo seguinte modelo de rotação: os direitos de voto dos governadores serão objecto de rotação mensal. O número de governadores incluídos em cada rotação será determinado pela diferença entre o número de governadores e o número de direitos de voto afectos a cada grupo menos dois, sendo tomado o valor absoluto em caso de um número negativo. Com este modelo de rotação, os períodos sem direito de voto dos governadores são curtos, garantindo uma relativa estabilidade na composição do colégio de governadores com direito de voto<sup>6</sup>.

5 Em 19 de Dezembro de 2002, o Conselho do BCE decidiu sobre um sistema rotativo segundo o qual os direitos de voto dos governadores dos BCN serão exercidos com diferentes periodicidades de acordo com um indicador da dimensão relativa das economias dos respectivos países na área do euro. Com base neste indicador, os governadores dos BCN serão distribuídos por diferentes grupos. Esta distribuição determina a frequência com que os governadores poderão exercer o direito de voto. O sistema iniciar-se-á com dois grupos, passando a três, assim que existirem 22 países na área do euro. Para uma descrição do sistema rotativo, ver igualmente o comunicado de 20 de Dezembro de 2002 em <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/index.en.html>

6 O modelo de rotação será formalmente implementado através de uma Decisão do BCE, que altere a Decisão BCE/2004/2, de 19 de Fevereiro de 2004, que adopta o Regulamento Interno do Banco Central Europeu. Serão disponibilizados mais pormenores num artigo de um futuro Boletim Mensal do BCE.

## O CONSELHO DO BCE



### **Jean-Claude Trichet**

Presidente do BCE

### **Lucas D. Papademos**

Vice-Presidente do BCE

### **Lorenzo Bini Smaghi**

Membro da Comissão Executiva do BCE

### **Michael C. Bonello**

Governador do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

### **Vítor Constâncio**

Governador do Banco de Portugal

### **Mario Draghi**

Governador do Banca d'Italia

### **Miguel Fernández Ordóñez**

Governador do Banco de España

### **Nicholas C. Garganas**

Governador do Bank of Greece (até 13 de Junho de 2008)

### **José Manuel González-Páramo**

Membro da Comissão Executiva do BCE

### **Tony Grimes**

Governador interino do Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (de 19 de Julho a 19 de Setembro de 2008)

### **John Hurley**

Governador do the Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (de 1 de Janeiro a 18 de Julho de 2008 e a partir de 20 de Setembro de 2008)

### **Marko Kranjec**

Governador do Banka Slovenije

### **Klaus Liescher**

Governador do Oesterreichische Nationalbank (até 31 de Agosto de 2008)

### **Erkki Liikanen**

Governador do Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Yves Mersch**

Governador do Banque centrale du Luxembourg

### **Ewald Nowotny**

Governador do Oesterreichische Nationalbank (a partir 1 de Setembro de 2008)

### **Christian Noyer**

Governador do Banque de France

### **Athanasios Orphanides**

Governador do Central Bank of Cyprus

### **George A. Provopoulos**

Governador do Bank of Greece (a partir de 20 de Junho de 2008)

### **Guy Quaden**

Governador do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

### **Ivan Šramko**<sup>7</sup>

Governador do Národná banka Slovenska (a partir de 1 de Janeiro de 2009)

### **Jürgen Stark**

Membro da Comissão Executiva do BCE

### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

Membro da Comissão Executiva do BCE

### **Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

Governador interino do Bank of Greece (de 14 de Junho a 19 de Junho de 2008)

### **Axel A. Weber**

Presidente do Deutsche Bundesbank

### **Nout Wellink**

Presidente do De Nederlandsche Bank

### **Fila da frente**

#### **(da esquerda para a direita):**

John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch

### **Fila do meio**

#### **(da esquerda para a direita):**

Christian Noyer,  
Marko Kranjec,  
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio,  
George A. Provopoulos,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny

### **Fila de trás**

#### **(da esquerda para a direita):**

Ivan Šramko,  
José Manuel González-Páramo,  
Axel A. Weber, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Lorenzo Bini Smaghi,  
Jürgen Stark

Nota: Mario Draghi e Athanasios Orphanides não se encontravam disponíveis quando a fotografia foi tirada.

<sup>7</sup> O Governador do Národná banka Slovenska participou nas reuniões do Conselho do BCE em 2008 na qualidade de "convidado especial", no seguimento da decisão do Conselho ECOFIN de 8 de Julho de 2008 de revogar a derrogação da Eslováquia, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2009.

### 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 na área do euro de acordo com as orientações e decisões estabelecidas pelo Conselho do BCE e, para

tal, dar as instruções necessárias aos BCN da área do euro;

- gerir as actividades correntes do BCE;
- exercer determinados poderes que lhe tenham sido delegados pelo Conselho, incluindo os de natureza regulamentar.

A Comissão Executiva é coadjuvada por um Comité de Gestão em questões relacionadas com a gestão, planeamento das actividades e processo orçamental anual do BCE. O Comité de Gestão é composto por um membro da Comissão Executiva, que actua na qualidade de Presidente, e por diversos gestores de topo.

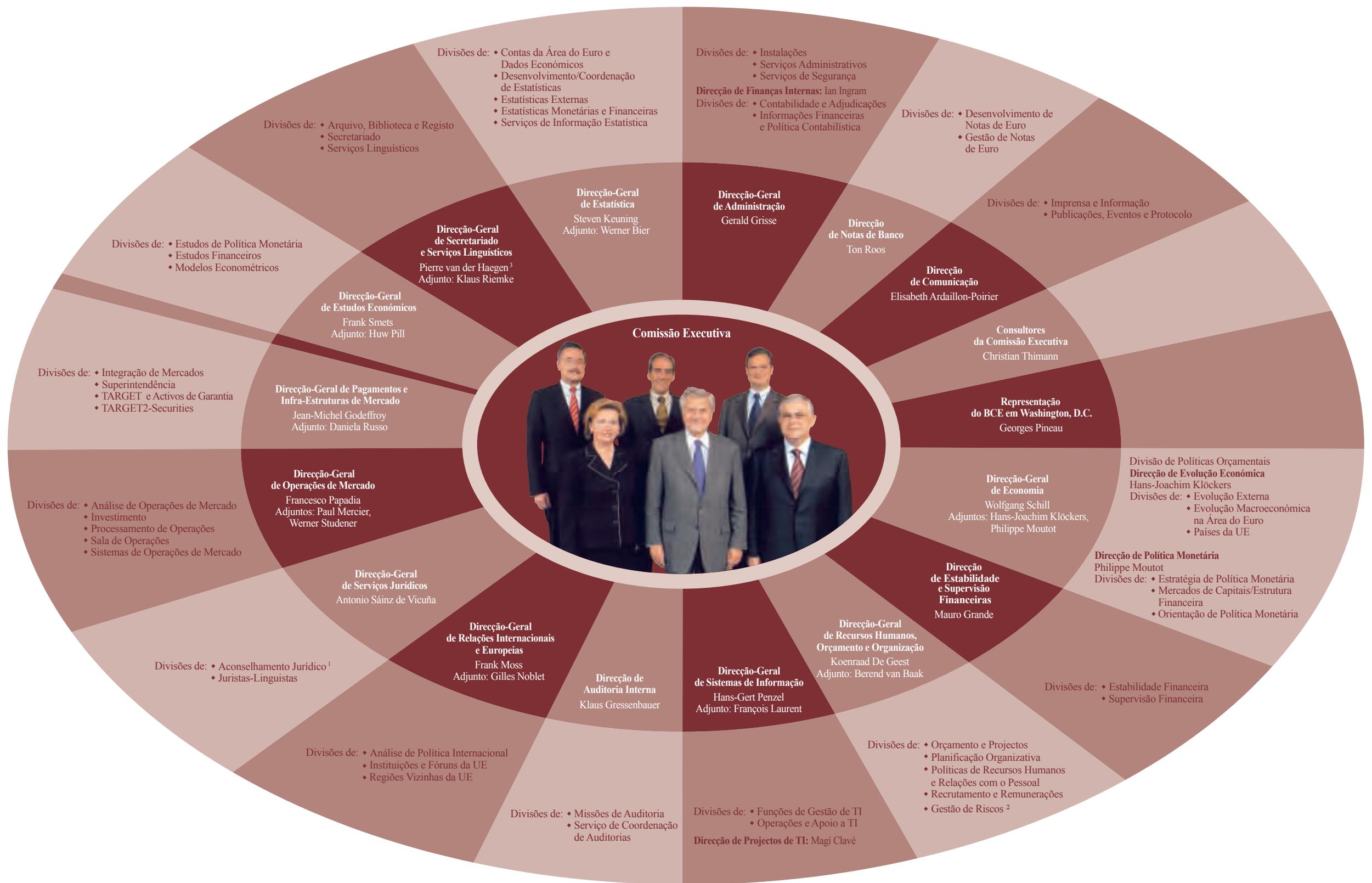
**Fila de trás  
(da esquerda para a direita):**  
Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**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  
**Lorenzo Bini Smaghi**  
Membro da Comissão Executiva do BCE

**José Manuel González-Páramo**  
Membro da Comissão Executiva do BCE  
**Jürgen Stark**  
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): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi  
Fila da frente (da esquerda para a direita): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Presidente), Lucas D. Papademos (Vice-Presidente)

<sup>1</sup> Inclui a função de protecção de dados.

<sup>2</sup> Reporta directamente à Comissão Executiva.

<sup>3</sup> Secretário da Comissão Executiva, do Conselho do BCE e do Conselho Geral.

#### I.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 27 Estados-Membros da UE. Compete-lhe essencialmente

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 2008, o Conselho Geral reuniu cinco vezes.

**Fila da frente  
(da esquerda para a direita):**

Marko Kranjec,  
John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch, Christian Noyer

**Fila do meio  
(da esquerda para a direita):**

Ivan Šramko,  
George A. Provopoulos,  
Vítor Manuel Ribeiro Constâncio,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny,  
Reinoldijus Šarkinas, Stefan Ingves

**Fila de trás**

**(da esquerda para a direita):**

Axel A. Weber, Zdeněk Tůma,  
Ilmārs Rimšēvičs, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Ivan Iskrov,  
Nils Bernstein, Andres Lipstok,  
Sławomir Skrzypek, András Simor



**Jean-Claude Trichet**

Presidente do BCE

**Lucas D. Papademos**

Vice-Presidente do BCE

**Nils Bernstein**

Governador do Danmarks Nationalbank

**Michael C. Bonello**

Governador do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

**Vítor Constâncio**

Governador do Banco de Portugal

**Mario Draghi**

Governador do Banca d'Italia

**Miguel Fernández Ordóñez**

Governador do Banco de España

**Nicholas C. Garganas**

Governador do Bank of Greece

(até 13 de Junho de 2008)

**Tony Grimes**

Governador interino do Central Bank and Financial Services Authority of Ireland  
(de 19 de Julho a 19 de Setembro de 2008)

**John Hurley**

Governador do Central Bank and Financial Services Authority of Ireland  
(de 1 de Janeiro a 18 de Julho de 2008 e a partir de 20 de Setembro de 2008)

**Stefan Ingves**

Governador do Sveriges Riksbank

**Mugur Constantin Isărescu**

Governador do Banca Națională a României

**Ivan Iskrov**

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

**Mervyn King**

Governador do Bank of England

**Marko Kranjec**

Governador do Banka Slovenije

**Klaus Liebscher**

Governador do Oesterreichische Nationalbank  
(até 31 de Agosto de 2008)

**Erkki Liikanen**

Governador do Suomen Pankki – Finlands Bank

**Andres Lipstok**

Governador do Eesti Pank

**Yves Mersch**

Governador do Banque centrale du Luxembourg

**Ewald Nowotny**

Governador do Oesterreichische Nationalbank  
(a partir de 1 de Setembro de 2008)

**Christian Noyer**

Governador do Banque de France

**Athanasios Orphanides**

Governador do Central Bank of Cyprus

Nota: Mario Draghi, Mervyn King, Athanasios Orphanides e Constantin Isărescu não se encontravam disponíveis quando a fotografia foi tirada.

**George A. Provopoulos**

Governador do Bank of Greece  
(a partir de 20 de Junho de 2008)

**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

**András Simor**

Governador do Magyar Nemzeti Bank

**Sławomir Skrzypek**

Presidente do Narodowy Bank Polski

**Ivan Šramko**

Governador do Národná banka Slovenska

**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

Governador interino do Bank of Greece  
(de 14 de Junho a 19 de Junho de 2008)

**Zdeněk Tůma**

Governador do Česká národní banka

**Axel A. Weber**

Presidente do Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

Presidente do De Nederlandsche Bank

**I.5 COMITÉS DO EUROSISTEMA/SEBC, COMITÉ DE ORÇAMENTO, CONFERÊNCIA DE RECURSOS HUMANOS E COMITÉ DIRECTOR DE TI DO EUROSISTEMA**

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 de um comité 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. Em 31 de Dezembro de 2008, tinham sido estabelecidos 13 comités do Eurosistema/SEBC ao abrigo do n.º 1 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.

A Conferência de Recursos Humanos foi estabelecida em 2005 ao abrigo da alínea a) do artigo 9.º do Regulamento Interno como fórum de troca de experiências, conhecimentos técnicos e informações entre os bancos centrais do Eurosistema/SEBC no campo da gestão de recursos humanos.

Em conformidade com a declaração de missão e os princípios organizativos do Eurosistema, que estabelecem o objectivo de explorar sinergias no Eurosistema e alcançar ganhos em termos de custo/eficácia através de economias de escala, o Conselho do BCE criou o Comité Director de TI do Eurosistema (*Eurosystem IT Steering Committee* – EISC) em Agosto de 2007, com o mandato de orientar a melhoria contínua da utilização das tecnologias da informação (TI) no âmbito do Eurosistema. As responsabilidades do EISC referem-se, em particular, à governação das TI do Eurosistema, a fim de aumentar a eficiência e eficácia do processo de tomada de

decisão do Conselho do BCE relativamente aos projectos e operações de TI do Eurosistema/SEBC. O EISC, constituído por um membro de cada banco central do Eurosistema, responde perante o Conselho do BCE através da Comissão Executiva.

## 1.6 GESTÃO

Além dos órgãos de decisão, a gestão do BCE inclui o controlo externo e interno a vários níveis, três códigos de conduta, bem como normas relativas ao acesso do público aos documentos do BCE.

### NÍVEIS DE CONTROLO EXTERNO

Os Estatutos do SEBC prevêem dois níveis, designadamente o auditor externo, nomeado para fiscalizar as contas anuais do BCE (artigo 27.º-1 dos Estatutos do SEBC), e o Tribunal de Contas Europeu, que examina a eficiência operacional da gestão do BCE (artigo 27.º-2). O relatório anual do Tribunal de Contas Europeu, juntamente com a resposta do BCE, é publicado no *site* do BCE e no Jornal Oficial da União Europeia. De modo a reforçar a garantia pública quanto à independência do auditor externo do BCE, é aplicado o princípio de rotatividade das empresas de auditoria<sup>8</sup>. Em 2008, no contexto da sua função estatutária de apresentar recomendações ao Conselho da UE relativas à nomeação de auditores externos para os bancos centrais do SEBC, nos termos do artigo 27.º-1 dos Estatutos do SEBC, o Conselho do BCE aprovou o documento intitulado *Good practices for the selection and mandate of External Auditors* (Boas práticas para a selecção e o mandato de auditores externos), publicado no *site* do BCE. As boas práticas, que proporcionam uma orientação de alto nível a cada banco central do Eurosistema na selecção de auditores externos e na determinação

<sup>8</sup> KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft foi o auditor externo do BCE para os exercícios de 2003-07. Após um concurso público, e em linha com a prática acordada de rotatividade das empresas de auditoria, a PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft foi nomeada o novo auditor externo do BCE para os exercícios de 2008-12.

subsequente do seu mandato, permitem ao Conselho do BCE formular as suas recomendações ao Conselho da UE com base em critérios de selecção harmonizados, consistentes e transparentes.

### NÍVEIS DE CONTROLO INTERNO

A estrutura de controlo interno do BCE tem por base uma abordagem, segundo a qual cada uma das unidades organizativas (secção, divisão, direcção ou direcção-geral) é responsável pela gestão dos seus riscos e controlos, bem como pela eficácia e eficiência das suas operações. Cada unidade organizativa põe em prática um conjunto de procedimentos operacionais de controlo na respectiva área de responsabilidade, de acordo com a tolerância ao risco estabelecida *ex-ante* pela Comissão Executiva. Por exemplo, foi estabelecido um conjunto de normas e procedimentos – conhecido como “muralha da China” – para evitar que a informação privilegiada com origem, em áreas responsáveis pela política monetária, seja utilizada pelas áreas responsáveis pela gestão da carteira de reservas externas e dos fundos próprios do BCE. Em 2008, o BCE continuou a fazer progressos nos seus métodos de gestão de risco operacional. Em primeiro lugar, uma unidade central da Direcção-Geral de Recursos Humanos, Orçamento e Organização coordenou um exercício abrangente do topo para as bases, no qual as áreas de trabalho identificaram riscos operacionais que, caso se concretizassem, poderiam ter consequências negativas para o BCE em termos financeiros, de actividade ou reputação. Com base neste exercício, foram estabelecidos planos de acção para o tratamento dos referidos riscos. Em segundo lugar, o BCE e os BCN da área do euro desenvolveram um quadro de gestão de risco operacional relativo às atribuições e processos do Eurosistema, a ser implementado a partir de 2009.

Independentemente da estrutura de controlo interno e do acompanhamento do risco pelo BCE, a Direcção de Auditoria Interna efectua missões de auditoria sob a responsabilidade directa da Comissão Executiva. Nos termos do mandato definido pela Carta de Auditoria do

BCE<sup>9</sup>, os auditores internos do BCE fornecem serviços de garantia e de consultoria independentes e objectivos, abordando a avaliação de forma sistemática e aperfeiçoando a eficácia dos processos de gestão de risco, controlo e governação. A Direcção de Auditoria Interna observa 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 auditoria de projectos e de sistemas operacionais conjuntos do Eurosistema/SEBC.

De forma a melhorar a gestão, o Conselho do BCE estabeleceu um Comité de Auditoria do BCE em Abril de 2007, composto por três dos seus membros, com John Hurley (Governador do Central Bank and Financial Services Authority of Ireland) na qualidade de Presidente.

### CÓDIGOS DE CONDUTA

Encontram-se em vigor no BCE três códigos de conduta. O primeiro aplica-se aos membros do Conselho do BCE e reflecte a sua responsabilidade pela salvaguarda da integridade e reputação do Eurosistema e pela manutenção da eficácia das suas operações<sup>10</sup>. Fornece princípios orientadores e estabelece padrões éticos para os membros do Conselho do BCE e os seus suplentes no cumprimento das suas funções na qualidade de membros do Conselho do BCE. O Conselho do BCE também nomeou um consultor para aconselhar os seus membros em alguns aspectos da conduta profissional. O segundo código é o Código de Conduta do Banco Central Europeu, que fornece princípios

9 Esta Carta encontra-se publicada no *site* do BCE, com o objectivo de promover a transparência dos acordos de auditoria em vigor no BCE.

10 Ver o Código de Conduta dos membros do Conselho do Banco Central Europeu, JO C 123 de 24.5.2002, p. 9, a respectiva alteração, JO C 10 de 16.1.2007, p. 6 e o *site* do BCE.

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 funções<sup>11</sup>. De acordo com as regras do Código de Conduta 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 terceiros<sup>12</sup>. O terceiro código é um Código Deontológico Suplementar para os membros da Comissão Executiva<sup>13</sup>. Este complementa os outros dois códigos, especificando o regime deontológico aplicável aos membros da Comissão Executiva. Um Consultor de Ética nomeado pela Comissão Executiva garante uma interpretação coerente destas regras.

### MEDIDAS ANTIFRAUDE

Em 1999, o Parlamento Europeu e o Conselho da UE adoptaram um regulamento<sup>14</sup> com vista a intensificar o combate à fraude, corrupção e outras actividades ilegais lesivas dos interesses financeiros das Comunidades. Este regulamento prevê, nomeadamente, a realização pelo Organismo Europeu de Luta Antifraude (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 decisão<sup>15</sup> relativa aos termos e condições para os inquéritos efectuados pelo OLAF no BCE, a qual entrou em vigor em 1 de Julho de 2004.

### ACESSO DO PÚBLICO AOS DOCUMENTOS DO BCE

A Decisão do BCE relativa ao acesso do público aos documentos do BCE<sup>16</sup> adoptada em Março de 2004 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<sup>17</sup>.

Em 2008, o número de pedidos de acesso do público continuou a ser limitado.

11 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 de 8.3.2001, p. 12 e o *site* do BCE.

12 Ver a Parte 1.2 das regras aplicáveis ao pessoal do BCE, respeitante às normas de conduta e segredo profissionais, JO C 92 de 16.4.2004, p. 31 e o *site* do BCE.

13 Ver o Código deontológico suplementar para os membros da Comissão Executiva do Banco Central Europeu, JO C 230 de 23.9.2006, p. 46, e o *site* do BCE.

14 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.

15 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. Banco Central Europeu, ECR, I-7147.

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

17 Em linha com o compromisso do BCE para com a abertura e a transparência, encontra-se no *site* do BCE uma secção, *Archives*, a qual permite o acesso a documentação histórica.

## 2 EVOLUÇÃO ORGANIZACIONAL

### 2.1 RECURSOS HUMANOS

Em 2008, o BCE continuou a implementar o respectivo enquadramento de política de recursos humanos, que incorpora os seus valores e os princípios básicos de recursos humanos<sup>18</sup>. O referido enquadramento explica a escolha de determinadas políticas de recursos humanos e o modo como as mesmas se relacionam entre si. No âmbito deste enquadramento, as políticas relacionadas com a gestão de recursos humanos dividem-se em quatro áreas principais:

#### CULTURA EMPRESARIAL

Ao recrutar funcionários dos 27 Estados-Membros da UE, o BCE integrou a gestão da diversidade nas suas práticas de recursos humanos, de forma a assegurar que as competências individuais dos funcionários sejam reconhecidas e plenamente utilizadas na realização dos objectivos do BCE. A gestão da diversidade do BCE baseia-se na estratégia de diversidade lançada em 2006, que procura assegurar que todos os funcionários sejam tratados com respeito e avaliados com base no mérito. Em 2008, o BCE organizou o seu primeiro fórum dedicado à diversidade para responsáveis pela gestão, com o objectivo de aumentar a consciencialização de questões relacionadas com a diversidade, bem como partilhar opiniões e experiências sobre diversos assuntos em matéria de nacionalidade, sexo e idade.

Os seis valores comuns do BCE (competência, eficácia e eficiência, integridade, espírito de equipa, transparência e responsabilização e trabalho para a Europa) foram mais profundamente integrados nas políticas de recursos humanos, de modo a moldar o comportamento diário e melhorar o desempenho.

#### DESENVOLVIMENTO DO PESSOAL

Os princípios gerais de mobilidade interna no BCE, os quais incentivam os funcionários a mudar de funções após cada período de cinco anos, continuaram a receber considerável apoio. A mobilidade é considerada uma oportunidade para o alargamento do conhecimento técnico e para o desenvolvimento das competências dos

funcionários, bem como uma forma de o BCE aumentar quer a consciencialização entre os membros do pessoal, quer as sinergias entre áreas de trabalho. A política de recrutamento interno, que coloca ênfase em competências mais alargadas, tem, assim, por objectivo tornar mais fácil a mobilidade interna dos funcionários. Em 2008, 165 funcionários, incluindo 17 gestores e consultores, foram transferidos internamente para outras funções, quer numa base temporária, quer a longo prazo.

O esquema de experiência profissional no exterior do BCE facilita o envio de funcionários para os 27 BCN da UE ou para organizações internacionais relevantes (por exemplo, o FMI e o BIS) por períodos de 2 a 12 meses. Em 2008, 23 funcionários foram requisitados ao abrigo deste esquema. Além disso, o BCE concedeu licença sem vencimento, até três anos, a 30 funcionários. Muitos deles (19) aceitaram emprego num BCN, numa organização internacional ou numa empresa privada. Outros utilizaram estes períodos de licença sem vencimento para efeitos de estudo. No final de Dezembro de 2008, o número total de funcionários em licença sem vencimento era de 54 (em comparação com 56 em 2007), enquanto o número de funcionários em licença parental era de 26 (em comparação com 23 em 2007).

Para além de promover a mobilidade, incluindo a rotatividade nos cargos de gestão, a estratégia de recursos humanos continuou a centrar-se no desenvolvimento dos funcionários do BCE e, em particular, no reforço de aptidões de gestão através da formação e treino individual. A formação para responsáveis pela gestão concentrou-se na melhoria do desempenho em equipa, em aptidões de liderança e recrutamento, bem como em diversos aspectos da gestão de desempenho.

Os responsáveis pela gestão participaram igualmente num exercício com reacções

<sup>18</sup> Os princípios básicos de recursos humanos são os seguintes: necessidades organizativas, gestão descentralizada do pessoal, mérito, diversidade, condições atraentes de emprego e compromisso recíproco.

(*feedback*) de várias fontes, no qual colaboradores directos, pares e contactos externos identificam áreas para o desenvolvimento pessoal dos responsáveis pela gestão. Foi prestada formação individual, com base nos resultados desse exercício de reacções de várias fontes.

A aquisição e desenvolvimento contínuos de capacidades e competências por parte de todos os funcionários continuam a estar entre os aspectos mais importantes da estratégia de recursos humanos do BCE. Como princípio básico, a aprendizagem e o desenvolvimento são uma responsabilidade partilhada entre os funcionários e a instituição. Por um lado, o BCE proporciona os recursos orçamentais e o quadro de formação e os responsáveis pela gestão definem as necessidades de formação dos funcionários para as suas actuais funções. Por outro lado, os funcionários devem tomar as medidas adequadas para a aprendizagem e desenvolvimento, bem como assegurar a manutenção da sua competência ao mais alto nível. Para além de várias oportunidades de formação interna, os funcionários continuaram a recorrer a formação externa no sentido de abordar necessidades de formação individuais de natureza mais “técnica”. Beneficiaram também de oportunidades de formação organizadas no âmbito de programas do SEBC ou proporcionadas pelos BCN.

Ao abrigo da sua política de formação secundária, o BCE apoiou 12 funcionários na aquisição de qualificações no sentido de aumentar a sua competência profissional para além do âmbito dos requisitos da sua actual função.

### **RECRUTAMENTO**

No final de 2008, o número efectivo, em termos equivalentes a tempo inteiro, de pessoas com contratos com o BCE era de 1536<sup>19</sup> (o que compara com 1478 no final de 2007).

O recrutamento externo destinado a preencher posições permanentes foi efectuado com base em contratos a termo de cinco anos para funções de gestão, e de três anos para as restantes funções, os quais podem ser convertidos em

contratos de duração ilimitada, sujeitos a um processo de revisão que pondera considerações organizacionais e desempenho individual. Os contratos a termo podem igualmente ser celebrados para a substituição de funcionários com contratos permanentes temporariamente ausentes por um período superior a um ano, por exemplo, em licença parental ou licença sem vencimento. Em 2008, o BCE celebrou, no total, 108 contratos a termo. Pelo contrário, 45 funcionários do BCE com contratos permanentes ou a termo deixaram o BCE em 2008. Além disso, foram celebrados 113 contratos de curto prazo em 2008 (para além de algumas prorrogações referentes a 2007) para a substituição de funcionários ausentes por um período inferior a um ano, enquanto 83 contratos de curto prazo expiraram no decurso do ano.

O BCE disponibiliza igualmente contratos de curto prazo a funcionários dos BCN e de organizações internacionais, o que lhe permite e às referidas organizações aprenderem através do intercâmbio de experiências. Além disso, o emprego de funcionários dos BCN a curto prazo ajuda a fomentar um espírito de equipa ao nível de todo o SEBC. Em 31 de Dezembro de 2008, 122 funcionários dos BCN e de organizações internacionais trabalhavam no BCE em diversas comissões de serviço (em comparação com 91 em 31 de Dezembro de 2007).

Em Setembro de 2008, o BCE admitiu, através de contratos de dois anos não convertíveis, os terceiros participantes no Programa para Licenciados do BCE, que se destina a recém-licenciados com habilitações académicas de banda larga. Em 2008, a primeira geração de participantes completou o Programa para Licenciados, sendo que um grande número se candidatou com sucesso a contratos a termo convertíveis no BCE.

<sup>19</sup> Não se incluem os funcionários com licenças sem vencimento. Este número inclui funcionários com contratos permanentes, a termo ou de curto prazo e os participantes no Programa para Licenciados do BCE. Também se incluem os funcionários em licença de parto ou em situação de baixa prolongada.

As oportunidades de estágio proporcionadas pelo BCE destinaram-se a estudantes e diplomados nas áreas de economia, estatística, administração de empresas, direito e tradução. Em 31 de Dezembro de 2008, 84 estagiários trabalhavam no BCE.

O BCE proporcionou também duas bolsas de estudo inseridas no programa de estudos *Wim Duisenberg Research Fellowship*, aberto a economistas de primeiro plano, e cinco bolsas de estudo a jovens investigadores no contexto do Programa *Lamfalussy Fellowship*.

### CONDIÇÕES DE EMPREGO

Tendo em conta a mais recente evolução em termos de esperança de vida e financiamento de longo prazo, o BCE tem em curso uma revisão do plano de reformas dos seus funcionários. Prevê-se que os resultados desta revisão sejam implementados no início de 2009.

O BCE iniciou igualmente uma revisão dos seus procedimentos disciplinares e de recurso em 2008. As alterações introduzidas destinavam-se a aumentar a eficácia e eficiência de ambos os procedimentos sem prejudicar os direitos adquiridos dos funcionários.

Em 2008, de forma a melhor equilibrar a vida profissional e a vida privada, bem como continuar a aperfeiçoar a resistência do BCE, a Comissão Executiva decidiu lançar um projecto-piloto com vista a introduzir o teletrabalho de forma progressiva. Após a conclusão do projecto em 2009, as vantagens e desvantagens serão cuidadosamente avaliadas antes de ser tomada uma decisão no sentido de alargar o esquema.

### 2.2 A CONFERÊNCIA DE RECURSOS HUMANOS

As actividades da Conferência de Recursos Humanos e as suas subestruturas em 2008 abrangeram vários aspectos da formação e desenvolvimento dos funcionários. Tendo por base uma análise das necessidades, foram desenvolvidas novas actividades de formação no âmbito do SEBC, que serão introduzidas

em 2009. A Conferência de Recursos Humanos tomou igualmente medidas destinadas a aumentar a mobilidade intra-SEBC, a fim de aumentar as oportunidades de aprendizagem mútua dos funcionários dos bancos centrais do Eurosistema/SEBC, bem como fomentar a cooperação e o espírito de equipa.

Além disso, com vista à troca de experiências e procurando estabelecer as melhores práticas, a Conferência de Recursos Humanos e o Comité de Comunicação do Eurosistema/SEBC organizaram uma conferência sobre a comunicação nos recursos humanos, na qual estiveram representados todos os bancos centrais do SEBC. Nas suas reuniões, a Conferência de Recursos Humanos abordou outros tópicos, por exemplo aspectos demográficos, centros de avaliação e o futuro dos recursos humanos na Europa, bem como os principais desafios até 2015.

### 2.3 NOVAS INSTALAÇÕES DO BCE

Em 2008, continuaram a verificar-se progressos nas novas instalações do BCE na zona de Ostend, em Frankfurt.

Em Abril de 2008, começaram os trabalhos preparatórios no novo local antes de se dar início aos trabalhos de construção. Os dois edifícios de quatro andares anexos ao *Grossmarkthalle* foram demolidos manualmente, tendo a maioria dos seus tijolos vitrificados sido reservada para a renovação da fachada do *Grossmarkthalle*, a fim de preservar a cor e textura dos tijolos originais. No final da Primavera, tiveram início os trabalhos preliminares de escavação para os pavimentos das caves das duas torres de escritórios e para o parque de estacionamento subterrâneo destinado aos funcionários, na parte sul do local. As estacas para fundações foram posteriormente inseridas no solo. Os referidos trabalhos preliminares foram completados em Setembro de 2008, dentro do prazo e orçamento previstos.

Em 6 de Maio de 2008, a Presidente da Câmara da cidade de Frankfurt, Petra Roth, apresentou

a autorização de construção para as futuras instalações do BCE ao Presidente do BCE. A autorização de construção constitui uma aprovação legal formal das novas instalações no local do anterior *Grossmarkthalle*.

Em 25 de Junho de 2008, o BCE decidiu finalizar formalmente o concurso público internacional para a selecção de um empreiteiro geral para a construção das suas novas instalações. O concurso não produziu um resultado economicamente satisfatório, uma vez que a proposta recebida excedeu consideravelmente o orçamento previsto pelo BCE. Durante o Verão e Outono de 2008, os arquitectos e projectistas realizaram uma análise aprofundada da situação no mercado da construção. Com base nesta análise, o Conselho do BCE decidiu, em Novembro de 2008, alterar a estratégia de concurso, dividindo os trabalhos de construção em transacções e lotes, e lançar novamente o processo de concurso para os trabalhos de construção, em conformidade. No decurso de 2009, serão efectuados cerca de 15 convites distintos à apresentação de propostas relativas às obras de estrutura, à fachada e a outras partes do edificio. Esta estratégia de concurso tem por objectivo atrair propostas mais competitivas, incluindo de empresas de média dimensão, bem como encontrar empresas especializadas para cada transacção. A estratégia de concurso basear-se-á em termos contratuais equilibrados, frequentemente utilizados no mercado da construção.

O BCE permanece totalmente empenhado no cumprimento das estimativas dos custos de construção, no montante de cerca de €500 milhões (a preços constantes de 2005). Estes custos são reavaliados em conformidade com os índices oficiais de preços relevantes compilados pelo Instituto de Estatística da Alemanha (*Statistisches Bundesamt*). Considera-se que a construção das novas instalações, concebidas para responder às necessidades específicas do BCE, é a melhor opção em termos de relação custo-benefício.

No final de 2009, na sequência da avaliação das propostas, o Conselho do BCE tomará as decisões de seguimento necessárias.

## 2.4 GABINETE DE COORDENAÇÃO DE CONTRATOS PÚBLICOS DO EUROSISTEMA

Em Julho de 2007, o Conselho do BCE decidiu criar o EPCO (Gabinete de Coordenação de Contratos Públicos do Eurosistema), a fim de melhorar a cooperação no Eurosistema em matéria de contratos públicos. No total, participam 20 bancos centrais do SEBC numa base voluntária. Em Dezembro de 2007, o Banque centrale du Luxembourg foi designado para acolher o EPCO de 1 de Janeiro de 2008 a 31 de Dezembro de 2012. Em 2008, foram recrutados os quatro funcionários do EPCO, tendo sido realizadas sete reuniões entre peritos em contratos públicos dos bancos centrais participantes. Os trabalhos centraram-se no estabelecimento das melhores práticas. Em Novembro de 2008, o Conselho do BCE adoptou uma decisão que estabelece o regime de contratação pública conjunta do Eurosistema. Com base nesta decisão, que procura assegurar condições de igualdade de concorrência entre os bancos centrais que participem na contratação pública conjunta, o Conselho do BCE aprovou igualmente um plano relativo a contratos públicos para 2009. O EPCO é orientado pelo Comité Director do EPCO, que responde perante o Conselho do BCE através da Comissão Executiva.

### 3 DIÁLOGO SOCIAL DO SEBC

O Diálogo Social do SEBC é um fórum consultivo que envolve o BCE e representantes dos trabalhadores dos bancos centrais do SEBC e das federações de sindicatos europeus<sup>20</sup>. O seu objectivo é prestar informação e promover a troca de opiniões sobre questões que possam ter um impacto importante sobre as condições de emprego nos bancos centrais do SEBC.

A referida informação é disponibilizada num boletim semestral e em reuniões realizadas em Abril e Outubro. As reuniões realizadas em 2008 centraram-se em questões relacionadas com a cooperação e especialização no Eurosistema, o Tratado de Lisboa e o seu impacto no SEBC, bem como no papel das operações de mercado e da supervisão financeira em períodos de turbulência. Discutiram-se igualmente tópicos referentes à produção e circulação de notas e a sistemas de pagamentos (TARGET2-Securities (TARGET2-Títulos) e CCBM2). Os representantes dos trabalhadores foram também informados sobre os trabalhos desenvolvidos pela Conferência de Recursos Humanos.

Foi criado um grupo de trabalho *ad hoc* sobre a produção e circulação de notas, que envolveu um número muito limitado de participantes, com o objectivo de abordar questões técnicas relacionadas com notas, antes da reunião plenária do Diálogo Social do SEBC.

20 Comité Permanente dos Sindicatos dos Bancos Centrais Europeus, Rede Internacional de Sindicatos – Europa (UNI – *Europa Finance*) e Federação Europeia de Sindicatos dos Serviços Públicos.

## 4 CONTAS ANUAIS DO BCE

# RELATÓRIO DE GESTÃO RELATIVO AO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2008

## I NATUREZA DAS ACTIVIDADES

As actividades do BCE em 2008 são descritas em pormenor nos capítulos correspondentes do presente relatório anual.

## 2 OBJECTIVOS E ATRIBUIÇÕES

Os objectivos e atribuições do BCE encontram-se descritos nos Estatutos do SEBC (artigos 2.º e 3.º). O prefácio do Presidente do BCE a este relatório anual fornece uma visão geral do desempenho do BCE face a esses objectivos.

## 3 PRINCIPAIS RECURSOS, RISCOS E PROCESSOS

### GESTÃO DO BCE

A informação relativa à gestão do BCE é apresentada no Capítulo 8.

### MEMBROS DA COMISSÃO EXECUTIVA

Os membros da Comissão Executiva, seleccionados de entre personalidades de reconhecida competência e com experiência profissional nos domínios monetário ou bancário, são nomeados de comum acordo pelos governos dos Estados-Membros, a nível de Chefes de Estado ou de Governo, sob recomendação do Conselho da UE e após consulta ao Parlamento Europeu e ao Conselho do BCE.

Os termos e condições de emprego dos membros da Comissão Executiva são fixados pelo Conselho do BCE, com base numa proposta de um comité composto por três membros nomeados pelo Conselho do BCE e três membros nomeados pelo Conselho da UE.

Os emolumentos dos membros da Comissão Executiva são apresentados na nota 29, “Custos com pessoal”, das “Notas à conta de resultados”.

### PESSOAL

O número médio de funcionários (em termos equivalentes a tempo inteiro) com contrato com o BCE<sup>1</sup> aumentou de 1448 em 2007 para 1499 em 2008. No final do exercício, o BCE tinha ao seu serviço 1536 pessoas. Para mais pormenores, consultar a nota 29, “Custos com pessoal”, das “Notas à conta de resultados” e a Secção 2 do Capítulo 8, que também descreve a estratégia de recursos humanos do BCE.

### ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO E GESTÃO DE RISCO

A carteira de reservas externas do BCE é composta pelos activos de reserva que os BCN da área do euro transferiram para o BCE, em conformidade com o disposto no artigo 30.º dos Estatutos do SEBC, assim como pelos proveitos resultantes. Destina-se a financiar as operações do BCE no mercado cambial para os efeitos definidos no Tratado.

A carteira de fundos próprios do BCE reflecte o investimento do seu capital realizado, a contrapartida da provisão constituída para fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro, o fundo de reserva geral e os proveitos da carteira acumulados no passado. Tem como finalidade proporcionar ao BCE rendimentos que contribuam para cobrir os custos operacionais.

As actividades de investimento do BCE e a gestão dos riscos associados são descritas com maior detalhe no Capítulo 2 do presente relatório anual.

### PROCESSO ORÇAMENTAL

O Comité de Orçamento (BUCOM), constituído por especialistas do BCE e dos BCN da área do euro, desempenha um papel fundamental

1 O pessoal em licença sem vencimento não é considerado. Este número inclui o pessoal com contratos permanentes, a termo ou de curto prazo, e os participantes no Programa para Licenciados do BCE, bem como pessoal em licença de parto ou com baixa por doença prolongada.

no processo de gestão financeira do BCE. Em conformidade com o artigo 15.º do Regulamento Interno do BCE, o BUCOM presta apoio ao Conselho do BCE fornecendo uma avaliação detalhada das propostas de orçamento anual do BCE e dos pedidos de financiamento suplementar do orçamento, elaborados pela Comissão Executiva, antes da sua apresentação ao Conselho do BCE para aprovação. A execução das despesas face aos orçamentos aprovados é analisada regularmente pela Comissão Executiva, tendo em conta o parecer emitido pela função de controlo interno do BCE, e pelo Conselho do BCE com o apoio do BUCOM.

## 4 RESULTADOS FINANCEIROS

### 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 estabelecidos pelo Conselho do BCE. As contas são depois aprovadas pelo Conselho do BCE e subsequentemente publicadas.

### PROVISÃO PARA RISCOS DE TAXA DE CÂMBIO, DE TAXA DE JURO E DE FLUTUAÇÃO DO PREÇO DO OURO

Dado que a maioria dos activos e passivos do BCE é periodicamente objecto de uma reavaliação cambial e a preços de mercado, a rentabilidade do BCE está fortemente condicionada pela exposição ao risco cambial e, em menor grau, pela exposição ao risco de taxa de juro. Ambas as situações devem-se sobretudo aos activos de reserva detidos pelo BCE em dólares dos EUA, ienes japoneses e ouro, que são predominantemente investidos em instrumentos remunerados.

Em 2005, tendo em consideração a grande exposição do BCE a estes riscos e a dimensão das suas contas de reavaliação, o Conselho do BCE decidiu criar uma provisão contra riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro. Em 31 de Dezembro de 2007,

esta provisão ascendia a €2 668 758 313. Em conformidade com o artigo 49.º-2 dos Estatutos do SEBC, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta contribuíram também para a provisão, respectivamente com um montante de €4 795 450 e de €2 388 127, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2008. Tendo em conta os resultados da sua avaliação, o Conselho do BCE decidiu transferir, em 31 de Dezembro de 2008, um montante adicional de €1 339 019 690 para essa provisão, a qual aumentou, assim, para o limite máximo permitido de €4 014 961 580. O Conselho do BCE decidiu que a provisão, em conjunto com quaisquer outros montantes do fundo de reserva geral do BCE, não pode exceder o valor das participações dos BCN da área do euro no capital subscrito do BCE.

Esta provisão será utilizada para cobrir perdas realizadas e não realizadas, sobretudo perdas de valorização não cobertas pelas contas de reavaliação. A dotação e a necessidade de manutenção dessa provisão são reavaliadas anualmente com base numa série de factores, incluindo, em particular, o nível de activos de risco detidos, o grau de concretização das exposições ao risco no exercício em causa, os resultados projectados para o ano seguinte e uma avaliação do risco envolvendo cálculos do valor-em-risco (*Value at Risk* - VaR) para os activos de risco, que é aplicada de forma consistente ao longo do tempo.

### RESULTADOS FINANCEIROS DE 2008

O resultado líquido do BCE antes da transferência para a provisão contra riscos cifrou-se em €2661 milhões, face a €286 milhões em 2007. Após a realização da transferência, o lucro líquido de €1322 milhões foi distribuído pelos BCN.

Em 2007, a apreciação do euro face ao dólar dos EUA e, em menor grau, face ao iene japonês resultou num decréscimo do contravalor em euros dos activos denominados em dólares e ienes detidos pelo BCE na ordem de €2.5 mil milhões, reconhecidos na conta de resultados.

Em 2008, a depreciação do euro face ao iene japonês e ao dólar dos EUA resultou em ganhos não realizados de cerca de €3.6 mil milhões, os quais foram registados em contas de reavaliação, em conformidade com as políticas contabilísticas comuns estabelecidas pelo Conselho do BCE para o Eurosistema.

Em 2008, o resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados diminuiu para €2381 milhões, face a €2421 milhões em 2007, principalmente devido (i) à diminuição do resultado líquido de juros denominados em dólares dos EUA, e (ii) a uma remuneração mais elevada dos activos dos BCN relacionados com os activos de reserva transferidos. O conseqüente decréscimo do resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados foi apenas parcialmente compensado pelo aumento dos juros da repartição das notas de euro no Eurosistema, o qual reflecte sobretudo o aumento geral do montante de notas de euro em circulação.

Os ganhos realizados líquidos resultantes de operações financeiras diminuíram de €779 milhões em 2007 para €662 milhões em 2008, devido sobretudo ao menor volume de vendas de ouro, realizadas em conformidade com o *Central Bank Gold Agreement* (Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro), que entrou em vigor em 27 de Setembro de 2004 e do qual o BCE é signatário. A conseqüente diminuição dos ganhos realizados decorrentes destas operações foi apenas parcialmente compensada pelo aumento dos ganhos realizados líquidos resultantes da venda de títulos em 2008, na sequência da descida das taxas de juro nos Estados Unidos nesse ano.

O total dos custos administrativos incorridos pelo BCE, incluindo amortizações, aumentou de €385 milhões em 2007 para €388 milhões em 2008.

## **ALTERAÇÃO DO CAPITAL DO BCE**

Ao abrigo das Decisões 2007/503/CE e 2007/504/CE do Conselho, de 10 de Julho de 2007, Chipre e Malta adoptaram a moeda

única em 1 de Janeiro de 2008. Assim, em conformidade com o artigo 49.º-1 dos Estatutos do SEBC, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta transferiram, nessa data, o remanescente da sua subscrição do capital do BCE. Em resultado desses pagamentos, o capital subscrito do BCE aumentou de €4127 milhões, em 31 de Dezembro de 2007, para €4137 milhões, em 1 de Janeiro de 2008.

## **5 OUTRAS QUESTÕES**

### **QUESTÕES AMBIENTAIS**

Em 2008, com base no “Quadro de Política Ambiental” do BCE, adoptado no final de 2007, foi elaborado um inventário dos aspectos ambientais da gestão do BCE e realizada uma primeira estimativa do seu impacto ecológico. O BCE decidiu também estabelecer um sistema de gestão ambiental que esteja em conformidade com as normas ISO 14001 e EMAS, internacionalmente reconhecidas. Foi lançado um projecto com vista à obtenção, em 2010, da certificação do sistema de gestão ambiental do BCE, tendo algumas medidas sido implementadas com êxito em 2008.

### **GESTÃO DE SERVIÇOS DE TECNOLOGIAS DE INFORMAÇÃO**

Em 2008, o BCE foi o primeiro banco central a receber a certificação ISO/IEC 20000, a norma internacional para a excelência na gestão de serviços de tecnologias de informação. A norma ISO/IEC 20000 descreve um conjunto integrado de processos de gestão destinados à prestação eficaz de serviços de tecnologias de informação às empresas e aos respectivos clientes. A aplicação desta norma representou um contributo importante para a prestação de serviços de tecnologias de informação no BCE, tendo já gerado benefícios concretos e um grau de satisfação dos utilizadores finais mais elevado.

## BALANÇO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2008

ACTIVO	NOTA	2008 €	2007 €
<b>Ouro e ouro a receber</b>	<b>1</b>	<b>10 663 514 154</b>	<b>10 280 374 109</b>
<b>Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>2</b>		
Fundo Monetário Internacional		346 651 334	449 565 998
Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos		41 264 100 632	28 721 418 912
		<b>41 610 751 966</b>	<b>29 170 984 910</b>
<b>Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>2</b>	<b>22 225 882 711</b>	<b>3 868 163 459</b>
<b>Activos sobre não residentes na área do euro denominados em euros</b>	<b>3</b>		
Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos		<b>629 326 381</b>	<b>0</b>
<b>Outros activos sobre instituições de crédito da área do euro denominados em euros</b>	<b>4</b>	<b>25 006</b>	<b>13 774</b>
<b>Activos intra-Eurosistema</b>	<b>5</b>		
Activos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema		61 021 794 350	54 130 517 580
Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)		234 095 515 333	17 241 183 222
		<b>295 117 309 683</b>	<b>71 371 700 802</b>
<b>Outros activos</b>	<b>6</b>		
Activos imobilizados corpóreos		202 690 344	188 209 963
Outros activos financeiros		10 351 859 696	9 678 817 294
Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais		23 493 348	34 986 651
Acréscimos e diferimentos		1 806 184 794	1 365 938 582
Contas diversas e de regularização		1 272 185 672	69 064 934
		<b>13 656 413 854</b>	<b>11 337 017 424</b>
<b>Total do activo</b>		<b>383 903 223 755</b>	<b>126 028 254 478</b>

<b>PASSIVO</b>	<b>NOTA</b>	<b>2008</b> €	<b>2007</b> €
<b>Notas em circulação</b>	<b>7</b>	<b>61 021 794 350</b>	<b>54 130 517 580</b>
<b>Responsabilidades para com outras entidades da área do euro denominadas em euros</b>	<b>8</b>	<b>1 020 000 000</b>	<b>1 050 000 000</b>
<b>Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros</b>	<b>9</b>	<b>253 930 530 070</b>	<b>14 571 253 753</b>
<b>Responsabilidades para com residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira</b>	<b>10</b>	<b>272 822 807</b>	<b>0</b>
<b>Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira</b>	<b>10</b>		
Depósitos, saldos e outras responsabilidades		<b>1 444 797 283</b>	<b>667 076 397</b>
<b>Responsabilidades intra-Eurosistema</b>	<b>11</b>		
Responsabilidades equivalentes à transferência de activos de reserva		<b>40 149 615 805</b>	<b>40 041 833 998</b>
<b>Outras responsabilidades</b>	<b>12</b>		
Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais		1 130 580 103	69 589 536
Acréscimos e diferimentos		2 284 795 433	1 848 257 491
Contas diversas e de regularização		1 797 414 878	659 763 920
		<b>5 212 790 414</b>	<b>2 577 610 947</b>
<b>Provisões</b>	<b>13</b>	<b>4 038 858 227</b>	<b>2 693 816 002</b>
<b>Contas de reavaliação</b>	<b>14</b>	<b>11 352 601 325</b>	<b>6 169 009 571</b>
<b>Capital e reservas</b>	<b>15</b>		
Capital		<b>4 137 159 938</b>	<b>4 127 136 230</b>
<b>Resultado do exercício</b>		<b>1 322 253 536</b>	<b>0</b>
<b>Total do passivo</b>		<b>383 903 223 755</b>	<b>126 028 254 478</b>

## CONTA DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2008

	NOTA	2008 €	2007 €
Juros e outros proveitos equiparados de activos de reserva		997 075 442	1 354 887 368
Juros da repartição das notas de euro no Eurosistema		2 230 477 327	2 004 355 782
Outros juros e proveitos equiparados		8 430 894 437	4 380 066 479
<i>Juros e outros proveitos equiparados</i>		<i>11 658 447 206</i>	<i>7 739 309 629</i>
Remuneração dos activos dos BCN relacionados com os activos de reserva transferidos		(1 400 368 012)	(1 356 536 045)
Outros juros e custos equiparados		(7 876 884 520)	(3 962 006 944)
<i>Juros e outros custos equiparados</i>		<i>(9 277 252 532)</i>	<i>(5 318 542 989)</i>
<b>Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados</b>	<b>23</b>	<b>2 381 194 674</b>	<b>2 420 766 640</b>
Resultados realizados em operações financeiras	<b>24</b>	662 342 084	778 547 213
Prejuízos não realizados em operações financeiras	<b>25</b>	(2 662 102)	(2 534 252 814)
Transferência para/de provisões para riscos de taxa de câmbio e preços		(1 339 019 690)	(286 416 109)
<b>Resultado líquido de operações financeiras, menos-valias e provisões para riscos</b>		<b>(679 339 708)</b>	<b>(2 042 121 710)</b>
<b>Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários</b>	<b>26</b>	<b>(149 007)</b>	<b>(621 691)</b>
<b>Rendimento de acções e participações</b>	<b>27</b>	<b>882 152</b>	<b>920 730</b>
<b>Outros proveitos e ganhos</b>	<b>28</b>	<b>7 245 593</b>	<b>6 345 668</b>
<b>Total de proveitos e ganhos líquidos</b>		<b>1 709 833 704</b>	<b>385 289 637</b>
Custos com pessoal	<b>29</b>	(174 200 469)	(168 870 244)
Custos administrativos	<b>30</b>	(183 224 063)	(184 589 229)
Amortizações de imobilizado corpóreo		(23 284 586)	(26 478 405)
Custos de produção de notas	<b>31</b>	(6 871 050)	(5 351 759)
<b>Resultado do exercício</b>		<b>1 322 253 536</b>	<b>0</b>

Frankfurt am Main, 24 de Fevereiro de 2009

BANCO CENTRAL EUROPEU

Jean-Claude Trichet  
Presidente

# POLÍTICAS CONTABILÍSTICAS<sup>1</sup>

## FORMA E APRESENTAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

As demonstrações financeiras do BCE foram preparadas para reproduzirem de forma apropriada a situação financeira do BCE e os resultados das suas operações. Foram elaboradas de acordo com as políticas contabilísticas<sup>2</sup>, 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, reconhecimento de acontecimentos posteriores à data do balanço, materialidade, especialização do exercício, continuidade, consistência e comparabilidade.

## RECONHECIMENTO DE ACTIVOS E PASSIVOS

Um activo ou passivo apenas é reconhecido no balanço quando é provável que qualquer benefício económico futuro venha a fluir do BCE ou para este, os riscos e benefícios associados tenham sido substancialmente transferidos para o BCE e o custo ou o valor do activo ou o montante da obrigação possam ser mensurados com fiabilidade.

## BASES DE APRESENTAÇÃO

A preparação das contas seguiu o princípio do custo histórico, tendo as contas, porém, sido modificadas de modo a incluírem a valorização a preços de mercado dos títulos negociáveis, 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.

À excepção dos títulos, as transacções em instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira são registadas em contas extrapatrimoniais na data de contrato. Na data de liquidação, os lançamentos extrapatrimoniais são revertidos e efectuam-se os correspondentes

lançamentos em contas de balanço. As compras e vendas de moeda estrangeira afectam as posições líquidas de moeda estrangeira na data de contrato e os resultados realizados decorrentes de vendas são também calculados nessa data. Os juros, prémios e descontos especializados relacionados com instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira são calculados e registados numa base diária, sendo a posição na moeda estrangeira também afectada diariamente por esta especialização.

## OURO E ACTIVOS E PASSIVOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

Os activos e passivos denominados em moeda estrangeira são convertidos em euros à taxa de câmbio em vigor na data do balanço. Os proveitos e custos são convertidos à taxa de câmbio em vigor na data do respectivo registo. A reavaliação dos activos e passivos em moeda estrangeira, incluindo instrumentos patrimoniais e extrapatrimoniais, é efectuada moeda-a-moeda.

A reavaliação ao preço de mercado dos activos e passivos denominados em moeda estrangeira é tratada separadamente da reavaliação cambial.

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. Pelo contrário, é contabilizada uma única reavaliação do ouro com base no preço em euros por onça de ouro fino, que, para o exercício findo em 31 de Dezembro de 2008, foi calculada com base na taxa de câmbio do euro face ao dólar dos EUA em 31 de Dezembro de 2008.

## TÍTULOS

Todos os títulos negociáveis e outros activos equiparados são valorizados, ou aos preços

<sup>1</sup> As políticas contabilísticas pormenorizadas do BCE estão definidas na Decisão BCE/2006/17, JO L 348, 11.12.2006, p. 38, com as alterações que lhe foram introduzidas.

<sup>2</sup> 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.

médios de mercado, ou em função da curva de rendimentos relevante em vigor à data do balanço numa base título-a-título. Para o exercício que terminou em 31 de Dezembro de 2008, foram utilizados os preços médios de mercado do dia 30 de Dezembro de 2008. Os títulos não negociáveis são valorizados ao preço de custo, ao passo que as acções sem liquidez são valorizadas ao preço de custo, sujeito a imparidade.

### RECONHECIMENTO DE RESULTADOS

Os proveitos e custos são reconhecidos no período em que são obtidos ou incorridos. Os ganhos e perdas realizados em vendas de moeda estrangeira, ouro e títulos são levados à conta de resultados. Esses ganhos e perdas realizados são calculados tendo por base o respectivo custo médio de aquisição 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 ou moeda ou no ouro não são compensadas com ganhos não realizados em outros títulos ou moedas ou no ouro. Na eventualidade de, no final do exercício, se verificar uma perda não realizada em qualquer activo, o seu custo médio de aquisição é igualado à taxa de câmbio ou ao preço de mercado em vigor no final do exercício.

Os prémios ou os descontos sobre títulos adquiridos são calculados e apresentados como uma parte dos juros, sendo amortizados ao longo da vida útil desses activos.

### OPERAÇÕES REVERSÍVEIS

As operações reversíveis são as operações através das quais o BCE compra ou vende activos ao abrigo de um acordo de recompra ou realiza operações de crédito com garantias.

Ao abrigo de um acordo de recompra, os títulos são vendidos com o acordo simultâneo de serem de novo comprados à contraparte numa data futura predeterminada a um preço previamente acordado. Estes acordos de recompra são registados como depósitos com garantia no passivo do balanço e, por conseguinte, geram 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 de novo vendidos à contraparte numa data futura predeterminada a um preço previamente acordado. Estes acordos de revenda são registados como empréstimos garantidos no activo do balanço, 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 sob a forma de numerário depositado numa conta do BCE. Em 2008, o BCE não recebeu qualquer garantia sob a forma de numerário para 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 de uma moeda por outra em data futura, são incluídos nas posições líquidas de moeda estrangeira para efeitos de cálculo dos ganhos e perdas cambiais.

Os instrumentos de taxa de juro são reavaliados operação-a-operação. As oscilações diárias da conta-margem dos contratos de futuros de taxa de juro em aberto são registadas na conta de resultados. A valorização das transacções a prazo de títulos e de *swaps* de taxa de juro baseia-se em métodos geralmente aceites

que recorrem aos preços e taxas de mercado observados e a factores de desconto desde as datas de liquidação até à data de valorização.

## ACONTECIMENTOS POSTERIORES À DATA DO BALANÇO

Os activos e passivos são ajustados em função das ocorrências verificadas entre a data do balanço anual e a data em que o Conselho do BCE aprova as demonstrações financeiras, desde que estas ocorrências afectem materialmente a situação do activo e do passivo à data do balanço.

Os acontecimentos importantes posteriores à data do balanço que não afectam a situação passiva e activa à data do balanço são referidos nas notas.

## POSIÇÕES INTRA-SEBC/POSIÇÕES INTRA-EUROSISTEMA

As transacções intra-SEBC são transacções transfronteiras que ocorrem entre dois bancos centrais da UE. Estas transacções são essencialmente processadas através do TARGET2<sup>3</sup> – 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 TARGET2. 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 em relação ao resto do SEBC.

Os saldos intra-SEBC denominados em euros dos BCN da área do euro junto do BCE (excepto os que se referem ao capital do BCE e às posições resultantes da transferência de activos de reserva 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 das notas de euro 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 junto do BCE, resultantes da sua participação no TARGET2<sup>4</sup>, 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 linearmente, com início no trimestre seguinte à aquisição e estendendo-se pelo período de utilização esperado para esse activo, como a seguir indicado:

Computadores, outro equipamento informático e veículos motorizados	4 anos
Equipamento, mobiliário e instalações	10 anos
Activos immobilizados de custo inferior a €10 000	Amortizados no ano de aquisição

O período de amortização dos custos com edifícios e obras relacionados 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 nova sede.

3 A primeira geração do sistema, tecnicamente descentralizada, foi progressivamente substituída pela segunda geração (o TARGET2), que tem por base uma única infra-estrutura técnica, a SSP (*Single Shared Platform* / plataforma única partilhada). Com início em Novembro de 2007, a migração para o TARGET2 ficou concluída em Maio de 2008.

4 Em 31 de Dezembro de 2008, os BCN dos Estados-Membros fora da área do euro que participavam no TARGET2 eram os seguintes: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski e Eesti Pank.

## **PLANO DE REFORMAS E OUTROS BENEFÍCIOS PÓS-EMPREGO DO BCE**

O BCE dispõe de um sistema de benefícios definidos para o seu pessoal, financiado pelos activos que detém num fundo de benefícios a longo prazo para esse fim.

### **BALANÇO**

Em relação aos planos de benefícios definidos, a responsabilidade reconhecida no balanço corresponde ao valor presente da obrigação de benefícios definidos à data do balanço *menos* o justo valor dos activos do fundo utilizados para financiar esta obrigação, ajustado pelos ganhos ou perdas actuariais não reconhecidos.

As responsabilidades relativas à obrigação de benefícios definidos são calculadas anualmente por actuários independentes através do método da unidade de crédito projectada. Para determinar o valor presente destas responsabilidades, os fluxos financeiros futuros esperados são descontados com base em taxas de juro de obrigações, emitidas por empresas de *rating* elevado, denominadas em euros e com prazos de maturidade que coincidem com o termo das responsabilidades em causa.

Os ganhos e as perdas actuariais podem resultar de ajustamentos (derivados da diferença entre os resultados efectivos e os pressupostos actuariais utilizados) e de alterações nos pressupostos actuariais.

### **CONTA DE RESULTADOS**

O montante líquido registado na conta de resultados refere-se:

- (a) ao custo de serviço corrente relativo ao exercício;
- (b) ao custo esperado dos juros, calculado à taxa de desconto aplicada à obrigação de benefícios definidos;

(c) ao rendimento esperado dos activos do fundo; e

(d) a quaisquer ganhos e perdas actuariais reconhecidos na conta de resultados, determinados com base num “corredor com limite de 10%”.

### **MÉTODO DO “CORREDOR COM LIMITE DE 10%”**

Ganhos e perdas actuariais não reconhecidos acumulados líquidos que excedam o maior valor entre i) 10% do valor presente da obrigação de benefícios definidos e ii) 10% do justo valor dos activos do fundo têm de ser amortizados pelo período equivalente à restante vida de trabalho média esperada do pessoal participante no fundo.

### **PENSÕES E OUTRAS OBRIGAÇÕES PÓS-REFORMA DOS MEMBROS DA COMISSÃO EXECUTIVA**

Existem acordos, não abrangidos pelos planos do fundo, que garantem as pensões de reforma dos membros da Comissão Executiva do BCE e os benefícios por presumível incapacidade do pessoal. Os custos esperados destes benefícios são acumulados durante os mandatos/o período de serviço com base numa metodologia contabilística semelhante à dos planos de benefícios de reforma definidos. Os ganhos e perdas actuariais serão reconhecidos tal como atrás descrito.

Estas obrigações são avaliadas anualmente por actuários independentes para determinar a responsabilidade adequada a registar nas demonstrações financeiras.

### **NOTAS EM CIRCULAÇÃO**

O BCE e os BCN da área do euro, que em conjunto formam o Eurosistema, emitem notas de euro<sup>5</sup>. A repartição pelos bancos centrais do Eurosistema do valor total de notas de euro em

<sup>5</sup> Decisão BCE/2001/15, de 6 de Dezembro de 2001, relativa à emissão de notas de euro, JO L 337, 20.12.2001, p. 52, com as alterações que lhe foram introduzidas.

circulação é feita no último dia útil de cada mês, de acordo com a tabela de repartição de notas de banco<sup>6</sup>.

Ao BCE foi atribuída uma participação de 8% no valor total de notas de euro em circulação, registada na rubrica do passivo “Notas em circulação”, por contrapartida de activos sobre os BCN. Estes activos, que vencem juros<sup>7</sup>, são apresentados na sub-rubrica “Activos intra-Eurosistema: activos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema” (ver “Posições intra-SEBC/Posições intra-Eurosistema”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). Os juros sobre estas posições são incluídos na rubrica “Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados”. Estes proveitos são devidos aos BCN no exercício em que são reconhecidos, mas são distribuídos no segundo dia útil do exercício subsequente<sup>8</sup>. A distribuição é feita na totalidade, excepto nos casos em que o lucro líquido do BCE relativo ao exercício seja inferior aos proveitos referentes às notas de euro em circulação, ou após qualquer decisão do Conselho do BCE de proceder a transferências para uma provisão destinada a cobrir riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro e/ou de abater a esses proveitos os custos incorridos pelo BCE relacionados com a emissão e o tratamento das notas de euro.

## RECLASSIFICAÇÕES

Em 2008, por questões de apresentação, foram reclassificados vários elementos, tendo os saldos comparáveis em 31 de Dezembro de 2007 sido ajustados em conformidade. Essas reclassificações são descritas nas Notas ao balanço<sup>9</sup>.

## 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.

De acordo com o disposto no artigo 27.º dos Estatutos do SEBC, e com base numa recomendação do Conselho do BCE, o Conselho da UE aprovou a nomeação da PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft na qualidade de auditores externos do BCE por um período de cinco anos até ao final do exercício de 2012.

- 6 “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 euro e de se aplicar a tabela de repartição do capital subscrito à participação dos BCN nesse total.
- 7 Decisão BCE/2001/16, de 6 de Dezembro de 2001, relativa à repartição dos proveitos monetários dos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes do exercício de 2002, JO L 337, 20.12.2001, p. 55, com as alterações que lhe foram introduzidas.
- 8 Decisão BCE/2005/11, de 17 de Novembro de 2005, relativa à distribuição, pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes, dos proveitos do BCE referentes às notas de euro em circulação, JO L 311, 26.11.2005, p. 41.
- 9 As reclassificações estão em conformidade com as políticas contabilísticas do BCE definidas na Decisão BCE/2006/17, JO L 348, 11.12.2006, p. 38, com as alterações que lhe foram introduzidas.

## NOTAS AO BALANÇO

### I OURO E OURO A RECEBER

Em 31 de Dezembro de 2008, o BCE detinha 17 156 546 onças de ouro fino (18 091 733 onças, em 2007). A redução deveu-se i) a vendas de 963 987 onças de ouro fino em conformidade com o *Central Bank Gold Agreement* (Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro), que entrou em vigor em 27 de Setembro de 2004 e do qual o BCE é signatário, e ii) à transferência para o BCE, por parte do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, de respectivamente 19 151 e 9 649 onças de ouro fino<sup>10</sup>, no contexto da adopção da moeda única por Chipre e Malta, de acordo com o artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC. A diminuição do equivalente em euros deste saldo, resultante destas transacções, foi mais do que compensada por uma subida significativa do preço do ouro no decurso de 2008 (ver “Ouro e activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

### 2 ACTIVOS SOBRE RESIDENTES E NÃO 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 2008. 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. 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 EUA). Para efeitos contabilísticos, os DSE são considerados moeda estrangeira (ver “Ouro e activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

### DEPÓSITOS E INVESTIMENTOS EM TÍTULOS, EMPRÉSTIMOS AO EXTERIOR E OUTROS ACTIVOS EXTERNOS; E ACTIVOS SOBRE RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

As duas rubricas consistem em depósitos em bancos, empréstimos denominados em moeda estrangeira e investimentos em títulos denominados em dólares dos EUA e ienes japoneses. As amortizações de descontos e de prémios sobre títulos denominados em moeda estrangeira eram anteriormente incluídas na rubrica “Acréscimos e diferimentos” do activo e do passivo, respectivamente. Por razões de apresentação, o BCE decidiu proceder a uma reclassificação, passando a registá-las na rubrica “Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos”. Os saldos comparáveis em 31 de Dezembro de 2007 foram ajustados em conformidade.

<i>Activos sobre não residentes na área do euro</i>	2008 €	2007 €	Variação €
Depósitos à ordem	5 808 582 148	761 073 851	5 047 508 297
Aplicações no mercado monetário	573 557 686	688 783 688	(115 226 002)
Compras com acordo de revenda	379 961 453	543 247 188	(163 285 735)
Investimentos em títulos	34 501 999 345	26 728 314 185	7 773 685 160
Total	41 264 100 632	28 721 418 912	12 542 681 720

<i>Activos sobre residentes na área do euro</i>	2008 €	2007 €	Variação €
Depósitos à ordem	619 534	574 945	44 589
Aplicações no mercado monetário	22 225 263 177	3 867 588 514	18 357 674 663
Total	22 225 882 711	3 868 163 459	18 357 719 252

<sup>10</sup> As transferências, com um valor agregado equivalente a €16.5 milhões, foram efectuadas com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2008.

O aumento nos depósitos à ordem junto de não residentes na área do euro deve-se sobretudo i) ao valor da componente em coroas dinamarquesas, no montante de €3.9 mil milhões, de operações de *swap* com o Danmarks Nationalbank, por liquidar em 31 de Dezembro de 2008 (ver a nota 20, “*Swaps* e operações cambiais a prazo”), e ii) a saldos em francos suíços, no valor de €1.2 mil milhões, relacionados com o acordo de *swap* estabelecido com o banco central da Suíça, o Swiss National Bank<sup>11</sup>, (ver a nota 9, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros”). A apreciação do iene japonês e do dólar dos EUA face ao euro, os ganhos não realizados em títulos (ver a nota 14, “Contas de reavaliação”), o investimento das receitas das vendas de ouro (ver a nota 1, “Ouro e ouro a receber”) e os proveitos originados sobretudo pela carteira de dólares dos EUA também contribuíram para o aumento do valor total destas rubricas.

Os depósitos relacionados com operações conduzidas pelos bancos centrais do Eurosistema com vista a ceder liquidez em dólares dos EUA a instituições de crédito na área do euro são incluídos na componente “Aplicações no mercado monetário” dos activos sobre residentes na área do euro.

Além disso, com a adopção da moeda única por Chipre e Malta em 1 de Janeiro de 2008, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta procederam a transferências de dólares dos EUA, no valor agregado de €93.5 milhões, para o BCE, em conformidade com o artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC.

Em 31 de Dezembro de 2008, as posições cambiais<sup>12</sup> do BCE em dólares dos EUA e ienes japoneses eram as seguintes:

	milhões da unidade monetária
Dólar dos EUA	40 062
Iene japonês	1 084 548

### 3 ACTIVOS SOBRE NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM EUROS

Em 2007, constavam desta rubrica as aplicações no mercado monetário e os depósitos à ordem junto de entidades não residentes na área do euro como uma contrapartida directa do capital e das reservas do BCE. Contudo, o BCE decidiu reclassificar estes activos como uma carteira dedicada, a qual é agora incluída na rubrica “Outros activos financeiros”. O saldo comparável em 31 de Dezembro de 2007 foi ajustado em conformidade.

Em 31 de Dezembro de 2008, esta rubrica consistia sobretudo num activo de €460.0 milhões sobre o Magyar Nemzeti Bank relacionado com um acordo relativo a operações de reporte estabelecido com o BCE. Esse acordo proporciona ao banco central nacional húngaro a facilidade de contrair empréstimos até €5 mil milhões para apoiar as suas operações internas de cedência de liquidez em euros.

### 4 OUTROS ACTIVOS SOBRE INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO DA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM EUROS

Em 2007, constavam desta rubrica as aplicações no mercado monetário e os depósitos à ordem

11 Os saldos em francos suíços reflectem as medidas de controlo de risco aplicadas pelo BCE nos seus leilões de *swaps* cambiais EUR/CHF, as quais assumem a forma de uma margem inicial de 5% nas operações com o prazo de uma semana e de 15% nas operações com um prazo de 84 dias.

12 Activos menos passivos denominados na respectiva moeda estrangeira que estão sujeitos a reavaliação cambial. São incluídos nas rubricas do activo “Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira”, “Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira”, “Acréscimos e diferimentos”, e nas rubricas do passivo “Responsabilidades para com residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira”, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira”, “Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais” e “Acréscimos e diferimentos”, tendo igualmente em conta os *swaps* e operações cambiais a prazo registados nas rubricas extrapatrimoniais. Os efeitos dos ganhos resultantes da reavaliação do preço de instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira não são incluídos.

junto de entidades residentes na área do euro como uma contrapartida directa do capital e das reservas do BCE. Porém, o BCE decidiu reclassificar estes activos como uma carteira dedicada, a qual é agora incluída na rubrica “Outros activos financeiros”. O saldo comparável em 31 de Dezembro de 2007 foi ajustado em conformidade.

Em 31 de Dezembro de 2008, estes activos consistiam num depósito à ordem junto de uma entidade residente na área do euro.

## 5 ACTIVOS INTRA-EUROSISTEMA

### ACTIVOS RELACIONADOS COM A REPARTIÇÃO DAS NOTAS DE EURO NO EUROSISTEMA

Esta rubrica consiste nos activos do BCE sobre os BCN da área do euro relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

### OUTROS ACTIVOS SOBRE O EUROSISTEMA (LÍQUIDOS)

Em 2008, esta rubrica consistiu principalmente nos saldos no sistema TARGET2 dos BCN da área do euro face ao BCE (ver “Posições intra-SEBC/Posições intra-Eurosistema”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). O aumento nesta posição deveu-se sobretudo a operações de *swap back-to-back* realizadas com os BCN no âmbito de operações de cedência de liquidez em dólares dos EUA (ver a nota 9, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros”).

Esta rubrica inclui também o montante devido aos BCN da área do euro referente à distribuição intercalar dos proveitos do BCE decorrentes das notas de euro (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

	2008 €	2007 €
Activos sobre BCN da área do euro relacionados com o TARGET2	420 833 781 929	145 320 642 526
Responsabilidades para com BCN da área do euro relacionadas com o TARGET2	(185 532 591 178)	(128 079 459 304)
Responsabilidades para com BCN da área do euro relacionadas com a distribuição intercalar dos proveitos do BCE decorrentes das notas de euro	(1 205 675 418)	0
Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)	234 095 515 333	17 241 183 222

## 6 OUTROS ACTIVOS

### ACTIVOS IMOBILIZADOS CORPÓREOS

Em 31 de Dezembro de 2008, estes activos eram constituídos pelas seguintes rubricas:

	2008 €	2007 €	Variação €
<b>Custo</b>			
Terrenos e edifícios	159 972 149	156 964 236	3 007 913
Equipamento e programas informáticos	174 191 055	168 730 634	5 460 421
Equipamento, mobiliário, instalações e veículos motorizados	28 862 720	27 105 564	1 757 156
Imobilizações em curso	83 407 619	59 791 855	23 615 764
Outras imobilizações corpóreas	3 577 485	1 195 290	2 382 195
<b>Custo total</b>	<b>450 011 028</b>	<b>413 787 579</b>	<b>36 223 449</b>
<b>Depreciação acumulada</b>			
Terrenos e edifícios	(59 885 983)	(49 672 589)	(10 213 394)

	2008 €	2007 €	Varição €
Equipamento e programas informáticos	(160 665 542)	(150 195 777)	(10 469 765)
Equipamento, mobiliário, instalações e veículos motorizados	(26 618 732)	(25 562 068)	(1 056 664)
Outras imobilizações corpóreas	(150 427)	(147 182)	(3 245)
<b>Total de depreciação acumulada</b>	<b>(247 320 684)</b>	<b>(225 577 616)</b>	<b>(21 743 068)</b>
<b>Valor de balanço líquido</b>	<b>202 690 344</b>	<b>188 209 963</b>	<b>14 480 381</b>

	2008 €	2007 €	Varição €
Depósitos à ordem em euros	4 936 630	5 153 295	(216 665)
Aplicações no mercado monetário em euros	150 000 000	120 000 000	30 000 000
Títulos denominados em euros	9 675 505 128	8 843 080 586	832 424 542
Compras com acordo de revenda em euros	479 293 075	668 392 837	(189 099 762)
Outros activos financeiros	42 124 863	42 190 576	(65 713)
<b>Total</b>	<b>10 351 859 696</b>	<b>9 678 817 294</b>	<b>673 042 402</b>

O aumento na categoria “Imobilizações em curso” deve-se principalmente a trabalhos iniciais relacionados com a construção da nova sede do BCE. As transferências desta categoria para as rubricas referentes a imobilizações corpóreas serão efectuadas assim que os activos começarem a ser utilizados.

### OUTROS ACTIVOS FINANCEIROS

As amortizações de descontos e de prémios sobre títulos denominados em euros eram anteriormente incluídas na rubrica “Acréscimos e diferimentos” do activo e do passivo, respectivamente. Por razões de apresentação, o BCE decidiu proceder à sua reclassificação e registá-las nesta rubrica. Além disso, as aplicações no mercado monetário e os depósitos à ordem em euros detidos como uma contrapartida directa do capital e das reservas do BCE são agora também incluídos nesta rubrica (ver a nota 3, “Activos sobre não residentes na área do euro denominados em euros”, e a nota 4, “Outros activos sobre instituições de crédito da área do euro denominados em euros”). Os saldos comparáveis em 31 de Dezembro de 2007 foram ajustados em conformidade.

As componentes mais importantes desta rubrica são as seguintes:

(a) Depósitos à ordem, aplicações no mercado monetário, títulos e compras com acordo de revenda em euros constituem o investimento dos fundos próprios do BCE (ver a nota 12, “Outras responsabilidades”). O aumento líquido do valor dos fundos próprios do BCE deveu-se sobretudo ao investimento na carteira de fundos próprios da contrapartida do montante transferido para a provisão do BCE destinada a fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro em 2007, a ganhos não realizados em títulos (ver a nota 14, “Contas de reavaliação”) e aos proveitos gerados pela carteira de fundos próprios.

(b) O BCE detém 3211 acções do Banco de Pagamentos Internacionais, registadas ao custo de aquisição de €41.8 milhões.

### DIFERENÇAS DE REAVIAÇÃO DE INSTRUMENTOS EXTRAPATRIMONIAIS

Em 2008, esta rubrica era composta principalmente por ganhos de valorização em operações de *swap* de taxa de juro por liquidar (ver a nota 19, “*Swaps* de taxa de juro”).

## ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS

Em 2008, esta posição incluía juros especializados sobre os activos do BCE relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema no último trimestre (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas), num montante de €500.4 milhões, e juros especializados sobre os saldos no sistema TARGET2 dos BCN da área do euro no último mês de 2008, num montante de €648.9 milhões.

Esta rubrica do activo inclui igualmente juros especializados sobre títulos (ver também a nota 2, “Activos sobre residentes e não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira”, e a nota 6, “Outros activos”) e sobre outros activos financeiros.

## CONTAS DIVERSAS E DE REGULARIZAÇÃO

Esta rubrica consiste sobretudo na distribuição intercalar do rendimento especializado do BCE referente às notas de euro (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas, e a nota 5, “Activos intra-Eurosistema”).

Inclui também saldos positivos relacionados com *swaps* e operações cambiais a prazo por liquidar em 31 de Dezembro de 2008 (ver a nota 20, “*Swaps* e operações cambiais a prazo”). Os saldos resultam da conversão para euros dessas transacções, ao custo médio da moeda em questão prevalecente à data do balanço, face aos valores em euros nos quais as transacções foram inicialmente registadas (ver “Instrumentos extrapatrimoniais”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Esta rubrica inclui igualmente um activo sobre o Ministério Federal das Finanças da Alemanha relativo a valores a recuperar do imposto sobre o valor acrescentado e outros impostos indirectos suportados. Esses 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 (8%) no total de notas de euro em circulação (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

## 8 RESPONSABILIDADES PARA COM OUTRAS ENTIDADES DA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM EUROS

Esta rubrica inclui depósitos de membros da Associação Bancária do Euro (ABE), apresentados como garantia ao BCE no âmbito de pagamentos da ABE liquidados através do sistema TARGET2.

## 9 RESPONSABILIDADES PARA COM NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM EUROS

Esta rubrica consiste principalmente numa responsabilidade, no montante de €219.7 mil milhões, para com o Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos, relacionada com a facilidade de leilão a prazo em dólares dos EUA (*US dollar Term Auction Facility*). No âmbito desta facilidade, o Sistema de Reserva Federal disponibilizou dólares dos EUA ao BCE por meio de um acordo cambial recíproco temporário (linha de *swap*), com o objectivo de oferecer financiamento a curto prazo nessa moeda a contrapartes do Eurosistema. Simultaneamente, o BCE realizou operações de *swap back-to-back* com os BCN da área do euro, que utilizaram os fundos resultantes em operações de cedência de liquidez em dólares dos EUA a contrapartes do Eurosistema sob a forma de operações reversíveis e *swaps*. As operações de *swap back-to-back* entre o BCE e os BCN resultaram em saldos intra-Eurosistema entre o BCE e os BCN, apresentados na rubrica “Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)”.

Esta rubrica inclui também uma responsabilidade para com o Swiss National Bank, no montante de €18.4 mil milhões. O banco central da Suíça forneceu francos suíços por meio de um acordo de *swap*, com o objectivo de oferecer financiamento de curto prazo na referida moeda a contrapartes do Eurosistema. Simultaneamente, o BCE realizou operações de *swap back-to-back* com os BCN da área do euro, que utilizaram os fundos resultantes em operações de cedência de liquidez em francos suíços a contrapartes do Eurosistema face a numerário em euros sob a forma de *swaps*. As operações de *swap* entre o BCE e os BCN resultaram em saldos intra-Eurosistema registados na rubrica “Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)”. Além disso, esta rubrica inclui uma responsabilidade para com o Swiss National Bank no montante de €15.4 mil milhões, decorrente do depósito junto do BCE de fundos em euros recebidos pelo banco central da Suíça em operações com outras contrapartes.

O remanescente desta rubrica reflecte os saldos das contas que os BCN não participantes na área do euro detêm junto do BCE resultantes de transacções efectuadas através do TARGET2 (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

Esta posição consiste essencialmente em acordos de recompra celebrados com residentes e não residentes na área do euro, relacionados com a gestão das reservas em moeda estrangeira do BCE.

## 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, quando passaram a fazer parte do Eurosistema. Estas responsabilidades são remuneradas à

última taxa marginal disponível aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema, ajustada de forma a reflectir uma remuneração zero da componente ouro (ver a nota 23, “Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados”).

A transferência de activos de reserva, por parte do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta, no contexto da adopção da moeda única por Chipre e Malta resultou num aumento de €107 781 807 destas responsabilidades.

	Até 31 de Dezembro de 2007 €	A partir de 1 de Janeiro de 2008 <sup>1</sup> €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1 423 341 996	1 423 341 996
Deutsche Bundesbank	11 821 492 402	11 821 492 402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	511 833 966	511 833 966
Bank of Greece	1 046 595 329	1 046 595 329
Banco de España	4 349 177 351	4 349 177 351
Banque de France	8 288 138 644	8 288 138 644
Banca d’Italia	7 217 924 641	7 217 924 641
Central Bank of Cyprus	-	71 950 549
Banque centrale du Luxembourg	90 730 275	90 730 275
Bank Ċentrali ta’ Malta/ Central Bank of Malta	-	35 831 258
De Nederlandsche Bank	2 243 025 226	2 243 025 226
Oesterreichische Nationalbank	1 161 289 918	1 161 289 918
Banco de Portugal	987 203 002	987 203 002
Banka Slovenije	183 995 238	183 995 238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717 086 011	717 086 011
<b>Total</b>	<b>40 041 833 998</b>	<b>40 149 615 805</b>

1) Cada montante indicado foi arredondado para o euro mais próximo. Os totais podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

Os activos do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta foram fixados em €71 950 549 e €35 831 258, respectivamente, de forma a assegurar que o rácio entre estes activos e os activos agregados dos restantes BCN que adoptaram o euro corresponda ao rácio entre a ponderação do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank

of Malta na tabela para a repartição do capital subscrito do BCE e a ponderação agregada dos restantes BCN participantes. A diferença entre estes activos e o valor dos activos transferidos (ver a nota 1, “Ouro e ouro a receber”, e a nota 2, “Activos sobre residentes e não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira”) foi considerada como parte das contribuições do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta, devidas nos termos do artigo 49.º-2 dos Estatutos do SEBC, para as reservas e provisões equivalentes às reservas do BCE em 31 de Dezembro de 2007 (ver a nota 13, “Provisões”, e a nota 14, “Contas de reavaliação”).

## 12 OUTRAS RESPONSABILIDADES

### DIFERENÇAS DE REAVALIAÇÃO DE INSTRUMENTOS EXTRAPATRIMONIAIS

Esta rubrica é composta principalmente pelas variações resultantes da valorização dos *swaps* e operações cambiais a prazo por liquidar em 31 de Dezembro de 2008 (ver a nota 20, “*Swaps* e operações cambiais a prazo”). Estas variações na valorização resultam da conversão das referidas transacções para euros, às taxas de câmbio prevalentes à data do balanço, face aos valores em euros decorrentes da conversão das operações ao custo médio da respectiva moeda estrangeira (ver “Ouro e activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas, e a nota 6, “Outros activos”).

Esta rubrica inclui igualmente perdas de valorização em *swaps* de taxa de juro.

### ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS

Esta rubrica do passivo é sobretudo constituída por juros devidos aos BCN, no valor de €1.4 mil milhões, decorrentes da remuneração dos activos de reserva transferidos (ver a nota 11, “Responsabilidades intra-Eurosistema”). Inclui igualmente juros devidos aos BCN relacionados com o TARGET2, acréscimos

de custos relativos a instrumentos financeiros (ver também a nota 2, “Activos sobre residentes e não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira”, e a nota 6, “Outros activos”) e outros acréscimos e diferimentos.

### CONTAS DIVERSAS E DE REGULARIZAÇÃO

Esta rubrica é composta essencialmente por saldos negativos relativos a *swaps* e operações cambiais a prazo por liquidar em 31 de Dezembro de 2008 (ver a nota 20, “*Swaps* e operações cambiais a prazo”). Estes saldos resultam da conversão para euros dessas transacções, ao custo médio da moeda em questão prevalente à data do balanço, face aos valores em euros nos quais as transacções foram inicialmente registadas (ver “Instrumentos extrapatrimoniais”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Esta rubrica inclui também operações de reporte por liquidar, no montante de €337.6 milhões, conduzidas no âmbito da gestão dos fundos próprios do BCE (ver a nota 6, “Outros activos”), e a responsabilidade líquida decorrente das obrigações relacionadas com o fundo de pensões do BCE, como descrito a seguir.

### PLANO DE REFORMAS E OUTROS BENEFÍCIOS PÓS-EMPREGO DO BCE

Os montantes reconhecidos no balanço relativos à responsabilidade decorrente das obrigações relacionadas com o fundo de pensões do BCE (ver “Plano de reformas e outros benefícios pós-emprego do BCE”, nas notas sobre as políticas contabilísticas) são os seguintes:

	2008 em milhões de €	2007 em milhões de €
Valor presente das obrigações	317.0	285.8
Justo valor dos activos do fundo	(226.7)	(229.8)
Ganhos/(perdas) actuariais não reconhecidos	7.6	35.4
Responsabilidade reconhecida no balanço	97.9	91.4

O valor presente das obrigações inclui obrigações não financiadas, no montante de €42.3 milhões (€36.8 milhões, em 2007), relacionadas com as reformas dos membros da Comissão Executiva e com os benefícios por presumível incapacidade do pessoal.

Os montantes reconhecidos na conta de resultados de 2008 e de 2007 relativos às componentes “Custo do serviço corrente”, “Custo dos juros”, “Rendimento esperado de activos do fundo” e “(Ganhos)/perdas actuariais líquidos reconhecidos no exercício” são os seguintes:

	2008 em milhões de €	2007 em milhões de €
Custo do serviço corrente	24.7	26.5
Custo dos juros	10.7	8.6
Rendimento esperado de activos do fundo	(10.0)	(7.9)
(Ganhos)/perdas actuariais líquidos reconhecidos no exercício	(1.1)	0
Total incluído nos “Custos com pessoal”	24.3	27.2

De acordo com o método do “corredor com limite de 10%” (ver “Plano de reformas e outros benefícios pós-emprego do BCE”, nas notas sobre as políticas contabilísticas), os ganhos actuariais não reconhecidos acumulados líquidos que excedam o maior valor entre i) 10% do valor presente da obrigação de benefícios definidos e ii) 10% do justo valor dos activos do fundo são amortizados pelo período equivalente à restante vida de trabalho média esperada do pessoal participante no fundo.

As variações no valor presente da obrigação de benefícios definidos são as seguintes:

	2008 em milhões de €	2007 em milhões de €
Responsabilidades iniciais	285.8	258.5
Custo de serviço	24.7	26.5
Custos dos juros	10.7	8.6
Contribuições pagas pelos participantes no fundo	17.9	14.2

	2008 em milhões de €	2007 em milhões de €
Outras variações líquidas nas responsabilidades que representam as contribuições dos participantes no fundo	(12.3)	2.5
Benefícios pagos	(3.8)	(2.5)
(Ganhos)/perdas actuariais	(6.0)	(22.0)
Responsabilidades finais	317.0	285.8

As variações no justo valor dos activos do fundo são as seguintes:

	2008 em milhões de €	2007 em milhões de €
Justo valor inicial dos activos do fundo	229.8	195.3
Rendimento esperado	10.0	7.9
Ganhos/(perdas) actuariais	(32.7)	(4.0)
Contribuições pagas pelo empregador	17.5	16.2
Contribuições pagas pelos participantes no fundo	17.8	14.1
Benefícios pagos	(3.4)	(2.2)
Outras variações líquidas nos activos que representam as contribuições dos participantes no fundo	(12.3)	2.5
Justo valor final dos activos do fundo	226.7	229.8

Nas avaliações efectuadas, os actuários utilizaram pressupostos aceites pela Comissão Executiva para efeitos contabilísticos e de apresentação de informação.

Os principais pressupostos actuariais utilizados para efeitos de cálculo da responsabilidade para com o plano de pensões do pessoal do BCE são apresentados no quadro a seguir. Para o cálculo dos montantes a registar na conta de resultados, os actuários utilizaram a taxa de remuneração esperada dos activos do fundo.

	2008 %	2007 %
Taxa de desconto	5.75	5.30
Rendimento esperado de activos do fundo	6.50	6.50
Aumentos futuros de salários	2.00	2.00
Aumentos futuros de pensões de reforma	2.00	2.00

### 13 PROVISÕES

Esta rubrica consiste sobretudo numa provisão para fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro, bem como outras provisões. Estas últimas incluem 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 nova sede.

Em 31 de Dezembro de 2005, tendo em consideração a grande exposição do BCE a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro e a dimensão das suas contas de reavaliação, o Conselho do BCE considerou apropriado constituir uma provisão para fazer face a esses riscos. Esta provisão será utilizada, na medida considerada necessária pelo Conselho do BCE, para cobertura de perdas realizadas e não realizadas futuras, em particular perdas de valorização não cobertas pelas contas de reavaliação. A dimensão e a necessidade de manutenção desta provisão são revistas anualmente, com base na avaliação do BCE da sua exposição aos riscos atrás referidos. Essa avaliação tem em conta uma série de factores, incluindo, em particular, o nível de activos de risco detidos, o grau de concretização das exposições ao risco no exercício em causa, os resultados projectados para o ano seguinte e uma avaliação do risco envolvendo cálculos do valor-em-risco (*Value at Risk – VaR*) para os activos de risco, que é aplicada de forma consistente ao longo do tempo<sup>13</sup>. A provisão, incluindo quaisquer montantes no fundo de reserva geral, não pode exceder o valor das participações no capital do BCE realizadas pelos BCN da área do euro.

Em 31 de Dezembro de 2007, a provisão para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro ascendia a €2 668 758 313. Em conformidade com o artigo 49.º-2 dos Estatutos do SEBC, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta contribuíram para a provisão, respectivamente com um montante de

€4 795 450 e de €2 388 127, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2008. Tendo em conta os resultados da sua avaliação, o Conselho do BCE decidiu transferir, em 31 de Dezembro de 2008, um montante adicional de €1 339 019 690<sup>14</sup> para essa provisão, aumentando-a, assim, para €4 014 961 580 – o que corresponde ao valor, em 31 de Dezembro de 2008, das participações no capital do BCE realizadas pelos BCN da área do euro – e reduzindo os lucros líquidos para €1 322 253 536.

### 14 CONTAS DE REAVIAÇÃO

Estas contas representam saldos de reavaliação decorrentes de ganhos não realizados em activos e passivos. Em conformidade com o artigo 49.º-2 dos Estatutos do SEBC, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta contribuíram para estes saldos, respectivamente com um montante de €11.1 milhões e de €5.5 milhões, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2008.

	2008 €	2007 €	Varição €
Ouro	6 449 713 267	5 830 485 388	619 227 879
Moeda estrangeira	3 616 514 710	0	3 616 514 710
Titulos e outros instrumentos	1 286 373 348	338 524 183	947 849 165
Total	11 352 601 325	6 169 009 571	5 183 591 754

As taxas de câmbio utilizadas na reavaliação de fim de exercício foram as seguintes:

Taxas de câmbio	2008	2007
Dólares dos EUA por euro	1.3917	1.4721
Ienes japoneses por euro	126.14	164.93
Euros por DSE	1.1048	1.0740
Franco suíço por euro	1.4850	Não aplicável
Coroas dinamarquesas por euro	7.4506	Não aplicável
Euros por onça de ouro fino	621.542	568.236

<sup>13</sup> Ver também o Capítulo 2 do Relatório Anual do BCE.

<sup>14</sup> Os fundos transferidos resultaram de ganhos realizados em vendas de ouro no valor de €0.3 mil milhões e de proventos do BCE decorrentes da sua participação nas notas de euro em circulação no montante de €1.0 mil milhões.

## 15 CAPITAL E RESERVAS

### CAPITAL

Ao abrigo das Decisões 2007/503/CE e 2007/504/CE do Conselho, de 10 de Julho de 2007, tomadas em conformidade com o n.º 2 do artigo 122.º do Tratado, Chipre e Malta adoptaram a moeda única em 1 de Janeiro de 2008. De acordo com o artigo 49.º-1 dos Estatutos do SEBC e a legislação adoptada pelo Conselho do BCE em 31 de Dezembro de 2007<sup>15</sup>, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta transferiram para o BCE, em 1 de Janeiro de 2008, os montantes de €6 691 401 e de €3 332 307, respectivamente, correspondentes ao remanescente das respectivas subscrições do capital do BCE. Como consequência, o capital realizado do BCE aumentou de €4 127 136 230,

em 31 de Dezembro de 2007, para €4 137 159 938, em 1 de Janeiro de 2008, como apresentado no quadro a seguir<sup>16</sup>.

15 Decisão BCE/2007/22, de 31 de Dezembro de 2007, relativa à realização do capital, à transferência de activos de reserva e à contribuição para as reservas e provisões do Banco Central Europeu pelo Central Bank of Cyprus e pelo Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, JO L 28, 1.2.2008, p. 36; Acordo, de 31 de Dezembro de 2007, entre o Banco Central Europeu e o Central Bank of Cyprus relativo ao crédito atribuído ao Central Bank of Cyprus pelo Banco Central Europeu nos termos do artigo 30.º-3 dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, JO C 29, 1.2.2008, p. 4; Acordo, de 31 de Dezembro de 2007, entre o Banco Central Europeu e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta relativo ao crédito atribuído ao Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta pelo Banco Central Europeu nos termos do artigo 30.º-3 dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, JO C 29, 1.2.2008, p. 6.

16 Cada montante indicado foi arredondado para o euro mais próximo. Os subtotaís apresentados nos quadros da presente secção podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

	Tabela de repartição para subscrição do capital até 31 de Dezembro de 2007	Capital realizado até 31 de Dezembro de 2007	Tabela de repartição para subscrição do capital a partir de 1 de Janeiro de 2008	Capital realizado a partir de 1 de Janeiro de 2008
	%	€	%	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2.4708	142 334 200	2.4708	142 334 200
Deutsche Bundesbank	20.5211	1 182 149 240	20.5211	1 182 149 240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0.8885	51 183 397	0.8885	51 183 397
Bank of Greece	1.8168	104 659 533	1.8168	104 659 533
Banco de España	7.5498	434 917 735	7.5498	434 917 735
Banque de France	14.3875	828 813 864	14.3875	828 813 864
Banca d'Italia	12.5297	721 792 464	12.5297	721 792 464
Central Bank of Cyprus	-	-	0.1249	7 195 055
Banque centrale du Luxembourg	0.1575	9 073 028	0.1575	9 073 028
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	-	-	0.0622	3 583 126
De Nederlandsche Bank	3.8937	224 302 523	3.8937	224 302 523
Oesterreichische Nationalbank	2.0159	116 128 992	2.0159	116 128 992
Banco de Portugal	1.7137	98 720 300	1.7137	98 720 300
Banka Slovenije	0.3194	18 399 524	0.3194	18 399 524
Suomen Pankki – Finlands Bank	1.2448	71 708 601	1.2448	71 708 601
<b>Subtotal para os BCN da área do euro</b>	<b>69.5092</b>	<b>4 004 183 400</b>	<b>69.6963</b>	<b>4 014 961 580</b>
Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária)	0.8833	3 561 869	0.8833	3 561 869
Česká národní banka	1.3880	5 597 050	1.3880	5 597 050
Danmarks Nationalbank	1.5138	6 104 333	1.5138	6 104 333
Eesti Pank	0.1703	686 727	0.1703	686 727
Central Bank of Cyprus	0.1249	503 654	-	-
Latvijas Banka	0.2813	1 134 330	0.2813	1 134 330
Lietuvos bankas	0.4178	1 684 760	0.4178	1 684 760
Magyar Nemzeti Bank	1.3141	5 299 051	1.3141	5 299 051

	Tabela de repartição para subscrição do capital até 31 de Dezembro de 2007	Capital realizado até 31 de Dezembro de 2007	Tabela de repartição para subscrição do capital a partir de 1 de Janeiro de 2008	Capital realizado a partir de 1 de Janeiro de 2008
	%	€	%	€
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0.0622	250 819	-	-
Narodowy Bank Polski	4.8748	19 657 420	4.8748	19 657 420
Banca Națională a României	2.5188	10 156 952	2.5188	10 156 952
Národná banka Slovenska	0.6765	2 727 957	0.6765	2 727 957
Sveriges Riksbank	2.3313	9 400 866	2.3313	9 400 866
Bank of England	13.9337	56 187 042	13.9337	56 187 042
<b>Subtotal para os BCN não participantes na área do euro</b>	<b>30.4908</b>	<b>122 952 830</b>	<b>30.3037</b>	<b>122 198 358</b>
<b>Total</b>	<b>100.0000</b>	<b>4 127 136 230</b>	<b>100.0000</b>	<b>4 137 159 938</b>

Aos BCN não participantes na área do euro é exigida a realização de 7% das respectivas participações no capital do BCE como contribuição para os custos operacionais do BCE. No final de 2008, esta contribuição ascendia a um total de €122 198 358. Os BCN não participantes na área do euro não têm direito a qualquer participação nos lucros distribuíveis do BCE, incluindo os proveitos decorrentes da repartição das notas de euro no Eurosistema, nem são obrigados a financiar quaisquer perdas incorridas pelo BCE.

## 16 ACONTECIMENTOS POSTERIORES À DATA DO BALANÇO

### ALTERAÇÕES À TABELA DE REPARTIÇÃO PARA SUBSCRIÇÃO DO CAPITAL DO BCE

Nos termos do artigo 29.º dos Estatutos do SEBC, as participações dos BCN no capital subscrito do BCE são ponderadas de acordo com as parcelas dos respectivos Estados-Membros no total da população e no PIB da UE, na mesma medida, com base nos dados transmitidos ao BCE pela Comissão Europeia. Essas ponderações são ajustadas de cinco em cinco anos<sup>17</sup>, tendo o seu segundo ajustamento após a instituição do BCE sido realizado em 1 de Janeiro de 2009. Com base na Decisão 2003/517/CE 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 BCE<sup>18</sup>, as participações dos BCN foram ajustadas em 1 de Janeiro de 2009, como descrito a seguir.

17 As ponderações são também ajustadas sempre que se verificam novas adesões à UE.

18 JO L 181, 19.7.2003, p. 43.

	Tabela de repartição para subscrição do capital de 1 de Janeiro de 2008 a 31 de Dezembro de 2008	Tabela de repartição para subscrição do capital a partir de 1 de Janeiro de 2009
	%	%
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2.4708	2.4256
Deutsche Bundesbank	20.5211	18.9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0.8885	1.1107
Bank of Greece	1.8168	1.9649
Banco de España	7.5498	8.3040
Banque de France	14.3875	14.2212
Banca d'Italia	12.5297	12.4966
Central Bank of Cyprus	0.1249	0.1369
Banque centrale du Luxembourg	0.1575	0.1747
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0.0622	0.0632
De Nederlandsche Bank	3.8937	3.9882
Oesterreichische Nationalbank	2.0159	1.9417
Banco de Portugal	1.7137	1.7504
Banka Slovenije	0.3194	0.3288
Národná banka Slovenska	-	0.6934

	Tabela de repartição para subscrição do capital de 1 de Janeiro de 2008 a 31 de Dezembro de 2008 %	Tabela de repartição para subscrição do capital a partir de 1 de Janeiro de 2009 %
Suomen Pankki – Finlands Bank	1.2448	1.2539
<b>Subtotal para os BCN da área do euro</b>	<b>69.6963</b>	<b>69.7915</b>
Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária)	0.8833	0.8686
Česká národní banka	1.3880	1.4472
Danmarks Nationalbank	1.5138	1.4835
Eesti Pank	0.1703	0.1790
Latvijas Banka	0.2813	0.2837
Lietuvos bankas	0.4178	0.4256
Magyar Nemzeti Bank	1.3141	1.3856
Narodowy Bank Polski	4.8748	4.8954
Banca Națională a României	2.5188	2.4645
Národná banka Slovenska	0.6765	-
Sveriges Riksbank	2.3313	2.2582
Bank of England	13.9337	14.5172
<b>Subtotal para os BCN não participantes na área do euro</b>	<b>30.3037</b>	<b>30.2085</b>
<b>Total</b>	<b>100.0000</b>	<b>100.0000</b>

## ENTRADA DA ESLOVÁQUIA NA ÁREA DO EURO

Ao abrigo da Decisão 2008/608/CE do Conselho, de 8 de Julho de 2008, tomada em conformidade com o n.º 2 do artigo 122.º do Tratado, a Eslováquia adoptou a moeda única em 1 de Janeiro de 2009. De acordo com o artigo 49.º-1 dos Estatutos do SEBC e a legislação adoptada pelo Conselho do BCE em 31 de Dezembro de 2008<sup>19</sup>, o Národná banka Slovenska transferiu para o BCE, em 1 de Janeiro de 2009, um montante de €37 216 407, que representa o remanescente da respectiva subscrição de capital do BCE. Nos termos do artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC, transferiu também para o BCE activos de reserva num valor total equivalente a €443 086 156, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2009. O montante total transferido foi determinado pela multiplicação do valor em euros, à taxa de câmbio prevalecente em 31 de Dezembro de 2008, dos activos de reserva já transferidos para o BCE, pelo rácio entre as participações

subscritas pelo Národná banka Slovenska e as participações já realizadas pelos outros BCN sem derrogação. Esses activos de reserva incluíam montantes em dólares dos EUA, sob a forma de títulos e de numerário, e ouro, numa proporção de, respectivamente, 85% e 15%.

Ao Národná banka Slovenska foram creditados activos, relacionados com o capital realizado e com os activos de reserva, equivalentes aos montantes transferidos. Estes activos serão tratados de forma idêntica aos activos dos outros BCN participantes (ver a nota 11, “Responsabilidades intra-Eurosistema”).

## EFEITO NO CAPITAL DO BCE

O ajustamento das ponderações dos BCN na tabela de repartição para subscrição do capital do BCE, em conjunto com a entrada da Eslováquia na área do euro, resultou num aumento de €5 100 251 no capital realizado do BCE.

## EFEITO NOS ACTIVOS DOS BCN EQUIVALENTES AOS ACTIVOS DE RESERVA TRANSFERIDOS PARA O BCE

Em termos líquidos, a alteração das ponderações dos BCN na tabela de repartição para subscrição do capital do BCE e a transferência de activos de reserva pelo Národná banka Slovenska resultou num aumento de €54 841 411 nos activos dos BCN correspondentes aos activos de reserva transferidos para o BCE.

<sup>19</sup> Decisão BCE/2008/33, de 31 de Dezembro de 2008, relativa à realização do capital, à transferência de activos de reserva e à contribuição para as reservas e provisões do Banco Central Europeu pelo Národná banka Slovenska, JO L 21, 24.1.2009, p. 83; Acordo, de 31 de Dezembro de 2008, entre o Banco Central Europeu e o Národná banka Slovenska relativo ao crédito atribuído ao Národná banka Slovenska pelo Banco Central Europeu ao abrigo do artigo 30.º-3 dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, JO L 18, 24.1.2009, p. 3.

## INSTRUMENTOS EXTRAPATRIMONIAIS

### 17 PROGRAMA AUTOMÁTICO DE CEDÊNCIA DE TÍTULOS

No contexto da gestão dos seus 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. Ao abrigo desse acordo, encontravam-se por liquidar, em 31 de Dezembro de 2008, operações reversíveis no montante de €1.2 mil milhões (€3.0 mil milhões, em 2007) (ver “Operações reversíveis”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

### 18 FUTUROS DE TAXAS DE JURO

Em 2008, foram utilizados futuros de taxas de juro em moeda estrangeira no âmbito da gestão dos activos de reserva e dos fundos próprios do BCE. Em 31 de Dezembro de 2008, estavam em curso as seguintes transacções:

Futuros de taxas de juro em moeda estrangeira	Valor contratual €
Aquisições	2 041 082 857
Vendas	1 209 470 518

Futuros de taxas de juro em euros	Valor contratual €
Aquisições	50 000 000
Vendas	33 000 000

### 19 SWAPS DE TAXA DE JURO

Em 31 de Dezembro de 2008, estavam em curso *swaps* de taxa de juro com um valor contratual de €459.3 milhões. Estas transacções foram realizadas no âmbito da gestão dos activos de reserva do BCE.

## 20 SWAPS E OPERAÇÕES CAMBIAIS A PRAZO

### GESTÃO DOS ACTIVOS DE RESERVA

No âmbito da gestão dos activos de reserva do BCE, em 31 de Dezembro de 2008, encontravam-se por liquidar activos no valor de €358.1 milhões e passivos no valor de €404.3 milhões, decorrentes de *swaps* e operações cambiais a prazo.

### OPERAÇÕES DE CEDÊNCIA DE LIQUIDEZ

Em 31 de Dezembro de 2008, encontravam-se por liquidar responsabilidades a prazo para com o Danmarks Nationalbank, no montante de €3.9 mil milhões, relacionadas com o acordo cambial recíproco (linha de *swap*) estabelecido com o BCE. Nos termos deste acordo, o BCE fornece fundos em euros ao Danmarks Nationalbank contra coroas dinamarquesas pelo prazo das transacções. Os fundos resultantes são utilizados para apoiar medidas destinadas a aumentar a liquidez nos mercados de financiamento de curto prazo em euros.

Além disso, na mesma data, estavam por liquidar activos a prazo sobre BCN e responsabilidades para com a Reserva Federal relacionados com operações de cedência de liquidez em dólares dos EUA a contrapartes do Eurosistema (ver a nota 9, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros”).

Encontravam-se também por liquidar, em 31 de Dezembro de 2008, activos a prazo sobre BCN e responsabilidades para com o Swiss National Bank, relacionados com operações de cedência de liquidez em francos suíços a contrapartes do Eurosistema (ver a nota 9, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros”).

## **21 ADMINISTRAÇÃO DOS EMPRÉSTIMOS OBTIDOS E CONCEDIDOS PELA 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 é responsável pela administração dos empréstimos obtidos e concedidos pela Comunidade Europeia ao abrigo do mecanismo de assistência financeira a médio prazo. Neste contexto, encontrava-se por liquidar, em 31 de Dezembro de 2008, um empréstimo da Comunidade Europeia à Hungria no montante de €2.0 mil milhões.

## **22 PROCESSOS PENDENTES**

A empresa Document Security Systems Inc. (DSSI) intentou uma acção de indemnização contra o BCE junto do Tribunal de Primeira Instância das Comunidades Europeias (TPICE) pela alegada violação, por parte do BCE na produção de notas de euro, dos direitos conferidos por uma patente da DSSI<sup>20</sup>. O TPICE julgou improcedente a acção de indemnização intentada contra o BCE<sup>21</sup>. Presentemente, o BCE tem pendentes acções de revogação da patente em diversas jurisdições nacionais. Além disso, tendo a firme convicção de que não violou a patente, o BCE irá também contestar qualquer acção por incumprimento que possa ser intentada pela DSSI junto dos tribunais nacionais competentes.

Em resultado do referido julgamento do TPICE, bem como das acções bem-sucedidas intentadas até à data pelo BCE em determinadas jurisdições nacionais para a revogação de partes da patente da DSSI, o BCE permanece confiante de que a possibilidade de ter de vir a pagar uma indemnização à DSSI é remota. O BCE continua a acompanhar activamente a evolução dos pleitos em curso.

<sup>20</sup> Patente Europeia n.º 0455 750 B1 da DSSI.

<sup>21</sup> Despacho do Tribunal de Primeira Instância de 5 de Setembro de 2007, Processo T-295/05. Disponível em [www.curia.eu](http://www.curia.eu).

## NOTAS À CONTA DE RESULTADOS

### 23 RESULTADO LÍQUIDO DE JUROS E DE CUSTOS E PROVEITOS EQUIPARADOS

#### JUROS E OUTROS PROVEITOS EQUIPARADOS DE ACTIVOS DE RESERVA

Esta rubrica inclui proveitos de juros, líquidos de custos de juros, relacionados com activos e passivos denominados em moeda estrangeira, como apresentado a seguir:

	2008 €	2007 €	Varição €
Juros e custos equiparados líquidos de operações a prazo e de <i>swap</i> em moeda estrangeira	(131 627 488)	0	(131 627 488)
<b>Juros e outros proveitos equiparados de activos de reserva (líquidos)</b>	<b>997 075 442</b>	<b>1 354 887 368</b>	<b>(357 811 926)</b>

	2008 €	2007 €	Varição €
Juros e proveitos equiparados de depósitos à ordem	11 202 181	24 052 321	(12 850 140)
Juros e proveitos equiparados de aplicações no mercado monetário	218 184 237	196 784 561	21 399 676
Juros e proveitos equiparados de operações de compra com acordo de revenda	42 404 485	138 079 630	(95 675 145)
Juros e proveitos equiparados de títulos	885 725 044	1 036 836 752	(151 111 708)
Juros e proveitos equiparados líquidos de <i>swaps</i> de taxa de juro	2 299 631	0	2 299 631
Juros e proveitos equiparados líquidos de operações a prazo e de <i>swap</i> em moeda estrangeira	0	19 766 033	(19 766 033)
<b>Total de juros e outros proveitos equiparados de activos de reserva</b>	<b>1 159 815 578</b>	<b>1 415 519 297</b>	<b>(255 703 719)</b>
Juros e custos equiparados de depósitos à ordem	(45 896)	(154 041)	108 145
Juros e custos equiparados de depósitos recebidos	(1 574 337)	0	(1 574 337)
Juros e custos equiparados líquidos de acordos de recompra	(29 492 415)	(60 476 997)	30 984 582
Juros e custos equiparados líquidos de <i>swaps</i> de taxa de juro	0	(891)	891

#### JUROS DA REPARTIÇÃO DAS NOTAS DE EURO NO EUROSISTEMA

Esta rubrica consiste nos proveitos do BCE decorrentes da sua participação no total de notas de euro emitidas. Os activos do BCE relativos à sua participação nas notas de euro são remunerados à última taxa marginal disponível para as operações principais de refinanciamento do Eurosistema. O aumento dos juros em 2008 reflectiu sobretudo o aumento geral do montante de notas de euro em circulação.

Estes proveitos são distribuídos aos BCN, tal como descrito em “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas. Com base na estimativa dos resultados financeiros do BCE para o exercício de 2008, bem como na decisão de transferir parte dos proveitos do BCE relativos às notas de euro em circulação para a provisão contra riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro (ver a nota 13, “Provisões”), o Conselho do BCE decidiu distribuir aos BCN da área do euro os proveitos remanescentes, no montante de €1.2 mil milhões, em conformidade com as respectivas participações no capital do BCE.

#### REMUNERAÇÃO DOS ACTIVOS DOS BCN RELACIONADOS COM OS ACTIVOS DE RESERVA TRANSFERIDOS

A remuneração paga aos BCN da área do euro pelos seus activos sobre o BCE relacionados com os activos de reserva 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

Nestas rubricas estão incluídos juros e outros proveitos equiparados no montante de €8.0 mil milhões (€3.9 mil milhões, em 2007) e custos no valor de €7.6 mil milhões (€3.8 mil milhões, em 2007) relativos a saldos relacionados com o TARGET2 (ver “Posições intra-SEBC/Posições intra-Eurosistema”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). Os resultados referentes a outros activos e passivos denominados em euros são igualmente aqui apresentados.

	2008 €	2007 €	Variação €
Perdas não realizadas decorrentes do preço de títulos	(2 164 000)	(15 864 181)	13 700 181
Perdas não realizadas decorrentes do preço de <i>swaps</i> de taxa de juro	(476 831)	(18 899)	(457 932)
Perdas cambiais não realizadas	(21 271)	(2 518 369 734)	2 518 348 463
Total de prejuízos não realizados	(2 662 102)	(2 534 252 814)	2 531 590 712

## 24 RESULTADOS REALIZADOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS

Os resultados líquidos realizados em operações financeiras em 2008 foram os seguintes:

	2008 €	2007 €	Variação €
Ganhos/(perdas) realizados líquidos decorrentes de títulos e de futuros de taxa de juro	349 179 481	69 252 941	279 926 540
Ganhos realizados líquidos decorrentes de câmbios e do preço do ouro	313 162 603	709 294 272	(396 131 669)
Ganhos realizados em operações financeiras	662 342 084	778 547 213	(116 205 129)

A redução global nos ganhos realizados líquidos decorrentes de câmbios e do preço do ouro em 2008 deve-se principalmente ao menor volume de ouro vendido no exercício (ver a nota 1, “Ouro e ouro a receber”).

## 25 PREJUÍZOS NÃO REALIZADOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS

No exercício de 2008, estes custos devem-se sobretudo a prejuízos não realizados relacionados com a diferença entre o custo de aquisição de títulos específicos e o seu valor de mercado em 30 de Dezembro de 2008.

## 26 RESULTADO LÍQUIDO DE COMISSÕES E DE OUTROS CUSTOS E PROVEITOS BANCÁRIOS

	2008 €	2007 €	Variação €
Comissões recebidas e outros proveitos bancários	588 052	263 440	324 612
Comissões pagas e outros custos bancários	(737 059)	(885 131)	148 072
Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários	(149 007)	(621 691)	472 684

Os proveitos registados nesta rubrica incluem sanções impostas às instituições de crédito pelo não cumprimento dos requisitos de reservas mínimas. Os custos dizem respeito a comissões a pagar relativamente a depósitos à ordem e a transacções de futuros de taxas de juro em moeda estrangeira (ver a nota 18, “Futuros de taxas de juro”).

## 27 RENDIMENTO DE AÇÕES E PARTICIPAÇÕES

Os dividendos recebidos relativos a acções do Banco de Pagamentos Internacionais (ver a nota 6, “Outros activos”) são registados nesta rubrica.

## 28 OUTROS PROVEITOS E GANHOS

Os outros proveitos diversos do exercício derivam principalmente das contribuições

de outros bancos centrais para o custo de um contrato de serviços mantido centralmente pelo BCE com um fornecedor externo de uma rede de tecnologias de informação, bem como da reposição na conta de resultados de provisões administrativas não utilizadas.

## 29 CUSTOS COM PESSOAL

Esta rubrica inclui remunerações, subsídios, custos com seguros e outros custos diversos no valor de €149.9 milhões (€141.7 milhões, em 2007). Os custos com pessoal, no montante de €1.1 milhões (€1.1 milhões, em 2007) relacionados com a construção da nova sede do BCE foram capitalizados e excluídos desta rubrica. 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.

Os membros da Comissão Executiva recebem um vencimento base e subsídios adicionais de residência e de representação. Ao Presidente do BCE é disponibilizada uma residência oficial, propriedade do BCE, em lugar de um subsídio de residência. Em conformidade com as condições de emprego do pessoal do BCE, os membros da Comissão Executiva têm direito a abono de lar, abono por filho a cargo e abono escolar, dependendo das respectivas circunstâncias pessoais. Os vencimentos base estão sujeitos a um imposto, que reverte em benefício das Comunidades Europeias, bem como a deduções relativas a contribuições para o plano de pensões e para os seguros de saúde e de acidentes. Os subsídios ou abonos não são tributáveis nem pensionáveis.

Os vencimentos base auferidos pelos membros da Comissão Executiva em 2008 e 2007 foram os seguintes:

	2008 €	2007 €
Jean-Claude Trichet (Presidente)	351 816	345 252
Lucas D. Papademos (Vice-Presidente)	301 548	295 920
Gertrude Tumpel-Gugerell (Membro da Comissão Executiva)	251 280	246 588
José Manuel González-Páramo (Membro da Comissão Executiva)	251 280	246 588
Lorenzo Bini Smaghi (Membro da Comissão Executiva)	251 280	246 588
Jürgen Stark (Membro da Comissão Executiva)	251 280	246 588
<b>Total</b>	<b>1 658 484</b>	<b>1 627 524</b>

Os subsídios ou abonos pagos aos membros da Comissão Executiva e os respectivos benefícios decorrentes das contribuições do BCE para os seguros de saúde e de acidentes totalizaram €600 523 (€579 842, em 2007), traduzindo-se num total de emolumentos que ascende a €2 259 007 (€2 207 366, em 2007).

São efectuados pagamentos, a título transitório, a ex-membros da Comissão Executiva durante um certo período após o termo do seu mandato. Em 2008, estes pagamentos e as contribuições do BCE para os seguros de saúde e de acidentes de ex-membros totalizaram €30 748 (€52 020, em 2007). Os pagamentos de pensões, incluindo subsídios relacionados, efectuados a ex-membros da Comissão Executiva ou aos seus descendentes e as contribuições para os seguros de saúde e de acidentes ascenderam a €306 798 (€249 902, em 2007).

Inclui-se também nesta rubrica um montante de €24.3 milhões (€27.2 milhões, em 2007) reconhecido em relação ao plano de reformas e

outros benefícios pós-emprego do BCE (ver a nota 12, “Outras responsabilidades”).

No final de 2008, o número efectivo, em equivalente a tempo inteiro, de pessoas com contrato com o BCE correspondia a 1536<sup>22</sup>, incluindo 144 com funções de gestão. No que se refere a alterações no número de pessoas empregadas ao longo de 2008, há a registar<sup>23</sup>:

	2008	2007
Em 1 de Janeiro	1 478	1 416
Novos membros	307	310
Demissões/fim de contrato	238	235
Redução líquida devido a variações no trabalho a tempo parcial	11	13
Em 31 de Dezembro	1 536	1 478
Média de pessoal empregado	1 499	1 448

### 30 CUSTOS ADMINISTRATIVOS

Esta rubrica inclui todos os outros custos correntes, nomeadamente rendas e manutenção das instalações, bens e equipamento não capitalizáveis, honorários e outros serviços e fornecimentos, assim como despesas relacionadas com o recrutamento, mudança, instalação, formação profissional e reafecção de pessoal.

### 31 CUSTOS DE PRODUÇÃO DE NOTAS

Estes custos estão relacionados com as despesas decorrentes do transporte transfronteiras de notas de euro entre BCN, para fazer face a flutuações inesperadas da procura, e foram suportados a nível central pelo BCE.

22 O pessoal em licença sem vencimento não é considerado. Este número inclui o pessoal com contratos permanentes, a termo ou de curto prazo, e os participantes no Programa para Licenciados do BCE, bem como pessoal em licença de parto ou com baixa por doença prolongada.

23 Em 2007, os números apresentados neste quadro incluíam o pessoal em licença sem vencimento e parental, mas excluíam o pessoal com contratos de curto prazo, assim como os funcionários de outros bancos centrais do SEBC com comissões de serviço temporário no BCE e os participantes no Programa para Licenciados do BCE. Considerou-se que a alteração da apresentação dos valores para 2008 tornaria esses dados mais úteis para os utilizadores das demonstrações financeiras. Os valores referentes a 2007 foram ajustados em conformidade.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Olaf-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olaf-Palme-Straße 35  
60439 Frankfurt am Main  
Postfach 50 03 64  
60393 Frankfurt am Main  
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0

25 February 2009

## Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2008, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

### *Opinion*

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2008, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 25 February 2009

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Jürgen Rönning  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton  
ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer

**Esta informação, que o BCE disponibiliza por cortesia, é uma tradução do relatório de auditoria ao BCE.  
Em caso de divergências de conteúdo, faz fé a versão inglesa assinada pela PWC.**

Ao Presidente e ao Conselho do Banco Central Europeu  
Frankfurt am Main

25 de Fevereiro de 2009

## **Relatório de auditoria independente**

Auditámos as contas anuais do Banco Central Europeu, que incluem o balanço em 31 de Dezembro de 2008, a conta de resultados do exercício findo na mesma data e um resumo das políticas contabilísticas relevantes e outras notas explicativas.

### *A responsabilidade da Comissão Executiva do Banco Central Europeu pelas contas anuais*

A Comissão Executiva é responsável pela preparação e apresentação apropriada destas contas anuais em conformidade com os princípios definidos pelo Conselho do BCE e estabelecidos na Decisão BCE/2006/17 relativa às contas anuais do Banco Central Europeu, com as alterações que lhe foram introduzidas. Esta atribuição inclui: a concepção, implementação e manutenção do controlo interno relevante para a preparação e a apresentação apropriada das contas anuais, sem distorções materialmente relevantes, quer devido a fraude quer a erro, a selecção e aplicação das políticas contabilísticas adequadas e a elaboração de estimativas das contas que, nas circunstâncias, sejam razoáveis.

### *Responsabilidade do auditor*

A nossa responsabilidade consiste na emissão de um parecer sobre as contas anuais baseado na auditoria por nós efectuada. A nossa auditoria foi conduzida de acordo com as normas internacionais de auditoria. Estas normas exigem que satisfaçamos os requisitos éticos e planeemos e executemos a auditoria por forma a obtermos um grau de segurança razoável sobre se as referidas contas anuais contêm, ou não, distorções materialmente relevantes.

Uma auditoria envolve a execução de procedimentos com vista a obter as evidências que suportam os valores e informações constantes nas contas anuais. Os procedimentos seleccionados dependem do que o auditor considerar como adequado, incluindo a avaliação dos riscos de distorção material das contas anuais, quer devido a fraude quer a erro. Na avaliação destes riscos, o auditor tem em conta o controlo interno relevante para a preparação e a apresentação apropriada das contas anuais da entidade por forma a seleccionar procedimentos de auditoria adequados às circunstâncias, mas não com o objectivo de expressar um parecer relativo à eficácia do controlo interno da entidade. Uma auditoria inclui igualmente uma apreciação das políticas contabilísticas utilizadas e da razoabilidade das estimativas das contas efectuadas pela gestão, bem como a apreciação da apresentação geral das contas anuais.

Em nosso entender, as evidências de auditoria que obtivemos constituem uma base suficiente e adequada para a emissão do nosso parecer.

### *Parecer*

Em nossa opinião, as contas anuais, elaboradas de acordo com os princípios contabilísticos definidos pelo Conselho do BCE e estabelecidos na Decisão BCE/2006/17 relativa às contas anuais do Banco Central Europeu, com as alterações que lhe foram introduzidas, apresentam uma imagem verdadeira e apropriada da situação financeira do Banco Central Europeu em 31 de Dezembro de 2008 e dos resultados do exercício findo nessa data.

Frankfurt am Main, 25 de Fevereiro de 2009

**PricewaterhouseCoopers**  
**Aktiengesellschaft**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Jens Rönnberg  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer



## NOTA SOBRE A DISTRIBUIÇÃO DOS PROVEITOS/ REPARTIÇÃO DOS PREJUÍZOS

*Esta nota não é parte integrante das demonstrações financeiras do BCE para o exercício de 2008.*

### PROVEITOS RELACIONADOS COM A PARTICIPAÇÃO DO BCE NO TOTAL DE NOTAS DE EURO EM CIRCULAÇÃO

Em 2007, os proveitos decorrentes da participação do BCE no total de notas de euro em circulação ascenderam a €2004 milhões, tendo a totalidade desse montante sido retida, na sequência de uma decisão do Conselho do BCE, para assegurar que a distribuição total dos lucros do BCE relativos ao exercício não excedesse o resultado líquido para esse exercício. No que diz respeito a 2008, um montante de €1206 milhões, incluindo parte dos proveitos referentes à participação do BCE no total de notas de euro em circulação, foi distribuído aos BCN em 5 de Janeiro de 2009, proporcionalmente às participações que realizaram no capital do BCE.

### DISTRIBUIÇÃO DE PROVEITOS/COBERTURA DOS PREJUÍZOS

Nos termos do artigo 33.º dos Estatutos do SEBC, o lucro líquido do BCE deverá ser transferido da seguinte forma:

- (a) um montante a determinar pelo Conselho do BCE, que não pode ser superior a 20% do lucro líquido, será transferido para o fundo de reserva geral, até ao limite de 100% do capital; e
- (b) o remanescente do lucro líquido será distribuído aos accionistas do BCE proporcionalmente às participações que tiverem realizado.

Na eventualidade de o BCE registar perdas, estas podem ser cobertas pelo fundo de reserva geral do BCE e, se necessário, por decisão do Conselho do BCE, pelos proveitos monetários do exercício financeiro correspondente, proporcionalmente e até aos montantes repartidos entre os BCN, de

acordo com o disposto no artigo 32.º-5 dos Estatutos do SEBC<sup>1</sup>.

O Conselho do BCE decidiu, em 5 de Março de 2009, não efectuar qualquer transferência para o fundo de reserva geral e distribuir o saldo remanescente de €117 milhões pelos BCN da área do euro, proporcionalmente ao capital por eles realizado.

Os BCN fora da área do euro não têm direito a receber qualquer percentagem dos lucros do BCE.

	2008	2007
	€	€
Resultado do exercício	1 322 253 536	0
Proveitos do BCE decorrentes da emissão de notas de euro distribuídos aos BCN	(1 205 675 418)	0
Lucro do exercício após a distribuição dos proveitos do BCE decorrentes da emissão de notas de euro	116 578 118	0
Distribuição dos lucros aos BCN	(116 578 118)	0
Total	0	0

<sup>1</sup> Nos termos do artigo 32.º-5 dos Estatutos do SEBC, o total dos proveitos monetários dos BCN participantes será repartido entre os mesmos proporcionalmente às participações que tiverem realizado no capital do BCE.

## 5 BALANÇO CONSOLIDADO DO EUROSISTEMA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2008

(MILHÕES DE EUROS)

ACTIVO	31 DE DEZEMBRO DE 2008 <sup>1</sup>	31 DE DEZEMBRO DE 2007 <sup>2</sup>
<b>1 Ouro e ouro a receber</b>	<b>217 722</b>	<b>201 584</b>
<b>2 Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>160 372</b>	<b>139 030</b>
2.1 Fundo Monetário Internacional	13 192	9 057
2.2 Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos	147 180	129 973
<b>3 Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>234 293</b>	<b>41 975</b>
<b>4 Activos sobre não residentes na área do euro denominados em euros</b>	<b>18 651</b>	<b>18 822</b>
4.1 Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos	18 651	18 822
4.2 Facilidade de crédito no âmbito do MTC II	0	0
<b>5 Créditos a instituições de crédito da área euro relacionados com operações de política monetária denominados em euros</b>	<b>860 312</b>	<b>637 178</b>
5.1 Operações principais de refinanciamento	239 527	368 607
5.2 Operações de refinanciamento de prazo alargado	616 662	268 477
5.3 Operações ocasionais de regularização reversíveis	0	0
5.4 Operações estruturais reversíveis	0	0
5.5 Facilidade permanente de cedência de liquidez	4 057	91
5.6 Créditos relacionados com o valor de cobertura adicional	66	2
<b>6 Outros activos sobre instituições de crédito da área do euro denominados em euros</b>	<b>56 988</b>	<b>23 798</b>
<b>7 Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros</b>	<b>271 196</b>	<b>143 983</b>
<b>8 Crédito à Administração Pública denominado em euros</b>	<b>37 438</b>	<b>37 062</b>
<b>9 Outros activos</b>	<b>218 134</b>	<b>264 454</b>
<b>Total do activo</b>	<b>2 075 107</b>	<b>1 507 887</b>

Os totais e subtotais podem não corresponder devido a arredondamentos.

1 Os valores consolidados em 31 de Dezembro de 2008 incluem também o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, membros do Eurosistema desde 1 de Janeiro de 2008.

2 Os dados comparativos em 31 de Dezembro de 2007 foram revistos de forma a incluírem as reclassificações realizadas em 31 de Dezembro de 2008.

PASSIVO	31 DE DEZEMBRO DE 2008	31 DE DEZEMBRO DE 2007
<b>1 Notas em circulação</b>	<b>762 921</b>	<b>676 678</b>
<b>2 Responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro relacionadas com operações de política monetária denominadas em euros</b>	<b>492 310</b>	<b>379 183</b>
2.1 Depósitos à ordem (incluindo reservas obrigatórias)	291 710	267 337
2.2 Facilidade permanente de depósito	200 487	8 831
2.3 Depósitos a prazo	0	101 580
2.4 Operações ocasionais de regularização reversíveis	0	0
2.5 Depósitos relacionados com o valor de cobertura adicional	113	1 435
<b>3 Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro denominadas em euros</b>	<b>328</b>	<b>126</b>
<b>4 Certificados de dívida emitidos</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Responsabilidades para com outros residentes na área do euro denominadas em euros</b>	<b>91 077</b>	<b>46 183</b>
5.1 Administração Pública	83 282	38 115
5.2 Outras responsabilidades	7 794	8 069
<b>6 Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros</b>	<b>293 592</b>	<b>45 094</b>
<b>7 Responsabilidades para com residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira</b>	<b>5 723</b>	<b>2 490</b>
<b>8 Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira</b>	<b>10 258</b>	<b>15 553</b>
8.1 Depósitos, saldos e outras responsabilidades	10 258	15 553
8.2 Responsabilidades decorrentes da facilidade de crédito no âmbito do MTC II	0	0
<b>9 Atribuição de contrapartidas de direitos de saque especiais pelo FMI</b>	<b>5 465</b>	<b>5 279</b>
<b>10 Outras responsabilidades</b>	<b>166 500</b>	<b>123 076</b>
<b>11 Contas de reavaliação</b>	<b>175 735</b>	<b>147 123</b>
<b>12 Capital e reservas</b>	<b>71 200</b>	<b>67 101</b>
<b>Total do passivo</b>	<b>2 075 107</b>	<b>1 507 887</b>



**ANEXOS**

## INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS PELO BCE

O quadro seguinte apresenta uma lista dos instrumentos jurídicos que foram adoptados pelo BCE em 2008 e no início de 2009 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 a secção *Legal framework* (Quadro jurídico) no *site* do BCE.

Número	Título	Referência do JO
BCE/2008/1	Recomendação do Banco Central Europeu, de 28 de Janeiro de 2008, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do Suomen Pankki	JO C 29, 1.2.2008, p. 1
BCE/2008/2	Recomendação do Banco Central Europeu, de 30 de Abril de 2008, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do Banco Central Europeu	JO C 114, 9.5.2008, p. 1
BCE/2008/3	Decisão do Banco Central Europeu, de 15 de Maio de 2008, relativa aos procedimentos de acreditação de segurança dos fabricantes de elementos protegidos das notas de euro	JO L 140, 30.5.2008, p. 26
BCE/2008/4	Orientação do Banco Central Europeu, de 19 de Junho de 2008, que altera a Orientação BCE/2006/9 relativa a determinados preparativos com vista à passagem para o euro fiduciário e ao fornecimento e subfornecimento prévios de notas e moedas de euro fora da área do euro	JO L 176, 4.7.2008, p. 16
BCE/2008/5	Orientação do Banco Central Europeu, de 20 de Junho de 2008, relativa à gestão dos activos de reserva do Banco Central Europeu pelos bancos centrais nacionais e à documentação legal para as operações envolvendo os referidos activos (reformulação)	JO L 192, 19.7.2008, p. 63
BCE/2008/6	Orientação do Banco Central Europeu, de 26 de Agosto de 2008, que altera a Orientação BCE/2002/7 relativa às exigências de informação estatística do Banco Central Europeu em matéria de contas financeiras trimestrais	JO L 259, 27.9.2008, p. 12
BCE/2008/7	Orientação do Banco Central Europeu, de 5 de Setembro de 2008, que altera a Orientação BCE/2005/5, de 17 de Fevereiro de 2005, relativa às exigências de informação estatística do Banco Central Europeu e aos procedimentos para o intercâmbio dessa informação no seio do Sistema Europeu de Bancos Centrais em matéria de estatísticas das finanças públicas	JO L 276, 17.10.2008, p. 32
BCE/2008/8	Orientação do Banco Central Europeu, de 11 de Setembro de 2008, relativa à compilação de dados respeitantes ao euro e ao funcionamento do Sistema de Informação sobre o Numerário 2	JO L 346, 23.12.2008, p. 89
BCE/2008/9	Recomendação referente a um regulamento do Conselho que altera o Regulamento (CE) n.º 2533/98 do Conselho relativo à compilação de informação estatística pelo Banco Central Europeu	JO C 251, 3.10.2008, p. 1

<b>Número</b>	<b>Título</b>	<b>Referência do JO</b>
BCE/2008/10	Regulamento (CE) n.º 1052/2008 do Banco Central Europeu, de 22 de Outubro de 2008, que altera o Regulamento (CE) n.º 1745/2003 (BCE/2003/9) relativo à aplicação das reservas mínimas obrigatórias	JO L 282, 25.10.2008, p. 14
BCE/2008/11	Regulamento (CE) n.º 1053/2008 do Banco Central Europeu, de 23 de Outubro de 2008, relativo a alterações de carácter temporário às regras respeitantes aos activos elegíveis como garantia	JO L 282, 25.10.2008, p. 17
BCE/2008/13	Orientação do Banco Central Europeu, de 23 de Outubro de 2008, que altera a Orientação BCE/2000/7 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema	JO L 36, 5.2.2009, p. 31
BCE/2008/14	Decisão do Banco Central Europeu, de 28 de Outubro de 2008, relativa às disposições transitórias em matéria de aplicação das reservas mínimas pelo Banco Central Europeu na sequência da introdução do euro na Eslováquia	JO L 319, 29.11.2008, p. 73
BCE/2008/15	Decisão do Banco Central Europeu, de 14 de Novembro de 2008, que estabelece medidas de aplicação do Regulamento BCE/2008/11, de 23 de Outubro de 2008, relativo a alterações de carácter temporário às regras respeitantes aos activos elegíveis como garantia	JO L 309, 20.11.2008, p. 8
BCE/2008/16	Recomendação do Banco Central Europeu, de 17 de Novembro de 2008, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação dos auditores externos do Banque centrale du Luxembourg	JO C 299, 22.11.2008, p. 5
BCE/2008/17	Decisão do Banco Central Europeu, de 17 de Novembro de 2008, que estabelece o regime de contratação pública conjunta do Eurosistema	JO L 319, 29.11.2008, p. 76
BCE/2008/18	Orientação do Banco Central Europeu, de 21 de Novembro de 2008, relativa a alterações de carácter temporário às regras respeitantes à elegibilidade dos activos de garantia	JO L 314, 25.11.2008, p. 14
BCE/2008/19	Recomendação do Banco Central Europeu, de 5 de Dezembro de 2008, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	JO C 322, 17.12.2008, p. 1
BCE/2008/20	Decisão do Banco Central Europeu, de 11 de Dezembro de 2008, relativa à aprovação do limite de emissão de moeda metálica em 2009	JO L 352, 31.12.2008, p. 58
BCE/2008/21	Orientação do Banco Central Europeu, de 11 de Dezembro de 2008, que altera a Orientação BCE/2006/16 relativa ao enquadramento jurídico dos processos contabilísticos e da prestação de informação financeira no âmbito do Sistema Europeu de Bancos Centrais	JO L 36, 5.2.2009, p. 46

<b>Número</b>	<b>Título</b>	<b>Referência do JO</b>
BCE/2008/22	Decisão do Banco Central Europeu, de 11 de Dezembro de 2008, que altera a Decisão BCE/2006/17 relativa às contas anuais do Banco Central Europeu	JO L 36, 5.2.2009, p. 22
BCE/2008/23	Decisão do Banco Central Europeu, de 12 de Dezembro de 2008, relativa à participação percentual dos bancos centrais nacionais na tabela de repartição para a subscrição do capital do Banco Central Europeu	JO L 21, 24.1.2009, p. 66
BCE/2008/24	Decisão do Banco Central Europeu, de 12 de Dezembro de 2008, que estabelece as medidas necessárias à realização do capital do Banco Central Europeu pelos bancos centrais nacionais participantes	JO L 21, 24.1.2009, p. 69
BCE/2008/25	Decisão do Banco Central Europeu, de 12 de Dezembro de 2008, 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 21, 24.1.2009, p. 71
BCE/2008/26	Decisão do Banco Central Europeu, de 12 de Dezembro 2008, que altera a Decisão BCE/2001/15 relativa à emissão de notas de euro	JO L 21, 24.1.2009, p. 75
BCE/2008/27	Decisão do Banco Central Europeu, de 12 de Dezembro 2008, 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	JO L 21, 24.1.2009, p. 77
BCE/2008/28	Decisão do Banco Central Europeu, de 15 de Dezembro de 2008, que estabelece as medidas necessárias à realização do capital do Banco Central Europeu pelos bancos centrais nacionais não participantes	JO L 21, 24.1.2009, p. 81
BCE/2008/29	Decisão do Banco Central Europeu, de 18 de Dezembro de 2008, relativa ao adiamento do início da aplicação do sistema de rotação no Conselho do Banco Central Europeu	JO L 3, 7.1.2009, p. 4
BCE/2008/30	Regulamento (CE) n.º 24/2009 do Banco Central Europeu, de 19 de Dezembro de 2008, relativo às estatísticas dos activos e passivos das sociedades de titularização envolvidas em operações de titularização	JO L 15, 20.1.2009, p. 1
BCE/2008/31	Orientação do Banco Central Europeu, de 19 de Dezembro de 2008, que altera a Orientação BCE/2007/9 relativa às estatísticas monetárias e de instituições e mercados financeiros (reformulação)	JO L 53, 26.2.2009, p. 76

<b>Número</b>	<b>Título</b>	<b>Referência do JO</b>
BCE/2008/32	Regulamento (CE) n.º 25/2009 do Banco Central Europeu, de 19 de Dezembro de 2008, relativo ao balanço do sector das instituições financeiras monetárias (reformulação)	JO L 15, 20.1.2009, p. 14
BCE/2008/33	Decisão do Banco Central Europeu, de 31 de Dezembro de 2008, relativa à realização do capital, à transferência de activos de reserva e à contribuição para as reservas e provisões do Banco Central Europeu pelo Národná banka Slovenska	JO L 21, 24.1.2009, p. 83
BCE/2009/1	Orientação do Banco Central Europeu, de 20 de Janeiro de 2009, que altera a Orientação BCE/2000/7 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema	JO L 36, 5.2.2009, p. 59
BCE/2009/2	Decisão do Banco Central Europeu, de 27 de Janeiro de 2009, que altera a Decisão BCE/2007/5 que aprova o Regime de Aquisições	JO L 51, 24.2.2009, p. 10
BCE/2009/3	Recomendação do Banco Central Europeu, de 16 de Fevereiro de 2009, ao Conselho da União Europeia, relativa à nomeação do auditor externo do Deutsche Bundesbank	JO C 43, 21.2.2009, p. 1

## PARECERES ADOPTADOS PELO BCE

O quadro seguinte apresenta uma lista dos pareceres adoptados pelo BCE em 2008 e no início de 2009, 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-Membro<sup>1</sup>

Número <sup>2</sup>	Origem	Assunto
CON/2008/1	Chipre	Controlo da reprodução de notas e moedas de euro em Chipre
CON/2008/2	República Checa	Repartição de competências entre o Česká národní banka e o Ministério das Finanças para a elaboração e apresentação ao Governo de certos projectos de disposições legais
CON/2008/3	Alemanha	Legislação alemã em matéria de moeda metálica
CON/2008/4	Suécia	Alterações aos Estatutos do Sveriges Riksbank no que respeita à duração do mandato dos membros da sua Comissão Executiva
CON/2008/5	Polónia	Alterações relativas ao modelo de governação, supervisão e financiamento do sistema de protecção dos depósitos, em especial no que se refere à participação do Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	Portugal	Princípios, normas e estrutura do Sistema Estatístico Nacional e funções do Banco de Portugal
CON/2008/7	Roménia	Alterações às leis dos cheques, letras e livranças
CON/2008/8	França	Consequências para o respectivo regime monetário da alteração do estatuto de Saint-Martin e Saint-Barthélemy no quadro da lei francesa
CON/2008/9	Alemanha	Relações de trabalho entre o Deutsche Bundesbank e os membros do seu pessoal
CON/2008/10	Itália	Retribuições no Banca d'Italia e reforma estrutural da conta do Tesouro no Banca d'Italia
CON/2008/11	Portugal	Supervisão dos revisores oficiais de contas e funções do Banco de Portugal nesta matéria
CON/2008/13	Grécia	Reforma do sistema de segurança social grego no que respeita ao Bank of Greece
CON/2008/14	Estónia	Alterações administrativas introduzidas na Lei do Eesti Pank

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> As consultas estão numeradas pela ordem da sua adopção pelo Conselho do BCE.

Número <sup>2</sup>	Origem	Assunto
CON/2008/16	Finlândia	Fusão da supervisão financeira com a supervisão de seguros
CON/2008/17	Luxemburgo	Poderes do Banque centrale du Luxembourg e regime de pensões dos seus funcionários
CON/2008/18	Eslováquia	Alterações ao regime legislativo dos sistemas de pagamentos visando assegurar a sua compatibilidade com o Tratado e facilitar a migração do sistema de pagamentos nacional para o TARGET2
CON/2008/20	Polónia	Papel do Narodowy Bank Polski no tocante à compensação e liquidação de títulos e à central de depósito de títulos
CON/2008/21	República Checa	Projecto de lei relativo ao Česká národní banka
CON/2008/23	Eslováquia	Projecto de disposições legislativas referentes à dupla afixação nos sectores bancário, de mercado de capitais, indústria dos seguros e poupanças de pensões e às regras para o arredondamento relativamente a certas categorias de títulos
CON/2008/24	Grécia	Derrogação à lei das sociedades comerciais relativamente a certas operações das instituições de crédito
CON/2008/25	Eslováquia	Dupla afixação de preços na indústria do jogo
CON/2008/26	Polónia	Regras para a troca de notas e moedas danificadas
CON/2008/27	Eslováquia	Afixação dupla de preços e regras de arredondamento nos sectores do trabalho e da segurança social
CON/2008/29	Bulgária	Alterações à lei estatística
CON/2008/30	Áustria	Criação de seguros de vida orientados para o investimento e de normas deontológicas para as seguradoras
CON/2008/31	Roménia	Alterações aos Estatutos do Banca Națională a României
CON/2008/32	Polónia	Alterações relacionadas com a governação, supervisão e modo de financiamento do sistema de protecção de depósitos, nomeadamente no que respeita à participação do Narodowy Bank Polski
CON/2008/33	Bélgica	Criação da comissão de auditoria do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2008/34	Suécia	Independência financeira do Sveriges Riksbank
CON/2008/35	Dinamarca	Cessação do curso legal da moeda de menor valor facial
CON/2008/36	Letónia	Legislação em matéria de notas e moedas

Número <sup>2</sup>	Origem	Assunto
CON/2008/38	Malta	Quadro relativo à recirculação das notas de euro pelas instituições de crédito e outras entidades que operam profissionalmente com numerário
CON/2008/39	Polónia	Comité de Estabilidade Financeira
CON/2008/40	Eslováquia	Regras detalhadas adicionais relativas à passagem para o euro
CON/2008/41	Áustria	Financiamento de uma contribuição austríaca para o alívio da dívida da Libéria
CON/2008/42	Luxemburgo	Alterações que possibilitam ao Banque centrale du Luxembourg dar uma contribuição mais eficaz para a estabilidade financeira e que clarificam o regime de reservas mínimas
CON/2008/43	Eslovénia	Restrições e proibições aplicáveis aos titulares de cargos públicos
CON/2008/44	Irlanda	Medidas de apoio financeiro a instituições de crédito
CON/2008/46	Bélgica	Garantia do Estado relativa ao crédito concedido pelo Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique no contexto da contribuição deste para a estabilidade financeira
CON/2008/47	Suécia	Câmbio e retirada de circulação de notas e moedas
CON/2008/48	Irlanda	Aplicação de medidas de apoio financeiro a instituições de crédito
CON/2008/49	Alemanha	Substituição de moedas de euro e de moedas de euro comemorativas alemãs
CON/2008/50	Bélgica	Aval do Estado para cobertura dos passivos das instituições de crédito
CON/2008/51	Grécia	Sistemas de garantia de depósitos e protecção dos investidores
CON/2008/52	Espanha	Criação de um fundo para a aquisição de activos financeiros e outras medidas do Governo em prol da estabilidade financeira
CON/2008/53	Polónia	Alargamento do regime jurídico do Narodowy Bank Polski relativo à recolha de informação estatística
CON/2008/54	Dinamarca	Plano de estabilidade financeira que garante a cobertura total dos direitos de crédito dos depositantes e credores não privilegiados

<b>Número<sup>2</sup></b>	<b>Origem</b>	<b>Assunto</b>
CON/2008/55	Áustria	Medidas legislativas que visam restabelecer a estabilidade do mercado financeiro
CON/2008/56	França	Concessão de avales estatais visando contribuir para a estabilidade financeira
CON/2008/57	Alemanha	Criação de um Fundo de Estabilização do Mercado Financeiro e outras medidas relativas à estabilidade financeira
CON/2008/58	Itália	Medidas que visam garantir a estabilidade do sistema bancário
CON/2008/59	Suécia	Medidas de estabilização do sistema financeiro
CON/2008/60	Espanha	Operações do Fundo para a aquisição de activos financeiros
CON/2008/61	Bélgica	Protecção de depósitos e de determinados produtos de seguro de vida
CON/2008/62	Suécia	Concessão de avales estatais a bancos e empresas do mercado de crédito
CON/2008/64	Bélgica	Gestão da informação relativa aos emitentes no contexto da desmaterialização dos respectivos títulos
CON/2008/65	Itália	Aplicação das medidas de garantia da estabilidade do sistema bancário
CON/2008/66	Lituânia	Alterações ao regime de reservas mínimas obrigatórias
CON/2008/67	Espanha	Condições para a concessão de avales do Estado
CON/2008/68	Finlândia	Medidas de estabilidade financeira relacionadas com o fundo de garantia estatal
CON/2008/69	Irlanda	Ampliação do âmbito do Sistema de Garantia de Depósitos
CON/2008/71	Bulgária	Criação de um registo de instituições financeiras gerido pelo Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária)
CON/2008/72	Roménia	Utilização de activos de reserva para fins relacionados com o turismo
CON/2008/73	Bulgária	Alterações aos estatutos do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária) com vista à introdução do euro
CON/2008/74	Bélgica	Aval do Estado que visa evitar saídas de liquidez

Número <sup>2</sup>	Origem	Assunto
CON/2008/75	Finlândia	Investimentos de capital do Estado em bancos de depósito
CON/2008/76	Eslovénia	Avais estatais e outras medidas destinadas à preservação da estabilidade do sistema financeiro
CON/2008/78	Bulgária	Papel do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária) relativamente às instituições de pagamentos e aos operadores de sistemas de pagamentos, e ainda à superintendência dos sistemas de pagamentos e de liquidação
CON/2008/79	Grécia	Medidas destinadas a aumentar a liquidez na economia
CON/2008/80	Polónia	Concessão de apoio às instituições financeiras pelo Tesouro Público
CON/2008/81	Hungria	Medidas tendentes ao reforço do sistema de intermediários financeiros para preservação da estabilidade financeira
CON/2008/82	Espanha	Entrega dos lucros do Banco de España ao Tesouro
CON/2008/83	Hungria	Harmonização dos estatutos do Magyar Nemzeti Bank com a legislação comunitária
CON/2008/85	França	Modernização do regime jurídico dos instrumentos financeiros
CON/2008/86	Eslováquia	Circulação de moeda em numerário
CON/2008/87	Espanha	Alterações à Lei relativa aos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários
CON/2008/88	Eslovénia	Critérios e condições para a concessão de um aval do Estado
CON/2008/89	Letónia	Instrumentos de política monetária
CON/2008/90	Hungria	Processamento e distribuição de notas e moedas e medidas técnicas para prevenir a contrafacção
CON/2008/91	Bélgica	Aplicação ao Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique das restrições referentes ao pagamento de indemnizações por despedimento aos directores executivos de sociedades cotadas em bolsa
CON/2008/92	Eslovénia	Critérios e condições para a concessão de empréstimos estatais
CON/2009/2	Letónia	Concessão de avais estatais a empréstimos bancários

<b>Número<sup>2</sup></b>	<b>Origem</b>	<b>Assunto</b>
CON/2009/3	Eslovénia	Condições para o investimento de capital do Estado e para trocas de dívida por capital accionista ao abrigo da Lei das Finanças Públicas
CON/2009/4	Bélgica	Alterações às regras que regem a repartição dos rendimentos do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e a afectação dos seus lucros ao Estado Belga
CON/2009/5	Áustria	Pagamento a efectuar pelo Oesterreichische Nationalbank relativo ao proposto aumento da quota da Áustria no FMI
CON/2009/6	Dinamarca	Prorrogação do plano de estabilidade financeira que garante a cobertura total dos direitos de crédito dos depositantes e credores não privilegiados e regime de concessão de capital do Estado a instituições de crédito
CON/2009/7	Luxemburgo	Papel do Banque centrale du Luxembourg na compilação de determinadas estatísticas
CON/2009/8	Suécia	Cessação do curso legal da moeda de menor valor facial e alterações às regras de arredondamento
CON/2009/9	Hungria	Regras de funcionamento da central de depósito de títulos, da câmara de compensação e da contraparte central
CON/2009/10	Letónia	Regime de garantia de depósitos e papel da autoridade de supervisão em processos de insolvência
CON/2009/11	Letónia	Compensações pagas pelo Estado no contexto de aquisições no sector bancário
CON/2009/12	Chipre	Modalidades de concessão de empréstimos e avales estatais em situações de emergência
CON/2009/13	Bulgária	Crítérios de elegibilidade adicionais relativos aos membros do Conselho do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária) e novas regras para a prestação de informações a este respeito
CON/2009/15	Irlanda	Medidas de apoio financeiro relacionadas com a remuneração dos funcionários públicos
CON/2009/16	Irlanda	Legislação que permite ao Ministro das Finanças dar instruções ao Fundo Nacional de Reserva de Pensões para investir em instituições financeiras no contexto da recapitalização de bancos

**(b) Pareceres do BCE na sequência de uma consulta por uma instituição europeia<sup>3</sup>**

<b>Número<sup>4</sup></b>	<b>Origem</b>	<b>Assunto</b>	<b>Referência do JO</b>
CON/2008/12	Conselho da UE	Estatísticas comunitárias do comércio externo com países terceiros	JO C 70, 15.3.2008, p. 1
CON/2008/15	Conselho da UE	Codificação do Regulamento do Conselho relativo à aplicação do protocolo sobre o procedimento relativo aos défices excessivos	JO C 88, 9.4.2008, p. 1
CON/2008/19	Conselho da UE	Introdução do procedimento de regulamentação com controlo relativamente a certos actos estatísticos	JO C 117, 14.5.2008, p. 1
CON/2008/22	Comissão Europeia	Medidas de aplicação do Regulamento sobre as estatísticas relativas às ofertas de emprego na Comunidade no tocante aos procedimentos de ajuste sazonal, aos relatórios de qualidade, à recolha de dados, às especificações para a transmissão dos dados e aos estudos de viabilidade	JO C 134, 31.5.2008, p. 10
CON/2008/28	Conselho da UE	Introdução do euro na Eslováquia e taxa de conversão para o euro da coroa eslovaca	JO C 180, 17.7.2008, p. 1
CON/2008/37	Conselho da UE	Alteração, no respeitante aos sistemas interligados e aos créditos sobre terceiros, da Directiva relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários e da Directiva relativa aos acordos de garantia financeira	JO C 216, 23.8.2008, p. 1
CON/2008/45	Conselho da UE	Medalhas e fichas similares a moedas em euros	JO C 283, 7.11.2008, p. 1
CON/2008/63	Comissão Europeia	Nova decisão relativa ao Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária	JO C 45, 24.2.2009, p. 1
CON/2008/70	Conselho da UE	Alterações à Directiva relativa aos sistemas de garantia de depósitos no que respeita ao nível de cobertura e ao prazo de reembolso	JO C 314, 9.12.2008, p. 1
CON/2008/77	Conselho da UE	Proposta de Regulamento do Conselho que estabelece um mecanismo de apoio financeiro a médio prazo às balanças de pagamentos dos Estados-Membros	JO C 328, 23.12.2008, p. 1

<sup>3</sup> Também publicados no *site* do BCE.

<sup>4</sup> As consultas estão numeradas pela ordem da sua adopção pelo Conselho do BCE.

<b>Número<sup>4</sup></b>	<b>Origem</b>	<b>Assunto</b>	<b>Referência do JO</b>
CON/2008/84	Conselho da UE	Directiva relativa ao acesso à actividade das instituições de moeda electrónica e ao seu exercício, bem como à sua supervisão prudencial	JO C 30, 6.2.2009, p. 1
CON/2009/1	Conselho da UE	Novo regulamento relativo aos pagamentos transfronteiras na Comunidade	JO C 21, 28.1.2009, p. 1
CON/2009/14	Comissão Europeia	Padrões para o tratamento de produtos sazonais no Índice Harmonizado de Preços no Consumidor	Ainda não publicado

# CRONOLOGIA DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA <sup>1</sup>

## 11 DE JANEIRO E 8 DE FEVEREIRO DE 2007

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 3.50%, 4.50% e 2.50%, respectivamente.

## 8 DE MARÇO DE 2007

O Conselho do BCE decide aumentar a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 25 pontos base para 3.75%, com efeitos a partir da operação a ser liquidada em 14 de Março de 2007. Decide ainda aumentar as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 25 pontos base, fixando-as em 4.75% e 2.75%, ambas com efeito a partir de 14 de Março de 2007.

## 12 DE ABRIL E 10 DE MAIO DE 2007

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 3.75%, 4.75% e 2.75%, respectivamente.

## 6 DE JUNHO DE 2007

O Conselho do BCE decide aumentar a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 25 pontos base para 4%, com efeitos a partir da operação a ser liquidada em 13 de Junho de 2007. Decide ainda aumentar as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 25 pontos base, fixando-as em 5% e 3%, respectivamente, com efeitos a partir de 13 de Junho de 2007.

## 5 DE JULHO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SETEMBRO, 4 DE OUTUBRO, 8 DE NOVEMBRO E 6 DE DEZEMBRO DE 2007 E 10 DE JANEIRO, 7 DE FEVEREIRO, 6 DE MARÇO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAIO E 5 DE JUNHO DE 2008

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 4.0%, 5.0% e 3.0%, respectivamente.

## 3 DE JULHO DE 2008

O Conselho do BCE decide aumentar a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 25 pontos base para 4.25%, com efeitos a partir da operação a ser liquidada em 9 de Julho de 2008. Decide ainda aumentar as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 25 pontos base, fixando-as em 5.25% e 3.25%, respectivamente, ambas com efeito a partir de 9 de Julho de 2008.

## 7 DE AGOSTO, 4 DE SETEMBRO E 2 DE OUTUBRO DE 2008

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 4.25%, 5.25% e 3.25%, respectivamente.

<sup>1</sup> A cronologia das medidas de política monetária tomadas pelo Eurosistema entre 1999 e 2006 podem ser consultadas nos Relatórios Anuais do BCE relativos aos respectivos anos.

#### **8 DE OUTUBRO DE 2008**

O Conselho do BCE decide reduzir a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 50 pontos base para 3.75%, com efeitos a partir das operações a serem liquidadas em 15 de Outubro de 2008. Decide ainda reduzir as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 50 pontos base, fixando-as em 4.75% e 2.75%, respectivamente, com efeitos imediatos. Além disso, o Conselho do BCE decide que, a partir da operação a ser liquidada em 15 de Outubro, as operações principais de refinanciamento semanais serão realizadas através de um procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total à taxa de juro das operações principais de refinanciamento. O BCE decide ainda reduzir, a partir de 9 de Outubro, o corredor para as facilidades permanentes de 200 para 100 pontos base em torno da taxa de juro das operações principais de refinanciamento. As duas medidas deverão permanecer em vigor enquanto tal se revele necessário e pelo menos até ao final do primeiro período de manutenção de 2009, 20 de Janeiro.

#### **15 DE OUTUBRO DE 2008**

O Conselho do BCE decide alargar o quadro de activos de garantia e melhorar a cedência de liquidez. Para o efeito, decide: i) alargar a lista de activos elegíveis como garantia em operações de crédito do Eurosistema, mantendo-se este alargamento em vigor até ao final de 2009, ii) melhorar a cedência de refinanciamento de prazo alargado do Eurosistema com efeitos a partir de 30 de Outubro de 2008 e até ao final do primeiro trimestre de 2009 e iii) ceder liquidez em dólares dos EUA, através de *swaps* cambiais.

#### **6 DE NOVEMBRO DE 2008**

O Conselho do BCE decide reduzir a taxa de juro das operações principais de refinanciamento em 50 pontos base para 3.25%, com efeitos

a partir das operações a serem liquidadas em 12 de Novembro de 2008. Decide ainda reduzir as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 50 pontos base, fixando-as em 3.75% e 2.75%, respectivamente, com efeitos a partir de 12 de Novembro de 2008.

#### **4 DE DEZEMBRO DE 2008**

O Conselho do BCE decide reduzir a taxa de juro das operações principais de refinanciamento do Eurosistema em 75 pontos base para 2.50%, a partir das operações a serem liquidadas a 10 de Dezembro de 2008. Decide ainda reduzir em 75 pontos as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito para 3.00% e 2.00%, respectivamente, com efeitos a partir de 10 de Dezembro de 2008.

#### **18 DE DEZEMBRO DE 2008**

O Conselho do BCE decide que as operações principais de refinanciamento continuarão a ser realizadas através de um procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total após o período de manutenção que termina em 20 de Janeiro de 2009. Esta medida deverá permanecer em vigor enquanto tal se revele necessário e pelo menos até à última colocação do terceiro período de manutenção de 2009, em 31 de Março. Além disso, a partir de 21 de Janeiro de 2009, o corredor para as facilidades permanentes, que em 9 de Outubro foi reduzido para 100 pontos base em torno da taxa de juro das operações principais de refinanciamento, será de novo simetricamente alargado para 200 pontos base.

#### **15 DE JANEIRO DE 2009**

O Conselho do BCE decide reduzir a taxa fixa das operações principais de refinanciamento em 50 pontos base para 2.00%, a partir das operações a serem liquidadas em 21 de Janeiro

de 2009. Decide ainda que as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito serão fixadas em 3.00% e 1.00%, respectivamente, com efeitos a partir de 21 de Janeiro de 2009, de acordo com a decisão de 18 de Dezembro de 2008.

#### **5 DE FEVEREIRO DE 2009**

O Conselho do BCE decide que a taxa de juro 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 2.00%, 3.00% e 1.00%, respectivamente.

#### **5 DE MARÇO DE 2009**

O Conselho do BCE decide reduzir a taxa fixa das operações principais de refinanciamento em 50 pontos base para 1.50%, a partir das operações a serem liquidadas a 11 de Março de 2009. Decide ainda fixar as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 2.50% e 0.50%, respectivamente, com efeitos a partir de 11 de Março de 2009.

Além disso, o Conselho do BCE decide manter o procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total para todas as operações principais de refinanciamento, operações de refinanciamento de prazo especial e operações de refinanciamento de prazo alargado suplementares e regulares enquanto for necessário, e em qualquer caso para além do final de 2009. O Conselho do BCE decide ainda manter a actual frequência e perfil de prazos das operações de refinanciamento de prazo alargado suplementares e das operações de refinanciamento de prazo especial enquanto for necessário, e em qualquer caso para além do final de 2009.

# APRESENTAÇÃO GERAL DA COMUNICAÇÃO DO BCE RELACIONADA COM A CEDÊNCIA DE LIQUIDEZ EM EUROS <sup>1</sup>

14 DE JANEIRO DE 2008

## OPERAÇÕES PRINCIPAIS DE REFINANCIAMENTO

O BCE continua a acompanhar de perto as condições de liquidez e visa manter as taxas de muito curto prazo num nível próximo da taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento. O BCE cederá, pelo tempo que for necessário, montantes de liquidez acima do montante de referência nas operações principais de refinanciamento, de modo a acomodar a procura das contrapartes destinada a assegurar o cumprimento das reservas mínimas cedo no período de manutenção de reservas. O BCE visa condições de liquidez equilibradas no final do período de manutenção de reservas.

7 DE FEVEREIRO DE 2008

## OPERAÇÕES DE REFINANCIAMENTO DE PRAZO ALARGADO SUPLEMENTARES

O Conselho BCE decidiu renovar as duas operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) suplementares colocadas em 23 de Novembro de 2007 (€60 mil milhões) e em 12 de Dezembro de 2007 (€60 mil milhões), com data de vencimento em 21 de Fevereiro de 2008 e em 13 de Março de 2008, respectivamente. A renovação destas duas ORPA suplementares destina-se a consolidar ainda mais os progressos alcançados até à data na normalização do funcionamento do mercado monetário do euro. A renovação não afectará as ORPA regulares e será realizada como a seguir descrito. As duas ORPA suplementares serão realizadas através de leilões de taxa variável, cada um com um montante de colocação pré-definido de €60 mil milhões. A primeira operação será liquidada em 21 de Fevereiro de 2008, com data de vencimento em 22 de Maio de 2008. A segunda operação será liquidada em 13 de Março de 2008, com data de vencimento em 12 de Junho de 2008. As duas ORPA suplementares serão realizadas através de um procedimento de leilão normal, com anúncio e colocação dois e um dias antes da liquidação, respectivamente.

28 DE MARÇO DE 2008

## OPERAÇÕES DE REFINANCIAMENTO DE PRAZO ALARGADO SUPLEMENTARES

O Conselho do BCE decidiu, na reunião de 27 de Março de 2008, realizar operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) suplementares com um prazo de 6 meses. Além disso, tomou a decisão de realizar outras ORPA suplementares com um prazo de 3 meses. As ORPA mensais regulares mantêm-se inalteradas. Estas ORPA suplementares com prazos de 3 e 6 meses têm como objectivo apoiar a normalização do funcionamento do mercado monetário do euro. As operações suplementares com prazos de 3 e 6 meses serão realizadas como a seguir descrito. Serão conduzidas através de um procedimento de leilão normal de taxa variável com montantes de colocação previamente definidos. Regra geral, vencerão na segunda quinta-feira do mês em causa. Uma ORPA suplementar com um prazo de 6 meses e um montante de colocação previamente estabelecido de €25 mil milhões será colocada na quarta-feira, 2 de Abril, e liquidada na quinta-feira, 3 de Abril, com data de vencimento na quinta-feira, 9 de Outubro de 2008. Uma outra ORPA suplementar com um prazo de 6 meses e um montante de colocação de €25 mil milhões será colocada na quarta-feira, 9 de Julho, e liquidada na quinta-feira, 10 de Julho de 2008, com data de vencimento na quinta-feira, 8 de Janeiro de 2009. As duas ORPA suplementares com um prazo de 3 meses em curso, no montante de €60 mil milhões cada uma, serão substituídas por duas novas ORPA suplementares com um prazo de 3 meses e um montante de colocação previamente estabelecido de €50 mil milhões. A primeira será colocada na quarta-feira, 21 de Maio, e liquidada na quinta-feira, 22 de Maio, com data de vencimento na quinta-feira, 14 de Agosto de 2008. A segunda será colocada na quarta-feira, 11 de Junho, e liquidada na quinta-feira, 12 de Junho, com data de vencimento na quinta-feira, 11 de Setembro de 2008.

<sup>1</sup> No *site* do BCE é disponibilizada uma apresentação geral da comunicação sobre a cedência de liquidez em outras moedas.

## 31 DE JULHO DE 2008

### OPERAÇÕES DE REFINANCIAMENTO DE PRAZO ALARGADO SUPLEMENTARES

O Conselho do BCE decidiu renovar as duas operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) suplementares com um prazo de 3 meses em curso, colocadas em 21 de Maio de 2008 (€50 mil milhões) e em 11 de Junho de 2008 (€50 mil milhões), com data de vencimento em 14 de Agosto de 2008 e em 11 de Setembro de 2008, respectivamente. A renovação destas duas ORPA suplementares com um prazo de 3 meses destina-se a consolidar os progressos alcançados até à data na normalização do funcionamento do mercado monetário do euro. A renovação não afectará as ORPA regulares e será realizada como descrito a seguir. As duas ORPA suplementares serão realizadas através de leilões de taxa variável, cada uma com um montante de colocação previamente estabelecido no valor de €50 mil milhões. A primeira operação será liquidada em 14 de Agosto de 2008, com data de vencimento em 13 de Novembro de 2008. A segunda operação será liquidada em 11 de Setembro de 2008, com data de vencimento em 11 de Dezembro de 2008. As duas ORPA suplementares serão realizadas através de um procedimento de leilão normal, com anúncio e colocação dois e um dias antes da liquidação, respectivamente.

## 4 DE SETEMBRO DE 2008

### OPERAÇÕES DE REFINANCIAMENTO DE PRAZO ALARGADO SUPLEMENTARES

O Conselho do BCE decidiu renovar a operação de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) suplementar com um prazo de 6 meses no montante de €25 mil milhões em curso, colocada em 2 de Abril, com data de vencimento em 9 de Outubro de 2008. Decidiu também renovar as duas ORPA suplementares com um prazo de 3 meses (€50 mil milhões), com datas de vencimento em 13 de Novembro e 11 de Dezembro de 2008, respectivamente. A renovação destas ORPA suplementares tem como objectivo apoiar a normalização do mercado monetário do euro

e não afectará as ORPA regulares. As ORPA suplementares serão realizadas como a seguir descrito. As duas ORPA suplementares com um prazo de 3 meses serão realizadas através de leilões de taxa variável, cada uma com um montante de colocação previamente definido no valor de €50 mil milhões. A primeira operação será liquidada em 13 de Novembro de 2008, com data de vencimento em 12 de Fevereiro de 2009. A segunda operação será liquidada em 11 de Dezembro de 2008, com data de vencimento em 12 de Março de 2009. A ORPA suplementar com um prazo de 6 meses será realizada através de um leilão de taxa variável, com um montante de colocação previamente estabelecido no valor de €25 mil milhões. A operação será liquidada em 9 de Outubro de 2008, com data de vencimento em 9 de Abril de 2009. Tal como em casos anteriores, será aplicada à ORPA suplementar com um prazo de 6 meses um montante máximo de proposta de €2.5 mil milhões. As ORPA suplementares serão realizadas através de um procedimento de leilão normal, com anúncio e colocação dois e um dias antes da liquidação, respectivamente.

## 29 DE SETEMBRO DE 2008

### OPERAÇÃO DE REFINANCIAMENTO DE PRAZO ESPECIAL

O Conselho do BCE decidiu realizar uma operação de refinanciamento de prazo especial. O objectivo desta operação é melhorar a posição global de liquidez do sistema bancário da área do euro. A operação decorrerá como descrito a seguir. Será realizada em 29 de Setembro de 2008 através de um leilão normal, utilizando um leilão de taxa variável sem um montante previamente definido. Será liquidada na terça-feira, 30 de Setembro de 2008, e vencerá na sexta-feira, 7 de Novembro de 2008. O BCE continuará a orientar a liquidez no sentido de condições equilibradas, em conformidade com o seu objectivo de manter as taxas de muito curto prazo num nível próximo da taxa mínima de proposta. A operação de refinanciamento de prazo especial será renovada pelo menos para além do final do ano.

### **3 DE OUTUBRO DE 2008<sup>2</sup>**

#### **COMUNICADO GERAL SOBRE A POLÍTICA DE LIQUIDEZ**

O Conselho do BCE decidiu que, a partir de 6 de Outubro de 2008, e até indicação em contrário, todas as instituições que sejam elegíveis para participar nas operações de mercado aberto do Eurosistema efectuadas através de leilões normais e que preencham critérios de selecção operacionais adicionais ou outros especificados pelos respectivos BCN serão também elegíveis para participar em leilões rápidos, ou seja, o procedimento de leilão normalmente utilizado em operações ocasionais de regularização. Conforme necessário, os BCN poderão anunciar outros pormenores aplicáveis a instituições estabelecidas nos respectivos Estados-Membros.

### **7 DE OUTUBRO DE 2008**

#### **OPERAÇÃO DE REFINANCIAMENTO DE PRAZO ALARGADO SUPLEMENTAR**

O Conselho do BCE decidiu aumentar de €25 mil milhões para €50 mil milhões o montante de colocação na operação de refinanciamento de prazo alargado suplementar com um prazo de 6 meses pré-anunciada no comunicado de 4 de Setembro de 2008 e que será colocada em 8 de Outubro de 2008. Assim, será aplicado nesta operação um montante máximo de proposta de €5 mil milhões.

### **8 DE OUTUBRO DE 2008**

#### **COMUNICADO GERAL SOBRE A POLÍTICA DE LIQUIDEZ**

O Conselho do BCE adoptou, por teleconferência, as duas medidas a seguir referidas. A partir da operação a liquidar em 15 de Outubro, as operações principais de refinanciamento semanais serão realizadas através de um procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total à taxa de juro aplicável à operação principal de refinanciamento, isto é, actualmente, 3.75%. A partir de 9 de Outubro,

o BCE reduzirá o corredor das facilidades permanentes de 200 para 100 pontos base em torno da taxa de juro aplicável à operação principal de refinanciamento. Assim, a partir de 9 de Outubro, a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez será reduzida de 100 para 50 pontos base acima da taxa de juro aplicável à operação principal de refinanciamento, isto é, actualmente, para 4.25%, e a taxa da facilidade permanente de depósito passará de 100 para 50 pontos base abaixo da taxa de juro aplicável à operação principal de refinanciamento, ou seja, actualmente, para 3.25%. As duas medidas permanecerão em vigor enquanto necessário e pelo menos até ao final do primeiro período de manutenção de reservas de 2009, em 20 de Janeiro. O BCE continuará a orientar a liquidez no sentido de condições equilibradas de um modo compatível com o objectivo de manter as taxas de juro de curto prazo num nível próximo da taxa de juro aplicável à operação principal de refinanciamento.

### **9 DE OUTUBRO DE 2008**

#### **OPERAÇÃO OCASIONAL DE REGULARIZAÇÃO**

A operação implementa a decisão do dia anterior (ver o comunicado de 8 de Outubro) para satisfazer na íntegra a procura das contrapartes, ou seja, a colocação total, para refinanciamento à taxa principal de refinanciamento de 3.75% contra activos de garantia elegíveis, enquanto for necessário e pelo menos até ao final do primeiro período de manutenção de reservas de 2009, em 20 de Janeiro.

2 A presente lista não inclui os anúncios gerais sobre política de liquidez que não estejam directamente relacionados com a cedência de liquidez. Estes encontram-se disponíveis no *site* do BCE.

## 15 DE OUTUBRO DE 2008

### OPERAÇÕES DE REFINANCIAMENTO DE PRAZO ALARGADO SUPLEMENTARES/ OPERAÇÃO DE REFINANCIAMENTO DE PRAZO ESPECIAL<sup>3</sup>

O Conselho do BCE decidiu hoje, por teleconferência, que, a partir da operação com data de liquidação em 30 de Outubro de 2008 e até ao final do primeiro trimestre de 2009, a cedência de refinanciamento de prazo alargado pelo Eurosistema será melhorada da forma que se segue, de forma consistente com o alargamento temporário do conjunto de activos de garantia:

Até Março de 2009, todas as operações de refinanciamento de prazo alargado serão realizadas através de um procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total. As duas operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) suplementares com um prazo de 3 meses com vencimento em Fevereiro e Março de 2009 serão renovadas e, em Janeiro de 2009, será realizada uma operação adicional com um prazo de 3 meses. A ORPA suplementar com um prazo de 6 meses com vencimento em Janeiro de 2009 será renovada, e, em Novembro de 2008, Dezembro de 2008, Fevereiro de 2009 e Março de 2009 serão realizadas quatro ORPA suplementares adicionais com um prazo de 6 meses, em paralelo com as respectivas ORPA suplementares com um prazo de 3 meses. Como resultado, serão realizadas todos os meses até Março de 2009, inclusive, duas ORPA/ORPA suplementares com um prazo de 3 meses e uma ORPA com um prazo de 6 meses. Além disso, a operação de refinanciamento de prazo especial colocada em 29 de Setembro de 2008 será renovada à data de vencimento, em 7 de Novembro de 2008, com um prazo idêntico à duração do período de manutenção de reservas.

O BCE continuará a orientar a liquidez no sentido de condições equilibradas, de forma consistente com o objectivo de manter as taxas de curto prazo próximo da taxa de juro da operação principal de refinanciamento. Para

esse efeito, serão também aceites depósitos a prazo fixo com um prazo de 1 semana.

## 16 DE OUTUBRO DE 2008

### OUTRA CEDÊNCIA DE LIQUIDEZ EM EUROS

Em 10 de Outubro de 2008, o Magyar Nemzeti Bank anunciou novas operações de mercado aberto destinadas a apoiar a liquidez no mercado interno de *swaps* cambiais. O Magyar Nemzeti Bank e o BCE anunciaram hoje conjuntamente um acordo destinado a apoiar os instrumentos de cedência de liquidez em euros do Magyar Nemzeti Bank. Foi estabelecido um acordo relativo a operações de reporte, que permitirá ao Magyar Nemzeti Bank dispor de uma facilidade para obter empréstimos até ao montante de €5 mil milhões, a fim proporcionar apoio adicional às suas operações. Para mais informações sobre os leilões de *swaps* cambiais do Magyar Nemzeti Bank, ver o seu *site* em <http://www.mnb.hu>.

## 27 DE OUTUBRO DE 2008

### OUTRA CEDÊNCIA DE LIQUIDEZ EM EUROS

O Danmarks Nationalbank anunciou hoje medidas destinadas a melhorar a liquidez nos mercados de curto prazo do euro. O BCE e o Danmarks Nationalbank, em apoio a estas medidas, estabeleceram um acordo cambial recíproco (linha de *swap*) no montante de €12 mil milhões, que se manterá em vigor enquanto for necessário.

## 21 DE NOVEMBRO DE 2008

### OUTRA CEDÊNCIA DE LIQUIDEZ EM EUROS

O Narodowy Bank Polski e o BCE anunciaram hoje conjuntamente um acordo destinado a

<sup>3</sup> A presente lista não inclui os anúncios sobre a taxa fixa aplicada nas ORPA, ORPA suplementares e operações de refinanciamento de prazo especial entre 30 de Outubro e 31 de Dezembro de 2008, que se encontram disponíveis no *site* do BCE.

apoiar os instrumentos de cedência de liquidez em euros do Narodowy Bank Polski. O acordo, concluído em 6 de Novembro de 2008, refere-se a operações de reporte e permitirá ao Narodowy Bank Polski dispor de uma facilidade para obter empréstimos até ao montante de €10 mil milhões, a fim de proporcionar apoio adicional às suas operações. Para mais informações sobre as operações do Narodowy Bank Polski, ver o seu *site* em <http://www.nbp.pl>.

## **18 DE DEZEMBRO DE 2008**

### **COMUNICADO GERAL SOBRE A POLÍTICA DE LIQUIDEZ**

Na sequência do comunicado sobre a alteração do procedimento de leilão e do corredor das facilidades permanentes, emitido em 8 de Outubro de 2008, o Conselho BCE decidiu o seguinte: as operações principais de refinanciamento continuarão a ser realizadas através de um procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total para além do período de manutenção que termina em 20 de Janeiro de 2009. Esta medida permanecerá em vigor enquanto for necessário e, no mínimo, até à última colocação do terceiro período de manutenção de 2009, em 31 de Março. A partir de 21 de Janeiro de 2009, o corredor das taxas das facilidades permanentes, que em 9 de Outubro de 2008 foi reduzido para 100 pontos base em torno da taxa de juro aplicável à operação principal de refinanciamento, passará novamente para 200 pontos base. Assim, a partir de 21 de Janeiro de 2009, a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez será aumentada de 50 para 100 pontos base acima da taxa de juro aplicável à operação principal de refinanciamento, e a taxa da facilidade permanente de depósito será reduzida de 50 para 100 pontos base abaixo da taxa de juro aplicável à operação principal de refinanciamento.

## OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO POR MOEDA

### Operações em EUR

Tipo de operação <sup>1)</sup>	Duração (dias)	Data de liquidação	Montante colocado <sup>2)</sup> (€ mil milhões)	Montante total das propostas <sup>2)</sup> (€ mil milhões)	Taxa marginal (%)	Taxa média ponderada (%)	Taxa fixa (%)	Número de licitantes	Rácio dos montantes propostos/colocados
OR	1	2 Jan. 2008	-168.6	-168.6	-	-	4.00	54	1.00
OR	1	3 Jan. 2008	-200.0	-212.6	-	-	4.00	69	1.06
OPR	5	4 Jan. 2008	128.5	275.3	4.18	4.21	-	269	2.14
OPR	7	9 Jan. 2008	151.5	285.4	4.20	4.22	-	301	1.87
OR	1	15 Jan. 2008	-20.0	-45.7	-	-	4.00	28	2.29
OPR	7	16 Jan. 2008	190.5	242.1	4.16	4.21	-	281	1.27
OPR	7	23 Jan. 2008	175.5	234.6	4.16	4.19	-	276	1.34
OPR	7	30 Jan. 2008	167.5	253.3	4.18	4.20	-	264	1.51
ORPA	92	31 Jan. 2008	50.0	98.2	4.21	4.33	-	151	1.96
OPR	7	6 Fev. 2008	161.5	223.8	4.17	4.20	-	226	1.39
OR	1	12 Fev. 2008	-16.0	-29.2	-	-	4.00	22	1.82
OPR	7	13 Fev. 2008	187.5	223.7	4.10	4.18	-	229	1.19
OPR	7	20 Fev. 2008	178.0	226.7	4.10	4.15	-	262	1.27
ORPA suplementar	91	21 Fev. 2008	60.0	110.5	4.15	4.26	-	105	1.84
OPR	7	27 Fev. 2008	183.0	233.2	4.10	4.15	-	260	1.27
ORPA	91	28 Fev. 2008	50.0	109.6	4.16	4.23	-	165	2.19
OPR	7	5 Mar. 2008	176.5	240.5	4.11	4.14	-	264	1.36
OR	1	11 Mar. 2008	9.0	45.1	4.13	4.14	-	32	5.01
OPR	7	12 Mar. 2008	209.5	260.4	4.12	4.16	-	298	1.24
ORPA suplementar	91	13 Mar. 2008	60.0	132.6	4.25	4.40	-	139	2.21
OPR	7	19 Mar. 2008	202.0	295.7	4.16	4.20	-	336	1.46
OR	5	20 Mar. 2008	15.0	65.8	4.13	4.20	-	44	4.39
OPR	7	26 Mar. 2008	216.0	302.5	4.23	4.28	-	301	1.40
ORPA	91	27 Mar. 2008	50.0	131.3	4.44	4.53	-	190	2.63
OR	1	31 Mar. 2008	15.0	30.7	4.06	4.13	-	25	2.05
OPR	7	2 Abr. 2008	150.0	283.7	4.21	4.25	-	306	1.89
ORPA suplementar	189	3 Abr. 2008	25.0	103.1	4.55	4.61	-	177	4.12
OPR	7	9 Abr. 2008	130.0	247.6	4.23	4.24	-	295	1.90
OR	1	15 Abr. 2008	-14.9	-14.9	-	-	4.00	7	0.71
OPR	7	16 Abr. 2008	204.5	249.7	4.21	4.26	-	310	1.22
OPR	7	23 Abr. 2008	173.0	218.4	4.21	4.25	-	302	1.26
OPR	7	30 Abr. 2008	170.0	247.5	4.26	4.29	-	316	1.46
ORPA	90	2 Maio 2008	50.0	101.2	4.67	4.75	-	177	2.02
OPR	7	7 Maio 2008	150.0	229.3	4.26	4.29	-	304	1.53
OR	1	13 Maio 2008	-23.5	-32.5	-	-	4.00	29	1.38
OPR	7	14 Maio 2008	191.5	208.5	4.18	4.26	-	287	1.09
OPR	7	21 Maio 2008	176.5	203.1	4.15	4.22	-	326	1.15
ORPA suplementar	84	22 Maio 2008	50.0	86.6	4.50	4.68	-	138	1.73
OPR	7	28 Maio 2008	170.0	224.1	4.19	4.23	-	330	1.32
ORPA	91	29 Maio 2008	50.0	97.7	4.51	4.62	-	171	1.95
OPR	7	4 Jun. 2008	153.0	210.1	4.17	4.22	-	336	1.37
OR	1	10 Jun. 2008	-14.0	-18.5	-	-	4.00	15	1.32
OPR	7	11 Jun. 2008	191.0	202.8	4.03	4.18	-	343	1.06
ORPA suplementar	91	12 Jun. 2008	50.0	99.8	4.60	4.72	-	128	2.00
OPR	7	18 Jun. 2008	188.0	224.3	4.03	4.13	-	425	1.19
OPR	7	25 Jun. 2008	208.0	243.3	4.07	4.25	-	439	1.17
ORPA	91	26 Jun. 2008	50.0	89.8	4.50	4.67	-	174	1.80
OPR	7	2 Jul. 2008	154.5	254.7	4.10	4.15	-	433	1.65
OR	1	8 Jul. 2008	-14.6	-14.6	-	-	4.00	12	0.69
OPR	7	9 Jul. 2008	175.0	263.6	4.32	4.37	-	400	1.51
ORPA suplementar	182	10 Jul. 2008	25.0	74.6	4.93	5.03	-	141	2.98
OPR	7	16 Jul. 2008	155.0	265.9	4.34	4.36	-	440	1.72
OPR	7	23 Jul. 2008	175.5	268.2	4.35	4.38	-	461	1.53
OPR	7	30 Jul. 2008	166.0	247.4	4.38	4.42	-	430	1.49
ORPA	91	31 Jul. 2008	50.0	107.7	4.70	4.76	-	189	2.15
OPR	7	6 Ago. 2008	160.0	241.9	4.38	4.41	-	424	1.51

1) OR = operação ocasional de regularização; OPR = operação principal de refinanciamento; ORPA = operação de refinanciamento de prazo alargado; ORPA suplementar = operação de refinanciamento de prazo alargado suplementar; ORPE = operação de refinanciamento de prazo especial.

2) Montantes positivos no caso de operações de cedência de liquidez; montantes negativos no caso de operações de absorção de liquidez.

Operações em EUR

Tipo de operação <sup>1)</sup>	Duração (dias)	Data de liquidação	Montante colocado <sup>2)</sup> (€ mil milhões)	Montante total das propostas <sup>2)</sup> (€ mil milhões)	Taxa marginal (%)	Taxa média ponderada (%)	Taxa fixa (%)	Número de licitantes	Rácio dos montantes propostos/colocados
OR	1	12 Ago. 2008	-21.0	-22.6	-	-	4.25	10	1.08
OPR	7	13 Ago. 2008	176.0	233.4	4.37	4.40	-	430	1.33
ORPA suplementar	91	14 Ago. 2008	50.0	78.9	4.61	4.74	-	124	1.58
OPR	7	20 Ago. 2008	151.0	228.7	4.38	4.40	-	454	1.51
OPR	7	27 Ago. 2008	167.0	226.5	4.39	4.42	-	424	1.36
ORPA	91	28 Ago. 2008	50.0	77.2	4.60	4.74	-	191	1.54
OPR	7	3 Set. 2008	160.0	226.3	4.39	4.41	-	411	1.41
OR	1	9 Set. 2008	-20.1	-20.1	-	-	4.25	17	0.63
OPR	7	10 Set. 2008	176.5	223.3	4.39	4.41	-	422	1.27
ORPA suplementar	91	11 Set. 2008	50.0	69.5	4.45	4.66	-	114	1.39
OR	1	15 Set. 2008	30.0	90.3	4.30	4.39	-	51	3.01
OR	1	16 Set. 2008	70.0	102.5	4.32	4.40	-	56	1.46
OPR	7	17 Set. 2008	150.0	328.7	4.53	4.58	-	533	2.19
OR	1	18 Set. 2008	25.0	49.3	4.30	4.39	-	43	1.97
OPR	7	24 Set. 2008	180.0	334.0	4.73	4.78	-	506	1.86
OR	1	24 Set. 2008	40.0	50.3	4.25	4.35	-	36	1.26
ORPA	84	25 Set. 2008	50.0	154.6	4.98	5.11	-	246	3.09
ORPE	38	30 Set. 2008	120.0	141.7	4.36	4.88	-	210	1.18
OPR	7	1 Out. 2008	190.0	228.0	4.65	4.96	-	419	1.20
OR	1	1 Out. 2008	-173.0	-173.0	-	-	4.25	52	1.00
OR	1	2 Out. 2008	-200.0	-216.1	-	-	4.25	65	1.08
OR	3	3 Out. 2008	-193.8	-193.8	-	-	4.25	54	1.00
OR	1	6 Out. 2008	-171.9	-171.9	-	-	4.25	111	1.00
OR	1	7 Out. 2008	-147.5	-147.5	-	-	4.25	97	1.00
OPR	7	8 Out. 2008	250.0	271.3	4.70	4.99	-	436	1.09
ORPA suplementar	182	9 Out. 2008	50.0	113.8	5.36	5.57	-	181	2.28
OR	6	9 Out. 2008	24.7	24.7	-	-	3.75	99	1.00
OPR	7	15 Out. 2008	310.4	310.4	-	-	3.75	604	1.00
OPR	7	22 Out. 2008	305.4	305.4	-	-	3.75	703	1.00
OPR	7	29 Out. 2008	325.1	325.1	-	-	3.75	736	1.00
ORPA	91	30 Out. 2008	103.1	103.1	-	-	3.75	223	1.00
OPR	7	5 Nov. 2008	312.0	312.0	-	-	3.75	756	1.00
ORPE	33	7 Nov. 2008	20.4	20.4	-	-	3.75	55	1.00
OR	1	11 Nov. 2008	-79.9	-149.7	3.60	3.51	-	117	1.87
OPR	7	12 Nov. 2008	334.4	334.4	-	-	3.25	848	1.00
ORPA suplementar	91	13 Nov. 2008	66.8	66.8	-	-	3.25	139	1.00
ORPA suplementar	182	13 Nov. 2008	41.6	41.6	-	-	3.25	127	1.00
OPR	7	19 Nov. 2008	338.0	338.0	-	-	3.25	851	1.00
OPR	7	26 Nov. 2008	334.5	334.5	-	-	3.25	836	1.00
ORPA	91	27 Nov. 2008	42.2	42.2	-	-	3.25	161	1.00
OPR	7	3 Dez. 2008	339.5	339.5	-	-	3.25	787	1.00
OR	1	9 Dez. 2008	-137.5	-152.7	3.05	2.94	-	95	1.11
OPR	7	10 Dez. 2008	217.9	217.9	-	-	2.50	783	1.00
ORPE	42	10 Dez. 2008	134.9	134.9	-	-	2.50	139	1.00
ORPA suplementar	91	11 Dez. 2008	55.9	55.9	-	-	2.50	105	1.00
ORPA suplementar	182	11 Dez. 2008	38.1	38.1	-	-	2.50	96	1.00
OPR	6	17 Dez. 2008	209.7	209.7	-	-	2.50	792	1.00
ORPA	98	18 Dez. 2008	50.8	50.8	-	-	2.50	169	1.00
OPR	7	23 Dez. 2008	223.7	223.7	-	-	2.50	640	1.00
OPR	7	30 Dez. 2008	238.9	238.9	-	-	2.50	629	1.00

1) OR = operação ocasional de regularização; OPR = operação principal de refinanciamento; ORPA = operação de refinanciamento de prazo alargado; ORPA suplementar = operação de refinanciamento de prazo alargado suplementar; ORPE = operação de refinanciamento de prazo especial.

2) Montantes positivos no caso de operações de cedência de liquidez; montantes negativos no caso de operações de absorção de liquidez.

Operações em USD

Tipo de transacção <sup>1)</sup>	Data de liquidação	Duração (dias)	Montante colocado (\$ mil milhões)	Taxa marginal (%)	Taxa fixa (%) (OR) / Pontos de swap fixos (SC)	Montante total proposto (\$ mil milhões)	Número de licitantes	Rácio dos montantes propostos/ colocados
OR	17 Jan. 2008	28	10.0	-	3.95	14.8	22	1.48
OR	31 Jan. 2008	28	10.0	-	3.12	12.4	19	1.24
OR	27 Mar. 2008	28	15.0	-	2.62	31.2	34	2.08
OR	10 Abr. 2008	28	15.0	-	2.82	30.8	32	2.05
OR	24 Abr. 2008	28	15.0	-	2.87	30.1	33	2.01
OR	8 Maio 2008	28	25.0	-	2.22	39.5	31	1.58
OR	22 Maio 2008	28	25.0	-	2.10	58.9	54	2.36
OR	5 Jun. 2008	28	25.0	-	2.26	64.9	50	2.59
OR	19 Jun. 2008	28	25.0	-	2.36	78.5	56	3.14
OR	3 Jul. 2008	28	25.0	-	2.34	84.8	57	3.39
OR	17 Jul. 2008	28	25.0	-	2.30	90.1	59	3.60
OR	31 Jul. 2008	28	25.0	-	2.35	101.7	63	4.07
OR	14 Ago. 2008	28	20.0	-	2.45	91.1	66	4.55
OR	14 Ago. 2008	84	10.0	-	2.75	38.5	57	3.85
OR	28 Ago. 2008	28	20.0	-	2.38	89.2	69	4.46
OR	11 Set. 2008	28	10.0	-	2.53	43.3	53	4.33
OR	11 Set. 2008	84	10.0	-	2.67	31.7	40	3.17
OR	18 Set. 2008	1	40.0	4.00	-	101.7	61	2.54
OR	19 Set. 2008	3	40.0	3.50	-	96.7	64	2.42
OR	22 Set. 2008	1	40.0	3.25	-	82.1	48	2.05
OR	23 Set. 2008	1	40.0	3.30	-	77.6	48	1.94
OR	24 Set. 2008	1	40.0	2.50	-	61.7	40	1.54
OR	25 Set. 2008	1	40.0	2.55	-	72.7	43	1.82
OR	25 Set. 2008	28	25.0	-	3.75	110.1	71	4.40
OR	26 Set. 2008	3	30.0	2.25	-	41.4	33	1.38
OR	26 Set. 2008	7	35.0	4.50	-	82.5	52	2.36
OR	29 Set. 2008	1	30.0	3.00	-	57.4	42	1.91
OR	30 Set. 2008	1	30.7	0.50	-	30.7	32	1.00
OR	30 Set. 2008	1	30.0	11.00	-	77.3	57	2.58
OR	1 Out. 2008	1	50.0	3.25	-	70.9	61	1.42
OR	2 Out. 2008	1	50.0	2.75	-	67.2	55	1.34
OR	3 Out. 2008	3	50.0	2.51	-	82.9	59	1.66
OR	6 Out. 2008	1	50.0	4.00	-	90.9	59	1.82
OR	7 Out. 2008	1	50.0	6.75	-	109.2	67	2.18
OR	8 Out. 2008	1	70.0	9.50	-	122.0	69	1.74
OR	9 Out. 2008	1	100.0	5.00	-	116.2	66	1.16
OR	9 Out. 2008	85	20.0	-	1.39	88.7	70	4.43
OR	10 Out. 2008	4	93.9	0.50	-	93.9	62	1.00
OR	14 Out. 2008	1	98.4	0.20	-	98.4	67	1.00
OR	15 Out. 2008	1	100.0	0.50	-	120.2	70	1.20
OR	16 Out. 2008	7	170.9	-	2.28	170.9	86	1.00
SC	23 Out. 2008	7	3.9	-	-2.45	3.9	11	1.00
OR	23 Out. 2008	7	68.0	-	2.03	68.0	61	1.00
SC	23 Out. 2008	28	22.6	-	-8.60	22.6	16	1.00
OR	23 Out. 2008	28	101.9	-	2.11	101.9	91	1.00
SC	30 Out. 2008	7	14.5	-	-3.03	14.5	16	1.00
OR	30 Out. 2008	7	92.1	-	1.91	92.1	70	1.00
SC	6 Nov. 2008	7	1.0	-	-3.61	1.0	5	1.00
OR	6 Nov. 2008	7	58.6	-	1.53	58.6	47	1.00
SC	6 Nov. 2008	84	0.7	-	-26.55	0.7	3	1.00
OR	6 Nov. 2008	84	70.8	-	1.60	70.8	67	1.00
SC	13 Nov. 2008	7	1.0	-	-3.22	1.0	7	1.00
OR	13 Nov. 2008	7	60.6	-	1.43	60.6	42	1.00
SC	20 Nov. 2008	8	0.9	-	-3.29	0.9	6	1.00
OR	20 Nov. 2008	8	72.5	-	1.48	72.5	52	1.00
SC	20 Nov. 2008	28	4.8	-	-9.64	4.8	4	1.00
OR	20 Nov. 2008	28	52.3	-	1.51	52.3	54	1.00

1) OR = operação reversível; SC = swap cambial.

### Operações em USD

Tipo de transacção <sup>1)</sup>	Data de liquidação	Duração (dias)	Montante colocado (\$ mil milhões)	Taxa marginal (%)	Taxa fixa (%) (OR) / Pontos de swap fixos (SC)	Montante total proposto (\$ mil milhões)	Número de licitantes	Rácio dos montantes propostos/colocados
SC	28 Nov. 2008	6	0.8	-	-2.53	0.8	6	1.00
OR	28 Nov. 2008	6	84.6	-	1.42	84.6	60	1.00
SC	4 Dez. 2008	7	0.8	-	-2.28	0.8	6	1.00
OR	4 Dez. 2008	7	75.1	-	1.47	75.1	50	1.00
SC	4 Dez. 2008	84	1.5	-	-13.03	1.5	3	1.00
OR	4 Dez. 2008	84	67.5	-	1.42	67.5	53	1.00
SC	11 Dez. 2008	7	0.8	-	-1.75	0.8	6	1.00
OR	11 Dez. 2008	7	57.4	-	1.24	57.4	39	1.00
SC	18 Dez. 2008	5	5.1	-	-1.30	5.1	7	1.00
OR	18 Dez. 2008	5	41.6	-	1.18	41.6	36	1.00
SC	18 Dez. 2008	28	0.1	-	-6.00	0.1	1	1.00
OR	18 Dez. 2008	28	47.6	-	1.28	47.6	47	1.00
SC	23 Dez. 2008	16	5.4	-	-4.07	5.4	7	1.00
OR	23 Dez. 2008	16	52.3	-	1.16	52.3	46	1.00
SC	30 Dez. 2008	83	0.1	-	-8.30	0.1	2	1.00
OR	30 Dez. 2008	83	10.8	-	1.20	10.8	30	1.00

1) OR = operação reversível; SC = swap cambial.

### Operações em CHF

Tipo de transacção <sup>1)</sup>	Data de liquidação	Duração (dias)	Montante colocado (€ mil milhões)	Taxa marginal (%)	Pontos de swap fixos	Montante total proposto (€ mil milhões)	Número de licitantes	Rácio dos montantes propostos/colocados
SC	22 Out. 2008	7	15.3	-	-6.36	15.3	50	1.00
SC	29 Out. 2008	7	13.6	-	-6.04	13.6	33	1.00
SC	5 Nov. 2008	7	15.0	-	-6.84	15.0	36	1.00
SC	7 Nov. 2008	84	0.9	-	-60.22	0.9	6	1.00
SC	12 Nov. 2008	7	10.6	-	-6.97	10.6	35	1.00
SC	19 Nov. 2008	7	12.5	-	-6.95	12.5	38	1.00
SC	21 Nov. 2008	84	0.5	-	-65.17	0.5	7	1.00
SC	26 Nov. 2008	7	13.7	-	-8.23	13.7	37	1.00
SC	3 Dez. 2008	7	13.9	-	-8.23	13.9	36	1.00
SC	5 Dez. 2008	84	0.5	-	-84.15	0.5	6	1.00
SC	10 Dez. 2008	7	12.8	-	-6.19	12.8	29	1.00
SC	17 Dez. 2008	6	9.7	-	-5.49	9.7	28	1.00
SC	19 Dez. 2008	84	0.7	-	-70.63	0.7	6	1.00
SC	23 Dez. 2008	7	11.6	-	-6.25	11.6	29	1.00
SC	30 Dez. 2008	8	15.8	-	-6.97	15.8	36	1.00

1) SC = swap cambial.

## DOCUMENTOS PUBLICADOS PELO BANCO CENTRAL EUROPEU DESDE 2008

Esta lista tem como objectivo informar os leitores sobre determinados documentos publicados pelo Banco Central Europeu desde Janeiro de 2008. A lista de Documentos de Trabalho refere-se apenas a publicações divulgadas entre Dezembro de 2008 e Fevereiro de 2009. Salvo indicação em contrário e dependendo do *stock* existente, as versões impressas podem ser obtidas gratuitamente, também por assinatura, através do contacto [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Para a obtenção de uma lista completa dos documentos publicados pelo Banco Central Europeu e pelo Instituto Monetário Europeu, consultar o *site* do BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

### RELATÓRIO ANUAL

*Relatório Anual 2007*, Abril de 2008.

### RELATÓRIO DE CONVERGÊNCIA

*Relatório de Convergência Maio de 2008*.

### EDIÇÃO ESPECIAL DO BOLETIM MENSAL

*10.º aniversário do BCE 1998-2008*, Maio de 2008.

### ARTIGOS DO BOLETIM MENSAL

- “Productivity developments and monetary policy”, Janeiro de 2008.
- “Globalisation, trade and the euro area macroeconomy”, Janeiro de 2008.
- “The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves”, Janeiro de 2008.
- “The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective”, Fevereiro de 2008.
- “Securitisation in the euro area”, Fevereiro de 2008.
- “The new euro area yield curves”, Fevereiro de 2008.
- “Business investment in the euro area and the role of firms’ financial positions”, Abril de 2008.
- “Short-term forecasts of economic activity in the euro area”, Abril de 2008.
- “Developments in the EU arrangements for financial stability”, Abril de 2008.
- “Price stability and growth”, Maio de 2008.
- “The Eurosystem’s open market operations during the recent period of financial market volatility”, Maio de 2008.
- “One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU”, Julho de 2008.
- “Euro area trade in services: some key stylised facts”, Julho de 2008.
- “The Eurosystem as a provider of technical assistance to EU neighbouring regions”, Julho de 2008.
- “The external dimension of monetary analysis”, Agosto de 2008.
- “The role of banks in the monetary policy transmission mechanism”, Agosto de 2008.
- “Ten years of the Stability and Growth Pact”, Outubro de 2008.
- “Cross-border bank mergers & acquisitions and institutional investors”, Outubro de 2008.
- “Monitoring labour cost developments across euro area countries”, Novembro de 2008.
- “Valuing stock markets and the equity risk premium”, Novembro de 2008.
- “Ten years of TARGET and the launch of TARGET2”, Novembro de 2008.

- “Housing wealth and private consumption in the euro area”, Janeiro de 2009.
- “Foreign asset accumulation by authorities in emerging markets”, Janeiro de 2009.
- “New survey evidence on wage setting in Europe”, Fevereiro de 2009.
- “Assessing global trends in protectionism”, Fevereiro de 2009.

### **STATISTICS POCKET BOOK**

Disponível mensalmente desde Agosto de 2003.

### **SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO JURÍDICOS”**

- 6 *The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law*, por S. Kerjean, Junho de 2008.
- 7 *Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects*, por P. Athanassiou e N. Mas-Guix, Julho de 2008.

### **SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO OCASIONAIS”**

- 78 *A framework for assessing global imbalances*, por T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, Janeiro de 2008.
- 79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, por P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, Janeiro de 2008.
- 80 *China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?*, por M. Bussière e A. Mehl, Janeiro de 2008.
- 81 *Measuring financial integration in new EU Member States*, por M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis e S. Manganelli, Março de 2008.
- 82 *The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation*, por L. Cappiello e G. Ferrucci, Março de 2008.
- 83 *The predictability of monetary policy*, por T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen, Março de 2008.
- 84 *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise*, por K. Barhoumi, S. Benk, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, G. Rünstler, K. Ruth e C. Van Nieuwenhuyze, Abril de 2008.
- 85 *Benchmarking the Lisbon Strategy*, por D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca e W. Coussens, Junho de 2008.
- 86 *Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach*, por M. M. Borys, É. K. Polgár e A. Zlate, Junho de 2008.
- 87 *Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, por um Grupo de Acção do Comité de Política Monetária do SEBC, Junho de 2008.
- 88 *Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia*, por S. Herrmann e A. Winkler, Junho de 2008.
- 89 *An analysis of youth unemployment in the euro area*, por R. Gomez-Salvador e N. Leiner-Killinger, Junho de 2008.
- 90 *Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts*, por M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi e N. Vidalis, Julho de 2008.
- 91 *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, por R. Beck e M. Fidora, Julho de 2008.
- 92 *The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy*, por M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf e D. Peschel, Julho de 2008.

- 93 *Russia, EU enlargement and the euro*, por Z. Polański e A. Winkler, Agosto de 2008.
- 94 *The changing role of the exchange rate in a globalised economy*, por F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, Setembro de 2008.
- 95 *Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems*, pelo grupo de especialistas sobre os desafios de estabilidade financeira nos países candidatos do Comité de Relações Internacionais, Setembro de 2008.
- 96 *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, por L. Bê Duc, F. Mayerlen e P. Sola, Setembro de 2008.
- 97 *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, por F. di Mauro e K. Forster, Setembro de 2008.
- 98 *Will oil prices decline over the long run?*, por R. Kaufmann, P. Karadeloglou e F. di Mauro, Outubro de 2008.
- 99 *The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches*, por A. M. Agresti, P. Baudino e P. Poloni, Novembro de 2008.
- 100 *Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use*, pela Rede sobre as Finanças e o Consumo das Famílias do Eurosistema, Janeiro de 2009.

#### **RESEARCH BULLETIN**

*Research Bulletin*, n.º 7, Junho de 2008.

#### **SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO”**

- 973 *Do China and oil exporters influence major currency configurations?*, por M. Fratzscher e A. Mehl, Dezembro de 2008.
- 974 *Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan*, por P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou e M. Ward-Warmedinger, Dezembro de 2008.
- 975 *Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom up approach from the production side*, por E. Hahn e F. Skudelny, Dezembro de 2008.
- 976 *The term structure of interest rates across frequencies*, por K. Assenmacher-Wesche e S. Gerlach, Dezembro de 2008.
- 977 *Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates*, por M. Guidolin e D. L. Thornton, Dezembro de 2008.
- 978 *Measuring monetary policy expectations from financial market instruments*, por M. Joyce, J. Relleen e S. Sorensen, Dezembro de 2008.
- 979 *Futures contract rates as monetary policy forecasts*, por G. Ferrero e A. Nobili, Dezembro de 2008.
- 980 *Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan*, por T. Nagano e N. Baba, Dezembro de 2008.
- 981 *Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?*, por T. Välimäki, Dezembro de 2008.
- 982 *Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market*, por N. Cassola e C. Morana, Dezembro de 2008.
- 983 *What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB's policy rate?*, por T. Linzert e S. Schmidt, Dezembro de 2008.
- 984 *The daily and policy-relevant liquidity effects*, por D. L. Thornton, Dezembro de 2008.

- 985 *Os bancos portugueses no mercado diário do euro*, por L. Farinha e V. Gaspar, Dezembro de 2008.
- 986 *The topology of the federal funds market*, por M. L. Bech e E. Atalay, Dezembro de 2008.
- 987 *Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update*, por J. Idier e S. Nardelli, Dezembro de 2008.
- 988 *The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform*, por R. Beaupain e A. Durré, Dezembro de 2008.
- 989 *Modelling loans to non-financial corporations in the euro area*, por C. K. Sørensen, D. M. Ibáñez e C. Rossi, Janeiro de 2009.
- 990 *Fiscal policy, housing and stock prices*, por A. Afonso e R. M. Sousa, Janeiro de 2009.
- 991 *The macroeconomic effects of fiscal policy*, por A. Afonso e R. M. Sousa, Janeiro de 2009.
- 992 *FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation*, por M. Bijsterbosch e M. Kolasa, Janeiro de 2009.
- 993 *Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table*, por G. Pula e T. A. Peltonen, Janeiro de 2009.
- 994 *Fiscal sustainability and policy implications for the euro area*, por F. Balassone, J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer e P. Tommasino, Janeiro de 2009.
- 995 *Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?*, por M. Ca' Zorzi, A. Chudik e A. Dieppe, Janeiro de 2009.
- 996 *What drives euro area break-even inflation rates?*, por M. Ciccarelli e J. A. García, Janeiro de 2009.
- 997 *Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations*, por C. Coluzzi, A. Ferrando e C. Martinez-Carrascal, Janeiro de 2009.
- 998 *Infinite-dimensional VARs and factor models*, por A. Chudik e M. H. Pesaran, Janeiro de 2009.
- 999 *Risk-adjusted forecasts of oil prices*, por P. Pagano e M. Pisani, Janeiro de 2009.
- 1000 *Wealth effects in emerging market economies*, por T. A. Peltonen, R. M. Sousa e I. S. Vansteenkiste, Janeiro de 2009.
- 1001 *Identifying the elasticity of substitution with biased technical change*, por M. A. León-Ledesma, P. McAdam e A. Willman, Janeiro de 2009.
- 1002 *Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks*, por O. Castrén, T. Fitzpatrick e M. Sydow, Fevereiro de 2009.
- 1003 *Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains*, por J. Messina, C. Strozzi e J. Turunen, Fevereiro de 2009.
- 1004 *Characterising the inflation-targeting regime in South Korea*, por M. Sánchez, Fevereiro de 2009.
- 1005 *Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries*, por F. Rumler e J. Scharler, Fevereiro de 2009.
- 1006 *Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition*, por P. Du Caju, C. Fuss e L. Wintr, Fevereiro de 2009.
- 1007 *Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation*, por G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens e R. Wouters, Fevereiro de 2009.
- 1008 *Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions*, por K. Nikolaou, Fevereiro de 2009.
- 1009 *Optimal sticky prices under rational inattention*, por B. Maćkowiak e M. Wiederholt, Fevereiro de 2009.

- 1010 *Business cycles in the euro area*, por D. Giannone, M. Lenza e L. Reichlin, Fevereiro de 2009.
- 1011 *The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves*, por S. Eickmeier e K. Moll, Fevereiro de 2009.
- 1012 *Petrodollars and imports of oil-exporting countries*, por R. Beck e A. Kamps, Fevereiro de 2009.
- 1013 *Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect*, por A. Beyer, A. Haug e B. Dewald, Fevereiro de 2009.
- 1014 *Asset prices and current account fluctuations in G7 economies*, por M. Fratzscher e R. Straub, Fevereiro de 2009.
- 1015 *Inflation forecasting in the new EU Member States*, por O. Arratibel, C. Kamps e N. Leiner-Killinger, Fevereiro de 2009.

#### **OUTRAS PUBLICAÇÕES**

*Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union*, Janeiro de 2008 (disponível apenas online).

*Oversight framework for card payment schemes – standards*, Janeiro de 2008 (disponível apenas online).

*The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006*, Fevereiro de 2008.

*Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, Março de 2008 (disponível apenas online).

*ECB statistics quality framework (SQF)*, Abril de 2008 (disponível apenas online).

*Quality assurance procedures within the ECB statistical function*, Abril de 2008 (disponível apenas online).

*ECB statistics – an overview*, Abril de 2008 (disponível apenas online).

*TARGET Annual Report 2007*, Abril de 2008 (disponível apenas online).

*Financial integration in Europe*, Abril de 2008.

*Financial Stability Review*, Junho de 2008.

*Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, Junho de 2008.

*The international role of the euro*, Julho de 2008 (disponível apenas online).

*Payment systems and market infrastructure oversight report*, Julho de 2008 (disponível apenas online).

*Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament*, Julho de 2008 (disponível apenas online).

*Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, Julho de 2008 (disponível apenas online).

*Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks - ECB legal acts and instruments*, Julho de 2008.

*CCBM2 User Requirements 4.1*, Julho de 2008 (disponível apenas online).

*Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007*, Setembro de 2008.

*New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, Setembro de 2008 (disponível apenas online).

*Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation*, Setembro de 2008 (disponível apenas online).

*Euro Money Market Survey*, Setembro de 2008 (disponível apenas *online*).

*EU banking structures*, Outubro de 2008 (disponível apenas *online*).

*Letter from the ECB President to Mr Mario Borghezio, Member of the European Parliament*, Outubro de 2008 (disponível apenas *online*).

*Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, Outubro de 2008 (disponível apenas *online*).

*A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008*, Novembro de 2008.

*A execução da política monetária na área do euro: documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema*, Novembro de 2008.

*The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of “legally and operationally located in the euro area”*, Novembro de 2008 (disponível apenas *online*).

*SEPA: área única de pagamentos em euros – 6.º relatório intercalar*, Novembro de 2008 (disponível apenas *online*).

*EU banks’ liquidity stress testing and contingency funding plans*, Novembro de 2008 (disponível apenas *online*).

*Government finance statistics guide*, Dezembro de 2008 (disponível apenas *online*).

*Financial Stability Review*, Dezembro de 2008.

*Covered bonds in the EU financial system*, Dezembro de 2008 (disponível apenas *online*).

*The incentive structure of the “originate and distribute” model*, Dezembro de 2008 (disponível apenas *online*).

*Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations*, Dezembro de 2008 (disponível apenas *online*).

*Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt*, Dezembro de 2008 (disponível apenas *online*).

*Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures*, Dezembro de 2008 (disponível apenas *online*).

*Modelo de banco central correspondente (MBCC) – procedimentos para as contrapartes do Eurosistema*, Dezembro de 2008 (disponível apenas *online*).

*Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament*, Janeiro de 2009 (disponível apenas *online*).

*Euro money market study 2008*, Fevereiro de 2009 (disponível apenas *online*).

*Eurosystem oversight policy framework*, Fevereiro de 2009 (disponível apenas *online*).

*Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments*, Fevereiro de 2009 (disponível apenas *online*).

*European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystem contribution*, Fevereiro de 2009 (disponível apenas *online*).

## **BROCHURAS INFORMATIVAS**

*O Banco Central Europeu, o Eurosistema, o Sistema Europeu de Bancos Centrais*, 2.ª edição, Maio de 2008.

*A estabilidade de preços é importante porquê?*, Junho de 2008.

*A single currency – an integrated market infrastructure*, Setembro de 2008.

## GLOSSÁRIO

*O presente glossário contém termos seleccionados utilizados no Relatório Anual. No site do BCE é disponibilizado um glossário mais abrangente e pormenorizado.*

**Acordo de reporte (*repurchase agreement*):** contrato de venda e compra subsequente de títulos numa data específica e a um preço especificado. Também designado “repo”.

**Administração central (*central government*):** administração pública 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 nacionais. Estão incluídas as autoridades da administração central, regional e local, bem como fundos de segurança social. Não se incluem as entidades públicas 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 oferta e procura nos mercados de bens, serviços e factores naqueles prazos. É prestada a devida atenção à necessidade de identificar a natureza dos choques que afectam a economia, os seus efeitos sobre o comportamento de fixação de custos e 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 de uma 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 que adoptaram o euro como moeda única, nos termos do **Tratado**, e na qual é conduzida uma política monetária única sob a responsabilidade do **Conselho do BCE**. Actualmente, a área do euro inclui os seguintes países: Bélgica, Alemanha, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Áustria, Portugal, Eslovénia, Eslováquia 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, em conformidade com o **Tratado** (n.º 2 do artigo 107.º), é dotado de personalidade jurídica própria. 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 i) permite que as transacções de títulos sejam processadas e liquidadas escrituralmente e que ii) desempenha um papel activo na garantia da integridade das emissões de títulos. Os títulos podem ter representação física (mas estar imobilizados numa central de depósito de títulos) ou podem ser desmaterializados (ou seja, existir apenas como registo electrónico).

**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 Estados-Membros 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 ECOFIN** e da Comissão Europeia. 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 Estados-Membros 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 do **Sistema Europeu de Bancos Centrais**.

**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** dos contractos transaccionados em um ou mais mercados financeiros, tornando-se o comprador a todos os vendedores e o 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.

**Custo do financiamento externo de sociedades não financeiras (*real*) (*cost of the external financing of non-financial corporations (real)*):** custo incorrido por sociedades não financeiras ao obterem novos fundos externos. Para as sociedades não financeiras da **área do euro**, é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, do custo dos **títulos de dívida** e do custo das acções, baseado nos respectivos saldos (corrigidos de efeitos de valorização) e deflacionado pelas expectativas de inflação.

**Derivado de crédito (*credit derivative*):** instrumento financeiro que separa o **risco de crédito** de uma transacção financeira subjacente, permitindo que seja atribuído um preço ao risco de crédito e que este seja transferido separadamente.

**Desvio de financiamento das sociedades não financeiras (*financing gap of non-financial corporations*):** desvio de financiamento que pode ser definido como o saldo entre a poupança (através de lucros não distribuídos e de deduções de depreciações) e o investimento não financeiro das sociedades não financeiras. O desvio de financiamento também pode ser definido com base nas contas financeiras, como sendo o saldo entre a aquisição líquida de activos financeiros e a variação líquida de passivos das sociedades não financeiras. Existem discrepâncias estatísticas entre as duas medidas devido a diferenças nas fontes estatísticas.

**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 reporte** 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 2 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 clarificou que, na prossecução da estabilidade de preços, pretende manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% a médio prazo.

**Estabilidade financeira (*financial stability*):** condição em que o sistema financeiro – que inclui intermediários financeiros, mercados financeiros e infra-estruturas do mercado financeiro – é capaz de resistir a choques e de resolver desequilíbrios financeiros, atenuando assim a possibilidade de perturbações no processo de intermediação financeira que sejam suficientemente graves para impedir, de forma significativa, a afectação de poupanças a oportunidades de investimento lucrativas.

**Estratégia de Lisboa (*Lisbon strategy*):** agenda abrangente de reformas estruturais com vista a transformar a UE na “economia baseada no conhecimento mais dinâmica e competitiva do mundo”, lançada em 2000 pelo Conselho Europeu de Lisboa.

**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, tal como comunicado por um painel de bancos contribuintes, que é 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.

**Excedente de exploração bruto (*gross operating surplus*):** excedente (ou défice) do valor do produto decorrente das actividades de produção após terem sido deduzidos os custos do consumo intermédio, as remunerações de empregados e os impostos (menos subsídios) sobre a produção, mas antes de serem considerados os pagamentos e as receitas de rendimentos relacionados com a detenção ou o empréstimo/aluguer de activos financeiros e não produzidos.

**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 *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 *overnight* num BCN, remunerados a uma taxa de juro fixada antecipadamente (ver também **taxas de juro directoras do BCE**).

**Garantias (*collateral*):** activos usados ou transferidos (por exemplo, por **instituições de crédito** para os bancos centrais) como caução de reembolso de empréstimos, bem como activos vendidos (por exemplo, por instituições de crédito aos bancos centrais) como parte de **acordos de reporte**.

**Gestão empresarial (corporate governance):** normas, procedimentos e processos segundo os quais uma organização é gerida e controlada. A estrutura de gestão empresarial 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 normas e procedimentos para a tomada de decisões.

**IFM (instituições financeiras monetárias) (MFIs (monetary financial institutions)):** instituições financeiras que, no seu conjunto, formam o sector de emissão de moeda da **área do euro**. Incluem o **Eurosistema**, **instituições de crédito** residentes (segundo a definição do Direito Comunitário) e todas as outras instituições financeiras residentes cuja actividade consiste em receber depósitos e/ou substitutos próximos de depósitos de entidades, excepto IFM, e que, por sua própria conta (pelo menos em termos económicos), concedem crédito e/ou efectuam investimentos em valores mobiliários. O último grupo é predominantemente constituído por fundos do **mercado monetário**.

**Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) (Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)):** medida da evolução 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 principal 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 emita 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** em 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 (assumida, na prática, para uma detenção de, pelo menos, 10% das acções ordinárias ou do poder de voto). Inclui participações no capital de empresas, lucros reinvestidos e outro capital associado a operações entre empresas.

**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 3 meses, inclusive (ou seja, depósitos de poupança de curto prazo) e depósitos com prazo acordado até 2 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 2 anos, inclusive, emitidos por **IFM**.

**Mercado de títulos (*equity market*):** mercado em que os **títulos de participação no capital** 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 1 ano, inclusive.

**Mercado obrigacionista (*bond market*):** mercado no qual os **títulos de dívida** de mais longo prazo são emitidos e transaccionados.

**Modelo de banco central correspondente (MBCC) (*Correspondent central banking model (CCBM)*):** mecanismo estabelecido pelo **Eurosistema** com o objectivo de permitir que as **contrapartes** utilizem activos elegíveis numa base transfronteiras. No MBCC, os BCN actuam como bancos correspondentes entre si. Cada BCN tem uma conta de títulos em nome de cada um dos outros BCN (e do **Banco Central Europeu**).

**MTC II (mecanismo de taxas de câmbio II) (*ERM II (exchange rate mechanism II)*):** mecanismo de taxas de câmbio que proporciona o quadro para a cooperação de política cambial entre os países da **área do euro** e os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. O MTC II é um acordo multilateral com taxas centrais fixas, mas ajustáveis, e uma banda de flutuação normal de  $\pm 15\%$ . As decisões relativas a taxas centrais e, possivelmente, a bandas de flutuação mais estreitas são tomadas por mútuo acordo entre o Estado-Membro da UE em questão, os países da área do euro, o **Banco Central Europeu (BCE)** e os outros Estados-Membros da UE que participem no mecanismo. Todos os participantes no MTC II, incluindo o BCE, têm o direito de dar início a um procedimento confidencial destinado a alterar as taxas centrais (realinhamento).

**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 do 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 que 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 têm, normalmente, o prazo de 3 meses.

**Operação ocasional de regularização (*fine-tuning operation*):** operação de mercado aberto executada pelo **Eurosistema** para resolver situações de flutuação inesperada de liquidez no mercado. A frequência e o prazo destas operações não são normalizados.

**Operação principal de refinanciamento (*main 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 semanal e têm, normalmente, o prazo de 1 semana.

**Operação reversível (*reverse transaction*):** operação através da qual o banco central compra ou vende activos ao abrigo de um **acordo de reporte**, ou conduz operações de crédito com **garantias**.

**Outro intermediário financeiro (OIF) (*other financial intermediary (OFI)*):** sociedade ou quase-sociedade (excepto sociedade de seguros ou fundo de pensões), cuja função principal consiste em fornecer serviços de intermediação financeira contraindo passivos sob outras formas que não numerário, depósitos e/ou substitutos próximos dos depósitos junto de entidades institucionais que não **IFM**. Os OIF incluem, em particular, sociedades cuja função principal é o financiamento a longo prazo (como a locação financeira), as detenções de activos titularizados, outras detenções financeiras, transacções de títulos e derivados (em seu próprio nome), capital de risco e capital-desenvolvimento.

**Pacto de Estabilidade e Crescimento (*Stability and Growth Pact*):** o Pacto de Estabilidade e Crescimento pretende servir como 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. Para o efeito, prescreve que os Estados-Membros especifiquem os seus objectivos orçamentais de médio prazo. Contém igualmente especificações concretas sobre o **procedimento relativo aos défices excessivos**. É constituído pela resolução do Conselho Europeu de Amesterdão, de 17 de Junho de 1997, relativa ao Pacto de Estabilidade e Crescimento, e 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, com as alterações introduzidas pelo Regulamento (CE) n.º 1055/2005 de 27 de Junho de 2005, 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, com as alterações introduzidas pelo Regulamento (CE) n.º 1056/2005 de 27 de Junho de 2005. O Pacto de Estabilidade e Crescimento é complementado pelo relatório do **Conselho ECOFIN** sobre a melhoria da sua aplicação (*Improving the implementation of the Stability and Growth Pact*), aprovado pelo Conselho Europeu de Bruxelas de 22 e 23 de Março de 2005. É também complementado pelo novo código de conduta (*Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of stability and convergence programmes*), que fornece especificações quanto à aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento e orientações quanto à apresentação e conteúdo dos programas de estabilidade e convergência e que foi aprovado pelo Conselho ECOFIN em 11 de Outubro de 2005.

**Países candidatos (*candidate countries*):** países relativamente aos quais a UE aceitou uma candidatura de adesão. As negociações de adesão com a Croácia e a Turquia tiveram início em 3 de Outubro de 2005, não tendo ainda começado com a antiga República jugoslava da Macedónia.

**Período de manutenção (*maintenance period*):** período durante o qual se calcula o cumprimento das **reservas mínimas** por parte das **instituições de crédito**. Os períodos de manutenção têm

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*):** disposição definida no artigo 104.º do **Tratado** e especificada no Protocolo n.º 20 sobre o procedimento relativo aos défices excessivos que exige aos Estados-Membros da UE que mantenham a disciplina orçamental, que define critérios segundo os quais se considera que uma posição orçamental está em défice excessivo e que regula os passos a dar após a constatação de que os requisitos para o saldo orçamental ou a dívida pública não foram cumpridos. O artigo 104.º 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 (com as alterações introduzidas pelo Regulamento do Conselho (CE) n.º 1056/2005 de 27 de Junho de 2005), que é uma das partes constituintes do **Pacto de Estabilidade e Crescimento**.

**Processamento directo (*straight-through processing (STP)*):** processamento integralmente automatizado de transacções/transferências de pagamentos, incluindo, quando relevante, a conclusão automatizada da confirmação, correspondência, geração, 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 **Banco Central Europeu (BCE)** são publicadas em Março e Setembro. As projecções são parte integrante do pilar de **análise económica** da estratégia de política monetária do BCE, sendo, por conseguinte, um dos vários elementos considerados pelo **Conselho do BCE** na avaliação dos riscos para a **estabilidade de preços**.

**Proveitos monetários (*monetary income*):** rendimento que resulta para os BCN do desempenho da função de política monetária do **Eurosistema**, proveniente de activos consignados em conformidade com as orientações estabelecidas pelo **Conselho do BCE** e detidos em contrapartida de notas em circulação e de depósitos no passivo de **instituições de crédito**.

**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**.

**Rendibilidade empresarial (*corporate profitability*):** medida dos lucros das empresas, em relação, sobretudo, às suas vendas, activos ou capitais próprios. Existe um conjunto variado de rácios de rendibilidade das empresas baseados nas demonstrações financeiras das mesmas, tais como o rácio de rendibilidade operacional (vendas menos custos operacionais) em relação às vendas, o rácio do resultado líquido (proveitos operacionais e não operacionais, depois de impostos, depreciações e rubricas extraordinárias) em relação às vendas, a rendibilidade do activo (que relaciona o resultado líquido com o total do activo) e a rendibilidade dos capitais próprios (que relaciona o resultado líquido com os fundos dos accionistas). A nível macroeconómico, o **excedente de exploração**

**bruto**, com base nas contas nacionais, por exemplo em relação ao PIB ou ao valor acrescentado, é frequentemente utilizado como uma medida da rentabilidade.

**Reservas mínimas (*reserve requirement*):** montante mínimo de reservas que uma **instituição de crédito** deve constituir no **Eurosistema** ao longo de um **período de manutenção** predefinido. O cumprimento destas reservas é determinado com base na média dos saldos diários das contas de reserva ao longo do período de manutenção.

**Responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (*MFI longer-term financial liabilities*):** depósitos com prazo acordado superior a 2 anos, depósitos reembolsáveis com pré-aviso superior a 3 meses, **títulos de dívida** emitidos por **IFM da área do euro** com prazo original superior a 2 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 do custo de substituição e o risco de capital. Inclui ainda o risco de falha do banco de liquidação.

**Risco de liquidação (*settlement risk*):** risco de uma liquidação num sistema de transferências não se realizar da forma esperada, normalmente devido ao incumprimento por uma parte de uma ou mais obrigações de liquidação. Este risco inclui, em particular, o risco operacional, o **risco de crédito** e o risco de liquidez.

**Risco de liquidez de mercado (*market liquidity risk*):** risco de as transacções no mercado financeiro não poderem ser concluídas ou apenas poderem ser concluídas em condições menos favoráveis do que o previsto devido a uma profundidade inadequada do mercado ou a perturbações no mercado.

**Risco de mercado (*market risk*):** risco de perdas (tanto nas posições de balanço, como nas posições fora do balanço) decorrentes de oscilações nos preços de mercado.

**Risco sistémico (*systemic risk*):** risco de a incapacidade de um participante cumprir as suas obrigações num sistema dar origem à incapacidade de outros participantes cumprirem as suas obrigações na data devida, com possíveis efeitos de repercussão, tais como problemas significativos de liquidez ou de crédito, que podem pôr em perigo a estabilidade do sistema financeiro. Essa incapacidade pode ser provocada por problemas operacionais ou financeiros.

**Saldo primário (*primary balance*):** crédito líquido ou endividamento líquido das administrações públicas, excluindo os pagamentos de juros sobre os seus passivos consolidados.

**Sistema de liquidação de títulos (SLT) (*securities settlement system (SSS)*):** sistema de transferências para a liquidação de transacções de títulos. Inclui todos os acordos institucionais necessários para a compensação e liquidação de transacções de títulos e para a prestação de serviços de custódia de títulos.

**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**).

**Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) (*European System of Central Banks (ESCB)*):** constituído pelo **Banco Central Europeu (BCE)** e pelos BCN dos 27 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 contas macroeconómicas abrangente e integrado, assente num conjunto de conceitos estatísticos, definições, classificações e normas contabilísticas internacionalmente acordados, cujo objectivo é obter uma descrição quantitativa harmonizada das economias dos Estados-Membros da UE. O SEC 95 é a versão comunitária do Sistema de Contas Nacionais mundial de 1993 (SCN 93).

**Swap cambial (foreign exchange swap):** duas 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)):** sistema de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) para o euro.

**TARGET2 (TARGET2):** nova geração do sistema **TARGET**, na qual a anterior estrutura técnica descentralizada é substituída por uma plataforma única partilhada que oferece um serviço harmonizado com um sistema de fixação de preços uniforme.

**Taxa de câmbio efectiva (TCE) do euro (nominal/real) (effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real)):** média ponderada 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-21 (que abrange os 11 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e 10 dos principais parceiros comerciais fora da UE) e o TCE-41 (composto pelo TCE-21 e outros 20 países). Os pesos utilizados reflectem a quota 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. São, por conseguinte, medidas da competitividade dos preços e dos custos.

**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.

**Taxas de juro das IFM (MFI interest rates):** taxas de juro aplicadas por **instituições de crédito** e outras **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**. As taxas de juro directoras do BCE são as taxas das **operações principais de refinanciamento**, da **facilidade permanente de cedência de liquidez** e da **facilidade permanente de depósito**.

**Titularização (securitisation):** agregação de activos financeiros, como por exemplo hipotecas residenciais, e a sua posterior venda a veículos de titularização, que por sua vez emitem títulos de

rendimento fixo que são vendidos a investidores. O capital e os juros destes títulos dependem dos fluxos de rendimento produzidos pelo conjunto dos activos financeiros subjacentes.

**Título de dívida (*debt security*):** promessa por parte do emitente (isto é, o mutuário) de efectuar um ou mais pagamentos 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. Os títulos de dívida emitidos com prazo original superior a 1 ano são classificados como de longo prazo.

**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. As acções geram habitualmente rendimentos sob a forma de dividendos.

**Tratado (*Treaty*):** refere-se ao Tratado que institui a Comunidade Europeia (o “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)*):** processo que conduziu à moeda única, o euro, e à política monetária única na **área do euro**, bem como à coordenação das políticas económicas dos Estados-Membros da UE. Este processo, tal como definido no **Tratado**, foi realizado 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 processo de estabelecimento da UEM.

**Valor de referência para o crescimento do M3 (*reference value for M3 growth*):** 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 anual do M3 é de 4½%.

**Volatilidade implícita (*implied volatility*):** volatilidade esperada (ou seja, desvio padrão) das taxas de variação do preço de um activo (por exemplo, uma acção ou uma obrigação). Pode ser calculada a partir do preço do activo, da data de vencimento e do preço de exercício das suas **opções**, bem como a partir de uma taxa de remuneração sem risco, utilizando um modelo de valorização de opções, como, por exemplo, o modelo de Black-Scholes.

