



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

1998 - 2008

BOLETIM MENSAL
10.º ANIVERSÁRIO DO BCE



BANCO CENTRAL EUROPEU
OS PRIMEIROS DEZ ANOS



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA



BOLETIM MENSAL 10.º ANIVERSÁRIO DO BCE

Em 2008, todas as publicações do BCE apresentam um motivo retirado da nota de €10.



© Banco Central Europeu, 2008

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

Este Boletim foi preparado sob a responsabilidade da Comissão Executiva do BCE. As traduções são elaboradas e publicadas pelos bancos centrais nacionais. (A tradução portuguesa foi realizada pelo BCE em colaboração com o Banco de Portugal.)

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

Fotografias:

*ESKQ
EUMETSAT
Claudio Hils
Martin Joppen*

A data de fecho das estatísticas incluídas nesta publicação foi 9 de Abril de 2008.

ISSN 1725-3012 (online)

Execução Gráfica
Tipografia Peres, SA



ÍNDICE

PREFÁCIO	5	Caixas:	
CONTEXTO HISTÓRICO	8	1 Modelos da economia da área do euro	36
INTRODUÇÃO	11	2 Principais instrumentos e canais de comunicação utilizados pelo BCE	51
QUADRO INSTITUCIONAL E FUNCIONAMENTO DA ÁREA DO EURO	21	3 O quadro de activos de garantia do Eurosistema	55
A ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE E A SUA EXECUÇÃO	33	4 O mecanismo de transmissão da política monetária	60
ALARGAMENTO E DESAFIOS DA POLÍTICA ECONÓMICA	67	5 Compreender a persistência da inflação e os determinantes da dinâmica salarial	84
O PAPEL INTERNACIONAL DO EURO E O SEU IMPACTO NOS FLUXOS DE COMÉRCIO E DE CAPITAL	93	6 Conclusões preliminares do trabalho do BCE sobre o desenvolvimento financeiro	111
INTEGRAÇÃO FINANCEIRA	107	7 O papel do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor	145
ESTABILIDADE FINANCEIRA E SUPERINTENDÊNCIA	125		
ESTATÍSTICAS	143		
AS NOTAS DE EURO – UM SÍMBOLO CONCRETO DE INTEGRAÇÃO	149		
CONCLUSÕES	155		
ANEXO			
Dez anos de estatísticas da área do euro e comparação com as de outras áreas económicas importantes	159		

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OUTRAS

BCE	Banco Central Europeu
BdP	balança de pagamentos
BCN	banco central nacional
BIS	<i>Bank for International Settlements</i> / Banco de Pagamentos Internacionais
CD	certificado de depósito
c.i.f.	<i>cost, insurance and freight at the importer's border</i>
CTCI 4.ª Rev.	Classificação Tipo do Comércio Internacional (4.ª revisão)
CUTCE	Custos unitários do trabalho no conjunto da economia
CUTIT	Custos unitários do trabalho na indústria transformadora
EUR	euro
FMI	Fundo Monetário Internacional
f.o.b.	<i>free on board at the exporter's border</i>
HWWI	Instituto de Economia Internacional de Hamburgo
IFM	Instituição Financeira Monetária
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
IME	Instituto Monetário Europeu
IPC	Índice de Preços no Consumidor
IPP	Índice de Preços no Produtor
MBP5	Manual da Balança de Pagamentos do FMI (5.ª edição)
NACE Rev. 1	Classificação estatística das actividades económicas na Comunidade Europeia
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 corrente na Comunidade, a listagem dos países da UE constantes no presente Boletim é feita segundo a ordem alfabética dos nomes dos países nas línguas nacionais.

PREFÁCIO



O Banco Central Europeu (BCE) foi instituído em 1 de Junho de 1998 e passou a ser o banco central independente responsável pela moeda única europeia, o euro, lançada em Janeiro de 1999. Uma moeda única para um grupo de países exige um banco central e um sistema de bancos centrais comum. Assim, foi atribuído ao BCE e ao Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), constituído pelo BCE e pelos bancos centrais de todos os Estados-Membros da União Europeia (UE), o mandato de manter a estabilidade de preços e salvaguardar a credibilidade do euro.

Em Maio de 1998, o Conselho Europeu tomou uma das decisões de maior alcance da história da integração europeia. Os líderes políticos da UE decidiram que 11 Estados-Membros cumpriam as condições necessárias para a adopção do euro. Este marco histórico teve a sua origem no Tratado de Maastricht, assinado em 1992, no qual foi definido o quadro institucional do SEBC. O Tratado conferiu uma dimensão supranacional à condução da política monetária e protegeu-a contra quaisquer pressões, nomeadamente por parte dos governos, assegurando,

deste modo, a independência total do BCE. Além disso, atribuiu ao BCE o direito exclusivo de autorizar a emissão de notas de banco.

O Tratado de Maastricht foi negociado e ratificado pelos parlamentos nacionais com base no pressuposto de que todos os Estados-Membros virão, no futuro, a adoptar o euro e de que, por conseguinte, o SEBC irá conduzir todas as atribuições relacionadas com a moeda única. No entanto, até essa data, o papel principal é desempenhado por um subconjunto do grupo de bancos centrais que integram o SEBC, o designado “Eurosistema”, composto pelo BCE e pelos bancos centrais dos países da área do euro. O órgão de decisão supremo do Eurosistema é o Conselho do BCE, constituído pelos seis membros da Comissão Executiva do BCE e pelos governadores dos bancos centrais nacionais (BCN) dos países da área do euro.

O Conselho do BCE definiu a estabilidade de preços como uma taxa de inflação positiva inferior a 2% e anunciou que visa manter a inflação num nível inferior mas próximo de 2% no médio prazo. Nos últimos dez anos, a estabilidade de preços foi, de uma forma geral, mantida, não obstante os fortes aumentos dos preços das matérias-primas a nível mundial – sobre os quais a política monetária não tem uma influência directa – que afectaram a Europa e o resto do mundo, traduzindo-se numa taxa média de inflação ligeiramente superior a 2% desde o lançamento do euro. Trata-se de um resultado assinalável, tendo em conta todos os choques que marcaram este período e o historial das economias participantes na área do euro. Nas décadas que antecederam o lançamento do euro, as taxas de inflação média anual nesses países foram significativamente mais elevadas do que as registadas na área do euro nos últimos dez anos.

A estabilidade de preços é fundamental, não apenas porque permite proteger o valor dos rendimentos de todos os cidadãos – particularmente dos mais pobres e mais vulneráveis –, mas também porque a manutenção da estabilidade de preços de uma forma credível a médio prazo constitui um dos pré-requisitos para um crescimento sustentável e a criação de emprego. Ao ancorar as expectativas de inflação futura em níveis baixos, compatíveis com



a sua definição de estabilidade de preços, o BCE reduziu os prémios de risco de inflação, assegurando condições financeiras favoráveis ao crescimento e à criação de emprego. No período que medeia entre o lançamento do euro e o final de 2007, a área do euro criou mais de 15 milhões de postos de trabalho e a taxa de desemprego registou o nível mais baixo desde o início dos anos oitenta do século XX.

O euro desempenha um papel muito importante na promoção do funcionamento do vasto mercado do continente europeu e, por conseguinte, também na consecução de um verdadeiro mercado único. Contribuiu igualmente para proteger a economia da área do euro dos múltiplos choques e da considerável turbulência a nível mundial nos últimos anos.

Estas realizações exigiram tempo e um esforço considerável, pois o BCE tem navegado em águas desconhecidas, tomando decisões de grande alcance e complexidade e implementando-as conjuntamente com todos os membros do Eurosistema, os BCN da área do euro. No contexto das múltiplas atribuições nos últimos anos, o BCE teve de adquirir um entendimento de como funcionaria efectivamente a recém-criada união monetária e de como seria a complexa dinâmica de uma área económica de grande dimensão orientada no sentido da plena unificação económica e monetária.

A presente edição especial oferece uma retrospectiva da actividade do BCE ao longo dos cruciais últimos dez anos, foca alguns dos episódios mais difíceis que marcaram este período e analisa os desafios que se apresentam ao BCE e à área do euro no início da sua segunda década de existência.

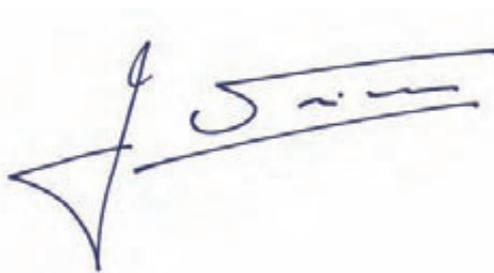
Esses desafios incluem, sobretudo, aumentar a flexibilidade e a adaptabilidade da área do euro através da melhoria das políticas orçamentais e estruturais, bem como aumentar o seu potencial de crescimento. Existe uma necessidade permanente de entender as mudanças em curso na economia e para tal adaptar os instrumentos, de forma a identificar os factores que determinam a inflação futura. Para preservar a credibilidade, a política monetária precisa de estar em alerta constante e manter as expectativas de inflação em níveis compatíveis com a definição

de estabilidade de preços. É necessário igualmente determinar qual será a melhor preparação para os futuros alargamentos da área do euro.

Os êxitos da última década devem-se à visão e à determinação dos membros, passados e presentes, do Conselho do BCE, assim como à energia e ao esforço de todos aqueles que trabalham no Eurosistema. Nesta ocasião especial, gostaria de expressar os meus sinceros agradecimentos a todos aqueles que contribuíram para a construção de uma base sólida para o euro. A moeda única tornou-se um símbolo digno de orgulho de um continente que cresceu em estatura.

O Eurosistema funciona como uma equipa, ao serviço de 320 milhões de cidadãos residentes em 15 países que decidiram partilhar os seus destinos. O euro é a nossa moeda e os cidadãos europeus sabem que somos fiéis ao mandato que nos foi atribuído.

Quero expressar a minha profunda gratidão a todos os funcionários do BCE e dos BCN pela sua magnífica contribuição e por tornarem possível esta publicação.



Jean-Claude Trichet, Presidente do BCE



A Comissão Executiva do BCE em Junho de 1998:

Fila de trás (da esquerda para a direita):

Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing,
Eugenio Domingo Solans

Fila da frente (da esquerda para a direita):

Christian Noyer (Vice-Presidente),
Wim F. Duisenberg (Presidente),
Sirkka Hämäläinen



A Comissão Executiva do BCE em Junho de 2008:

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)

CONTEXTO HISTÓRICO

A integração monetária europeia remonta ao início dos anos sessenta do século XX, altura em que os seis países membros da Comunidade Económica Europeia (CEE) encetaram uma colaboração em questões monetárias. A primeira proposta concreta no sentido da criação de uma união económica e monetária europeia surge igualmente por essa altura. Nela se inscrevia que a zona de comércio livre estabelecida pelo Tratado de Roma deveria conduzir a uma união económica até ao final da década. Contudo, tal não aconteceu, dada a estabilidade do sistema monetário internacional durante os anos seguintes. Só em 1969, após uma série de crises cambiais e de balança de pagamentos, é que os líderes dos seis países membros da CEE decidiram elaborar um plano para a constituição de uma união económica e monetária. Esta decisão conduziu ao Relatório Werner em 1970, que previa a criação da referida união, em três etapas, até 1980. O interesse neste plano ambicioso desvaneceu-se em 1971, após o colapso do sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods. Simultaneamente, os países europeus consciencializaram que a flutuação cambial desregrada poderia comprometer uma maior integração do comércio. Em 1972, a criação do chamado “sistema da serpente monetária” constituiu o primeiro passo com vista a estabilizar as taxas de câmbio entre algumas moedas europeias, mas fracassou devido a novas perturbações monetárias e à recessão internacional que se seguiu à primeira crise petrolífera, em 1973. Em 1977, depois de várias moedas terem aderido ou abandonado o sistema da serpente monetária, este ficou reduzido a uma “zona do marco alemão”, composta pela Alemanha, os países do Benelux e a Dinamarca.

Em 1979, a França e a Alemanha deram um novo impulso ao projecto de integração monetária, conduzindo à criação do Sistema Monetário Europeu (SME), que esteve em funcionamento até ao lançamento do euro em 1999. A ênfase foi colocada na coordenação da política monetária e na convergência para a estabilidade de preços como factores favoráveis à manutenção de taxas de câmbio estáveis. Durante este período, as relações entre os bancos centrais foram reforçadas, os realinhamentos cambiais passaram a estar dependentes do cumprimento da política de convergência a fim de reduzir a frequência e o impacto de desvalorizações

perturbadoras (que, ainda assim, ocorreram esporadicamente), os controlos de capital foram eliminados, as políticas orientadas para níveis de inflação baixos prevaleceram em todos os países e a integração económica observou progressos assinaláveis. Os anos de experiência com o SME proporcionaram algumas lições sobre a importância da convergência nominal sustentável e da disciplina orçamental.

Perto do final dos anos oitenta, foi relançada a discussão acerca da exequibilidade de uma união económica e monetária europeia. O Conselho Europeu atribuiu a um comité de especialistas, presidido por Jacques Delors, o mandato de apresentar propostas para a concretização da União Económica e Monetária (UEM). O “Relatório Delors” daí resultante delineou o Tratado de Maastricht, assinado pelos Chefes de Estado ou de Governo dos Estados-Membros da UE em 1992 e ratificado por todos os países da UE até 1993, lançando as bases para a introdução da moeda única quase dez anos mais tarde. Nos anos seguintes, assistiu-se à dinamização do processo de convergência e à criação dos dispositivos institucionais necessários. O Instituto Monetário Europeu (IME), estabelecido em 1994, iniciou a preparação do quadro regulamentar, organizativo e logístico para o novo sistema de banca central supranacional. Este trabalho preparatório foi crucial para a instituição do BCE e do SEBC, para a criação das condições necessárias à realização das respectivas atribuições e para o lançamento da moeda única.

Em Maio de 1998, o Conselho da União Europeia decidiu que 11 países cumpriam os critérios de convergência, nomeadamente o conjunto de condições estabelecidas para a adopção do euro. A instituição do BCE e do SEBC data de 1 de Junho de 1998. Até que o euro seja adoptado por todos os Estados-Membros da UE, o papel principal é desempenhado pelo Eurosistema, composto pelo BCE e pelos bancos centrais dos países da área do euro.

O BCE e o Eurosistema enfrentaram alguns desafios difíceis desde o início. Em particular, enquanto instituição recém-criada, o BCE teve de ganhar credibilidade e conquistar a confiança do público e dos mercados financeiros de que manteria a

estabilidade de preços. Além disso, como nova instituição, teve de definir uma estrutura que lhe permitisse trabalhar eficazmente com os BCN do Eurosistema. A dificuldade destas tarefas residia na completa novidade do enquadramento institucional e económico. Com efeito, o euro criou uma nova entidade económica e financeira, com características que não tinham sido completamente estudadas e com implicações que não eram inteiramente claras.

Publicado por ocasião do 10.º aniversário do BCE, o presente Boletim Mensal especial oferece uma retrospectiva da actividade e das realizações do BCE e do Eurosistema ao longo dos cruciais últimos dez anos. Aborda igualmente vários desafios e desenvolvimentos futuros nos domínios de responsabilidade do BCE. Na análise do funcionamento do BCE e do Eurosistema, destacam-se dois aspectos:

- Em primeiro lugar, verifica-se que, ao longo dos anos, a integração monetária evoluiu paralelamente à integração económica. De facto, o percurso europeu conducente à UEM é singular em termos históricos, na medida em que assenta no conceito de um mercado único para países soberanos. Trata-se de uma realidade bem diferente da maioria das uniões monetárias do passado, em que a criação prévia de uma união política (um estado-nação) abria caminho à instituição de um mercado único com condições homogéneas para as empresas e as famílias. A nossa expectativa é de que o euro exerça uma influência positiva na promoção de uma maior integração económica e financeira. Este tópico é discutido com algum pormenor nos Capítulos 4, 5 e 6, que analisam, respectivamente, a integração económica real, a cada vez maior abertura do comércio e a integração dos mercados financeiros.
- Em segundo lugar, a tomada de decisões no Eurosistema é centralizada, ao passo que a respectiva execução é descentralizada. A descentralização do Eurosistema apresenta três vantagens fundamentais. Primeiro, o BCE beneficia da experiência, da infra-estrutura e das capacidades operacionais dos BCN do Eurosistema. Segundo, os BCN facilitam a comunicação entre o BCE e os cidadãos da área

do euro, na medida em que falam a(s) língua(s) do respectivo país e conhecem a(s) sua(s) cultura(s). Terceiro, os BCN proporcionam às instituições de crédito dos respectivos países o acesso à rede de banca central, um factor importante tendo em conta a dimensão da área do euro e as relações duradouras estabelecidas entre as comunidades bancárias nacionais e os respectivos BCN. Este enquadramento funcionou devidamente ao longo da última década, tendo também conseguido dar resposta ao alargamento da União Europeia e da área do euro.

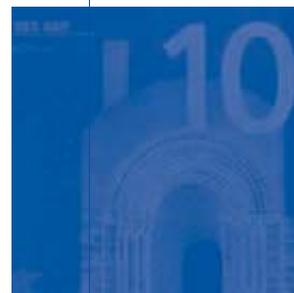
Nos últimos dez anos, o BCE conquistou um elevado grau de credibilidade a nível mundial. Com a entrada da área do euro na sua segunda década, é importante preservar essa credibilidade e simultaneamente responder aos desafios que se colocam no futuro. Nesta edição especial do Boletim Mensal, demonstramos que, em muitos aspectos, agora partilhamos um destino comum.

O SISTEMA EUROPEU DE BANCOS CENTRAIS (SEBC)



O EUROSISTEMA





I INTRODUÇÃO

... levar todos os homens a trabalharem em conjunto, mostrar-lhes que, para lá das suas divergências ou para além das fronteiras, partilham um interesse comum.

Jean Monnet

A presente edição especial do Boletim Mensal analisa os primeiros dez anos de actividade do Banco Central Europeu (BCE) e do Eurosistema, que é constituído pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais (BCN) dos países da União Europeia (UE) que já adoptaram o euro. Descreve o funcionamento desta nova instituição e deste novo sistema ao longo de uma década pródiga em acontecimentos e perspectiva alguns dos eventuais desafios para os próximos dez anos e posteriormente.

O BCE tem cumprido o seu objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços e a sua estratégia de política monetária é credível e bem entendida. A definição da política monetária da área do euro é a atribuição mais visível do BCE, mas não é, de modo algum, a única. A fim de cumprir o seu objectivo, o BCE tem de desempenhar múltiplas funções e actividades, algumas das quais também especificadas no Tratado de Maastricht e outras que complementam a definição da política monetária única. Assim, a presente edição especial pretende contribuir para um melhor entendimento das outras funções desempenhadas pelo BCE e pelo Eurosistema.

A criação do BCE e do SEBC, bem como o lançamento do euro, conduziram à definição de um novo quadro institucional para a União Económica e Monetária (UEM), que combina uma política monetária centralizada com políticas orçamentais e estruturais descentralizadas. O Capítulo 2 explica como a responsabilidade pela política monetária única foi transferida para o nível supranacional (isto é, para o nível comunitário). O Tratado conferiu um grau de independência elevado à instituição recém-criada responsável pela definição da política monetária, o BCE. Esclarece-se no Capítulo 2 que se trata de uma combinação de independência institucional e de independência pessoal, financeira e funcional. O novo Tratado de Lisboa refere o BCE como uma das instituições da UE, o que reflecte o facto de a política monetária ser indivisível e de os bancos centrais necessitarem de independência para assegurarem a estabilidade de preços. Em contraste, as políticas orçamentais são definidas com maior eficiência a nível nacional – em consonância com os parâmetros do Pacto de Estabilidade e Crescimento –, de forma a tomarem em consideração características nacionais e enquadramentos institucionais. As políticas estruturais são igualmente definidas a nível nacional mas, no âmbito da Estratégia de Lisboa, estão sujeitas a apreciação e coordenação pelos pares.

O novo enquadramento institucional da UEM contempla procedimentos de coordenação adequados, que têm em conta a crescente interdependência dos países da área do euro. Por conseguinte, o BCE e o Eurosistema precisam de trocar informações e interagem frequentemente com várias outras instituições e organismos europeus, tais como o conselho que reúne os ministros das Finanças (o Conselho ECOFIN) e os seus diversos comités preparatórios, o Eurogrupo e a Comissão Europeia. Além disso, o BCE tem de prestar informação ao Parlamento Europeu. Iniciada em Setembro de 1998, esta prática tem sido satisfatória. Ainda assim, o progresso da integração da área do euro exige que as políticas definidas a nível nacional tenham em consideração os requisitos comunitários.

O Conselho do BCE é responsável pela formulação da política monetária da área do euro e pela definição das orientações necessárias à sua execução. Nessa medida, em Outubro de 1998, anunciou uma estratégia de política monetária orientada para a estabilidade destinada a alcançar o objectivo primordial da estabilidade de preços, de acordo com o estipulado no Tratado de Maastricht. A referida estratégia, clarificada em 2003, apresenta dois elementos principais: uma definição quantitativa de estabilidade de preços e um “enquadramento de dois pilares”. O primeiro elemento implica que o objectivo primordial do BCE consiste em manter a inflação num nível inferior mas próximo de 2%.

O BCE tem um objectivo primordial: a estabilidade de preços

O quadro institucional da UEM combina uma política monetária centralizada com ...

... políticas orçamentais e estruturais descentralizadas ...

... e exige mais intercâmbios de informação e maior coordenação

O Conselho do BCE define a política monetária



O enquadramento de dois pilares para a área do euro

Na verdade, existe um consenso generalizado de que a manutenção da estabilidade de preços é o melhor contributo que a política monetária pode dar para o bem-estar económico. O segundo elemento é o enquadramento de dois pilares, que tem por base uma análise económica e uma análise monetária, sendo ambas relevantes na avaliação dos diferentes riscos para a estabilidade de preços. A análise económica tem um horizonte de curto a médio prazo, assentando numa grande variedade de estatísticas económicas e financeiras e indicadores relevantes em termos das perspectivas para os preços. A análise monetária, por seu lado, tem um horizonte de médio a mais longo prazo e atribui um papel proeminente à evolução da moeda e do crédito. O enquadramento de dois pilares possibilita uma análise interna bem estruturada e facilita a sua comunicação ao público em geral e aos mercados financeiros.

O Eurosistema exigiu uma preparação sem precedentes

O Capítulo 3 descreve em pormenor as características e elementos principais da estratégia, a sua execução e a condução da política monetária desde o lançamento do euro em 1999. Destaca também o vasto trabalho necessário para assegurar a funcionalidade do Eurosistema, nomeadamente ao nível da criação da infra-estrutura para a execução da política monetária única. Além disso, o BCE teve de definir também a sua própria organização e procedimentos. O Capítulo 3 sublinha ainda que o BCE e o Eurosistema iniciaram a sua actividade com um conhecimento limitado acerca do possível funcionamento da área do euro após a integração monetária. A condução da política monetária não é fácil mesmo em circunstâncias normais mas, com esta transição sem precedentes de políticas nacionais com provas dadas para uma política supranacional pioneira, constituiu um enorme desafio. Desde o início, fizeram-se consideráveis investimentos em termos de investigação, análise e estatística e ainda hoje continua a desenvolver-se um vasto leque de modelos e de ferramentas, que contribuem para a produção de dados extremamente actualizados. Grande parte da análise é do domínio público e sujeita à apreciação pelos pares, constituindo, portanto, um património comum.

As reformas económicas são decisivas para o bom funcionamento da área do euro

O Capítulo 4 examina os desafios de política e o desempenho macroeconómico da área do euro. A análise das tendências económicas reais e das políticas económicas tem diversas finalidades. Por exemplo, contribui para a referida análise realizada no âmbito da estratégia de dois pilares e para a análise do processo de transmissão monetária, possibilitando igualmente a identificação das tendências macroeconómicas decorrentes sobretudo das políticas estruturais e orçamentais, bem como da evolução a nível mundial, e do seu impacto nas pressões inflacionistas. Este Capítulo aborda algumas das tendências observadas durante os últimos dez anos na área do euro em termos de crescimento real, produtividade e mercados de trabalho. É de assinalar que, ao longo da última década, o quadro global da UEM apoiou um crescimento muito sustentado do emprego. Em seguida, são discutidas as políticas orçamentais e, por último, apresentam-se alguns factos estilizados sobre os diferenciais entre países em matéria de crescimento real do produto e de inflação.

São várias as lições identificadas no Capítulo 4. Numa análise prospectiva, reformas estruturais e políticas orçamentais sólidas são cruciais para a estabilidade macroeconómica global e um bom desempenho nestes domínios, ou seja, para um elevado crescimento do emprego e do produto, uma taxa natural de desemprego reduzida e a eliminação de diferenciais consideráveis na evolução entre países. Os diferenciais de custos e de inflação entre países, resultantes de uma dinâmica salarial inadequada e de rigidez orçamental e estrutural, podem conduzir a perdas de competitividade e afectar negativamente o crescimento do emprego e do produto. O bom funcionamento dos ajustamentos a determinados choques deverá ser assegurado através de mercados de trabalho e do produto flexíveis, da realização plena do Mercado Único e de políticas orçamentais sustentáveis e bem definidas. Por último, os países que pretendem adoptar o euro no futuro são aconselhados a terem em conta estas questões nos respectivos processos de convergência ao tomarem a decisão de aderir à área do euro.

Os efeitos da União Monetária na economia

O euro tem vindo a operar uma mudança gradual nas economias da área do euro. Ao nível dos negócios, alguns custos diminuíram ou desapareceram por completo, nomeadamente os custos relacionados com

o câmbio de divisas ou a cobertura contra a volatilidade das taxas de câmbio. Regista-se uma diminuição dos custos de informação, como, por exemplo, os resultantes da necessidade de comparar os preços de bens e serviços a nível internacional. Além disso, espera-se que o euro contribua para dinamizar o Mercado Único – ou seja, para eliminar as barreiras ainda existentes à livre circulação de mercadorias, serviços e pessoas –, ao aumentar a transparência dos preços e ao desencorajar a discriminação em função dos preços, o que ajudaria a reduzir a segmentação do mercado e a promover a concorrência. O euro é também mais eficiente como meio de troca e unidade de conta do que as múltiplas moedas que veio substituir. A presente edição especial do Boletim Mensal analisa diversas formas mediante as quais o euro contribui para transformar os mercados financeiros e o desempenho macroeconómico da Europa. Obviamente que esses efeitos, tendentes a uma maior integração da área do euro, são lentos e podem levar várias décadas a manifestar-se na totalidade.

Um dos domínios em que as alterações são já bastante visíveis é a dimensão internacional do euro. O Capítulo 5 contempla quatro aspectos desta mudança: o comércio de bens e serviços, os fluxos de capital, o papel internacional do euro e as relações do BCE com países terceiros e instituições e organismos internacionais. É analisada a evolução entre os países da área do euro (ou seja, intra-área do euro) e do conjunto da área do euro face ao resto do mundo (isto é, extra-área do euro). Alguns indícios pontuais e a análise económica indicam que o euro tem vindo a promover o comércio, o investimento directo estrangeiro e o investimento de carteira transfronteiras entre os países da área do euro, o que equivale a dizer que a área do euro está a investir em si mesma. Ao incentivar o comércio intra-área do euro, o euro melhorou a concorrência no seio da área do euro e a convergência dos preços do comércio. Paralelamente, contribuiu para aumentar a eficiência tanto nos países de origem como nos países de acolhimento mediante a reafecção de capital, em particular no sector da indústria transformadora. Além do mais, promovendo os fluxos de carteira entre países da área do euro, o euro favoreceu uma diversificação dos riscos de investimento e de consumo. Espera-se que esta evolução prossiga no futuro. A dimensão internacional do euro e a sua utilização enquanto moeda de reserva e de transacção estão a aumentar. O euro tornou-se a segunda moeda internacional mais importante, a seguir ao dólar dos Estados Unidos, cuja cobertura mundial é mais abrangente.

No decurso da última década, o BCE e o SEBC dedicaram especial atenção ao funcionamento adequado do sistema financeiro. Os bancos centrais têm interesse no sistema financeiro e na sua estabilidade por dois motivos básicos. Em primeiro lugar, para que os bancos centrais cumpram a sua principal atribuição, a manutenção da estabilidade de preços, é necessário que o sistema financeiro funcione devidamente. Uma vez que o sistema financeiro proporciona o canal mais importante para a condução da política monetária única, é essencial um sistema financeiro integrado, estável e eficiente para a transmissão regular e eficaz dos impulsos da política monetária no conjunto da área do euro. Além disso, os bancos centrais são sobretudo responsáveis pelo bom funcionamento dos sistemas de pagamentos e de liquidação e este objectivo encontra-se estreitamente relacionado com a segurança e a eficiência do conjunto do sistema financeiro. Em segundo lugar, um sistema financeiro que funcione bem afecta recursos financeiros no tempo e no espaço de forma mais eficiente, sendo, portanto, fundamental para alcançar um crescimento económico mais elevado e mais sustentável. Trata-se de um objectivo de política pública importante, que é activamente apoiado pelos bancos centrais.

A área do euro tem um carácter multinacional. Desde o início, um dos objectivos principais do Eurosistema consistiu em melhorar o funcionamento dos mercados financeiros, ou seja, em promover a integração financeira europeia. O Capítulo 6 analisa os progressos em termos de integração financeira desde o lançamento do euro, os principais factores impulsionadores e obstáculos nesta matéria, bem como o contributo do BCE e do Eurosistema para o processo de integração. Sublinha que o BCE e o Eurosistema fomentam o processo de integração financeira através de quatro medidas principais: (i) promovendo o

A dimensão internacional do euro

O BCE/SEBC acompanha de perto os desenvolvimentos no sistema financeiro

O Eurosistema promove a integração financeira ...

... e contribui para a estabilidade financeira

conhecimento, aumentando a sensibilização e acompanhando a evolução da integração financeira; (ii) actuando como catalisadores das iniciativas promovidas pelo mercado com vista a incentivar a integração financeira, por exemplo no que respeita à criação da SEPA (*Single Euro Payments Area / Área Única de Pagamentos em Euros*); (iii) fornecendo aconselhamento sobre o quadro regulamentar e legislativo para os serviços financeiros, e iv) prestando serviços de banca central, incluindo designadamente o sistema de transferências automáticas transeuropeias de liquidações pelos valores brutos em tempo real (o chamado “sistema TARGET”) e o processamento transfronteiras de activos de garantia, referido como “CCBM” (*correspondent central banking model / modelo de banco central correspondente*), bem como a iniciativa T2S (*TARGET2-Securities / TARGET2-Títulos*), que explora as possibilidades de prestar serviços de liquidação em moeda do banco central para transacções de títulos.

O Capítulo 7 centra-se em outra responsabilidade essencial do Eurosistema: a salvaguarda da estabilidade financeira. Esta atribuição tem assumido maior relevância nos últimos anos, no contexto da significativa expansão do sector financeiro em relação à economia real, e, por conseguinte, o papel da estabilidade financeira em termos económicos tem vindo constantemente a adquirir maior importância. A manutenção da estabilidade de preços não só é, em termos gerais, o melhor contributo que o Eurosistema pode dar para a estabilidade financeira, como também contribui para esse objectivo de duas formas específicas. Em primeiro lugar, o Eurosistema realiza determinadas funções relacionadas com a estabilidade financeira a nível da área do euro. Entre elas conta-se o acompanhamento e a avaliação da estabilidade financeira da área do euro – com a publicação semestral do relatório do BCE sobre a matéria, intitulado “*Financial Stability Review*” –, bem como a realização de operações de mercado para fazer face a choques financeiros e atenuar as tensões no mercado monetário da área do euro. Em segundo lugar, o Eurosistema participa na definição das políticas de estabilidade financeira das autoridades competentes a nível nacional e comunitário, o que pressupõe o envolvimento em três actividades principais: (i) prestar apoio ao acompanhamento e avaliação da estabilidade financeira a nível nacional e comunitário, (ii) fornecer aconselhamento em matéria de regulamentação e supervisão financeiras, e (iii) contribuir para a gestão de crises financeiras. Além disso, o Eurosistema é o responsável directo pela superintendência das infra-estruturas de mercado, em particular os sistemas de pagamentos, atribuição que também reforça a estabilidade do sistema financeiro. O Capítulo 7 descreve as responsabilidades do Eurosistema e as suas principais realizações em matéria de estabilidade e supervisão financeiras.

Estatísticas de qualidade são essenciais para uma análise aprofundada

O Capítulo 8 explica a importância de estatísticas de elevada qualidade para a área do euro e a necessidade de um conjunto abrangente, atempado, fiável e coerente de estatísticas monetárias, financeiras e económicas que permitam ao BCE desempenhar as suas atribuições e, em particular, avaliar os riscos para a estabilidade de preços. Analisa também o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, utilizado pelo BCE no âmbito da avaliação da estabilidade de preços. O volume de estatísticas produzidas pelo SEBC quase triplicou desde 1999. As estatísticas monetárias, financeiras e externas são publicadas com regularidade e obedecem a elevados padrões de qualidade. A documentação de referência é prontamente disponibilizada e tem contribuído para o desenvolvimento de normas estatísticas mundiais, por exemplo, em matéria de estatísticas monetárias e financeiras. Diversos dados estatísticos produzidos pelo BCE fazem agora parte das contas financeiras e não financeiras trimestrais efectivas da área do euro. O anexo estatístico que figura no final desta edição especial fornece uma selecção de dados comparativos a nível internacional.

A União Monetária nos nossos bolsos

O Capítulo 9 apresenta as notas de euro sob diversas perspectivas e inclui uma breve descrição da sua evolução nos anos noventa e da sua introdução em 2002. Contempla o presente, mas também o futuro, fornecendo informação sobre a circulação do euro e a sua gestão. As notas de euro são verdadeiramente um símbolo visível e de êxito da UEM e representam um feito notável, tendo em conta a magnitude do planeamento e da organização necessários para a sua introdução.

A presente edição especial do Boletim Mensal mostra como o desempenho do BCE e do Eurosistema ao longo destes dez anos pode ser avaliado em função de diferentes horizontes temporais. É possível identificar alguns fios condutores, que remetem igualmente para os desafios que se perspectivam no futuro:

- O Eurosistema combina um processo de tomada de decisões centralizado com uma execução descentralizada por parte dos BCN. Este procedimento é aplicável a todas as atribuições e actividades abordadas na presente edição especial. Em termos organizativos, existem vários comités técnicos e grupos de trabalho, compostos por especialistas do BCE e de todos os BCN, que contribuem para o processamento regular de uma grande quantidade de dados e de informação proveniente de todos os países da área do euro. Tal permite reunir as melhores práticas e conhecimentos dos BCN do Eurosistema. Simultaneamente, os referidos comités e grupos de trabalho assumem uma perspectiva do conjunto da área do euro. Este enquadramento tem o potencial para evoluir e tem conseguido dar resposta com sucesso ao alargamento da área do euro.
- O Eurosistema partiu de uma base modesta, visto que o conhecimento acerca do possível funcionamento da área do euro após a integração monetária era limitado. Se a condução da política monetária num contexto mundial incerto e sujeito a choques representa um desafio para qualquer banco central, o desafio foi ainda mais difícil nos primeiros anos da área do euro dado o seu carácter de novidade absoluta, como referido no Capítulo 3. Este facto explica o enorme investimento realizado desde o início em matéria de ferramentas analíticas, investigação e dados estatísticos, como ilustram os Capítulos 3, 4, 5, 6 e 8. Foi desenvolvida uma grande variedade de modelos e outras ferramentas analíticas, que são agora utilizados e estão constantemente a ser melhorados. A maior parte desta análise e informação é do domínio público e pode ser consultada no *site* e nas publicações do BCE. Nessa medida, está sujeita ao escrutínio do público e a apreciação pelos pares.
- A estratégia de política monetária do BCE tem por base a melhor experiência dos BCN do Eurosistema e combina esses conhecimentos com elementos totalmente novos. À luz do mandato para a salvaguarda da estabilidade de preços conferido pelo Tratado, o Conselho do BCE definiu um objectivo claro em termos de inflação, o que, por sua vez, aumenta a transparência e a responsabilização do BCE. As análises económica e monetária – o enquadramento de dois pilares – fornecem duas perspectivas complementares para a avaliação dos riscos em termos de estabilidade de preços, além de propiciarem também um sistema de organização da análise interna e da comunicação externa. Esta estratégia é agora devidamente entendida e credível. A credibilidade contribui para ancorar as expectativas de inflação a mais longo prazo e para reduzir a volatilidade da inflação. Os Capítulos 2, 7 e 9 desta edição especial ilustram o modo como o bom funcionamento da estratégia de política monetária do BCE tem apoiado várias outras atribuições do BCE e do Eurosistema.
- Espera-se que o euro – entendido num sentido amplo que engloba as forças do mercado, as alterações institucionais e organizacionais, bem como as iniciativas legislativas – actue como catalisador da integração económica e financeira, sendo que estas alterações podem levar bastante tempo a concretizar-se. É um facto que o processo europeu de integração económica, financeira e monetária remonta à década de cinquenta do século XX e, desde então, tem avançado de forma gradual. A decisão relativa ao lançamento do euro assentou na firme convicção de que os países da área do euro estavam preparados para o efeito e que a nova moeda única desencadearia processos positivos tendentes à aproximação desses países. Subsistem, porém, diversos desafios, que são discutidos nesta edição especial do Boletim Mensal. Em alguns países da área do euro, persiste ainda um desvio entre a percepção da inflação por parte do público e a inflação de facto observada – uma questão abordada no Capítulo 3. Existe também margem para o reforço da flexibilidade e da resistência a choques externos das

Os comités adoptam a perspectiva do conjunto da área do euro

O conhecimento quanto ao possível funcionamento da área do euro era reduzido

Uma zona de estabilidade de preços agora mais ampla

O euro como catalisador de integração

economias da área do euro, como ilustra o Capítulo 4. Além disso, a integração “regional” europeia avança em paralelo com a globalização, que tem igualmente efeitos persistentes e de longo alcance, como discutido nos Capítulos 5 e 6. Por conseguinte, é necessário que a área do euro continue a evoluir face a estas pressões combinadas.

- A cada vez maior interligação da área do euro vem alterar as nossas perspectivas sobre a União Económica e Monetária. O euro é também um símbolo importante de identidade para a Europa.

Actualmente, o euro é utilizado por 320 milhões de pessoas na área do euro, mas tem também uma circulação internacional mais abrangente do que as moedas que substituiu, sendo cada vez mais utilizado nos mercados financeiros internacionais, como referido no Capítulo 5. Nesta edição especial do Boletim Mensal, observa-se que o euro já nos proporcionou diversos benefícios, incluindo estabilidade de preços e taxas de juro baixas. Estes benefícios apoiam outros desenvolvimentos positivos, que surgem de forma gradual mas persistente, designadamente mais comércio de bens e serviços e uma maior integração financeira, que, por sua vez, estimulam o aprofundamento financeiro e a modernização. Verifica-se igualmente um grau de resistência considerável num enquadramento internacional complexo. Na nossa perspectiva, estes progressos contribuem de forma substancial para que todos os desafios actuais e futuros da área do euro sejam vencidos, apoiando também a adaptação das economias nacionais. O Capítulo 10 apresenta algumas conclusões. O quadro seguinte enumera os principais acontecimentos a nível institucional que marcam a história do Eurosistema.

Principais acontecimentos a nível institucional na história do Eurosistema, 1998-2008

1998		
Maio	Decisão do Conselho Europeu de que 11 Estados-Membros cumprem os critérios de convergência e podem adoptar o euro (Terceira Fase da UEM).	Ver Prefácio
Junho	Instituição do BCE e do SEBC.	Ver Contexto histórico
Setembro	Primeira audição do Presidente do BCE perante o Parlamento Europeu.	Ver Capítulo 2
Outubro	Primeira participação do Presidente do BCE numa reunião do G7.	
Outubro	Anúncio da estratégia de política monetária.	Ver Capítulo 3, Secção 3.1
Novembro	Adopção pelo Conselho da União Europeia de um regulamento relativo à compilação de informação estatística pelo BCE.	Ver Capítulo 8
Dezembro	Anúncio do valor de referência quantitativo para o crescimento monetário.	
Dezembro	O BCE adquire o estatuto de observador no Fundo Monetário Internacional.	
Dezembro	Fixação irrevogável das taxas de conversão.	Ver Contexto histórico
1999		
Janeiro	Lançamento do euro fiduciário. Definição da política monetária única para a área do euro.	Ver Capítulo 2
Janeiro	Lançamento do MTC II, com a Dinamarca e a Grécia como membros iniciais.	Ver Capítulo 2
Abril	Acordo do Eurosistema relativamente à cedência de liquidez de emergência.	Ver Capítulo 7
Julho	Início da produção de notas de euro em vários centros de impressão de notas de banco.	Ver Capítulo 9
Novembro	O BCE torna-se membro do Banco de Pagamentos Internacionais.	
2000		
Março	O Conselho Europeu adopta a Estratégia de Lisboa.	Ver Capítulo 2
2001		
Janeiro	Adesão da Grécia à área do euro.	Ver Capítulo 2
Abril	Adopção de um Memorando de Acordo a nível da UE entre os superintendentes dos sistemas de pagamentos e os supervisores bancários.	Ver Capítulo 7
Agosto	Apresentação ao público das notas de euro.	Ver Capítulo 9
Setembro	Início da pré-distribuição de notas e moedas de euro.	Ver Capítulo 9

Principais acontecimentos a nível institucional na história do Eurosistema, 1998-2008

2002		
Janeiro	Transição para as notas e moedas de euro: no final de Fevereiro de 2002, o euro passa a ser a única moeda com curso legal em todos os países da área do euro.	Ver Capítulo 9
Novembro	Primeira publicação do relatório do BCE sobre estruturas bancárias da UE (<i>EU Banking Structures</i>).	Ver Capítulo 7
2003		
Fevereiro	Primeira publicação do relatório do BCE sobre a estabilidade do sector bancário na UE (<i>EU Banking Sector Stability</i>).	Ver Capítulo 7
Março	Adopção de um Memorando de Acordo a nível da UE relativo à cooperação entre as autoridades de supervisão bancária e os bancos centrais em situações de crise financeira.	Ver Capítulo 7
Março	Adopção de um Memorando de Acordo entre o BCE e o Eurostat sobre a partilha de responsabilidades em termos de estatísticas económicas e financeiras a nível comunitário.	Ver Capítulo 8
Maiο	Clarificação da estratégia de política monetária do BCE.	Ver Capítulo 3, Secção 3.1
2004		
Março	Alterações ao quadro operacional.	Ver Capítulo 3, Secção 3.3
Maiο	Adesão ao SEBC dos bancos centrais nacionais dos dez novos Estados-Membros da UE.	Ver Capítulo 2
Junho	Entrada das moedas da Estónia, Lituânia e Eslovénia no MTC II.	Ver Capítulo 2
Dezembro	Primeira publicação do relatório do BCE sobre a análise da estabilidade financeira da área do euro (<i>Financial Stability Review</i>).	Ver Capítulo 7
2005		
Março/Abril	Relançamento da Estratégia de Lisboa na sequência da avaliação efectuada por um grupo de alto nível presidido por Wim Kok.	Ver Capítulo 2
Março/Junho	Reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento.	Ver Capítulo 2
Maiο	Adopção de um Memorando de Acordo a nível da UE relativo à cooperação entre as autoridades de supervisão bancária, os bancos centrais e os ministérios das Finanças em situações de crise financeira.	Ver Capítulo 7
Maiο	Entrada das moedas de Chipre, Letónia e Malta no MTC II.	Ver Capítulo 2
Agosto	Publicação do contributo do Eurosistema para a consulta pública lançada pela Comissão Europeia sobre a política de serviços financeiros na UE (2005-2010).	Ver Capítulo 7
Setembro	Primeira publicação dos indicadores de integração financeira na área do euro pelo BCE.	Ver Capítulo 6
Novembro	Entrada da coroa eslovaca no MTC II.	
2006		
Julho	Lançamento da iniciativa T2S (<i>TARGET2-Securities / TARGET2-Títulos</i>).	Ver Capítulo 6
2007		
Janeiro	Adesão da Eslovénia à área do euro.	Ver Capítulo 2
Janeiro	Adesão ao SEBC dos bancos centrais nacionais da Bulgária e da Roménia.	Ver Capítulo 2
Março	Primeira publicação do relatório do BCE sobre integração financeira na Europa (<i>Financial Integration in Europe</i>).	Ver Capítulo 6
Maiο	Publicação do compromisso público quanto à função estatística do SEBC (<i>Public commitment with respect to the ESCB's statistical function</i>).	Ver Capítulo 8
Junho	Primeira publicação conjunta pelo BCE e o Eurostat das contas trimestrais integradas económicas e financeiras por sector institucional relativas à área do euro.	Ver Capítulo 8
Novembro	Publicação do contributo do Eurosistema para a revisão do quadro Lamfalussy relativo à regulamentação e supervisão financeiras.	Ver Capítulo 7
Dezembro	Assinatura do Tratado de Lisboa.	Ver Capítulo 2
2008		
Janeiro	Adesão de Chipre e Malta à área do euro.	Ver Capítulo 2
Abril	Publicação do quadro relativo à qualidade das estatísticas do BCE (<i>ECB Statistics Quality Framework</i>).	Ver Capítulo 8
Abril	Adopção de um novo Memorando de Acordo a nível da UE relativo à cooperação entre as autoridades de supervisão bancária, os bancos centrais e os ministérios das Finanças em situações de crise financeira.	Ver Capítulo 7

**O Conselho do BCE
em Junho de 1998:**

**Fila de trás
(da esquerda para a direita):**

Luis Ángel Rojo,
Alfons Verplaetse,
Antonio Fazio,
Yves Mersch,
António José Fernandes de Sousa,
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,
Nout Wellink,
Jean-Claude Trichet,
Maurice O'Connell,
Hans Tietmeyer

**Fila da frente
(da esquerda para a direita):**

Eugenio Domingo Solans,
Otmar Issing, Christian Noyer,
Willem F. Duisenberg,
Sirrka Hämäläinen,
Tommaso Padoa-Schioppa



**O Conselho do BCE
em Junho de 2008:**

**Fila de trás
(da esquerda para a direita):**

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink, Marko Kranjec

**Fila do meio
(da esquerda para a direita):**

John Hurley,
Miguel Fernández Ordóñez,
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Lorenzo Bini Smaghi,
Michael C. Bonello

**Fila da frente
(da esquerda para a direita):**

Yves Mersch,
José Manuel González-Páramo,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Athanasios Orphanides



Vítor Constâncio, Mario Draghi e Guy Quaden não se encontravam presentes quando foi tirada a fotografia.



O Conselho Geral do BCE em Junho de 1998:

Fila de trás

(da esquerda para a direita):

Luis Ángel Rojo, Antonio Fazio, Urban Bäckström, António José Fernandes de Sousa, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Nout Wellink, Lucas D. Papademos, Edward A. J. George, Maurice O'Connell, Hans Tietmeyer

Fila da frente

(da esquerda para a direita):

Alfons Verplaetse, Yves Mersch, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Jean-Claude Trichet



O Conselho Geral do BCE em Junho de 2008:

Fila de trás

(da esquerda para a direita):

Erkki Liikanen, Andrés Simor, Klaus Liebscher, Nicholas C. Garganas, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Nout Wellink, Andres Lipstok

Fila do meio

(da esquerda para a direita):

John Hurley, Nils Bernstein, Christian Noyer, Ilmārs Rimšēvičs, Zdeněk Tůma, Stefan Ingves, Marko Kranjec, Mugur Constantin Isărescu

Fila da frente

(da esquerda para a direita):

Miguel Fernández Ordóñez, Ivan Šramko, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Athanasios Orphanides, Yves Mersch

Vítor Constâncio, Mario Draghi, Ivan Iskrov, Mervyn King, Guy Quaden e Sławomir Skrzypek não se encontravam presentes quando foi tirada a fotografia.

ALARGAMENTO DA UNIÃO EUROPEIA



ALARGAMENTO DA ÁREA DO EURO 1999-2008





2 QUADRO INSTITUCIONAL E FUNCIONAMENTO DA ÁREA DO EURO

A condução das políticas macroeconómicas na área do euro é efectuada com base numa clara atribuição de responsabilidades. A competência em matéria de política monetária foi transferida para o nível supranacional, ou seja, para o BCE. Por seu lado, as políticas económicas permanecem, de uma forma geral, sob a alçada dos Estados-Membros, embora sujeitas a procedimentos de coordenação. O Tratado de Maastricht conferiu ao BCE/Eurosistema a independência necessária para a condução da política monetária única e para o desempenho das suas restantes atribuições. Simultaneamente, o Tratado impõe ao BCE vários requisitos de prestação de informação ao público em geral e aos seus representantes eleitos, ou seja, ao Parlamento Europeu. Além disso, o BCE participa em diversas reuniões a nível europeu e mantém um intercâmbio regular de opiniões com as instituições comunitárias.

A primeira década da UEM demonstrou que este quadro institucional sem precedentes, do qual o BCE é parte integrante, assenta em fundamentos sólidos, facto também reconhecido no novo Tratado, o Tratado de Lisboa, que mantém o referido quadro institucional praticamente inalterado. Permanecem, contudo, desafios importantes. Em particular, os decisores de política a nível nacional devem assumir as respectivas responsabilidades no âmbito do quadro actual, contribuindo assim para melhorar o desempenho macroeconómico da área do euro.

O presente capítulo encontra-se estruturado da seguinte forma: a Secção 2.1 analisa sucintamente o quadro institucional da área do euro e algumas das alterações verificadas ao longo da última década; a Secção 2.2 descreve a interacção do BCE com outras instituições e organismos comunitários e a Secção 2.3 enumera as fases do processo de alargamento da UE e da área do euro.

2.1 QUADRO INSTITUCIONAL

O quadro institucional da UEM introduzido pelo Tratado de Maastricht estabelece uma clara divisão de responsabilidades entre o nível comunitário e o nível nacional. Como consequência da introdução da moeda única, a responsabilidade pela política monetária da área do euro foi transferida para a esfera comunitária. No sentido de assegurar o cumprimento do objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços, foi atribuído ao Eurosistema um elevado grau de independência face a influências políticas. Por seu lado, as políticas económicas (por exemplo, as políticas orçamentais ou estruturais) permanecem, de uma forma geral, sob a alçada dos Estados-Membros, inseridas num quadro europeu destinado a garantir a disciplina. O principal motivo desta dicotomia é que, embora a política monetária numa união monetária seja indivisível por natureza, as políticas económicas devem ter em conta as características e os quadros institucionais de cada país, pelo que podem ser conduzidas com maior eficácia a nível nacional. Além disso, conferir a responsabilidade pelas políticas económicas aos governos nacionais propicia também um certo grau de concorrência a nível de política, conduzindo a uma melhoria da eficácia das políticas e à reprodução das melhores práticas¹.

Paralelamente, a moeda única promove uma maior integração económica das economias nacionais, contribuindo para aumentar a sua interdependência (registou-se, em especial, um aumento dos fluxos comerciais e de capitais nos últimos dez anos, como ilustra o Capítulo 5). Respostas demasiado descentralizadas e descoordenadas em termos de política podem ser contraproducentes, na medida em que não têm suficientemente em conta a crescente interdependência. Em particular, a tomada de decisões de forma autónoma pode revelar-se menos eficaz para fazer face a choques económicos comuns, que afectam a totalidade ou a maior parte dos países de formas globalmente idênticas. Além disso, os Estados-Membros

**Clara divisão
de responsabilidades**

¹ Para uma descrição mais aprofundada do quadro actual, consultar o artigo intitulado "O enquadramento de política económica na UEM", publicado na edição de Novembro de 2001 do Boletim Mensal do BCE.

devem ter em conta potenciais efeitos de repercussão (isto é, as decisões de política de um país podem afectar outros países). Por outro lado, as políticas económicas dos Estados-Membros devem ser orientadas para a estabilidade, de forma a garantir a compatibilidade com o objectivo primordial da política monetária única. Tal é ainda mais necessário, uma vez que os países da área do euro já não podem dispor das políticas monetárias e cambiais e, por conseguinte, têm de recorrer a outras políticas para promover a competitividade e possibilitar o ajustamento a choques. Estas considerações justificam uma coordenação em matéria de políticas económicas, que pode ser efectuada submetendo as políticas a uma abordagem normativa baseada em leis ou procedimentos “rígidos” ou mediante uma abordagem “branda” assente na pressão dos pares ou no apoio entre Estados-Membros e no diálogo a nível comunitário.

Três formas de definição de políticas

O Tratado prevê três formas distintas de definição de políticas nos vários domínios da UEM: (i) a transferência total da competência em matéria de política monetária para o nível comunitário; (ii) a coordenação baseada em regras da política orçamental e (iii) a coordenação “branda” das restantes políticas económicas. As secções seguintes analisam cada uma destas áreas de política individualmente.

O quadro institucional é sólido

A principal conclusão deste capítulo é que o quadro institucional da área do euro revelou, no decurso dos primeiros dez anos, ser apropriado para o funcionamento da UEM. O Tratado de Lisboa mantém o quadro institucional da UEM praticamente inalterado, reconhecendo deste modo a sua adequação².

DOMÍNIO COMUNITÁRIO

Independência, responsabilização e transparência dos bancos centrais

A teoria económica e os exemplos históricos de décadas anteriores apresentam evidência clara de que a independência dos bancos centrais constitui um pré-requisito para a consecução e a manutenção da estabilidade de preços. Nesta medida, a independência multidimensional do BCE é consagrada e legitimada pelo Tratado.

Independência dos bancos centrais: uma tendência mundial

Nas últimas décadas, a evolução dos quadros de política monetária em todo o mundo caracterizou-se por uma tendência global no sentido da independência dos bancos centrais, um conceito que, como discutido adiante, se reveste de múltiplas facetas. O aumento de competências e de autonomia exige legitimidade democrática, que, por seu turno, envolve um elevado grau de transparência na condução da política monetária e uma comunicação intensiva com o público. Esta evolução decorre de uma alteração radical do pensamento dos economistas nos anos setenta do século XX, os quais reconheceram o papel fundamental das expectativas no comportamento económico.

Razões subjacentes à independência dos bancos centrais

Conferir independência aos bancos centrais, ou seja, proteger os bancos centrais de influências políticas na condução da política monetária, garante que o foco da política monetária seja a estabilidade de preços e facilita, deste modo, o ancorar da inflação e das expectativas de inflação em níveis baixos. Após a elevada inflação registada na década de setenta, procurou-se saber por que motivo os bancos centrais permitiram o descontrolo da inflação e como poderiam ser evitadas situações semelhantes no futuro. Uma explicação fundamental avançada foi a de que os bancos centrais perderam o controlo da inflação devido à sua falta de independência. Sem um banco central independente, não é possível orientar a política monetária de forma credível para a estabilidade de preços, dado que, a qualquer momento, esta pode ser exposta a preferências políticas no sentido de impulsionar o produto a curto prazo à custa de uma subida da inflação a mais longo prazo. O público, contudo, entenderá o problema e esperará, à

² O Tratado de Lisboa foi assinado pelos Chefes de Estado ou de Governo da UE em 13 de Dezembro de 2007. Altera o Tratado da União Europeia e o Tratado que estabelece a Comunidade Europeia e visa assegurar um funcionamento mais democrático, transparente e eficaz numa UE alargada. A entrada em vigor do Tratado de Lisboa está agendada para 2009, na sequência da sua ratificação por todos os Estados-Membros.

partida, uma subida da inflação, pelo que a suposta escolha de curto prazo entre inflação e produto será negada e o único resultado garantido será uma taxa de inflação permanentemente mais elevada. A única saída possível deste dilema consiste em delegar a política monetária a um banco central independente com um mandato claro de salvaguardar a estabilidade de preços.

Os fundamentos económicos subjacentes à independência dos bancos centrais têm de ser transpostos para um quadro jurídico abrangente e pormenorizado. As dimensões da independência em termos de política monetária consagradas no Tratado com vista a assegurar a necessária autonomia do BCE/SEBC são enunciadas a seguir.

A independência institucional do BCE face a qualquer interferência, incluindo por parte dos governos, é assegurada no artigo 108.º do Tratado, onde se estabelece explicitamente que, no exercício dos seus poderes, nem o BCE nem qualquer membro dos seus órgãos de decisão pode solicitar ou receber instruções das instituições ou organismos comunitários, dos governos dos Estados-Membros ou de qualquer outra entidade. O Tratado estipula igualmente que as instituições e organismos comunitários, bem como os governos dos Estados-Membros devem comprometer-se a respeitar este princípio e a não procurar influenciar os membros dos órgãos de decisão do BCE. A independência institucional do BCE é complementada pelos seus próprios poderes legislativos e funções consultivas no que respeita às propostas de actos comunitários e aos projectos de disposições legais a nível nacional nos domínios das suas atribuições.

A independência do BCE
tem quatro dimensões

As disposições do Tratado asseguram que o BCE dispõe de todas as competências e poderes necessários para a consecução do seu mandato, conferindo-lhe, deste modo, independência funcional. Por exemplo, o BCE detém a competência exclusiva em matéria de política monetária na área do euro. O controlo total da base monetária exercido pelo BCE é assegurado pelo seu monopólio em termos de emissão de notas e pelo facto de a emissão de moeda pelos Estados-Membros estar sujeita à sua aprovação. Além disso, o artigo 101.º do Tratado protege o Eurosistema de pressões no sentido do financiamento monetário da dívida pública, na medida em que proíbe a concessão de empréstimos ao sector público por parte do Eurosistema.

A independência pessoal proporciona aos membros do Conselho do BCE a segurança necessária em termos de mandato e contribui para evitar conflitos de interesse. Neste aspecto, os Estatutos do SEBC/BCE protegem a independência dos membros dos órgãos de decisão do BCE, estabelecendo contratos a termo relativamente longos e excluindo a possibilidade de exoneração com base em desempenhos de política anteriores. Uma das principais considerações neste domínio é assegurar que o mandato dos responsáveis dos bancos centrais seja significativamente mais longo do que o dos políticos, de forma a poderem ocupar-se de horizontes mais alargados e centrar-se em considerações de médio prazo, visto que os políticos têm objectivos de mais curto prazo, em consonância com os ciclos eleitorais.

Por último, a independência financeira, entendida como a autonomia do banco central no que diz respeito aos seus recursos financeiros e rendimentos, é importante, na medida em que permite ao banco central desempenhar efectivamente as suas atribuições. No âmbito da UEM, tal é assegurado pelo facto de o BCE dispor de um orçamento próprio, independente do da UE, e de o seu capital ser totalmente subscrito e pago pelos BCN do Eurosistema.

No Tratado de Lisboa, o BCE é referido especificamente como uma das instituições da UE. Esta alteração no estatuto jurídico do BCE não tem impacto material na posição que este ocupa no quadro institucional da UE, uma vez que o Tratado de Lisboa não altera nenhuma das suas características institucionais básicas, tais como o objectivo primordial e as atribuições, a competência para adoptar actos jurídicos e a sua personalidade jurídica própria e independência.

Independência exige responsabilização

A ampla independência que o Tratado e os Estatutos conferem ao BCE requer uma legitimação adequada para que seja compatível com os fundamentos democráticos da sociedade europeia. Exige responsabilização perante o público e perante os órgãos democraticamente eleitos. A legitimidade democrática dos bancos centrais independentes é regulamentada de forma distinta nos diferentes sistemas democráticos. Além disso, os mandatos dos bancos centrais podem variar em função do número de objectivos a alcançar.

No que diz respeito à legitimidade democrática do BCE/SEBC, destacam-se três elementos. Primeiro, a ratificação do Tratado e as alterações aos estatutos dos BCN introduzidas pela legislação nacional constituem uma fonte essencial de legitimidade democrática. Segundo, a nomeação por instituições democráticas dos membros do Conselho do BCE, incluindo os membros da Comissão Executiva do BCE e os governadores dos BCN, constitui também um elemento importante. Por último, o BCE tem de prestar contas pelas suas políticas.

No que se refere à responsabilização, o BCE tem de explicar aos cidadãos e aos respectivos representantes no Parlamento como exerceu o seu mandato. Em particular, o BCE é obrigado a enviar um relatório anual sobre a sua política monetária e outras actividades ao Parlamento Europeu, ao Conselho, à Comissão e ao Conselho Europeu (para mais informações sobre estes órgãos, consultar a Secção 2.2 do presente capítulo). O BCE tem de apresentar esse relatório ao Parlamento Europeu e ao Conselho. Além disso, o Presidente do BCE e os restantes membros da Comissão Executiva podem, a pedido do Parlamento Europeu ou por sua própria iniciativa, ser ouvidos pelas comissões competentes do Parlamento Europeu (a obrigação de prestação de informação do BCE perante o Parlamento Europeu é descrita na Secção 2.2).

É mais fácil prestar contas quando um banco central tem um mandato claro a executar. Na UE, o Tratado confere ao BCE/SEBC um objectivo primordial claro de manutenção da estabilidade de preços. Se, pelo contrário, o banco central tivesse de prosseguir vários objectivos em simultâneo, seria mais difícil responsabilizá-lo pelo cumprimento do seu mandato. Além disso, o Conselho do BCE estabeleceu uma definição quantitativa do objectivo a alcançar e uma estratégia adequada e compreensível, o que limita as decisões discricionárias e a influência pessoal na tomada de decisões.

Maior independência traduz-se em menor inflação

O facto de a redução da inflação a nível mundial e o ancorar com êxito das expectativas de inflação ao longo das duas últimas décadas terem coincidido com uma tendência mundial para a independência dos bancos centrais é um sinal forte de que a independência dos bancos centrais constitui um pré-requisito para a consecução e a manutenção da estabilidade de preços. Esta perspectiva é também corroborada por evidência empírica formal: numerosos estudos demonstraram que, em diferentes países, a maior independência dos bancos centrais está associada a uma inflação média mais baixa³.

POLÍTICA MONETÁRIA

O Tratado de Maastricht confere ao BCE a responsabilidade pela política monetária única e confia-lhe um objectivo primordial, a manutenção da estabilidade de preços. Sem prejuízo desse objectivo primordial, a política monetária deve apoiar as políticas económicas gerais da Comunidade. Esta disposição assenta no princípio – corroborado por evidência empírica e investigação académica, bem como por um consenso generalizado entre o público – de que a manutenção da estabilidade de preços é o melhor contributo que a política monetária pode dar para a consecução dos objectivos de política económica da Comunidade, tais como um nível elevado de emprego e um crescimento sustentável e não inflacionista. O Capítulo 3 examina as principais características do quadro de política monetária e a respectiva execução. A experiência

³ Para uma breve análise dos dados e uma reavaliação, consultar P. Moutot, A. Jung e F. Mongelli, “*The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making*”, Anexo 1, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 79, 2008.

dos últimos dez anos confirmou a solidez e a robustez desta abordagem, como ilustra o Capítulo 4, que se debruça sobre o desempenho macroeconómico da área do euro.

Na área do euro, as decisões de política monetária são tomadas pelo Conselho do BCE, constituído pelos seis membros da Comissão Executiva e pelos governadores dos BCN dos países participantes na área do euro, de acordo com o princípio de “uma pessoa, um voto”. No que se refere às operações através das quais são executadas as decisões de política monetária, o Conselho do BCE procura conduzi-las, sempre que possível e adequado, através dos BCN, em consonância com o princípio da descentralização operacional⁴ (por exemplo, embora a taxa mínima de proposta para a operação principal de refinanciamento semanal seja definida a nível central pelo BCE, as operações de leilão em si são executadas pelos BCN com as respectivas contrapartes do mercado).

Foi adoptado um regime de taxas de câmbio flexíveis para o euro, o que significa que – à semelhança do que acontece com outras moedas importantes, como o dólar dos Estados Unidos – o valor externo do euro é determinado pelos mercados. A taxa de câmbio não é um instrumento da política económica. Com efeito, não teria feito muito sentido criar o euro para depois sujeitar a respectiva política monetária a exigências externas e não internas. A estabilidade de preços é um objectivo tanto para a política monetária como para a política cambial e, por implicação, não existe um objectivo cambial. Na condução da política monetária, o BCE tem em conta a taxa de câmbio, na medida em que esta afecta a situação económica e as perspectivas para a estabilidade de preços.

DOMÍNIO NACIONAL

Política orçamental

A disciplina orçamental é necessária para o bom funcionamento da União Monetária, pois políticas orçamentais pouco sólidas podem criar expectativas ou conduzir a pressões políticas para que o banco central acomode uma inflação mais elevada de forma a aliviar a dívida pública ou mantenha taxas de juro baixas. Por conseguinte, o Tratado inclui diversas disposições destinadas a evitar esses riscos. O Capítulo 4 descreve com mais pormenor as políticas orçamentais e os respectivos resultados.

Em primeiro lugar, o Tratado proíbe explicitamente o financiamento dos défices públicos pelos bancos centrais e determina também que o sector público não deve ter acesso privilegiado às instituições financeiras. Além disso, a chamada cláusula “no bail-out”, incluída no Tratado, explicita que nem a Comunidade nem qualquer Estado-Membro são responsáveis pelos compromissos de outro Estado-Membro.

Para além do referido, o Tratado obriga os Estados-Membros a evitarem défices excessivos. Os Estados-Membros que não cumpram os limites para o défice público e a dívida pública definidos no Protocolo sobre o procedimento relativo aos défices excessivos, anexo ao Tratado, podem, em última instância, ser objecto de sanções financeiras.

O quadro orçamental foi significativamente melhorado em 1997 com a adopção do Pacto de Estabilidade e Crescimento⁵ (PEC). A componente preventiva do PEC introduz um procedimento mais concreto de supervisão multilateral, segundo o qual os países da área do euro apresentam um programa de estabilidade

4 Para uma análise do princípio da descentralização e a distinção face ao princípio da subsidiariedade, consultar Zilioli, “ESZB-Satzung, Artikel 12”, in von der Groeben-Schwarze (hrsg.), *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union*, 6.ª edição, 2003, pp. 4277-428 e Zilioli, Selmayr, *Law of the ECB*, Hart publishing, 2001, pp. 70-71.

5 O Pacto de Estabilidade e Crescimento, adoptado em Junho de 1997, é composto por uma Resolução do Conselho Europeu e pelos Regulamentos n.º 1466/97 e n.º 1467/97. Consultar também J. Stark, “The genesis of a pact”, in: Brunila, A., M. Buti e D. Franco (eds.), *The Stability and Growth Pact. The architecture of fiscal policy in EMU*, Palgrave, Basingstoke, 2001.

O Conselho do
BCE define a política
monetária

Um regime de taxas de câmbio
flexíveis para o euro

São necessárias políticas
orçamentais sólidas

As políticas orçamentais são
coordenadas através do Pacto
de Estabilidade e Crescimento

e os países não pertencentes à área do euro, um programa de convergência. Estes programas anuais proporcionam uma visão geral da evolução económica e orçamental em cada país, um objectivo de médio prazo para a política orçamental e uma trajectória de ajustamento no sentido do objectivo de médio prazo. O Conselho pode ainda emitir uma recomendação de alerta rápido. Além disso, o PEC clarificou e uniformizou as diferentes fases e o calendário do procedimento relativo aos défices excessivos através da sua componente correctiva.

No que se refere à “componente correctiva”, a reforma do PEC, em 2005, introduziu mais flexibilidade nos procedimentos. Em particular, foi alargada a margem para discricção na determinação da existência de um défice excessivo e foram alargados os prazos processuais. Relativamente à “componente preventiva”, a revisão do PEC introduziu também uma maior margem para discricção no que respeita à definição do objectivo de médio prazo e aos progressos na sua consecução. Muitos observadores, incluindo o BCE, expressaram preocupação face à possibilidade de estas alterações minarem a confiança no quadro orçamental e na sustentabilidade das finanças públicas dos países participantes na área do euro – contribuindo, de uma forma geral, para a sua maior complexidade e menor transparência.

Políticas estruturais

O Tratado estipula que os Estados-Membros devem considerar as suas políticas económicas como “uma questão de interesse comum”. As Orientações Gerais das Políticas Económicas (OGPE) constituem a pedra angular deste enquadramento. O Tratado estabelece também um quadro de supervisão multilateral para as políticas de emprego, que inclui a adopção das “Orientações para o Emprego”. Todavia, se bem que o Conselho possa emitir recomendações aos Estados-Membros que não cumpram as OGPE, o Tratado não prevê quaisquer mecanismos de aplicação ou de sanção.

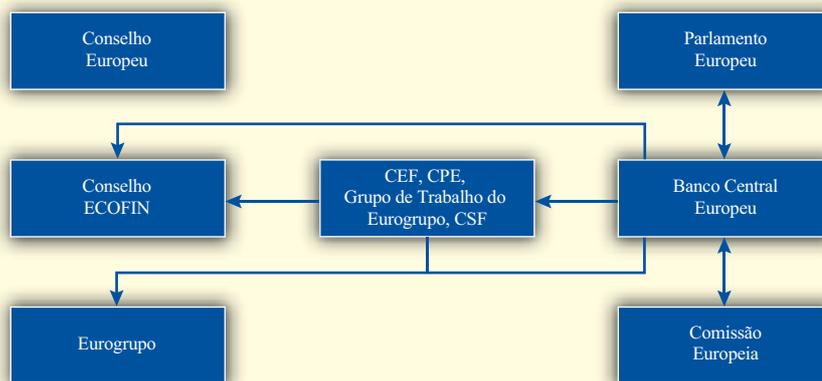
As políticas estruturais são uma componente importante da coordenação global das políticas económicas e estão sujeitas a uma abordagem “branda” em termos de coordenação, que assenta sobretudo na pressão e no apoio dos pares. Como discutido no Capítulo 4, o bom funcionamento da UEM requer mercados altamente flexíveis e concorrenciais, dado que os países deixaram de poder recorrer a alguns dos mecanismos de ajustamento anteriores à UEM para restabelecer a sua competitividade (por exemplo, através da desvalorização da moeda). As políticas económicas orientadas para o lado da oferta da economia têm de tomar em consideração as condições próprias dos países e, por conseguinte, só é possível uma coordenação “branda” de tais políticas específicas dos mesmos.

Em Março de 2000, o Conselho Europeu de Lisboa aperfeiçoou esta abordagem com a adopção da chamada “Estratégia de Lisboa”, que estabelece um programa ambicioso de reformas estruturais destinadas a aumentar o potencial de crescimento da UE. A Estratégia de Lisboa introduziu duas inovações institucionais: (i) as “reuniões da Primavera”, nas quais o Conselho Europeu é convidado a dinamizar e orientar as políticas económicas e as reformas estruturais, e (ii) um novo “Método Aberto de Coordenação” (uma nova forma de gestão na UE) a fim de fomentar a cooperação através da definição de “melhores práticas”.

Contudo, cinco anos após a sua criação, os resultados da Estratégia de Lisboa eram bastante heterogéneos. Na sequência de uma avaliação efectuada por um grupo de alto nível presidido por Wim Kok, antigo Primeiro-Ministro dos Países Baixos, o Conselho Europeu da Primavera de 2005 acordou em alterar substancialmente a Estratégia de Lisboa. Em particular, redireccionou a Estratégia de Lisboa para o crescimento e o emprego e simplificou a sua gestão de modo a aumentar as iniciativas nacionais de reforma estrutural e, dessa maneira, a legitimidade política de todo o processo.

O Conselho Europeu da Primavera de 2005 decidiu também reunir as OGPE e as Orientações para o Emprego num pacote único, designado de “Orientações Integradas”, com vista a aumentar a sua coerência.

Gráfico I Relações do BCE com outras instituições e organismos comunitários



As Orientações Integradas são agora adoptadas por um período de três anos, com actualizações anuais, sempre que adequado. Além disso, o anterior número elevado de relatórios foi substituído por programas nacionais de reformas, que proporcionam uma avaliação anual dos progressos alcançados até à data.

Face à grande dimensão da área do euro, as diferenças em termos de desempenho económico entre os países participantes não constituem uma surpresa (para uma descrição dos diferenciais entre países em matéria de desempenho macroeconómico na área do euro, consultar a Secção 3 do Capítulo 4). É possível fazer observações semelhantes em relação a outras grandes áreas monetárias, como os Estados Unidos. No entanto, o facto de as divergências económicas na área do euro tenderem a ser persistentes é indicativo de que as economias da área do euro não têm flexibilidade suficiente. É, portanto, essencial que os países mantenham o seu compromisso relativamente aos objectivos da Estratégia de Lisboa para colherem os benefícios da UEM.

2.2 INTERACÇÃO DO BCE COM OUTRAS INSTITUIÇÕES E ORGANISMOS COMUNITÁRIOS

O quadro institucional da UEM atrás descrito requer uma interacção mais intensiva entre as instituições comunitárias/supranacionais. A presente secção complementa as considerações apresentadas relativas aos princípios gerais subjacentes ao quadro da UEM. É analisada, em especial, a interacção do BCE com as principais instituições comunitárias⁶.

RELAÇÕES COM O PARLAMENTO EUROPEU

Como já mencionado, em contrapartida da sua independência, o BCE é transparente nas relações com o público e encontra-se sujeito a obrigações de prestação de informação muito abrangentes, em particular perante o Parlamento Europeu. Neste contexto, o Presidente do BCE e os outros membros da Comissão

O BCE é obrigado a prestar informação ao Parlamento Europeu

⁶ De notar que o gráfico acima ilustra apenas as interacções entre o BCE e outras instituições/fóruns comunitários, não as relações estabelecidas entre estes últimos. Para uma análise mais aprofundada, consultar também o artigo "As relações do BCE com instituições e organismos da Comunidade Europeia", publicado na edição de Outubro de 2000 do Boletim Mensal do BCE.

O Presidente do BCE pode participar nas reuniões do Conselho ECOFIN

Executiva podem, a pedido do Parlamento Europeu ou por iniciativa própria, ser ouvidos pelas comissões competentes do Parlamento Europeu. Na prática, o Presidente do BCE comparece trimestralmente perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários. O Relatório Anual do BCE é apresentado tanto à Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários, como ao plenário do Parlamento Europeu.

Adicionalmente, para além dos requisitos do Tratado, existem outros contactos entre o BCE e o Parlamento Europeu, tais como visitas informais. O BCE comprometeu-se também a responder às questões escritas apresentadas por membros do Parlamento Europeu. No sentido de aumentar a transparência, quer as questões, quer as respostas são publicadas no Jornal Oficial da UE.

Este procedimento permite a responsabilização efectiva do BCE perante os representantes eleitos da UE e o público.

RELAÇÕES COM O CONSELHO ECOFIN E OS SEUS COMITÉS PREPARATÓRIOS

O Conselho ECOFIN, isto é, a reunião do Conselho da UE quando composto pelos ministros das Finanças e da Economia, aborda questões de política económica e financeira a nível do conjunto da UE e (ao contrário do Eurogrupo; ver a próxima subsecção) tem competência para tomar decisões formais. O Tratado prevê a participação do Presidente do BCE nas reuniões do Conselho sempre que este delibere sobre questões relativas aos objectivos e atribuições do BCE/Eurosistema. Prevê também a presença do Presidente do Conselho da UE (*de facto*, o Presidente do Eurogrupo) nas reuniões do Conselho do BCE, sem direito de voto.

As decisões do Conselho ECOFIN são preparadas pelo Comité Económico e Financeiro (CEF), que reúne representantes nacionais de alto nível dos ministérios da Economia e Finanças e dos bancos centrais, bem como altos funcionários da Comissão Europeia e do BCE. O CEF desempenha um papel essencial na análise da situação económica e financeira dos Estados-Membros e da Comunidade e coordena também as posições da UE em fóruns internacionais. O Comité de Serviços Financeiros (CSF) está envolvido na preparação das decisões do Conselho ECOFIN em matéria de serviços financeiros e supervisão. O BCE é igualmente membro do Comité de Política Económica (CPE), que desempenha um papel crucial na preparação das deliberações do Conselho ECOFIN no domínio das reformas estruturais.

RELAÇÕES COM O EUROGRUPO

O diálogo no âmbito do Eurogrupo ...

A gestão económica na área do euro tem por base, em grande medida, as discussões informais realizadas no âmbito do Eurogrupo. Este órgão informal, instituído em Dezembro de 1997 mediante uma resolução do Conselho Europeu do Luxemburgo, reúne os ministros das Finanças da área do euro uma vez por mês. O Comissário para os Assuntos Económicos e Monetários e o Presidente do BCE são também convidados a participar nas reuniões.

As reuniões do Eurogrupo são palco de um intercâmbio de opiniões franco e aberto entre os principais decisores de política da área do euro. Esses debates permitem ao BCE obter informação em primeira-mão e explicar as suas decisões de política.

... ganhou importância

O Eurogrupo ganhou importância ao longo dos últimos dez anos, facto que se reflecte na sua agenda cada vez mais extensa. Se, no início, se concentrava sobretudo nas políticas orçamentais, agora discute também outras questões de política, como as reformas estruturais, os desenvolvimentos nos diferentes países da área do euro em termos de competitividade, a estabilidade financeira e a evolução da taxa de câmbio. O papel informal do Eurogrupo é agora reconhecido num protocolo anexo ao Tratado de Lisboa,

que estabelece o objectivo de desenvolver uma coordenação cada vez mais estreita das políticas económicas na área do euro.

RELAÇÕES COM A COMISSÃO EUROPEIA

A Comissão Europeia exerce um papel importante no quadro institucional da UEM. Tem, em particular, o direito de iniciativa no processo legislativo, podendo propor legislação comunitária para adopção por parte do Parlamento Europeu e do Conselho. Além disso, desempenha um papel fundamental no acompanhamento da execução das decisões e dos acordos alcançados a nível europeu. O BCE mantém contactos regulares com a Comissão e intercâmbios de opiniões com os seus representantes no contexto das reuniões europeias. Paralelamente, o Comissário para os Assuntos Económicos e Monetários é convidado a participar nas reuniões do Conselho do BCE, sem direito de voto. Para além desses contactos formais, o BCE estabeleceu uma série de contactos profissionais de carácter informal com os serviços da Comissão.

Relações estreitas
com a Comissão

2.3 PROCESSOS DE ALARGAMENTO

ALARGAMENTO DA UE

Os primeiros dez anos do euro coincidiram com uma expansão sem precedentes da UE. Em 1 de Maio de 2004, dez novos países aderiram à UE e, em 1 de Janeiro de 2007, seguiram-se mais dois. Este alargamento foi, em muitos aspectos, o maior e o mais abrangente da história da UE. O número de Estados-Membros subiu de 15 para 27 e a população total aumentou cerca de 100 milhões, passando para quase 500 milhões de pessoas. Ao mesmo tempo, o impacto económico deste crescimento foi, de uma forma geral, relativamente limitado. O PIB total registou um aumento inferior a 10%, dado que os rendimentos *per capita* da maioria dos novos Estados-Membros eram, à data da adesão, significativamente inferiores à média da UE.

A UE observou recentemente
um alargamento considerável

Espera-se que o alargamento prossiga nos próximos anos, embora a um ritmo mais lento. O estatuto de país candidato foi concedido a três países: Turquia (1999), Croácia (2004) e antiga República Jugoslava da Macedónia (2005). Todos os outros países dos Balcãs Ocidentais são potenciais países candidatos e têm, portanto, a perspectiva de aderirem à UE no futuro.

Considerando que se espera que todos os novos Estados-Membros adoptem o euro no futuro, o Eurosistema seguiu, e continua a seguir, atentamente a expansão da UE. O Conselho Geral do BCE analisa numa base regular a evolução económica, financeira e monetária dos países candidatos e potencialmente candidatos. O Eurosistema encetou também um diálogo estreito com os bancos centrais dos países que se preparam para aderir à UE. Em particular, antes das anteriores fases de alargamento, o Eurosistema organizou, em conjunto com os BCN, uma série de seminários sobre o processo de adesão à UE, que facilitaram a integração no SEBC dos bancos centrais dos países aderentes. O BCE estabelece também contactos e intercâmbios de informação intensivos com os bancos centrais dos actuais países candidatos, incluindo um diálogo de política de alto nível numa base anual.

ALARGAMENTO DA ÁREA DO EURO

O euro começou por ser a moeda única de 11 Estados-Membros. Passados dez anos, é a moeda única de 15 Estados-Membros. A área do euro já assistiu a três alargamentos, com a adesão da Grécia em 2001, da Eslovénia em 2007 e de Chipre e Malta em 2008, sendo de esperar novos alargamentos da área do euro no futuro.

**Percurso para a
adoção do euro ...**

O percurso dos países da UE no sentido da adopção do euro realiza-se em conformidade com um processo bem definido, que contempla várias fases.

... participação no MTC II ...

A primeira fase decorre até à entrada de um Estado-Membro no Mecanismo de Taxas de Câmbio II (MTC II). Nesta fase, a política monetária e cambial do país tem de respeitar três requisitos-chave do Tratado. Primeiro, as políticas cambiais devem ser tratadas como uma questão de interesse comum. Segundo, a estabilidade de preços deve ser considerada o objectivo primordial da política monetária. Terceiro, o país deve evitar défices excessivos (embora as sanções financeiras ao abrigo do procedimento relativo aos défices excessivos só possam ser aplicadas após a adopção do euro pelo país em questão).

**... permanência dentro das
bandas de flutuação ...**

A segunda fase tem início com a entrada de um Estado-Membro no MTC II. No âmbito deste mecanismo, a moeda de um país é sujeita a um regime de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, em torno de uma paridade central face ao euro e com uma banda de flutuação normal de $\pm 15\%$ em torno dessa taxa central. O MTC II é o sucessor directo do mecanismo de taxas de câmbio original, que esteve em funcionamento de 1979 até ao lançamento do euro em 1 de Janeiro de 1999. O mecanismo de taxas de câmbio desempenha uma função de estabilização, ajuda a orientar as políticas macroeconómicas no sentido da sustentabilidade e contribui para o ancorar das expectativas de inflação. O MTC II constitui um teste de mercado para os Estados-Membros no seu processo com vista à adopção do euro, pois espera-se que prossigam políticas orientadas para a estabilidade a fim de promover a estabilidade da taxa de câmbio e a convergência nominal. Nesta medida, a participação no MTC II pode ser considerada um “treino de qualificação” para a adopção do euro.

**... cumprimento dos critérios
de convergência**

A adopção do euro, que constitui a terceira fase, apenas tem início quando um país cumpre integralmente e de forma sustentável os designados “critérios de convergência” (ver também a Secção 4.4), definidos no Tratado de Maastricht e especificados em mais pormenor num protocolo anexo ao Tratado. Os referidos critérios têm por objectivo assegurar a consecução sustentável da convergência nominal no que respeita à evolução dos preços, às taxas de juro de longo prazo, ao défice público e à dívida pública. Além disso, espera-se que o país em questão tenha participado no MTC II por um período de dois anos, permanecendo dentro das bandas de flutuação normais e sem ter registado tensões graves. Durante este período, deverá igualmente ter adaptado a legislação nacional (em particular, a legislação relativa ao estatuto do respectivo banco central) às disposições do Tratado e dos Estatutos do SEBC.

A decisão que determina se um Estado-Membro já atingiu o grau de convergência sustentável necessário para a adopção do euro é tomada pelo Conselho ECOFIN, após uma discussão por parte dos Chefes de Estado ou de Governo. Essa decisão tem por base os relatórios de convergência elaborados pelo BCE e pela Comissão Europeia, um parecer do Parlamento Europeu e uma proposta da Comissão Europeia. Além disso, o Conselho ECOFIN adopta os regulamentos necessários à introdução do euro num novo país, incluindo um regulamento que fixa a taxa de conversão irrevogável entre a respectiva moeda nacional e o euro.

De uma forma geral, a UE estabeleceu um procedimento claro, no qual a adopção do euro é considerada como o culminar de um processo de convergência estruturado no âmbito de um quadro multilateral. Consequentemente, uma “euroização” oficial unilateral não seria compatível com o Tratado.

A adesão à área do euro tem uma série de implicações operacionais e exige preparativos técnicos intensivos, especialmente no que se refere à transição para as notas e moedas de euro, aos instrumentos necessários para a execução da política monetária e à participação nas infra-estruturas do mercado do euro para o processamento de pagamentos e de transacções de activos de garantia. Neste âmbito, o Eurosistema lançou várias campanhas de informação destinadas 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 (por exemplo, mediante a distribuição de folhetos informativos aos particulares ou a organização de conferências e seminários para empresas). Com a adopção do euro, os BCN passam a fazer parte do Eurosistema e os respectivos governadores tornam-se membros do Conselho do BCE.

2.4 CONCLUSÕES

O quadro institucional estabelecido pelo Tratado de Maastricht é único. Combina uma política monetária centralizada com políticas orçamentais e estruturais descentralizadas. Para além desta clara divisão de responsabilidades, proporciona procedimentos de coordenação adequados que têm em conta a acrescida interdependência dos países da área do euro após a adopção da moeda única.

A experiência dos primeiros dez anos da UEM sugere que este quadro funciona bem, facto também reconhecido pelo Tratado de Lisboa, que não lhe introduz qualquer alteração de substância. Paralelamente, nem todos os decisores de política respeitaram sempre os seus compromissos e os acordos alcançados a nível comunitário. Por conseguinte, se existe uma lição passível de servir de orientação para a segunda década da UEM, é a de que todos os decisores de política devem assumir as respectivas responsabilidades no quadro da UEM, contribuindo, assim, para a continuação do seu êxito.

3 A ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE E A SUA EXECUÇÃO



Para cumprir o mandato de manter a estabilidade de preços na área do euro, desde o início da União Monetária que o Conselho do BCE recorre à sua estratégia de política monetária anunciada publicamente. No cômputo geral, ao longo dos últimos dez anos, essa estratégia tem servido bem o BCE. As decisões de política monetária têm ancorado com firmeza as expectativas de inflação a mais longo prazo em níveis compatíveis com a estabilidade de preços. Ao mesmo tempo, em virtude da sua flexibilidade e do vasto conjunto de instrumentos e procedimentos nele compreendidos, o quadro operacional do Eurosistema para a execução da política monetária provou a sua eficácia e capacidade de resistência, mesmo em alturas de perturbações financeiras.

O presente capítulo encontra-se estruturado como descrito a seguir. A Secção 3.1 apresenta uma análise breve da estratégia de política monetária do BCE. Mostra, em particular, o desenvolvimento ao longo dos últimos dez anos das análises económica e monetária, no âmbito do enquadramento de dois pilares para a avaliação, por parte do Conselho do BCE, dos riscos quanto à estabilidade de preços. A Secção 3.2 ilustra como a política monetária única tem sido conduzida na prática e como tem conseguido orientar com êxito as expectativas de inflação num contexto de condições e desafios económicos e financeiros em constante mutação. Analisando a condução da política monetária em maior pormenor, a Secção 3.2 distingue cinco fases principais, designadamente (i) transição para a União Monetária (de meados de 1998 a meados de 1999), (ii) aumento da restritividade da política monetária para conter pressões inflacionistas (de meados de 1999 até ao final de 2000), (iii) ajustamentos em sentido descendente das taxas de juro directoras do BCE (do início de 2001 a meados de 2003), (iv) manutenção das taxas de juro directoras do BCE sem alterações (de meados de 2003 até ao final de 2005) e (v) eliminação da orientação acomodatória da política monetária (desde o final de 2005). A Secção 3.3 descreve os instrumentos e procedimentos operacionais utilizados pelo BCE na implementação das decisões de política monetária. Como conclusão, a Secção 3.4 apresenta algumas lições para o futuro.

3.1 A ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE

PORQUÊ A ESTABILIDADE DE PREÇOS? QUAIS OS BENEFÍCIOS?

O Tratado da União Europeia (também designado “Tratado de Maastricht”) define claramente a hierarquia dos objectivos do Eurosistema, atribuindo a importância máxima à estabilidade de preços. A escolha tem por base evidência histórica inequívoca e a teoria económica. A estabilidade de preços contribui para a melhoria do nível de vida através de vários canais.

A estabilidade de preços protege o valor real dos rendimentos e da riqueza, ao passo que uma inflação inesperada conduz inevitavelmente a uma redistribuição involuntária e arbitrária. A estabilidade de preços beneficia, em particular, os grupos mais vulneráveis da sociedade, cujas poupanças são maioritariamente constituídas por numerário e contas de poupança, sendo o seu valor real facilmente reduzido pela inflação. O acesso destes grupos aos mercados financeiros é, normalmente, bastante limitado, o que não lhes proporciona grande margem para “escaparem ao imposto da inflação”¹. Neste aspecto, um grupo particularmente vulnerável à inflação é o dos reformados, os quais têm de viver dos seus direitos a pensão e das poupanças acumuladas ao longo da vida activa. Nesta medida, a estabilidade de preços contribui também para a coesão social.

**A estabilidade de preços
como objectivo primordial**

**Benefícios da estabilidade
de preços**

¹ Para uma análise mais aprofundada, consultar W. Easterly e S. Fischer, *Inflation and the Poor*, Documento de Trabalho de Investigação do Banco Mundial n.º 2335, 2000.

Além disso, num contexto de preços estáveis, é mais fácil diferenciar as variações nos preços relativos (isto é, os movimentos nos preços de um determinado bem ou serviço) das variações no nível geral dos preços, o que permite confiar totalmente na função informativa e sinalizadora dos preços de qualquer bem ou serviço específico. Num tal contexto, sabe-se que qualquer movimento nos preços está associado a variações na “escassez relativa” dos bens e serviços específicos, as quais reflectem as variações na oferta e na procura desses bens e serviços. Neste sentido, a estabilidade de preços facilita a comparação de preços e, por conseguinte, permite decisões de consumo e investimento mais informadas, contribuindo assim para um funcionamento regular e eficiente dos mercados.

A estabilidade de preços contribui igualmente para que as taxas de juro reais e nominais sejam mais baixas. Por exemplo, a inflação reduz o valor real dos activos nominais e, num contexto inflacionista, os mutuantes exigem normalmente um prémio de risco de inflação que compense os riscos de inflação associados ao investimento. Em contraste, num contexto de estabilidade de preços, os mutuantes não exigem um tal prémio de risco. Ao reduzir os prémios de risco de inflação, a estabilidade de preços resulta em níveis de taxas de juro reais mais baixos e, desse modo, permite que mais projectos de investimento sejam lucrativos. Assim, taxas de juro mais baixas contribuem para níveis mais elevados de emprego e de crescimento económico.

Além disso, a estabilidade de preços é o melhor – e, em última análise, o único – contributo que uma política monetária credível pode dar para o crescimento económico, a criação de emprego e a coesão social. Tal reflecte o facto de um decisor de política que controla apenas um instrumento não poder cumprir e ser responsável por mais do que um objectivo. A prossecução de objectivos adicionais acarretaria o risco de uma sobrecarga da política monetária e acabaria por resultar em níveis de inflação e desemprego mais elevados. Num horizonte a mais longo prazo, a política monetária pode apenas influenciar o nível de preços da economia, não pode ter um impacto duradouro na actividade económica. Este princípio geral é conhecido como “a neutralidade de longo prazo da moeda”. É com base nestas condições que o Tratado atribui as responsabilidades de uma forma eficiente e clara, conferindo à política monetária o objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços.

Evidência recente sugere que a relação entre a inflação e o crescimento poderá mesmo ser negativa no longo prazo, sendo que uma subida permanente da inflação pode conduzir a uma perda líquida de rendimentos reais². Tal reforça os argumentos a favor da atribuição aos bancos centrais de uma responsabilidade clara pela manutenção de preços estáveis. Deste modo, a política monetária não só minimiza os custos da inflação, como também ajuda a maximizar o potencial produtivo da economia a longo prazo.

ELEMENTOS DA ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA

Quando a estratégia de política monetária foi adoptada e anunciada pelo Conselho do BCE em Outubro de 1998, ou seja, muito antes do início da UEM, uma das questões que se colocavam consistia em saber se a estratégia teria capacidade para abranger todas as circunstâncias que a recém-formada área do euro poderia enfrentar numa fase inicial e posteriormente. Em primeiro lugar é, portanto, apropriado analisar de forma breve os principais elementos e a lógica subjacente à estratégia.

A estratégia de política monetária foi desenvolvida com base em trabalhos preparatórios aprofundados levados a cabo pelo Instituto Monetário Europeu (o antecessor do BCE). Assegura uma abordagem coerente e sistemática na condução da política monetária. São duas as suas principais componentes: a primeira é uma definição quantitativa do objectivo primordial do BCE de manter a estabilidade de preços

2 Consultar o artigo intitulado “Price stability and growth”, publicado na edição de Maio de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

e a segunda é um enquadramento de dois pilares como princípio organizativo da análise subjacente à avaliação das perspectivas para a evolução dos preços. Logo desde o início, a estratégia de política monetária do BCE proporcionou uma base sólida para a condução e comunicação da política monetária. Em 2003, no contexto de uma apreciação global da sua estratégia, o Conselho do BCE confirmou os principais elementos da mesma.

A DEFINIÇÃO QUANTITATIVA DE ESTABILIDADE DE PREÇOS DO BCE

Embora o Tratado identifique claramente a estabilidade de preços como o objectivo primordial da política monetária, não fornece uma definição precisa e quantitativa desse objectivo. No sentido de proporcionar um referencial claro face ao qual o público possa responsabilizar o BCE e com vista a ancorar as expectativas de inflação a mais longo prazo, o Conselho do BCE adoptou, em 1998, uma definição quantitativa de estabilidade de preços, declarando que estabilidade de preços seria definida como um aumento em termos homólogos do Índice harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2% e que seria mantida a médio prazo. Além disso, na sequência de uma análise aprofundada da estratégia de política monetária em 2003, o Conselho do BCE clarificou que, no âmbito desta definição, visa manter a inflação medida pelo IHPC num nível inferior mas próximo de 2%. Esta abordagem oferece cobertura suficiente contra os riscos de uma inflação muito baixa e de deflação.

Ao adoptar, em 1998, a referida definição quantitativa de estabilidade de preços, o Conselho do BCE teve em conta várias características específicas da área do euro:

- Em primeiro lugar, um índice de preços no consumidor no conjunto da área do euro – no caso, o IHPC (ver Capítulo 8, Caixa 1) – é a escolha natural para o BCE como referência para a estabilidade de preços, dado que se centra nas transacções monetárias na área do euro.
- Em segundo lugar, a definição foca o conjunto da área do euro, reflectindo o facto de que, numa união monetária, a política monetária não pode resolver questões específicas a cada país.
- Em terceiro lugar, a definição deixa claro que uma inflação superior a 2% não é compatível com a estabilidade de preços, o objectivo primordial do BCE. Contudo, implica igualmente que taxas de inflação muito baixas e, em especial a deflação, também não são compatíveis com a estabilidade de preços.

Além disso, a definição de estabilidade de preços sublinha a orientação de médio prazo da política monetária do BCE. Dado que a política monetária apenas pode influenciar a evolução dos preços com desfasamentos temporais significativos e variáveis e apenas numa medida incerta, é impossível para um banco central manter sempre uma taxa de inflação específica pré-definida ou fazê-la regressar ao nível desejado num espaço de tempo muito curto. Consequentemente, a política monetária precisa de ser prospectiva e focar o médio prazo, o que ajuda a evitar um activismo excessivo e a introdução desnecessária de volatilidade na economia real. Como resultado, é inevitável alguma volatilidade de curto prazo nas taxas de inflação.

OS DOIS PILARES DA ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE

A abordagem global de BCE na análise e avaliação da informação relevante para a determinação dos riscos para a estabilidade de preços em termos prospectivos assenta em duas perspectivas analíticas, muitas vezes designadas “os dois pilares”. Esta estrutura de dois pilares é o princípio organizativo da análise, realizada a nível interno, subjacente às deliberações e decisões de política monetária do BCE, bem como da respectiva comunicação aos mercados financeiros e ao público em geral.

A análise económica visa identificar os riscos para a estabilidade de preços em horizontes a curto e a médio prazo. Para o efeito, procura identificar os choques económicos relevantes para se compreender

Um nível de inflação
homóloga medida pelo
IHPC inferior mas próximo
de 2% ...

... a médio prazo

O enquadramento
de dois pilares

A análise económica

a evolução dos preços e as tendências do produto no curto a médio prazo, em particular no contexto da análise do ciclo económico. Examina uma vasta gama de indicadores da actividade económica, de custos e de preços e principalmente ao nível agregado da área do euro, mas também a nível sectorial e dos países. Todos estes factores ajudam a avaliar a dinâmica da actividade real e a evolução provável dos preços na perspectiva da interacção entre oferta e procura nos mercados de bens, serviços e factores em horizontes mais curtos. Um elemento chave na análise económica é a realização, numa base regular, de exercícios de projecção das principais variáveis macroeconómicas da área do euro (ver Caixa 1). Para tomar as decisões de política adequadas, o Conselho do BCE precisa de ter um conhecimento abrangente da situação económica prevalecente e de ter consciência da natureza e magnitude específicas de quaisquer perturbações económicas que ameacem a estabilidade de preços.

Caixa 1

MODELOS DA ECONOMIA DA ÁREA DO EURO

Os modelos da economia são um instrumento importante na análise económica realizada por muitos bancos centrais. Esses modelos são frequentemente descritos como “estruturais”, dado que visam captar os principais determinantes causais das decisões económicas em termos de consumo, investimento, etc. Os modelos são validados empiricamente, ou “estimados”, através da comparação das suas implicações para algumas variáveis macroeconómicas com os resultados observados no passado. Após a estimação, é possível utilizá-los como instrumentos de laboratório para responder a várias questões económicas: permitem produzir previsões de condições económicas futuras, ajudam a uma interpretação quantitativa do impacto no conjunto da economia de determinadas ocorrências económicas – por exemplo, variações na determinação de salários ou medidas orçamentais – e podem ser utilizados para avaliar a forma como os resultados económicos são afectados por medidas de política.

Desde o início de 1999, os modelos macroeconómicos utilizados no BCE foram objecto de um desenvolvimento considerável. O primeiro modelo utilizado para descrever a economia da área do euro a nível agregado foi o AWM (*area-wide model* / modelo para o conjunto da área do euro)¹. O desenvolvimento do AWM apresentou desafios especiais, devido às condições sem precedentes criadas pela UEM. Por exemplo, a validação empírica do modelo teve de basear-se em dados anteriores à União Monetária, embora fosse razoável esperar que esta pudesse representar uma mudança na estrutura da economia da área do euro. Além disso, os institutos de estatística nacionais não podiam disponibilizar prontamente dados para o conjunto da área do euro. Foi necessário criar esses dados através de um processo de agregação dos dados nacionais, o que exigiu, por vezes, pressupostos *ad hoc*. Apesar das dificuldades, o AWM provou ser um bom instrumento para a análise quantitativa da evolução macroeconómica da área do euro. A sua abordagem a nível do conjunto da área do euro foi adoptada para a maioria dos modelos subsequentes criados pelo BCE².

Ao longo dos anos, a estrutura do AWM foi melhorada em vários sentidos. Simultaneamente, os desenvolvimentos a nível da literatura académica conduziram a uma perspectiva mais radical quanto aos requisitos básicos a satisfazer por um modelo económico. O protótipo de uma nova geração de modelos económicos, que subsequentemente provou a sua utilidade em muitos bancos centrais, foi

1 Consultar G. Fagan, J. Henry e R. Mestre, “An Area-Wide Model (AWM) for the Euro Area”, *Economic Modelling* 22, 2005, pp. 39-59.

2 A par do AWM, foi também desenvolvido, logo de início no BCE e em cooperação com os BCN, o designado MCM (*multi-country model* / modelo multi-país). A estrutura do MCM é muito semelhante à do AWM, mas as relações económicas são estimadas a nível nacional e não a nível do conjunto da área do euro. Este modelo proporciona, assim, um meio sólido importante de confirmação dos resultados obtidos com base no AWM.

desenvolvido no BCE: o modelo de Smets e Wouters da área do euro³. Este modelo caracteriza-se por muitos elementos inovadores. Fornece, por exemplo, explicações (ou “microfundamentos”) ao nível das famílias e das empresas dos resultados agregados observados, tais como o ajustamento muito lento dos preços a desenvolvimentos exógenos. Permite que as decisões das famílias e das empresas reajam a variações nas perspectivas económicas futuras e não apenas a desenvolvimentos anteriores. Por último, o modelo é estimado tendo em conta ao mesmo tempo toda a informação relevante e, por conseguinte, tem capacidade para competir com instrumentos puramente estatísticos no que diz respeito a previsões a curto prazo.

Mais recentemente, a estrutura do modelo de Smets e Wouters foi expandida no modelo de Christiano, Motto e Rostagno, o qual dedica particular atenção ao papel das variáveis monetárias e financeiras na estrutura da economia⁴. Este modelo inclui um sector bancário explícito, que fornece serviços de intermediação entre mutuários e mutuantes, e atribui um papel significativo na economia aos agregados monetários. Contempla também uma transmissão endógena da taxa de juro de política às taxas dos empréstimos exigidas às empresas, as quais incorporam um prémio destinado a compensar os bancos pelo risco de incumprimento dos mutuários.

Por último, foi desenvolvida uma nova versão “microfundamentada” do AWM, um novo AWM (o NAWM), para substituir o AWM como o principal instrumento subjacente aos exercícios de projecção macroeconómica⁵. Comparado com os modelos mencionados, o NAWM inclui elementos de economia aberta, com vista a contemplar o carácter condicional das projecções no que se refere a pressupostos relacionados, entre outros factores, com a evolução externa. O NAWM adequa-se, em particular, à realização de análises de cenários e à determinação do grau de incerteza das previsões. A versão do NAWM utilizada nas projecções é complementada por uma versão mais pormenorizada, mas calibrada, destinada a responder a um conjunto mais alargado de questões de política.

Os modelos matemáticos da economia têm desempenhado um papel de apoio importante na avaliação quantitativa das condições económicas e monetárias correntes na área do euro. No entanto, todos estes modelos permanecem extremamente estilizados em algumas dimensões. Um tratamento mais satisfatório da política orçamental e uma estrutura do mercado de trabalho mais completa são duas das vias seguidas no desenvolvimento dos modelos existentes. Em qualquer dos casos, as simulações de política nos modelos estruturais apenas podem representar um dos muitos elementos considerados pelo Conselho do BCE na avaliação global das perspectivas para a estabilidade de preços na área do euro.

3 Consultar F. Smets e R. Wouters, “An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area”, *Journal of the European Economic Association*, vol. 1, 2003, pp. 1123-1175.

4 Consultar L. Christiano, R. Motto e M. Rostagno, “The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 35 (6), Dezembro de 2003, e L. Christiano, R. Motto e M. Rostagno, “Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, a publicar.

5 Consultar K. Christoffel, G. Coenen e A. Warne, “The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification, Estimation Results and Properties”, mimeo, Junho de 2007, e G. Coenen, P. McAdam e R. Straub, “Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, a publicar.

A análise monetária visa identificar os riscos para a estabilidade de preços em horizontes a médio e a mais longo prazo. Neste contexto, a evolução da moeda e do crédito, bem como os seus determinantes, desempenham papéis distintos, dado que o crescimento monetário e a inflação estão estreitamente relacionados a mais longo prazo (ver Gráfico 1). Tal reflecte o princípio económico fundamental de que, a mais longo prazo, a inflação é um fenómeno monetário. Assim, a atribuição de um papel proeminente à moeda salvaguarda a orientação a médio prazo da estratégia de política monetária do BCE. O gráfico

A análise monetária ...

... assenta num conjunto alargado de dados ...

demonstra a estreita coerência entre as componentes de baixa frequência da inflação e o crescimento monetário, sendo que a dinâmica da moeda conduz (e, por conseguinte, potencialmente ajuda a prever) a evolução da inflação.

De facto, a análise monetária assenta num conjunto alargado de informações monetárias, financeiras e económicas, recorrendo a um vasto leque de técnicas e instrumentos complementares, que – a par de um julgamento informado – permite a identificação em tempo real da tendência subjacente à evolução monetária e a avaliação das suas implicações em termos de riscos para a estabilidade de preços. No sentido de assinalar o seu empenho na análise monetária no contexto da sua estratégia e com vista a fornecer um referencial para a avaliação da evolução monetária, o BCE anunciou, em Dezembro de 1998, um valor de referência de 4½% para a taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo M3³. Uma expansão monetária acima do valor de referência revela riscos ascendentes para a estabilidade de preços.

A escolha do M3 fundou-se na evidência de que este agregado monetário manifesta uma relação estreita com o nível de preços. Ao mesmo tempo, esclareceu-se logo de início que a política monetária não reagiria mecanicamente a desvios do crescimento do M3 em relação ao valor de referência.

... e evoluiu com o tempo

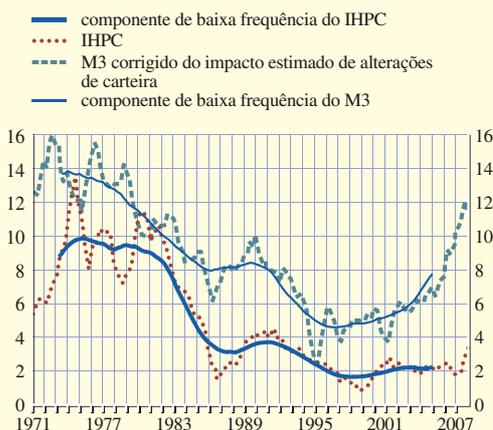
Todavia, é importante frisar que os instrumentos utilizados na identificação dos riscos para a estabilidade de preços evoluíram e melhoraram com o tempo, à luz dos desafios colocados à análise monetária pelos vários desenvolvimentos, em particular, o ritmo acelerado da inovação financeira. Confrontado com a necessidade inexorável de melhorar os seus instrumentos analíticos de identificação dos riscos para a estabilidade de preços, o Conselho do BCE decidiu, em 2007, proceder a novas melhorias da sua análise monetária por quatro vias:

- Primeiro, os modelos de procura de moeda estão a ser aperfeiçoados e alargados no sentido de melhorar o entendimento do comportamento dos agregados monetários ao longo do tempo e nos vários sectores.
- Segundo, a robustez dos indicadores do risco de inflação associado à moeda está a ser reforçada com vista a desenvolver ainda mais a sua utilização como guia para as decisões de política monetária destinadas a manter a estabilidade de preços.
- Terceiro, os modelos estruturais que atribuem um papel activo à moeda e ao crédito na determinação da dinâmica da inflação estão a ser desenvolvidos e aperfeiçoados como meio de apoio da análise da evolução monetária.

³ Este agregado compreende moeda em circulação, depósitos à ordem, depósitos com prazo de vencimento acordado até dois anos, depósitos com pré-aviso até três meses, acordos de recompra, acções e unidades de participação em fundos do mercado monetário e títulos de dívida com prazo até dois anos.

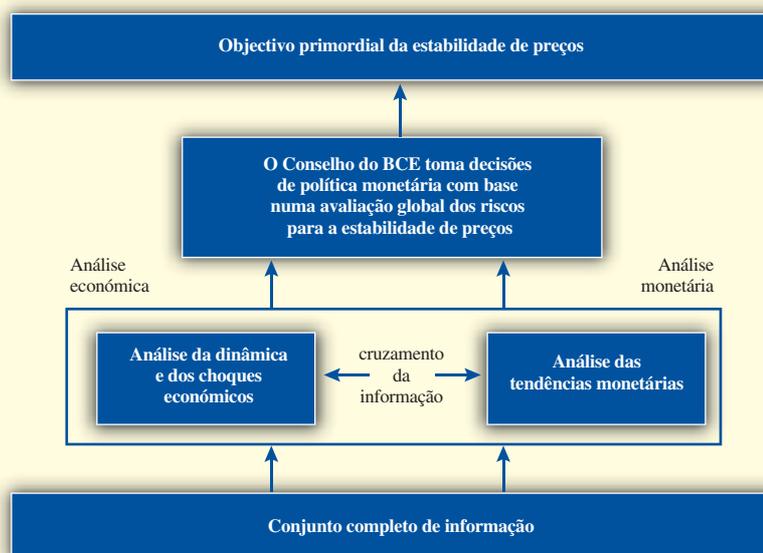
Gráfico I Relação entre o IHPC e o M3 na área do euro

(taxas de crescimento homólogas; a componente de baixa frequência reflecte uma periodicidade superior a 10 anos)



Notas: As componentes de baixa frequência são derivadas a partir de um filtro passa-banda (*band-pass*) de Christiano-Fitzgerald de duração fixa simétrico aplicado às taxas de crescimento numa base trimestral em cadeia anualizada. O ponto mais elevado do crescimento monetário antecede a inflação em cerca de oito a doze trimestres.

Gráfico 2 Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE



- Por último, é importante aprofundar ainda mais o quadro analítico utilizado no cruzamento dos resultados das análises monetária e económica.

No geral, o enquadramento de dois pilares reforça a solidez da avaliação do Conselho do BCE no âmbito da política monetária no que respeita à incerteza associada aos dados e modelos. São exploradas, em particular, todas as complementaridades entre os dois pilares. Trata-se da melhor forma de assegurar que toda a informação relevante em termos da avaliação dos riscos para a estabilidade de preços seja utilizada de forma coerente e eficiente. O cruzamento, numa base regular, dos resultados da análise económica com os da análise monetária garante uma avaliação global consistente, que tem em conta dados relativos a horizontes a mais curto prazo e a mais longo prazo. Assim, reduz-se o risco de erros de política decorrentes de uma concentração excessiva num único indicador, modelo ou previsão. O Gráfico 2 sintetiza os principais elementos da abordagem de dois pilares e o seu papel na tomada de decisões de política monetária.

Após quase dez anos de experiência prática, a estratégia do BCE proporcionou um enquadramento fiável e robusto em termos da avaliação dos riscos para a estabilidade de preços e de uma comunicação eficaz da orientação da política monetária aos mercados financeiros e ao público. Um sinal claro da adequação da estratégia de política monetária do BCE é o facto de não ter sido necessário modificar os seus elementos básicos. Nos últimos anos, vários elementos da estratégia do BCE passaram a ser utilizados nos quadros de política monetária de outros bancos centrais. A orientação a médio prazo tem vindo a tornar-se cada vez mais popular entre os bancos centrais que estabelecem objectivos para a inflação, dado o crescente reconhecimento por parte destes da necessidade de um horizonte de política mais flexível.

O carácter abrangente do enquadramento de dois pilares está, de igual modo, a tornar-se mais atractivo, visto permitir integrar num único quadro toda a informação conjuntural e baseada em modelos e julgamentos críticos. Além disso, o seu pilar explicitamente monetário garante uma orientação a médio prazo da política

O cruzamento dos resultados assegura a coerência

Uma abordagem inovadora e robusta

monetária do BCE. Assegura igualmente um aprofundamento da competência do BCE em questões relacionadas com a moeda e o crédito. A ligação estreita entre a evolução monetária e os desequilíbrios em desenvolvimento a nível do crédito e dos mercados de activos significa que a análise monetária possibilita a detecção desses desequilíbrios numa fase inicial e permite dar resposta, em tempo oportuno e de modo prospectivo, ao risco implícito para a estabilidade de preços. Neste aspecto, a análise monetária provou ser particularmente valiosa em alturas de tensão nos mercados financeiros.

3.2 A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DA ÁREA DO EURO E O SEU DESEMPENHO EM TERMOS DE ESTABILIDADE DE PREÇOS⁴

A presente secção analisa o historial da política monetária única desde o seu início em Janeiro de 1999. Na exposição da orientação da política monetária única (ver Gráfico 3), num contexto de circunstâncias e desafios em mutação, é útil distinguir cinco fases.

CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

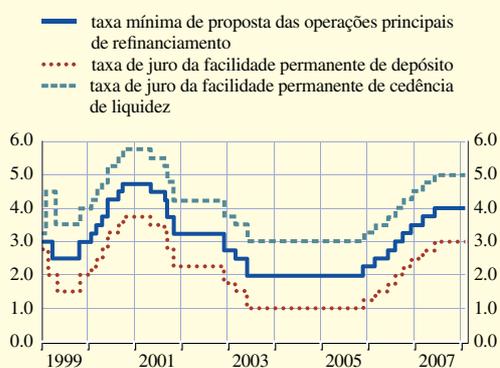
FASE I – TRANSIÇÃO PARA A UNIÃO MONETÁRIA (MEADOS DE 1998 ATÉ MEADOS DE 1999)

O Eurosistema assumiu a responsabilidade pela política monetária única numa altura em que as taxas de inflação na área do euro eram bastante baixas e em que as perspectivas para a evolução dos preços eram favoráveis (ver Gráfico 4). Paralelamente, a actividade económica continuou a expandir-se num contexto de taxas de juro muito baixas (ver Gráfico 5 e 6), mantendo-se as condições para um crescimento sustentado. Contudo, durante 1998, as repercussões das crises financeiras na Ásia em 1997 e na Rússia em Agosto de 1998, aliadas ao quase colapso do fundo de cobertura LTCM (*Long Term Capital Management*) em Setembro de 1998, provocaram uma volatilidade elevada nos mercados financeiros e oscilações consideráveis na

4 Todos os dados relativos ao crescimento real do PIB e à inflação medida pelo IHPC reflectem os dados revistos disponíveis na data de fecho da informação incluída neste boletim (31 de Março de 2008). A utilização de dados revistos actualizados, em vez dos dados em tempo real disponíveis no momento em que as decisões de política monetária foram tomadas, não altera o raciocínio subjacente às deliberações e decisões de política monetária apresentados nesta secção.

Gráfico 3 Taxas de juro directoras do BCE desde Janeiro de 1999

(percentagens por ano)



Fonte: BCE.

Nota: Para as operações liquidadas antes de 28 de Junho de 2000, a taxa das operações principais de refinanciamento corresponde à taxa aplicável aos leilões de taxa fixa. Após a data referida, corresponde à taxa mínima de proposta aplicável aos leilões de taxa variável.

Gráfico 4 IHPC da área do euro

(variações anuais em percentagem)

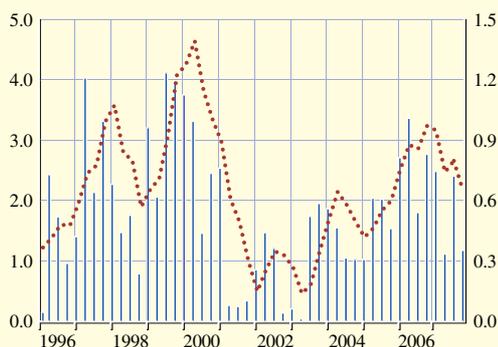


Fonte: Eurostat.

Gráfico 5 PIB real da área do euro

(variações percentuais)

- variações percentuais em termos trimestrais em cadeia (escala da direita)
- variações percentuais anuais (escala da esquerda)

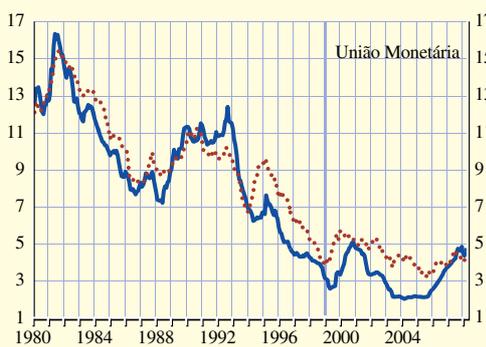


Fonte: Eurostat e cálculos dos BCE.

Gráfico 6 Taxas de juro de curto e de longo prazo nominais da área do euro

(percentagens por ano)

- taxas de juro de curto prazo
- taxas de juro de longo prazo



Fontes: BCN, Global Financial Data, BIS, Reuters e BCE.

confiança dos investidores. Na sequência destas tensões de longa duração nos mercados financeiros, as perspectivas para o crescimento económico na área do euro passaram a ser ensombradas por um grau de incerteza muito elevado, dando origem quer a algumas revisões em baixa das expectativas de crescimento para o conjunto de 1998, quer a projecções mais baixas para o crescimento em 1999.

No decurso de 1998, o foco da política monetária dos países que iriam participar na área do euro mudou gradualmente do nível nacional para o nível do conjunto da área do euro. Num contexto de perspectivas favoráveis para a estabilidade de preços, o processo de convergência realizou-se através de reduções graduais das taxas de juro oficiais para os níveis mais baixos prevaletentes na futura área do euro. Esse processo de

... conduziram a uma menor
restritividade monetária nas
vésperas da UEM

Gráfico 7 Preços do petróleo bruto Brent

(dólares dos Estados Unidos por barril)



Fontes: FMI e BCE.

Gráfico 8 Taxa de câmbio efectiva nominal e real do euro

(dados mensais; índice calculado face às moedas de 22 dos principais parceiros comerciais; 1999=100)

- nominal
- real (deflacionada pelo IPC)



Fonte: BCE.

Nota: Os pesos utilizados para a agregação das taxas de câmbio "teóricas" do euro antes de 1999 têm por base a percentagem de cada país da área do euro no comércio da indústria transformadora da área do euro em relação a países fora da área do euro (ver Apêndice II.6 do Documento Ocasional do BCE n.º 2 de 2002).

Com os riscos para a estabilidade de preços do lado descendente ...

convergência registou uma aceleração nos últimos meses de 1998 e culminou em 3 de Dezembro de 1998, quando todos os BCN na área do euro baixaram as respectivas taxas de juro centrais para 3% numa acção coordenada (à excepção do Banca d'Italia, que reduziu a sua taxa de desconto para 3.5%). Esta acção coordenada seria encarada como uma decisão *de facto* sobre o nível das taxas de juro com que o Eurosistema iniciaria a Terceira Fase da UEM e, como tal, tratou-se do verdadeiro início da União Monetária na Europa.

No princípio de 1999, o Conselho do BCE foi confrontado com alguns sinais contraditórios fornecidos pelas análises económica e monetária. Por um lado, tornou-se cada vez mais claro que, em termos globais, os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo se encontravam sobretudo do lado descendente.

As taxas de inflação situavam-se em níveis muito baixos em termos históricos e significativamente inferiores ao limite imposto pela definição de estabilidade de preços do BCE, num contexto de sinais emergentes de um forte abrandamento económico. Por outro lado, após uma descida prolongada para níveis inferiores a USD 10 por barril no final de 1998 e início de 1999, os preços do petróleo começaram novamente a aumentar a partir de meados de Fevereiro de 1999 (ver Gráfico 7). Além disso, nos primeiros meses de 1999, o euro depreciou-se em termos efectivos (ver Gráfico 8). Ambos os factores tinham o potencial para exercer uma pressão ascendente sobre os preços.

A taxa de crescimento do M3 subiu de níveis próximos do valor de referência para valores muito superiores a 5%, ao passo que os empréstimos ao sector privado continuaram a exibir um ritmo de crescimento rápido em torno de 10% (ver Gráfico 9). No entanto, dado o desvio relativamente modesto em relação ao valor de referência e as incertezas acerca da análise da evolução monetária na altura (associadas às alterações estatísticas impostas pela transição para a União Monetária), o crescimento global mais elevado do M3 não era necessariamente encarado como reflexo da taxa subjacente da expansão monetária. Por conseguinte, o Conselho do BCE não interpretou as indicações fornecidas pela análise monetária como apontando para riscos ascendentes para a estabilidade de preços em horizontes a médio e a mais longo prazo.

... as taxas de juro directoras do BCE foram reduzidas em Abril de 1999

Face a este cenário global, no dia 8 de Abril de 1999, o Conselho do BCE reduziu em 50 pontos base a taxa fixa das operações principais de refinanciamento do Eurosistema, que assim passou de 3.0% para 2.5%. A redução das taxas de juro directoras do BCE foi considerada uma medida de precaução destinada a preservar a estabilidade de preços a médio prazo e, desse modo, a aproveitar melhor o potencial de crescimento da economia da área do euro.

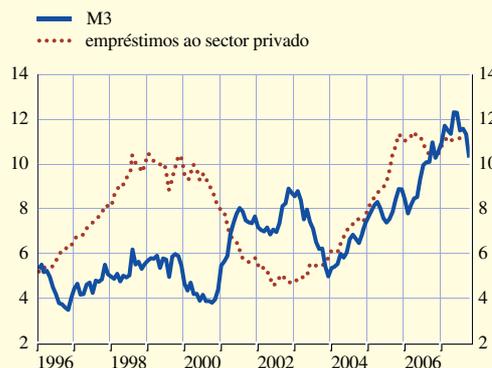
FASE 2 – AUMENTO DAS TAXAS DE JURO PARA CONTER AS PRESSÕES INFLACIONISTAS (MEADOS DE 1999 ATÉ AO FINAL DE 2000)

Crescentes pressões sobre os preços ...

Ao longo deste período, aumentos acentuados dos preços do petróleo e uma subida geral dos preços das importações continuaram a exercer uma pressão ascendente sobre os preços no curto prazo. No final de 2000, os preços do petróleo e das importações tinham subido para níveis não registados desde o início dos anos noventa. Como estes aumentos foram maiores e mais prolongados do que o anteriormente previsto, os riscos de efeitos indirectos e de segunda ordem sobre a inflação dos preços no consumidor através da fixação dos salários aumentaram de modo considerável no contexto de um

Gráfico 9 M3 e empréstimos ao sector privado

(taxas de crescimento homólogas)



Fonte: BCE.

crescimento económico robusto. Estas preocupações intensificaram-se com a evolução da taxa de câmbio do euro. A tendência de depreciação do euro continuou ao longo deste período, ganhando dinamismo especialmente no segundo semestre de 2000, quando se afastou ainda mais de níveis conformes aos fundamentos sólidos da área do euro. Como resultado, o balanço dos riscos para a estabilidade de preços a médio prazo passou a ser em sentido ascendente.

A actividade económica na área do euro expandiu-se muito rapidamente no início de 2000 e continuaria na mesma linha em virtude de condições externas favoráveis. Foi o forte dinamismo da economia mundial, em particular no primeiro semestre de 2000, que gerou o sentimento de optimismo dos investidores, sobretudo nos sectores da “nova economia”. Este sentimento positivo reflectiu-se numa subida acentuada dos índices bolsistas nas grandes economias, incluindo a área do euro, que atingiu o ponto máximo no primeiro semestre de 2000.

No que respeita à análise monetária, uma expansão monetária prolongada superior ao valor de referência apontava cada vez mais no sentido de riscos ascendentes para a estabilidade de preços em horizontes a médio e a mais longo prazo ao longo de 1999 e no início de 2000. Não obstante um abrandamento gradual durante o Verão de 2000, os dados disponíveis continuaram a confirmar os riscos de pressões inflacionistas ascendentes, num contexto de crescimento económico ainda robusto. Em termos globais, à excepção dos primeiros meses de 1999, estas indicações estavam, na generalidade, em consonância com as fornecidas pela análise económica.

Face às crescentes pressões inflacionistas, tornou-se claro que os riscos descendentes para a estabilidade de preços identificados aquando da redução das taxas de juro directoras do BCE, em Abril de 1999, já não prevaleciam. Com as análises económica e monetária a indicarem riscos ascendentes para a estabilidade de preços, o Conselho do BCE subiu as taxas de juro directoras num total de 225 pontos base numa série de aumentos entre Novembro de 1999 e Outubro de 2000, tendo a taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema atingido 4.75% em Outubro de 2000.

FASE 3 – AJUSTAMENTOS EM SENTIDO DESCENDENTE DAS TAXAS DE JURO DIRECTORAS DO BCE (INÍCIO DE 2001 ATÉ MEADOS DE 2003)

Durante este período, o Conselho do BCE reduziu as taxas de juro directoras num total de 275 pontos base, tendo a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento do Eurosistema atingido um nível historicamente baixo de 2% em Junho de 2003, o nível mais baixo das taxas de juro na Europa desde a Segunda Guerra Mundial. As decisões de ajustamento das taxas de juro em sentido descendente estavam em conformidade com o objectivo de manter as taxas de inflação medida pelo IHPC num nível inferior mas próximo de 2% no médio prazo. Ao seguir uma política de redução das taxas de juro, o Conselho do BCE respondeu à continuada diminuição das pressões inflacionistas, desencadeadas pela deterioração das perspectivas para o crescimento económico na sequência dos choques graves que atingiram a economia e os mercados financeiros a nível mundial. Em particular, os ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001 nos Estados Unidos aumentaram o grau de incerteza económica e minaram a confiança, o que potencialmente podia não só intensificar a já predominante tendência descendente da actividade económica, como também perturbar o funcionamento dos mercados financeiros⁵.

Em termos de evolução dos preços, a inflação homóloga medida pelo IHPC aumentou de novo em 2000 e no primeiro semestre de 2001, apesar de uma queda acentuada dos preços do petróleo e de uma

... num contexto
de rápido crescimento
económico ...

... e de uma expansão
monetária prolongada ...

... conduziram a taxas
do BCE mais elevadas
entre Novembro de 1999
e Outubro de 2000

As taxas directoras do BCE
são reduzidas para níveis
historicamente baixos

⁵ Neste contexto, o Conselho do BCE decidiu, em 17 de Setembro de 2001, reduzir as taxas de juro directoras em 50 pontos base. Esta decisão foi tomada numa acção concertada com uma decisão equivalente do Federal Open Market Committee do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos, com vista a responder atempadamente às circunstâncias excepcionais.

As pressões sobre os preços regridem ...

apreciação significativa da taxa de câmbio do euro face a todas as moedas mais importantes. A apreciação do euro verificou-se após as intervenções concertadas dos bancos centrais nos mercados cambiais em Setembro e Novembro de 2000. A taxa homóloga de inflação medida pelo IHPC que, em Janeiro de 2001, se situava em 2.0% aumentou para um máximo de 3.1% em Maio de 2001. Esta subida deveu-se sobretudo a aumentos substanciais nos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares não transformados associados ao surto de doenças animais em vários países da área do euro. Estes aumentos de preços implicavam riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo. As projecções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema/BCE para a inflação medida pelo IHPC, revistas significativamente em alta nessa altura, reflectiam o mesmo cenário.

No entanto, as preocupações acerca de efeitos de segunda ordem desapareceram gradualmente, à medida que as perspectivas para a economia da área do euro continuaram a deteriorar-se, apontando assim para alguma moderação da pressão inflacionista decorrente da procura interna e para riscos mais baixos para a estabilidade de preços em virtude dos salários. Na realidade, em torno do final de 2001, as pressões de curto prazo diminuíram e a inflação homóloga medida pelo IHPC baixou. No geral, a inflação média anual medida pelo IHPC situou-se em 2.3% e 2.2% em 2001 e 2002, respectivamente, em comparação com 2.1% em 2000. Este cenário permaneceu praticamente inalterado no primeiro semestre de 2003, tendo a inflação medida pelo IHPC permanecido superior a 2%. Contudo, esperava-se que o ritmo moderado da actividade económica e a apreciação significativa do euro desde a Primavera de 2002 atenuassem as pressões inflacionistas. De facto, em Junho de 2003, havia razões para esperar que a inflação homóloga medida pelo IHPC atingisse níveis confortavelmente inferiores a 2% no médio prazo. Este cenário global encontrava-se também reflectido nas projecções macroeconómicas de Junho de 2003 dos especialistas do Eurosistema e nas previsões de outras instituições internacionais publicadas no segundo trimestre de 2003.

... em resposta à desaceleração do crescimento ...

Após algumas primeiras indicações, desde o final de 2000, de que o impacto do aumento dos preços do petróleo poderia ter contribuído para um abrandamento económico na área do euro, registou-se uma moderação da actividade económica na área do euro no decurso de 2001. Na sequência dos ataques terroristas de 11 de Setembro, tornou-se cada vez mais evidente que o abrandamento económico na área do euro seria mais prolongado do que o anteriormente esperado. A expectativa era de que a procura externa diminuísse de novo, considerando-se provável que os elevados graus de incerteza gerados pelos ataques terroristas resultassem num atraso da recuperação da procura interna. Todavia, embora no início de 2002 se tenha observado uma recuperação económica moderada na área do euro, essa recuperação perdeu dinamismo no decurso do ano. Essa evolução deveu-se sobretudo a uma turbulência renovada nos mercados financeiros ao longo do Verão e a tensões geopolíticas acrescidas no segundo semestre do ano, com efeitos adversos nos preços do petróleo e na confiança.

Em geral, o crescimento económico da área do euro foi bastante fraco em 2002, tendo o crescimento real anual do PIB aumentado apenas 0.9% em comparação com 1.9% em 2001, permanecendo assim abaixo do potencial tanto em 2001 como em 2002. Este desempenho não se alterou no essencial em 2003, tendo o crescimento real do PIB estagnado no primeiro semestre do ano na sequência da escalada das tensões geopolíticas relacionadas com a situação no Iraque e com a incerteza prevalecente nos mercados financeiros. Neste contexto, os riscos para as perspectivas de crescimento permaneceram do lado descendente.

... ao passo que a procura de activos líquidos aumenta num contexto de incerteza elevada

A análise monetária indicava que, após uma certa moderação em 2000 e no início de 2001, o crescimento homólogo do M3 registou uma aceleração forte a partir de meados de 2001. Todavia, esse aumento não foi interpretado como evidenciando riscos para a estabilidade de preços em horizontes a médio e a mais longo prazo por várias razões. Em primeiro lugar, parte do aumento do crescimento do M3

reflectiu a maior necessidade de saldos para transacções por parte dos agentes económicos para permitir um ajustamento às anteriores subidas dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares. Em segundo lugar, a curva de rendibilidade relativamente horizontal nessa altura e os baixos custos de detenção de moeda associados aumentaram a atractividade da detenção de activos monetários de curto prazo em relação a instrumentos de longo prazo de maior risco. Por último, e ainda mais importante, as incertezas em torno da interpretação da evolução monetária aumentaram em virtude da incidência de alterações substanciais nas carteiras dos investidores privados em termos da preferência por activos monetários mais líquidos e seguros incluídos no M3 em detrimento de acções e outros activos financeiros de mais longo prazo. Estas alterações de carteira foram encaradas como uma resposta dos investidores às persistentes incertezas na sequência da correcção do mercado bolsista mundial, observada a partir da Primavera de 2000, e dos ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001, aumentando a poupança por motivos de precaução. A magnitude e as causas destas alterações de carteira não tinham precedentes e, por conseguinte, o grau de incerteza associado à sua interpretação era invulgarmente elevado.

No geral, as alterações de carteira foram consideradas pelo Conselho do BCE como um fenómeno temporário, se bem que potencialmente prolongado, tendente a desaparecer com a normalização das condições económicas, financeiras e geopolíticas. Esta avaliação era apoiada pelo facto de o crescimento homólogo dos empréstimos ao sector privado continuar a baixar, especialmente em termos de empréstimos às sociedades não financeiras, no contexto de uma actividade económica bastante moderada. Assim, a indicação relevante em termos de política fornecida pela análise monetária era nesta fase bastante facetada. Por um lado, tendo em conta as alterações de carteira, o crescimento forte do M3 não era considerado indicativo de pressões inflacionistas em horizontes a médio e a mais longo prazo. Por outro lado, o crescimento do M3 corrigido do impacto estimado das alterações de carteira permaneceu bastante sustentado, implicando, assim, riscos ascendentes para a interpretação da dinâmica monetária e, conseqüentemente, para as perspectivas de evolução dos preços no médio a mais longo prazo. Esta mensagem era particularmente importante em 2002 e 2003, altura em que o surgimento de riscos deflacionistas na área do euro estava a ser discutido publicamente⁶.

FASE 4 – TAXAS DE JURO DIRECTORAS SEM ALTERAÇÕES (MEADOS DE 2003 ATÉ AO FINAL DE 2005)

A partir de Junho de 2003, o Conselho do BCE manteve as taxas de juro directoras constantes durante dois anos e meio, tendo a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento permanecido no nível historicamente baixo de 2.0%.

Em termos de preços, no segundo semestre de 2003, a inflação medida pelo IHPC não baixou de forma tão rápida e acentuada como anteriormente esperado, devido sobretudo a uma evolução adversa dos preços dos produtos alimentares e a preços do petróleo mais elevados do que as expectativas – se bem que estes últimos tenham mais tarde sido atenuados pela apreciação do euro. Além disso, aumentos nos impostos indirectos e nos preços administrados no final de 2003 e início de 2004 afectaram negativamente as taxas de inflação. Não obstante subidas elevadas dos preços das matérias-primas e dos produtos energéticos e num contexto de recuperação do crescimento económico, ainda que relativamente moderado, as pressões inflacionistas internas subjacentes permaneceram contidas ao longo de 2004 e durante a maior parte de 2005. Em particular, a evolução salarial registou uma moderação nesse período. No entanto, a inflação global manteve-se ligeiramente elevada em 2005, devido sobretudo a subidas significativas dos preços dos produtos energéticos e, em menor escala, a aumentos dos preços administrados

**As taxas directoras do
BCE permanecem inalteradas
durante dois anos e meio**

**As pressões internas sobre os
preços são contidas**

⁶ Neste contexto, é importante referir que as alterações de carteira observadas durante este período podem também ser interpretadas como um sinal de confiança na solidez do sector bancário europeu, dissipando assim preocupações quanto ao possível surgimento de deflação da dívida na área do euro.

Recuperação em curso da economia

e dos impostos indirectos. Em termos globais, a inflação homóloga medida pelo IHPC situou-se em 2.2% em 2005, ligeiramente acima da taxa de 2.1% observada nos dois anos anteriores. Com o decorrer de 2005, a análise económica passou a sugerir que os riscos ascendentes estavam a aumentar, sobretudo relativamente a potenciais efeitos de segunda ordem sobre a fixação dos salários e dos preços em virtude dos preços do petróleo mais elevados.

Em relação à actividade económica, o cenário global tornou-se mais positivo no segundo semestre de 2003, quando as exportações da área do euro aumentaram significativamente em resultado do dinamismo renovado da economia mundial. Embora a procura interna tenha permanecido fraca no segundo semestre de 2003, considerava-se que existiam condições para a sua recuperação, sobretudo tendo em conta o nível baixo das taxas de juro e as condições de financiamento em geral favoráveis. Além disso, o ajustamento em curso no sector empresarial, com vista a melhorar a produtividade e a rentabilidade, apoiava a expectativa de que o investimento empresarial registaria uma recuperação gradual. Em termos globais, todas as previsões e projecções disponíveis elaboradas no segundo semestre de 2003, incluindo as projecções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema publicadas em Dezembro, apontavam para a continuação do fortalecimento do crescimento real do PIB em 2004 e 2005.

De facto, a recuperação da actividade económica na área do euro, que teve início no segundo semestre de 2003, prosseguiu em 2004 e 2005. O PIB real registou uma taxa de crescimento de, em média, 0.5% em termos trimestrais em cadeia no primeiro semestre de 2004, a taxa mais alta registada desde o primeiro semestre de 2000. No segundo semestre de 2004 e no primeiro semestre de 2005, registou uma ligeira moderação, a qual se deveu em parte aos preços crescentes do petróleo, à desaceleração temporária do crescimento da economia mundial e aos efeitos desfasados da anterior apreciação do euro. No entanto, considerava-se que continuavam a existir condições para um fortalecimento da actividade económica, não obstante alguns riscos descendentes para o crescimento, relacionados com o nível baixo da confiança dos consumidores, com preços do petróleo elevados e voláteis e com os desequilíbrios mundiais. Do lado externo, o crescimento da economia mundial permaneceu forte, apoiando, assim, as exportações da área do euro. Do lado interno, condições de financiamento muito favoráveis, lucros empresariais robustos e a reestruturação das empresas proporcionaram um enquadramento positivo para o investimento. A expectativa era de que o crescimento do consumo privado beneficiasse do esperado aumento do rendimento disponível real, no contexto de um crescimento mais forte do emprego e de uma inflação mais baixa. Com efeito, no segundo semestre de 2005, a expansão da actividade económica na área do euro voltou a ganhar dinamismo.

Moderação da dinâmica monetária em 2003 e início de 2004 ...

Passando à análise monetária, a incerteza económica e financeira começou a diminuir e o comportamento de afectação de carteira a normalizar, principalmente em resposta à evolução da situação no Iraque até meados de 2003. Como consequência, o crescimento homólogo do M3 registou uma moderação substancial entre meados de 2003 e meados de 2004, com o desvanecimento das anteriores alterações de carteira em favor de activos monetários. Contudo, em consonância com uma interpretação simétrica do impacto das alterações de carteira sobre as indicações da evolução monetária relevantes em termos de política, esta queda do crescimento do M3 global não foi interpretada como indicando menores pressões inflacionistas em horizontes a médio e a mais longo prazo. Pelo contrário, foi encarada como evidência do lado monetário, corroborando a perspectiva de que o grau de incerteza e de aversão ao risco estavam gradualmente a regressar aos seus níveis históricos habituais. De facto, a série do M3 corrigida do impacto estimado das alterações de carteira continuou a registar um crescimento sustentado a uma taxa ligeiramente crescente ao longo deste período, apoiando a impressão de que a taxa subjacente da expansão monetária não se estava a reflectir na taxa substancialmente mais baixa do crescimento do M3 global. Além disso, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao sector privado aumentou no segundo semestre de 2003.

No decurso de 2004, a análise monetária forneceu evidência de um novo desfazer das alterações de carteira, embora a um ritmo mais lento do que seria de esperar com base nos padrões históricos de eliminação de detenções acumuladas de liquidez. No entanto, o crescimento homólogo do M3 global aumentou de meados de 2004 em diante. Em 2005, a dinâmica monetária ganhou nova força, o que foi interpretado como uma indicação de crescentes riscos ascendentes para a estabilidade de preços em horizontes a médio e a mais longo prazo. Em particular, a expansão robusta do crédito e da moeda desde meados de 2004 reflectiu o efeito de estímulo do então prevalecente nível muito baixo das taxas de juro da área do euro e, mais tarde, do dinamismo renovado da economia da área do euro, e não as alterações de carteira entre 2001 e 2003. O forte crescimento da moeda contribuiu ainda mais para a já ampla liquidez na área do euro, indicando assim crescentes riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio e a mais longo prazo.

FASE 5 – ELIMINAÇÃO DA ACOMODAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA (DESDE MEADOS DE 2005)

Desde o final de 2005, o Conselho do BCE aumentou as taxas de juro directoras num total de 200 pontos base, conduzindo a uma taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento do Eurosistema de 4% no final de Junho de 2007. Este ajustamento da orientação acomodatória da política monetária era necessário com vista a fazer face ao riscos para a estabilidade de preços identificados através das análises económica e monetária. Todavia, é importante sublinhar que, em Dezembro de 2005, quando o Conselho do BCE começou a aumentar gradualmente as taxas de juro directoras, a análise monetária desempenhou um papel significativo. Nessa altura, apontava claramente no sentido de riscos ascendentes para a estabilidade de preços em horizontes a médio e a mais longo prazo, ao passo que os indicadores e sinais proporcionados pela análise económica eram bastante contraditórios. Em termos globais, a eliminação gradual da acomodação monetária realizou-se num contexto de crescimento económico robusto e de continuação do vigor da expansão da moeda e do crédito na área do euro.

No que se refere a preços, a inflação média anual medida pelo IHPC situou-se em 2.2% em 2006 e em 2.1% em 2007, impulsionada sobretudo pela procura interna. Em ambos os anos, a taxa de inflação global registou flutuações significativas, em grande medida devido à evolução dos preços do petróleo. Em 2006, seguiu uma tendência crescente até Agosto, principalmente como resultado dos aumentos substanciais dos preços dos produtos energéticos, ao passo que a taxa de inflação homóloga desceu para um valor inferior a 2% nos restantes meses do ano, em larga escala como consequência do decréscimo significativo dos preços do petróleo e de efeitos de base. Até ao terceiro trimestre de 2007, as taxas de inflação anuais evoluíram em consonância com a definição de estabilidade de preços do BCE, em parte devido a efeitos de base favoráveis decorrentes da evolução dos preços dos produtos energéticos um ano antes.

Em contraste, mais perto do final de 2007 e no início de 2008, a inflação homóloga registou uma subida acentuada. Atingiu níveis significativamente superiores a 2%, impulsionada em grande medida pelos aumentos substanciais dos preços internacionais do petróleo e dos produtos alimentares no segundo semestre de 2007. A forte pressão ascendente de curto prazo sobre os preços, em particular, aumentou desde o quarto trimestre de 2007. Não obstante estes choques de preços, a evolução salarial permaneceu bastante moderada e as expectativas de inflação de médio a mais longo prazo mantiveram-se ancoradas em níveis compatíveis com a estabilidade de preços ao longo desta fase, apesar do contexto económico favorável e da maior restritividade dos mercados de trabalho. Embora tal tenha ajudado a atenuar as pressões inflacionistas, os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo permaneceram claramente do lado ascendente. Esses riscos incluíam a margem para subidas adicionais dos preços do petróleo e dos produtos agrícolas (em particular, perto do final de 2006 e em 2007), novos aumentos dos preços administrados e dos impostos indirectos, superiores e para além dos previstos até à data, e a possibilidade de aumentos do poder de fixação de preços por parte das empresas, sobretudo em sectores protegidos

... antes de ganhar
dinamismo a partir
de meados de 2004

Eliminação da orientação
acomodatícia da política
monetária

A inflação acelera ...

... ao passo que o crescimento económico permanece sustentado e ...

... a expansão monetária é muito vigorosa

O euro – uma moeda estável

Ancorar de forma sustentada as expectativas de inflação ...

de concorrência. Mais importante ainda, o possível surgimento de uma dinâmica salarial mais forte do que o esperado e, em particular, de efeitos de segunda ordem sobre a fixação dos preços e dos salários como consequência dos preços mais elevados das matérias-primas e das altas taxas de inflação global colocavam riscos ascendentes substanciais para a estabilidade de preços.

A expansão económica adquiriu dinamismo no primeiro semestre de 2006 e tornou-se gradualmente mais generalizada e cada vez mais auto-sustentada, tendo a procura interna como principal impulsionador. Em geral e não obstante o impacto dos preços elevados e voláteis do petróleo, o PIB real subiu 2.8% em 2006, o que compara com 1.6% em 2005 e 2.1% em 2004. Em 2007, a actividade económica continuou a registar taxas de expansão sólidas. O crescimento real do PIB registou uma taxa de 2.7%, impulsionado principalmente pela procura interna. O investimento permaneceu dinâmico, apoiado por condições de financiamento favoráveis, lucros empresariais fortes e ganhos continuados em termos de eficiência das empresas devido à reestruturação do sector empresarial durante um período prolongado. Contudo, no segundo semestre de 2007, as perspectivas para a actividade económica foram ensombradas por uma incerteza invulgarmente elevada. Essa incerteza devia-se à dificuldade em determinar o impacto potencial na economia real das perturbações nos mercados financeiros surgidas em Agosto. Porém, os fundamentos económicos da área do euro continuaram sólidos, a rentabilidade das empresas sustentada, o crescimento do emprego robusto e a taxa de desemprego desceu para 7.4%, um nível não registado desde há 25 anos. O balanço dos riscos relativamente às perspectivas para o crescimento passou a ser no sentido descendente.

O cruzamento da informação com os resultados da análise monetária confirmou a prevalência de riscos ascendentes para a estabilidade de preços em horizontes a médio e a mais longo prazo. A expansão da moeda e do crédito permaneceu muito vigorosa ao longo desta fase, apoiada pelo crescimento persistentemente forte dos empréstimos bancários ao sector privado. Numa perspectiva a médio prazo, o acentuado dinamismo do crescimento da moeda e do crédito reflectia a continuação da persistente tendência ascendente da taxa subjacente da expansão monetária observada desde meados de 2004. Como tal, contribuiu para a acumulação de liquidez, a qual evidenciava, num contexto de continuação do forte crescimento da moeda e do crédito, riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio e a mais longo prazo. O Conselho do BCE continuou, por conseguinte, a prestar particular atenção à evolução monetária, com vista, igualmente, a um melhor entendimento da resposta a mais curto prazo das instituições financeiras, famílias e empresas às perturbações nos mercados financeiros no segundo semestre de 2007. Até à data, existem poucos indícios de que a turbulência nos mercados financeiros tenha influenciado fortemente a dinâmica global da expansão da moeda e do crédito.

O DESEMPENHO DA POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE EM TERMOS DE ESTABILIDADE DE PREÇOS

Agora, após quase uma década, o euro é reconhecido como uma moeda estável, prezado não só pelos actuais 320 milhões de cidadãos dos países da área do euro, mas também generalizadamente aceite e utilizado nos mercados financeiros internacionais (ver Capítulo 5). Com uma taxa de inflação média anual medida pelo IHPC ligeiramente superior a 2% desde a introdução do euro, os preços têm permanecido relativamente estáveis, em níveis claramente inferiores às taxas de inflação média anual prevalecentes nas décadas que antecederam o início da União Monetária na maioria dos países participantes na área do euro (ver Capítulo 4). De igual modo, a volatilidade da inflação tem sido significativamente mais baixa na área do euro do que em períodos anteriores.

Além disso, o BCE conseguiu ancorar com êxito as expectativas de inflação a mais longo prazo em níveis compatíveis com a definição de estabilidade de preços (ver Gráfico 10), o que se encontra reflectido nas medidas de expectativas de inflação deduzidas a partir das obrigações indexadas à inflação

e de inquéritos (Previsões da Consensus Economics e Inquérito a Analistas Profissionais realizado pelo BCE). O ancorar com segurança das expectativas de inflação no sector privado em horizontes a mais longo prazo reflecte-se positivamente no bom funcionamento da política monetária do BCE e na sua capacidade de assegurar de uma forma credível a estabilidade de preços a médio prazo. A estabilidade das expectativas de inflação desde então é digna de nota. Tal é ainda mais assinalável face à sequência de substanciais choques adversos de preços em sentido ascendente registada nesse período, em particular a subida mais ou menos contínua dos preços do petróleo (de cerca de USD 10 por barril em 1999 para um máximo de USD 120 por barril em 2008), os aumentos consideráveis dos preços internacionais dos produtos alimentares e, a nível interno, os aumentos quase regulares dos impostos indirectos e de preços administrados importantes na maioria dos países da área do euro.

Em resumo, o Conselho do BCE tem apresentado, com base nas suas análises económica e monetária regulares no contexto da sua estratégia de política monetária orientada para o médio prazo, os resultados esperados de acordo com o mandato que lhe foi conferido pelo Tratado – a manutenção da estabilidade de preços a médio prazo no conjunto da área do euro.

Ao evitar ajustamentos frequentes em termos de orientação, a política monetária do BCE não se tornou ela própria uma fonte de incerteza num contexto económico já incerto, o que seguramente ajudou a estabilizar as expectativas de inflação a médio e a longo prazo num nível compatível com a estabilidade de preços.

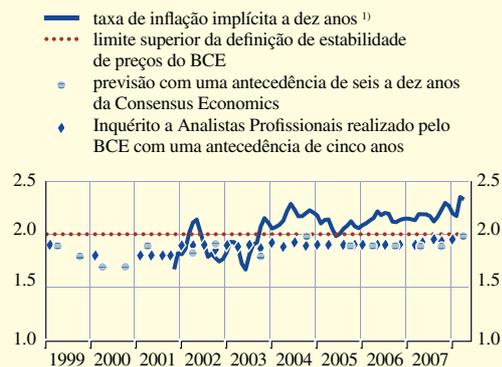
TRANSPARÊNCIA, RESPONSABILIZAÇÃO E COMUNICAÇÃO

Para ser eficaz na sua política monetária, o BCE colocou desde o início grande ênfase na comunicação, de modo atempado e transparente, das suas medidas de política e dos fundamentos económicos subjacentes às suas decisões aos participantes nos mercados financeiros e ao público em geral. Tal tem contribuído para ancorar as expectativas de inflação, mesmo em alturas em que estas têm tendência a subir.

Em termos globais, a combinação da comunicação e de uma tomada de decisões clara tem ajudado o público a entender melhor as decisões de política monetária do BCE no contexto da sua estratégia anunciada publicamente. Da mesma forma, ajudou os mercados financeiros a compreenderem melhor o padrão de resposta sistemático da política monetária do BCE à evolução e aos choques económicos e, assim, a preverem melhor a direcção geral da política monetária a médio prazo, o que torna as medidas de política mais previsíveis.

Actualmente, a transparência é considerada um elemento importante da banca central moderna, dado que contribui para aumentar a credibilidade e a eficácia da política monetária de diversos modos. Acima de tudo, a transparência relativamente aos objectivos da política monetária e à forma como o banco central pretende alcançá-los ajuda-o a promover a credibilidade. Tal, por seu lado, melhora a capacidade do banco

Gráfico 10 Expectativas de inflação de longo prazo



Fontes: Consensus Economics e BCE.

1) As taxas de inflação implícita obtidas a partir de obrigações indexadas à inflação captam sobretudo as expectativas de inflação do mercado e os prémios de risco de inflação.

... através de uma orientação
a médio prazo ...

... e de uma comunicação clara

Uma maior transparência
traduz-se numa política
monetária mais eficaz ...

... aumenta a sua
previsibilidade e ...

central para guiar as expectativas de inflação a longo prazo e, desse modo, influenciar o comportamento de fixação dos preços e dos salários para que este seja compatível com a estabilidade de preços. Por outras palavras, uma política monetária credível pode assegurar que os inevitáveis efeitos de primeira ordem dos aumentos dos preços, por exemplo as subidas do preço do petróleo, não resultem em efeitos de segunda ordem nos salários e nos preços, acabando por conduzir a um aumento geral da inflação.

Além disso, a transparência acerca da estratégia de política monetária do banco central e da avaliação da situação económica aumenta a capacidade dos participantes nos mercados financeiros de preverem a trajectória futura da política monetária, o que, por seu lado, contribui para reduzir a volatilidade dos mercados financeiros e aumenta a influência do banco central sobre as taxas de juro de mais longo prazo. Por último, um empenho forte em termos de transparência impõe autodisciplina aos decisores de política, assegurando que as suas decisões e explicações sejam coerentes e em conformidade com o mandato que lhes foi cometido.

A capacidade de os mercados financeiros preverem as medidas de política monetária aumentou, em geral, na última década⁷. Tal corrobora a perspectiva de que a abordagem transparente em termos de política monetária adoptada pelos bancos centrais a nível mundial aumentou a compreensão dos mercados neste domínio. O facto de as expectativas de inflação de longo prazo terem registado uma estabilização sem precedentes nos vários países ao longo da última década sugere que a transparência também contribuiu para ancorar as expectativas de inflação.

O banco central é confrontado com uma escolha entre a compreensão e a clareza da comunicação, visto não ser possível fornecer uma descrição completamente exaustiva de todos os elementos e aspectos relevantes na tomada de decisões, preservando, ao mesmo tempo, a clareza. Além disso, a transparência é mais do que a mera divulgação de informação, dado que tal não se traduz por si só numa maior compreensão da política monetária. É necessário transmitir eficazmente a informação ao público, para melhorar a eficácia global da política monetária. Assim, no sentido de colher os benefícios da transparência, os bancos centrais precisam de uma estratégia de comunicação eficaz. A comunicação de um banco central deve visar garantir que a informação relevante para o público entender a política monetária seja divulgada de forma atempada e aberta, mas também clara e inequívoca, e em consonância com os diferentes contextos e audiências, desde o público em geral aos participantes nos mercados financeiros.

... fomenta a
responsabilização

Os principais elementos da estratégia de política monetária contribuem para uma melhoria da transparência e da responsabilização face ao público em geral. A definição quantitativa de estabilidade de preços em termos de um aumento homólogo do IHPC proporciona um referencial claro em relação ao qual o público pode responsabilizar o BCE, contribuindo ao mesmo tempo para ancorar as expectativas do mercado. A abordagem de dois pilares estabelece um quadro claro para a tomada de decisões a nível interno e para a comunicação externa. Por último, o BCE partilha a informação trocada nas reuniões do Conselho do BCE com o público em geral e explica em grande pormenor os fundamentos económicos subjacentes às decisões de política monetária.

A comunicação tem igualmente de reflectir o facto de que a política monetária funciona num contexto complexo, incerto e em constante evolução. A comunicação externa da estratégia de política monetária do BCE premeia o reflexo fiel deste aspecto. Tendo em conta os efeitos dos vários choques inesperados que podem atingir a economia e o desfasamento longo e variável na transmissão das medidas de política

⁷ Para uma análise da literatura empírica dedicada à previsibilidade da política monetária, consultar T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen, “*The predictability of monetary policy*”, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 83, 2008.

monetária aos preços, é difícil prever o momento exacto, e por vezes até a direcção, de uma decisão sobre as taxas de juro. Ao anunciar publicamente a sua estratégia de política monetária e ao comunicar de forma transparente a sua avaliação regular da evolução económica, o BCE alcançou um grau de previsibilidade elevado, tornando a política monetária mais eficaz (ver Caixa 2).

No contexto de uma tendência a nível mundial para comunicações mais transparentes e detalhadas por parte dos bancos centrais, os elementos fundamentais da estratégia de comunicação do BCE, em particular as declarações introdutórias aquando das conferências de imprensa mensais, que explicam quase em tempo real as decisões de política, iniciaram uma tendência para uma maior divulgação de informação em tempo real.

Caixa 2

PRINCIPAIS INSTRUMENTOS E CANAIS DE COMUNICAÇÃO UTILIZADOS PELO BCE

A declaração introdutória é o elemento central das conferências de imprensa mensais conduzidas pelo Presidente e pelo Vice-Presidente imediatamente após a primeira reunião mensal do Conselho do BCE. Nessa ocasião, o Presidente profere a declaração introdutória em nome do Conselho do BCE. A declaração introdutória fornece um resumo atempado e abrangente da avaliação dos desenvolvimentos económicos e monetários relevantes em termos de política, bem como da orientação de política monetária, e a sua estrutura reflecte a estratégia de política monetária do BCE. A conferência de imprensa mensal inclui uma sessão de perguntas e respostas, em que participam diversos representantes dos meios de comunicação social de toda a área do euro e de fora da mesma, e proporciona uma plataforma para uma explicação oportuna e equilibrada das decisões de política monetária ao público. A conferência de imprensa é, assim, um meio eficaz de apresentar e explicar de forma bastante atempada as discussões no Conselho do BCE e, desse modo, o processo de decisão da política monetária.

Para além da conferência de imprensa mensal, o Boletim Mensal é outro importante canal de comunicação utilizado pelo BCE. O Boletim Mensal fornece ao público em geral e aos mercados financeiros uma análise pormenorizada e abrangente das condições económicas e da evolução monetária. É normalmente publicado uma semana após a reunião do Conselho do BCE e contém a informação de que este dispunha aquando da tomada de decisões de política. O Boletim Mensal contém igualmente artigos que contribuem para a compreensão da evolução a longo prazo, de tópicos gerais ou dos instrumentos analíticos utilizados pelo Eurosistema no quadro da estratégia de política monetária.

Além disso, o Presidente do BCE comparece quatro vezes por ano perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu. Nessas ocasiões, o Presidente explica as decisões de política do BCE, respondendo depois às perguntas que lhe são dirigidas pelos membros da comissão. As reuniões da comissão são abertas ao público e as transcrições dos testemunhos do Presidente são posteriormente publicadas nos *sites* do Parlamento Europeu e do BCE. Outros membros da Comissão Executiva do BCE também comparecem perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários.

No sentido de atingir audiências diversificadas, os membros do Conselho do BCE assumem um grande número de compromissos públicos. Os discursos dos membros da Comissão Executiva e do Conselho do BCE, assim como as entrevistas dadas pelos membros do Conselho do BCE, constituem também importantes instrumentos para a explicação das perspectivas do BCE ao público.

3.3 EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

As taxas de curto prazo do mercado monetário desempenham um papel importante na transmissão da política monetária. Ao orientar essas taxas, a política monetária exerce uma influência significativa nas taxas de juro do mercado e, através de vários canais, nas decisões de consumo das famílias e das empresas, na evolução monetária e, em última instância, no nível geral de preços. Esta secção explica como o BCE implementa as decisões de política monetária orientando as taxas de juro do segmento de muito curto prazo do mercado monetário. Destaca também os principais desafios enfrentados pelo Eurosistema na execução das decisões de política monetária desde o lançamento do euro.

SEPARAÇÃO ENTRE A POLÍTICA MONETÁRIA E A GESTÃO DA LIQUIDEZ

Definição das taxas directoras do BCE

Para compreender a gestão da liquidez por parte do BCE, é útil distinguir entre a definição da orientação da política monetária e a sua execução efectiva. Como explicado na Secção 3.1, a estratégia de política monetária fornece uma estrutura para a informação relevante sobre a economia com base na qual são tomadas as decisões de política monetária. De facto, apoiando-se nas suas análises económica e monetária regulares, o Conselho do BCE decide sobre o nível das taxas de juro directoras que melhor se adequa ao cumprimento do objectivo da estabilidade de preços. A Comissão Executiva do BCE é responsável pela implementação dessas decisões de política monetária. As decisões de política monetária são implementadas orientando as taxas de curto prazo do mercado monetário para o nível de taxas de juro decidido pelo Conselho do BCE. A fixação das taxas de juro directoras do BCE e a sua comunicação desempenha, sem dúvida, um papel importante na orientação dos participantes no mercado. No entanto, apenas isto não é o suficiente para aproximar as taxas de juro de curto prazo do mercado das taxas de juro directoras do BCE. A orientação das taxas de juro de curto prazo é, na verdade, também realizada através da gestão da liquidez pelo Eurosistema com base no seu quadro operacional.

Gestão da liquidez

O quadro operacional inclui os vários instrumentos e procedimentos com os quais o Eurosistema põe em prática as decisões de política monetária, isto é, com os quais orienta as taxas de curto prazo do mercado monetário. Outro factor importante com influência nas taxas do mercado monetário é que, em geral, o sistema bancário da área do euro necessita de liquidez e, por conseguinte, depende do financiamento do Eurosistema. Neste âmbito, o Eurosistema actua como fornecedor de liquidez aos bancos por meio das suas operações de mercado aberto. Dessa forma, o Eurosistema gere a quantidade de liquidez disponível no sector bancário da área do euro, com vista a proporcionar condições de liquidez equilibradas e a aproximar o mais possível as taxas de curto prazo do mercado monetário do nível das taxas de juro decidido pelo Conselho do BCE.

Separação da orientação de política monetária da sua execução

Resumindo, o Eurosistema distingue claramente entre, por um lado, as decisões de política monetária do Conselho do BCE e, por outro, a execução das mesmas através dos instrumentos de política monetária. A clara separação entre as decisões sobre a orientação da política monetária e a respectiva execução reduz o risco de os agentes económicos interpretarem erradamente a volatilidade das taxas de curto prazo do mercado monetário, desencadeada por flutuações temporárias e imprevisíveis da procura e oferta de liquidez, como um sinal do Eurosistema em termos de política monetária. Esta separação foi particularmente importante no período de perturbações nos mercados financeiros iniciado no princípio de Agosto de 2007, durante o qual as taxas de curto prazo do mercado monetário se apresentaram muito voláteis em algumas ocasiões.

O QUADRO OPERACIONAL PARA A EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Princípios orientadores do quadro operacional

O quadro operacional do Eurosistema para a execução da política monetária tem por base os princípios definidos no Tratado que estabelece a Comunidade Europeia. O artigo 105.º do Tratado estipula que, na

prossecação dos seus objectivos, o Eurosistema “(...) actuará de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, incentivando a repartição eficaz dos recursos (...)”.

Foram igualmente formulados vários outros “princípios orientadores” no âmbito da concepção do quadro operacional. O mais importante é a eficiência operacional, que pode ser definida como a capacidade de o quadro transmitir as decisões de política monetária às taxas de curto prazo do mercado monetário da forma mais rápida e precisa possível. A necessidade de assegurar a igualdade de tratamento dos bancos e a harmonização das regras e procedimentos no conjunto da área do euro são também princípios importantes. Um outro princípio está relacionado com a descentralização da execução da política monetária. Nessa conformidade, as operações de política monetária são normalmente implementadas através dos BCN. Por último, o quadro operacional tem de aplicar os princípios de simplicidade, transparência, segurança e eficiência de custos.

Com vista a orientar as taxas de curto prazo do mercado monetário para o nível das taxas de juro definido pelo Conselho do BCE, o Eurosistema e o BCE recorrem a três instrumentos: (1) reservas mínimas, (2) operações de mercado aberto e (3) facilidades permanentes. Estes instrumentos influenciam a quantidade de liquidez disponível no sector bancário da área do euro, o que, por seu lado, influencia o nível das taxas de juro de curto prazo prevalentes no mercado monetário⁸. Neste contexto, o Eurosistema actua como fornecedor de liquidez e – através do seu quadro operacional – ajuda os bancos a satisfazerem as suas necessidades de liquidez de forma regular e bem organizada.

(1) Os bancos precisam de uma certa quantidade de liquidez para satisfazerem as necessidades de liquidez decorrentes dos designados “factores de liquidez autónomos”. Estes factores incluem rubricas do balanço do Eurosistema que não estão relacionadas com instrumentos de política monetária⁹. As notas em circulação constituem o maior factor autónomo. Além disso, os bancos necessitam de liquidez para cumprirem as respectivas reservas mínimas, uma vez que são obrigados a constituir reservas mínimas no Eurosistema. As reservas mínimas criam uma procura estrutural de liquidez por parte do sector bancário da área do euro. As reservas mínimas de cada instituição são determinadas em função do respectivo balanço. Presentemente, cerca de seis mil bancos estão sujeitos a reservas mínimas. O total das necessidades de liquidez do sector bancário da área do euro aproxima-se, em média, de €450 mil milhões. As reservas mínimas diárias agregadas representam, actualmente, cerca de metade desse total.

A principal função do sistema de reservas mínimas é a estabilização das taxas do mercado monetário. Na verdade, as reservas mínimas têm de ser cumpridas em média ao longo do período de manutenção, o período ao longo do qual é calculado o cumprimento das reservas mínimas por parte dos bancos. O período de manutenção começa habitualmente na terça-feira seguinte à reunião do Conselho do BCE para a qual está pré-agendada a análise da orientação da política monetária. O mecanismo de cláusulas de média implica que os montantes de reservas detidas em qualquer dia específico do período de manutenção constituem, em princípio, um substituto próximo da detenção de reservas em qualquer outro dia do período de manutenção. Deste modo, é permitida a flutuação de dia para dia dos montantes de reservas detidas e as flutuações de liquidez diária são regularizadas. As reservas mínimas não implicam custos para o sector bancário, visto que são remuneradas pelo Eurosistema à taxa marginal média das operações principais de refinanciamento ao longo do período de manutenção.

⁸ Para uma panorâmica completa do quadro de política monetária do Eurosistema, consultar a publicação do BCE intitulada “A execução da política monetária da área do euro”, com as alterações que lhe foram introduzidas em Setembro de 2007.

⁹ Ver igualmente os artigos “The liquidity management of the ECB” e “The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves” publicados, respectivamente, nas edições de Maio de 2002 e Janeiro de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

Três instrumentos para
orientar as taxas de juro

As necessidades de liquidez
dos bancos e a obrigação
de constituição
de reservas mínimas

Quadro 1 Operações de mercado aberto e facilidades permanentes do Eurosistema

Operações de política monetária	Tipos de transacção		Prazo	Frequência
	Cedência de liquidez	Absorção de liquidez		
Operações de mercado aberto				
Operações principais de refinanciamento	Transacções reversíveis	–	Uma semana	Semanal
Operações de refinanciamento de prazo alargado	Transacções reversíveis	–	Três meses	Mensal
Operações de regularização	Transacções reversíveis	Constituição de depósitos a prazo fixo	Não normalizado	Ocasional
Facilidades permanentes				
Facilidade de cedência de liquidez	Transacções reversíveis	–	<i>Overnight</i>	Acesso por iniciativa das contrapartes
Facilidade de depósito		Depósitos	<i>Overnight</i>	Acesso por iniciativa das contrapartes

Cedência de liquidez pelo Eurosistema e operações de mercado aberto

(2) As operações de mercado aberto desempenham o papel mais importante na gestão das condições de liquidez do sector bancário da área do euro e na orientação das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário. São realizadas de modo descentralizado, ou seja, o BCE coordena as operações, mas as transacções em si são levadas a cabo pelos BCN.

O Eurosistema tem utilizado três tipos de operações: (i) operações principais de refinanciamento (OPR), (ii) operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) e (iii) operações de regularização (OR) (ver Quadro 1).

Através das OPR e das ORPA, o Eurosistema concede empréstimos aos bancos. Os empréstimos são sempre concedidos por um determinado período, de curta duração, e contra garantias, no sentido de proteger o Eurosistema de riscos financeiros (ver Caixa 3). Numa base média diária, o Eurosistema empresta um total de cerca de €450 mil milhões ao sector bancário da área do euro através das suas operações de mercado aberto. As operações do Eurosistema são muito mais avultadas do que as de outros bancos centrais importantes.

Tanto as OPR como as ORPA são operações regulares. As OPR são conduzidas numa base semanal sob a forma de um leilão de taxa variável com uma taxa mínima de proposta e têm um prazo de uma semana. Num leilão de taxa variável com uma taxa mínima de proposta, os bancos podem apresentar propostas com várias taxas de juro iguais ou superiores à taxa mínima de proposta pré-anunciada. Primeiro são satisfeitas as propostas com as taxas de juro mais elevadas, seguindo-se as propostas com as taxas sucessivamente mais baixas, até o montante a colocar ser esgotado. A taxa à qual o montante é esgotado designa-se “taxa marginal” e, a esta taxa, as propostas são satisfeitas por rateio. As ORPA são realizadas numa base mensal sob a forma de um verdadeiro leilão de taxa variável e têm um prazo de três meses. Em contraste com as OPR, o montante de liquidez fornecido através das ORPA é definido previamente. Nestas operações, o Eurosistema actua como tomador de taxa. Uma grande quantidade de bancos pode participar nas OPR e ORPA, isto é, cerca de 1 700 bancos. Este número é bastante elevado, também quando comparado com o quadro operacional de outros bancos centrais importantes.

As OR não são um instrumento regular de cedência ou absorção de liquidez, sendo antes conduzidas quando necessário. Para permitir que essas operações sejam realizadas com flexibilidade e rapidez, o

prazo e a frequência das mesmas não está normalizado, podendo ser adaptados a qualquer situação particular. Dado que é necessário realizar estes leilões com grande rapidez (habitualmente nos 90 minutos após o anúncio da operação), apenas um número limitado de bancos (actualmente, cerca de 130) pode participar nessas operações. As OR destinam-se a atenuar os efeitos que as flutuações inesperadas de liquidez no sector bancário têm sobre as taxas de juro.

(3) O Eurosistema oferece também duas facilidades permanentes aos bancos – a facilidade permanente de cedência de liquidez e a facilidade permanente de depósito (ver Quadro 1). Estas facilidades formam um corredor (normalmente, ± 100 pontos base) em torno da taxa mínima de proposta e, desse modo, limitam a volatilidade da taxa *overnight* (isto é, a taxa de juro de curto prazo do mercado monetário). A facilidade de cedência de liquidez constitui o limite máximo desse corredor e pode ser utilizada pelos bancos para obterem liquidez pelo prazo *overnight* contra activos de garantia elegíveis. A facilidade de depósito constitui o limite mínimo do corredor e pode ser utilizada pelos bancos para procederem a depósitos *overnight* junto do Eurosistema.

**Facilidades permanentes
como um corredor para
as taxas de curto prazo**

Caixa 3

O QUADRO DE ACTIVOS DE GARANTIA DO EUROSISTEMA

Em consonância com a prática dos bancos centrais a nível mundial, todas as operações de cedência de liquidez do Eurosistema requerem garantias adequadas no sentido de proteger o Eurosistema de incorrer em perdas. Simultaneamente, o quadro de activos de garantia tem de assegurar a disponibilidade de suficientes activos de garantia a um conjunto alargado de bancos, para que o Eurosistema possa proporcionar a quantidade de liquidez que considera necessária. Com vista a facilitar este procedimento, o Eurosistema aceita um conjunto abrangente de activos como garantia¹. Esta característica do quadro de activos de garantia do Eurosistema ganhou recentemente reconhecimento generalizado, dado que tem sido um elemento estabilizador no contexto das recentes perturbações nos mercados financeiros. De facto, assegurou que os bancos dispusessem de suficientes activos de garantia para terem acesso às operações de mercado aberto do Eurosistema. A presente caixa fornece uma breve panorâmica do quadro de activos de garantia do Eurosistema e das principais melhorias introduzidas ao longo dos últimos nove anos e meio.

Em 1998, foi adoptado um “quadro de activos de garantia de duas listas” para assegurar uma transição sem problemas para a União Monetária. Um “quadro de activos de garantia de duas listas” significava que os activos elegíveis eram divididos em dois grupos, ou seja, em duas “listas”. O objectivo era acomodar as diferenças em termos de estruturas financeiras entre os Estados-Membros no início da UEM. De facto, os activos da Lista 1 consistiam em instrumentos de dívida transaccionáveis que preenchiam critérios de elegibilidade uniformes em toda a área do euro e os activos da Lista 2 compreendiam activos importantes para determinados mercados financeiros e sistemas bancários nacionais que satisfaziam apenas critérios de elegibilidade nacionais. Em princípio, todos os activos podiam ser utilizados numa base transfronteiras no conjunto da área do euro. Este quadro satisfaz adequadamente as necessidades do Eurosistema e provou ter capacidade para resistir a aumentos temporários substanciais da procura de activos de garantia em momentos de tensão no mercado (por exemplo, aquando da passagem de milénio).

¹ Consultar o Capítulo 6 da publicação do BCE intitulada “A execução da política monetária na área do euro”, com as alterações que lhe foram introduzidas em Setembro de 2007, que aborda em pormenor os critérios de elegibilidade e as medidas de controlo de risco aplicadas aos activos elegíveis para utilização nas operações de crédito do Eurosistema.

No entanto, o quadro de activos de garantia de duas listas também tinha desvantagens. Por exemplo, considerava-se que, potencialmente, o facto de algumas categorias de activos serem apenas elegíveis em alguns países, e não em todos, comprometia as condições de igualdade na área do euro, um princípio importante do quadro de política monetária do Eurosistema. Assim, como resultado de duas consultas públicas (realizadas em Junho de 2003 e Maio de 2004), o Eurosistema decidiu estabelecer um quadro de uma só lista comum (referida como “Lista Única”) aplicável a todas as operações de cedência de liquidez do Eurosistema. O objectivo da Lista Única era melhorar ainda mais a eficiência do quadro de activos de garantia. A Lista Única foi implementada em duas etapas. Na primeira etapa, concluída em Maio de 2005, foram feitas algumas alterações em relação aos activos transaccionáveis². Na segunda etapa, em Janeiro de 2007, os activos não transaccionáveis e, em particular, os créditos (isto é, os empréstimos bancários) passaram a ser elegíveis como activos de garantia em todos os países da área do euro. No entanto, devido à necessidade de um período para ajustamentos técnicos, um regime totalmente unificado para os créditos só entrará em vigor em 2012³.

A aceitação de um leque variado de categorias de activos como garantia nas operações de crédito do Eurosistema significou que não é possível aplicar um conjunto uniforme de critérios de elegibilidade a todas as categorias de activos. Assim, em geral, são aplicados dois conjuntos de critérios de elegibilidade e medidas de controlo de risco⁴, sendo um deles aplicável a activos transaccionáveis e outro a activos não transaccionáveis. Contudo, ambos asseguram um grau comparável de protecção contra o risco para o Eurosistema. Apenas activos de elevada qualidade de crédito são aceites como garantia. Os critérios de elegibilidade dos activos transaccionáveis são suficientemente gerais e, como resultado, o quadro de activos de garantia tem capacidade para responder a inovações e acompanhar a evolução do mercado. À medida que os mercados evoluem, continuarão a ser definidas, também nos próximos anos, novas melhorias dos critérios de elegibilidade e das medidas de controlo de risco.

Em 2007, a quantidade média de activos elegíveis ascendia a €9 500 mil milhões, revelando um aumento de 73%, face a cerca de €5 500 mil milhões em 1999. No que se refere à composição dos activos de garantia, a dívida pública representou 49% do total, sendo os restantes activos transaccionáveis constituídos por obrigações garantidas e não garantidas de instituições de crédito (12% e 17%, respectivamente), obrigações de empresas (9%), instrumentos de dívida titularizados (8%) e outras obrigações, tais como as emitidas por organizações supranacionais (4%). Cerca de 12% do total destes activos elegíveis, ou seja, €1 100 mil milhões, foi depositado para utilização junto do Eurosistema em 2007. A composição do conjunto de activos depositados difere da composição dos mercados de

2 As alterações incluíam (i) a remoção dos títulos dos activos elegíveis, (ii) a especificação dos mercados não regulamentados aceitáveis para o Eurosistema do ponto de vista da gestão dos activos de garantia, (iii) a melhoria do critério relativo aos instrumentos de dívida emitidos por instituições de crédito e (iv) a introdução de instrumentos de dívida denominados em euros emitidos por entidades estabelecidas nos países do G10 que não fazem parte do Espaço Económico Europeu.

3 É necessário um período longo para o desenvolvimento dos sistemas operacionais e dos procedimentos para analisar, avaliar e mobilizar créditos, dado que estes diferem dos instrumentos transaccionáveis em vários aspectos importantes. Os créditos não estão normalizados e não existe documentação uniforme devido à sua diversidade, não dispõem normalmente de notação de crédito atribuída por agências de crédito ou fontes externas de apreciação, podem incluir proibições legais de venda a outras partes e a continuação da existência de determinado empréstimo não é facilmente verificável. O Eurosistema criou, em 2006, um quadro de avaliação do crédito, o ECAF (*Eurosystem Credit Assessment Framework*), no sentido de permitir que fontes adicionais de avaliação do crédito, para além das agências de notação, pudessem lidar com as categorias de activos mais recentemente adicionadas à Lista Única.

4 São aplicadas medidas de controlo de risco aos activos subjacentes às operações de cedência de liquidez do Eurosistema, de modo a protegê-lo contra o risco de perdas financeiras, se esses activos tiverem de ser realizados devido a incumprimento por parte de um banco. O Eurosistema aplica um requisito de notação mínima para todos os tipos de emittentes e activos equivalente a uma notação de crédito “single A”, que é o referencial definido pelo Eurosistema para os elevados padrões de crédito. Para mais pormenores, consultar a publicação do BCE intitulada “A execução da política monetária na área do euro”, com as alterações que lhe foram introduzidas em Setembro de 2007.

dívida em euros, visto que os bancos têm tendência a depositar os activos menos líquidos nas operações de crédito do Eurosistema. O volume médio de créditos representou 10% do total dos activos de garantia apresentados em 2007. Todavia, não foi ainda explorado todo o potencial desta fonte adicional de activos de garantia, dado que a variedade de créditos passíveis de avaliação está a aumentar gradualmente. A utilização transfronteiras de activos de garantia, em que uma contraparte em determinado país da área do euro utiliza activos de garantia de outro país da área do euro, é uma indicação do progresso da integração financeira. Em 2007, 51% dos activos de garantia foram utilizados numa base transfronteiras, em comparação com 12% em 1999.

A EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DESDE O LANÇAMENTO DO EURO

Desde a introdução do euro, o quadro operacional para a execução da política monetária tem satisfeito bem as necessidades do Eurosistema. O principal objectivo operacional, designadamente a orientação das taxas de juro de muito curto prazo do mercado monetário para níveis próximos da taxa mínima de proposta das OPR (determinada pelo Conselho do BCE), tem sido atingido. Além disso, o quadro operacional provou ser robusto e resistente mesmo perante desafios excepcionais, tais como a passagem de milénio, os ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001 e as recentes perturbações nos mercados financeiros em 2007 e 2008. Em nenhum destes casos o Eurosistema teve de recorrer a medidas excepcionais não previstas no seu quadro operacional.

O Gráfico 11 demonstra que a taxa de juro *overnight* do mercado monetário (a “EONIA”)¹⁰ tem, em geral, permanecido próxima da taxa mínima de proposta. Mostra igualmente que as taxas de juro das facilidades permanentes forneceram um limite máximo e mínimo para a EONIA. As flutuações observadas no gráfico reflectem, em grande medida, condições de liquidez temporariamente restritivas ou amplas no mercado monetário. A eficiência do quadro de política monetária do Eurosistema estabeleceu, em certa medida, um exemplo e inspirou outros bancos centrais a definir um sistema de corredor.

As melhorias introduzidas desde 1999 ajudaram, sem dúvida, a fomentar o bom desempenho do quadro operacional. Nos últimos nove anos e meio, foram realizadas três melhorias.

Primeiro, um procedimento de leilão de taxa variável foi introduzido em Junho de 2000, substituindo os leilões de taxa fixa que tinham sido utilizados no início da União Monetária. Esta melhoria não constituiu por si só uma alteração do quadro operacional, já que este permite que sejam aplicados procedimentos de leilão de taxa variável e de taxa fixa. A mudança para um procedimento de leilão de taxa variável ocorreu em resposta à designada “sobrelicitação” dos bancos nas operações do Eurosistema, a qual se tornou particularmente intensa no primeiro semestre de 2000. “Sobrelicitação” refere-se à situação em que os bancos apresentam propostas cada vez mais elevadas nas OPR. Nesses casos, o rácio entre o montante de colocação e o montante das propostas baixa para um nível muito reduzido (ver Gráfico 12). A sobrelicitação ocorreu em alturas em que os bancos esperavam um aumento das taxas de juro directoras do BCE durante o período de manutenção em vigor. De facto, na expectativa de um aumento das taxas de juro, a taxa de juro *overnight* do mercado aumentava para o nível esperado, ou seja, para um nível superior à taxa fixa aplicada nas OPR¹¹. Então, os bancos tinham um incentivo

O quadro operacional tem servido bem o Eurosistema

Aperfeiçoamento do quadro operacional

Adopção de um procedimento de leilão de taxa variável

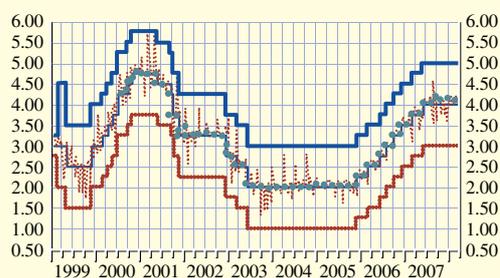
¹⁰ EONIA vem do inglês “euro overnight index average” (índice *overnight* médio do euro) e é a medida da taxa de juro efectiva prevalecente no mercado interbancário *overnight* do euro.

¹¹ Num leilão de taxa fixa, o BCE especifica antecipadamente a taxa de juro e os bancos licitam o montante que pretendem transaccionar à taxa de juro fixada. As propostas são então satisfeitas por rateio.

Gráfico 11 Taxas de juro directoras do BCE e EONIA desde Janeiro de 1999

(percentagens)

- taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez
- taxa da facilidade permanente de depósito
- taxa marginal das operações principais de refinanciamento
- taxa mínima de proposta
- EONIA



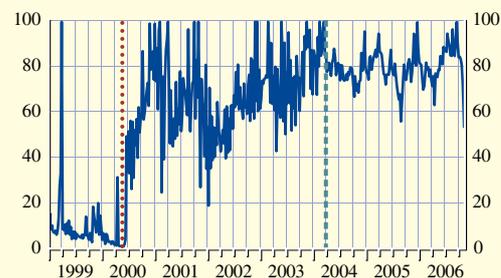
Fonte: BCE.

Nota: Para as operações liquidadas antes de 28 de Junho de 2000, a taxa das operações principais de refinanciamento corresponde à taxa aplicável aos leilões de taxa fixa. Após a data referida, corresponde à taxa mínima de proposta aplicável aos leilões de taxa variável.

Gráfico 12 Evolução do rácio de colocação, Janeiro de 1999 – Novembro de 2006

(percentagem de propostas)

- rácio de colocação
- Junho de 2000: adopção de um procedimento de leilão de taxa variável
- Março de 2004: alteração do quadro operacional



Fonte: BCE.

particularmente forte em obterem empréstimos através das OPR e, por conseguinte, recorriam à sobrelicitação.

Em 8 de Junho de 2000, o Conselho do BCE decidiu mudar de um procedimento de leilão de taxa fixa para um procedimento de leilão de taxa variável para as OPR, com efeitos a partir de 28 do mesmo mês. O Conselho do BCE decidiu igualmente estabelecer uma taxa mínima de proposta para as referidas operações a fim de indicar a orientação da política monetária. A taxa mínima de proposta assumiu o papel antes desempenhado pela taxa aplicada nos leilões de taxa fixa. O novo procedimento de leilão resolveu de imediato o problema da sobrelicitação.

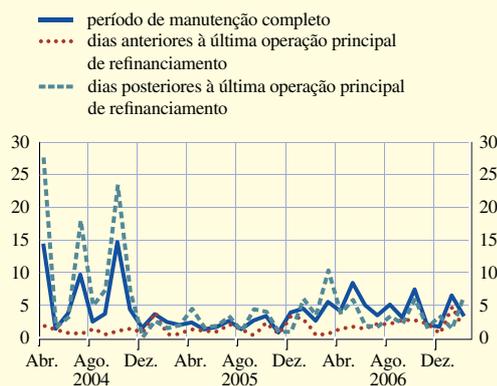
Alterações estruturais de Março de 2004

Segundo, a mudança para um procedimento de leilão de taxa variável não protegeu o Eurosistema da designada “sublicitação” dos bancos. “Sublicitação” refere-se à situação em que o total das propostas dos bancos é inferior ao montante de colocação previsto. Nesses casos, os bancos enfrentam o risco de insuficiência de liquidez no final do período de manutenção e, por conseguinte, têm de recorrer à facilidade de cedência de liquidez, fazendo aumentar a taxa de juro *overnight* do mercado. Com início em 2001, num contexto de expectativas de redução das taxas de juro directoras do BCE, ocorreram situações de sublicitação em oito ocasiões. Com efeito, na expectativa de uma descida das taxas de juro no período de manutenção em vigor, a taxa *overnight* do mercado baixava para o nível esperado, ou seja, inferior à taxa mínima de proposta. Assim, o incentivo para os bancos obterem empréstimos através de OPR era reduzido.

Para evitar que as expectativas de variações nas taxas de juro directoras do BCE afectassem a licitação dos bancos já no período de manutenção em vigor, o Conselho do BCE decidiu, em Janeiro de 2003, introduzir duas alterações no quadro operacional do Eurosistema, com efeitos a partir de Março de 2004. A primeira consistiu na modificação do calendário para os períodos de manutenção de reservas, de forma a estes começarem sempre após a reunião do Conselho do BCE para a qual está pré-agendada a análise da orientação da política monetária. Assim, as alterações às taxas das facilidades permanentes passaram a ocorrer em simultâneo com o início do novo período de manutenção de reservas. A segunda incidiu sobre o prazo das

Gráfico 13 Desvio padrão da EONIA por período de manutenção (de dia para dia), Abril de 2004 – Janeiro de 2007

(pontos base)



Fonte: BCE.

OPR, o qual foi reduzido de duas para uma semana. Deste modo, as OPR deixaram de transitar entre dois períodos de manutenção. As alterações foram introduzidas sem problemas e os bancos rapidamente adaptaram o comportamento de licitação.

Por último, como consequência do alinhamento do calendário dos períodos de manutenção com o das reuniões do Conselho do BCE, o número médio de dias entre a última OPR de um período de manutenção de reservas e o último dia desse período aumentou para seis dias úteis. Antes de Março de 2004, tinha variado entre um e seis dias. Um efeito secundário resultante foi o surgimento ocasional de desequilíbrios substanciais de liquidez no final dos períodos de manutenção, o que provocou um ligeiro aumento da volatilidade das taxas de juro *overnight* do mercado.

Em resposta, desde Outubro de 2004 que o BCE tem contrariado com mais frequência esses desequilíbrios consideráveis de liquidez no final dos períodos de manutenção, conduzindo uma operação de regularização no último dia do período de manutenção, o que tem tido bons resultados na redução da volatilidade das taxas de juro, observada, por vezes, na última semana do período de manutenção (ver Gráfico 13).

O recente período de perturbações nos mercados financeiros, que teve início em Agosto de 2007 quando as repercussões da crise no mercado hipotecário *sub-prime* dos Estados Unidos se fizeram sentir no mercado monetário da área do euro, constituiu o maior desafio que o quadro operacional do Eurosistema teve de enfrentar até à data. Neste episódio de turbulência, o quadro operacional continuou a satisfazer as necessidades do Eurosistema e a sua capacidade de orientar a taxa *overnight* manteve-se (ver Gráfico 11).

Face à turbulência financeira, o BCE recorreu a três categorias de medidas para aproximar a taxa *overnight* da taxa mínima de proposta¹².

Primeiro, a calendarização da oferta de liquidez no decurso do período de manutenção foi alterada recorrendo a OPR e OR. Antes da turbulência, o BCE oferecia regularmente liquidez ao longo do período de manutenção mas, desde o começo da recente volatilidade nos mercados financeiros, aumentou a oferta de liquidez no início do período de manutenção, permitindo, desse modo, aos bancos cumprirem a maior parte das respectivas reservas mínimas relativamente cedo no período de manutenção. Porém, a oferta global de liquidez não sofreu alterações: o Eurosistema continua a procurar proporcionar o montante de liquidez que permite aos bancos cumprirem exactamente as reservas mínimas.

Segundo, a percentagem do refinanciamento fornecido pelo Eurosistema através das ORPA foi aumentada, tendo a percentagem do financiamento proporcionado através das OPR de uma semana sido reduzida em conformidade. Tal serviu para aumentar o prazo médio das operações de política monetária por liquidar.

Terceiro, por vezes foram utilizados procedimentos especiais de leilão com colocação total, em particular para aliviar as tensões no mercado em torno do final do ano. Estes procedimento permitiram ao mercado

Operações de regularização mais frequentes no final do período de manutenção

Quadro operacional posto à prova pelas recentes perturbações financeiras

¹² Consultar também o artigo intitulado “*The Eurosystem’s open market operations during the recent period of financial market volatility*”, publicado na edição de Maio de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

determinar o montante exacto de colocação em circunstâncias em que a avaliação da procura de liquidez era difícil e exigia a realização de OR para absorver o excesso de liquidez resultante.

Estas três categorias de medidas permitiram ao BCE manter o controlo sobre as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário. Nenhuma destas medidas exigiu alterações estruturais do quadro operacional do Eurosistema para a execução da política monetária. Também não foi necessário modificar o quadro de activos de garantia, o qual se considera ter desempenhado um papel importante no apoio ao funcionamento do mercado monetário.

Por último, o BCE estabeleceu um acordo cambial (linha de *swap*) com o Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos, no âmbito da *US dollar Term Auction Facility* (facilidade de leilão a prazo em dólares dos Estados Unidos). O BCE conduziu uma série de operações de leilão a prazo, nas quais proporcionou liquidez em dólares dos Estados Unidos a bancos da área do euro, em nome do Sistema de Reserva Federal.

Concluindo, em virtude da sua flexibilidade e do vasto conjunto de instrumentos e procedimentos nele compreendidos, o quadro operacional do Eurosistema para a execução da política monetária provou a sua eficácia e capacidade de resistência.

No contexto da execução da política monetária, é de notar que, ao orientar as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário, a política monetária exerce uma influência significativa nas taxas do mercado e, através de vários canais, nas decisões de consumo e investimento, na dinâmica monetária e, em última instância, na evolução do nível de preços. O processo através do qual as decisões de política monetária afectam a economia, em geral, e o nível de preços, em particular, é conhecido como “o mecanismo de transmissão da política monetária”. Trata-se de um processo complexo, passível de mudança ao longo do tempo e que poderá apresentar diferenças entre países. A Caixa 4, a seguir, fornece alguma evidência empírica para a área do euro.

Caixa 4

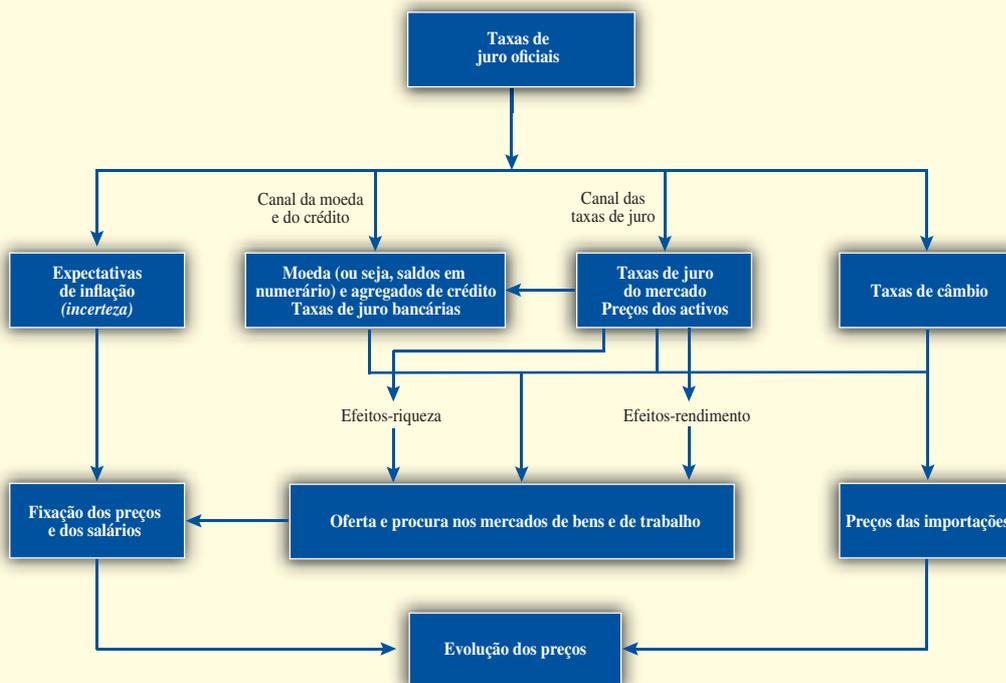
O MECANISMO DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Analisando a área do euro, a evidência empírica revela que o mecanismo de transmissão da política monetária funciona de forma praticamente idêntica em todos os países da área do euro. Os bancos desempenham um papel importante na transmissão das variações das taxas de política às taxas activas bancárias, dada a elevada dependência das empresas e das famílias do financiamento por parte dos bancos e o ainda relativamente limitado grau de capitalização do mercado bolsista na área do euro. As diferenças remanescentes específicas a cada país estão associadas ao surgimento de novos produtos financeiros e intervenientes, à mudança na natureza da concorrência entre os bancos e aos diferentes graus de integração dos mercados financeiros nos vários países da área do euro.

No conjunto da área do euro, o clássico canal das taxas de juro desempenha um papel dominante na transmissão dos impulsos monetários à economia. Os outros canais importantes para a área do euro são o canal do crédito e da moeda e o canal das expectativas (ver Gráfico A)¹.

1 O artigo intitulado “A transmissão da política monetária na área do euro”, publicado na edição de Julho de 2000 do Boletim Mensal do BCE e o livro *A política monetária do BCE*, publicado em 2003, fornecem uma apresentação mais pormenorizada dos mecanismos de transmissão da política monetária. Consultar também A.K. Kashyap e J.C. Stein, “What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy”, *The American Economic Review*, Vol. 90, n.º 3, 2000, pp. 407-428.

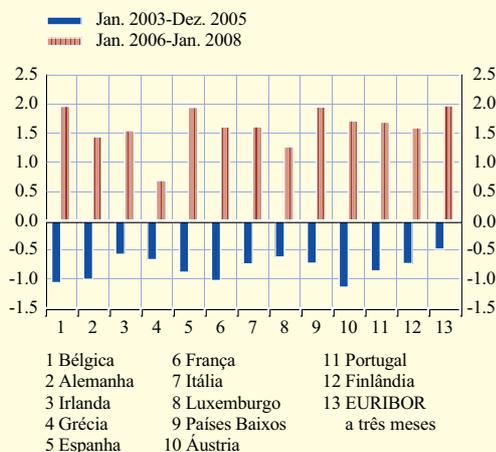
Gráfico A Apresentação esquemática do mecanismo de transmissão da política monetária



Fonte: BCE.

Gráfico B Variações nas taxas dos empréstimos a famílias para aquisição de habitação

(pontos percentuais)

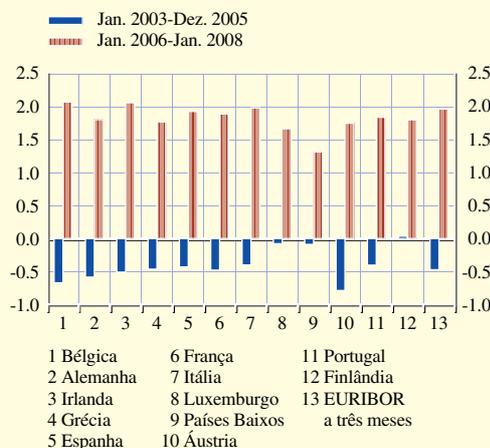


Fonte: BCE.

Nota: As taxas utilizadas para os empréstimos a famílias para aquisição de habitação são taxas variáveis com um prazo de fixação inicial das taxas até um ano.

Gráfico C Variações nas taxas dos empréstimos a sociedades não financeiras

(pontos percentuais)



Fonte: BCE.

Nota: As taxas utilizadas são taxas variáveis sobre empréstimos superiores a €1 milhão a sociedades não financeiras com um prazo de fixação inicial das taxas até um ano.

No que diz respeito ao canal das taxas de juro e ao canal do crédito e da moeda, a análise realizada pelo BCE e o Eurosistema revelou um grau de convergência notável na área do euro desde 1999. No entanto, ainda existem diferenças entre os países em termos de níveis e movimentos nas taxas de juro bancárias. Existem igualmente indicações de que se mantém algum grau de heterogeneidade na transmissão das taxas do mercado às taxas bancárias².

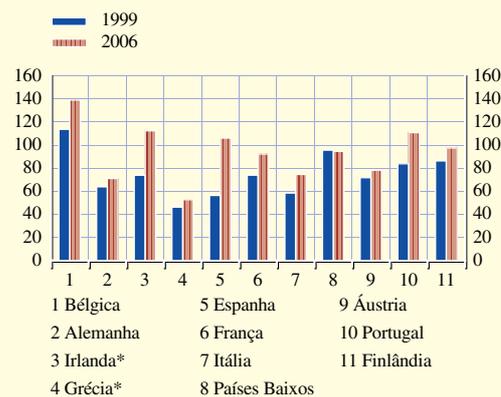
Os Gráficos B e C mostram alguns dados relativos à magnitude da heterogeneidade entre os países. As colunas comparam as variações nas taxas dos empréstimos a famílias e empresas a nível de um país com as variações na EURIBOR a três meses entre 2003 e 2008 (ver a coluna 13 nos Gráficos B e C), período para o qual existem dados harmonizados relativos às taxas de juro bancárias. Na presença de uma transmissão completa, as variações nas taxas bancárias deveriam ser iguais às variações nas taxas do mercado. Porém, com base nos dados, aparentemente a resposta dos bancos nos diferentes países às variações nas taxas do mercado tende a variar de forma substancial e apenas em alguns casos a variação é quase idêntica. A evidência disponível revela que, no que respeita às variações nas taxas de juro bancárias, a convergência ao longo do tempo tem sido maior no caso dos empréstimos a famílias para aquisição de habitação do que em relação aos empréstimos de curto prazo a sociedades não financeiras (ou outras categorias de produtos).

É provável que a concorrência na indústria de serviços financeiros, as relações banco-cliente, as preferências relativamente aos prazos dos contratos de crédito ou à variabilidade das taxas de juro, os prémios de risco e o custo administrativo de uma alteração efectiva das taxas de juro tenham influência na eficácia das medidas de política monetária através do seu impacto na transmissão das taxas activas bancárias³.

Em termos globais, tendo em conta o papel proeminente desempenhado pelos bancos na concessão de empréstimos a famílias e empresas, o canal do crédito tem aparentemente relevância para a área do euro, se bem que com um grau variado de importância entre os vários países da área do euro⁴. Este canal inclui por norma um canal do balanço e do crédito bancário⁵.

Gráfico D Rádios da dívida em relação ao PIB de sociedades não financeiras

(1999 e 2006)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: Os valores de dívida referentes à Bélgica incluem empréstimos entre empresas.

* No caso da Grécia e da Irlanda, a primeira coluna refere-se a 2001.

2 Tal é também confirmado por estudos econométricos. Consultar, entre outros, H. Sander *et al.*, "Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration", *Journal of International Money and Finance*, 23, 2004, pp. 461-492; G. de Bondt, "Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area", *German Economic Review*, 6 (1), 2005, pp. 37-78; e C. Kok Sørensen *et al.*, *Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison*, Documento de Trabalho do BCE n.º 580, 2006.

3 Consultar *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, BCE, Setembro de 2006.

4 Consultar J. B. Chatelain *et al.*, "Firm investment and monetary transmission in the euro area", I. Angeloni, A. Kashyap e B. Mojon, *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

5 Consultar também B. S. Bernanke e M. Gertler, "Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 1995, pp. 27-48.

Em relação ao canal do balanço, a análise revelou que, aparentemente, em alguns países da área do euro os efeitos de liquidez e de fluxos financeiros são importantes, ao passo que em outros países quase não são relevantes⁶. A importância do canal do balanço pode ser indirectamente determinada analisando as diferenças entre países em termos do grau de endividamento das sociedades não financeiras ou da natureza das suas fontes de financiamento. O Gráfico D mostra que existem diferenças em termos dos níveis de dívida das empresas entre os países da área do euro. Em alguns países, as empresas poderão ser mais sensíveis a variações nas taxas de juro, dado que os seus encargos com dívidas são relativamente elevados, numa perspectiva a nível da área do euro.

No que se refere ao canal do crédito bancário, a análise apresenta evidência contraditória de que a oferta de empréstimos tem um efeito na transmissão da política monetária em vários países da área do euro. Análises utilizando dados bancários a nível micro concluíram que os indicadores habituais do grau de assimetria da informação (tal como a dimensão do banco) têm uma importância reduzida na reacção dos empréstimos bancários à política monetária na área do euro. Pelo contrário, na maioria dos países da área do euro, a reacção dos bancos à política monetária depende, aparentemente, da respectiva liquidez.

Em geral, existe algum grau de heterogeneidade entre os países no que diz respeito à natureza das fontes de financiamento das empresas. Em alguns países, predominam os bancos, em outros, o financiamento com base nos mercados de capitais, o que poderá reflectir diferenças nas características das empresas dentro de cada um dos países (por exemplo, a presença de pequenas e médias empresas, ou o facto de as empresas serem, na maioria, privadas ou públicas). No entanto, poderá também reflectir as diferentes possibilidades das empresas em termos de acesso a fontes alternativas de financiamento externo. Neste aspecto, são de salientar as alterações significativas registadas no sector financeiro desde o início da União Monetária.

⁶ Consultar a Tabela 24.6 in I. Angeloni, A. Kashyap e B. Mojon, *op. cit.*, e L. Gambacorta e P. E. Mistrulli, “Does Bank Capital Affect Lending Behavior?”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 13, n.º 4, 2004, pp. 436-457.

3.4 EM TERMOS PROSPECTIVOS, SUBSISTEM DESAFIOS

Desde a sua criação, o BCE venceu vários desafios decorrentes predominantemente de uma série de choques ascendentes substanciais sobre os preços. Ao agir com firmeza e de modo atempado, sempre que necessário, o Conselho do BCE provou a sua capacidade e empenho em cumprir de uma forma credível o seu mandato de assegurar a estabilidade de preços, o que também se reflecte num ancorar firme e sustentado das expectativas de inflação de mais longo prazo.

No entanto, não existe margem para complacência. Embora o BCE tenha sido bem-sucedido na manutenção de um elevado grau de estabilidade de preços na área do euro ao longo de quase uma década, as taxas médias anuais da inflação medida pelo IHPC permaneceram em níveis elevados que, desde 2000, têm persistentemente excedido o limite superior da definição de estabilidade de preços do BCE. Embora tal possa ser explicado pela já mencionada série de choques adversos de preços em sentido ascendente, os resultados não estão em conformidade com o objectivo do Conselho do BCE de manter o aumento em termos homólogos da taxa de inflação medida pelo IHPC num nível inferior mas próximo de 2%.

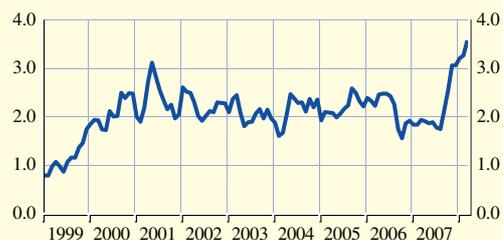
Na mesma linha, o BCE enfrentou períodos difíceis em que as expectativas de inflação deduzidas pelos instrumentos dos mercados financeiros, tais como as taxas de rendibilidade das obrigações,

aumentaram temporariamente de forma considerável para níveis superiores aos compatíveis com a estabilidade de preços a médio prazo. Até à data, o BCE esteve em posição de atenuar as expectativas de inflação, fazendo-as regressar a níveis relativamente bem ancorados e em consonância com a estabilidade de preços. Contudo, estão a surgir alguns sinais de uma recente tendência ascendente nas expectativas de inflação. Assim, não é de excluir que elas tendam agora a ser, de modo duradouro, mais elevadas do que nos primeiros anos da política monetária única. É neste aspecto que o ancorar com firmeza das expectativas de inflação continua a ser essencial e constitui a prioridade máxima para o Conselho do BCE.

Por último, embora as taxas médias efectivas da inflação medida pelo IHPC tenham, em geral, sido compatíveis com a estabilidade de preços, inquéritos sugerem divergências persistentes entre a evolução dos valores oficiais para a inflação e a percepção da inflação pelo público na área do euro (ver Gráfico 14). Vários factores poderão estar por trás dessas divergências. Um argumento importante quanto a este aspecto é o de que os consumidores poderão atribuir maior importância à evolução dos

Gráfico 14 Inflação medida pelo IHPC e percepção da inflação na área do euro

A) IHPC anual (variações percentuais)



B) Percepção da inflação¹⁾

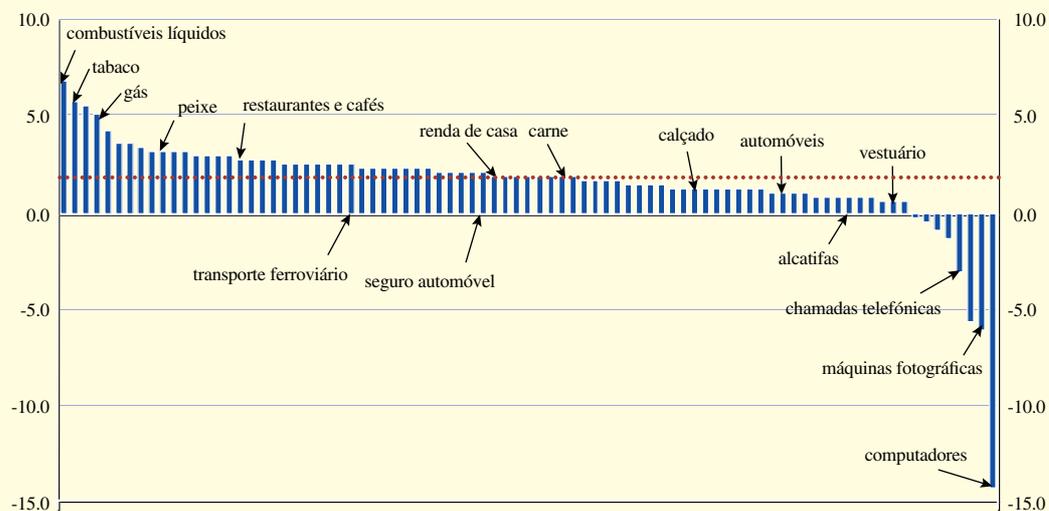


Fontes: Eurostat e inquéritos da Comissão Europeia a empresas e consumidores.

1) Entre 2002 e 2003, verificou-se um forte aumento da percepção da inflação. A percentagem de consumidores que consideravam que os preços tinham "subido muito" aumentou de 14% no período entre 1999 e 2001 para 38% no período entre 2002 e 2003.

Gráfico 15 Variações médias anuais dos preços em subíndices do IHPC, com os produtos seleccionados marcados, no período entre 1996 e 2007

(aumento médio anual do IHPC)



Fonte: Cálculos do BCE baseados em dados do Eurostat.

Nota: A linha a cheio indica o aumento médio anual do IHPC, que se situou em 1.9% no período em análise.

preços dos bens e serviços que adquirem com mais frequência. De acordo com esta perspectiva, esses itens têm um impacto mais forte no sentimento de inflação dos consumidores do que a quantidade de dinheiro efectivamente gasta neles¹³.

Ainda que a inflação medida pelo IHPC global tenha sido, em média, de 1.9% desde 1996, verificaram-se alguns desenvolvimentos bastante divergentes subjacentes à taxa global. O Gráfico 15 mostra as variações percentuais anuais médias nos subíndices mais detalhados do IHPC desde 1996. A tendência tem sido no sentido de que os produtos duráveis adquiridos com menor frequência (por exemplo, automóveis e computadores) exibam aumentos de preços bastante mais reduzidos do que os itens mais frequentemente adquiridos (tais como, a gasolina e a alimentação em restaurantes e cafés). Assim, explicar as diferenças entre a percepção da inflação e a inflação observada e manter a confiança do público nas estatísticas de inflação oficiais continua a ser um grande desafio, em particular para a política de comunicação do BCE e do Eurosistema.

**Evolução divergente
das componentes do IHPC**

¹³ Para mais informação, consultar o artigo intitulado “*Measured inflation and inflation perceptions in the euro area*”, em particular a Caixa 1, “*The European Commission’s survey of consumers’ inflation perceptions*”, na edição de Maio de 2007 do Boletim Mensal do BCE.

AS TRÊS FASES DA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA (UEM)

1 1 de Julho de 1990
– Abolição de todas as restrições à circulação de capitais

2 1 de Janeiro de 1994
– Criação do Instituto Monetário Europeu, o antecessor do BCE

3 1 de Janeiro de 1999
– Fixação irrevogável das taxas de conversão
BCE responsável pela política monetária

1 de Janeiro de 2002
– Introdução das notas e moedas de euro



CRITÉRIOS DE CONVERGÊNCIA

União Económica e Monetária

Estabilidade de preços

Convergência % das taxas de juro

Disciplina nas finanças públicas

Estabilidade das taxas de câmbio



4 ALARGAMENTO E DESAFIOS DA POLÍTICA ECONÓMICA



Como debatido no Capítulo 3, o melhor contributo da política monetária para o crescimento económico real é a manutenção da estabilidade de preços. Embora este contributo seja muito importante, são sobretudo as políticas orçamentais e estruturais que explicam as tendências macroeconómicas abordadas no presente capítulo.

Analisando os últimos dez anos, desde a introdução da UEM, a área do euro registou um aumento de mais de 15 milhões no número de pessoas empregadas. No período entre 1990 e 1998, o aumento foi apenas de cerca de 5 milhões. Trata-se de uma evolução encorajadora, que resulta de anteriores reestruturações no sector empresarial, de reformas dos mercados de trabalho, da imigração e da moderação salarial. No entanto, a produtividade horária do trabalho na área do euro tem sido relativamente baixa desde meados dos anos noventa.

A avaliação global das políticas orçamentais é multifacetada. Por um lado, a posição orçamental global da área do euro melhorou significativamente nos últimos anos. Por outro lado, alguns países da área do euro precisam ainda de alcançar e manter posições orçamentais sólidas e de reduzir os rácios da dívida pública para níveis mais sustentáveis. Neste aspecto, o facto de, em muitos casos, a consolidação das finanças públicas não ter sido mais rápida nos períodos mais favoráveis é particularmente decepcionante.

Os diferenciais entre países em termos de crescimento real do produto e de inflação não são especialmente grandes quando comparados com os diferenciais entre os estados e regiões dos Estados Unidos. Tal como acontece em qualquer área monetária, estes diferenciais são, em certa medida, naturais – por exemplo, quando estão relacionados com efeitos de convergência. Contudo, as diferenças podem também reflectir uma rigidez estrutural e políticas económicas nacionais não apropriadas, as quais devem ser solucionadas pelos decisores de política a nível nacional.

O presente capítulo descreve igualmente como a área do euro aumentou dos 11 países iniciais para os actuais 15. O alargamento da área do euro é um passo irrevogável e, portanto, exige uma boa preparação. Para futuras expansões, é crucial que a convergência seja alcançada numa base sustentável.

Em termos globais, verificaram-se progressos assinaláveis. Contudo, há ainda muito por fazer e os sinais recentes de um abrandamento ou mesmo de um retrocesso em termos de reformas estruturais e consolidação orçamental são motivo de preocupação, também do ponto de vista da política monetária. Políticas estruturais mal concebidas, rigidez económica e políticas orçamentais não disciplinadas podem contribuir para um aumento das pressões inflacionistas ou para a persistência de uma inflação mais elevada, que a política monetária necessitaria de ter em conta. Políticas económicas e reformas que reforçam a concorrência e a flexibilidade nos mercados do produto, de trabalho e de capitais, bem como a realização plena do Mercado Único, fomentam o crescimento e a criação de emprego, reduzem as pressões sobre os preços e, por conseguinte, aumentam o bem-estar. Contribuem também para o bom funcionamento dos mecanismos de ajustamento na UEM.

O presente capítulo encontra-se estruturado como descrito a seguir. A Secção 4.1 debruça-se sobre as tendências em termos de crescimento real, produtividade e mercados de trabalho. A Secção 4.2 aborda as políticas orçamentais. A Secção 4.3 apresenta alguns factos estilizados sobre os diferenciais entre países no que diz respeito ao crescimento real do produto e à inflação. A Secção 4.4 descreve como a área do euro aumentou dos 11 países iniciais para os actuais 15. A Secção 4.5 fornece uma síntese dos desafios de política futuros.

4.1 EVOLUÇÃO MACROECONÓMICA REAL DA ÁREA DO EURO E POLÍTICAS ESTRUTURAIS

A presente secção analisa a evolução macroeconómica real e os principais desafios das políticas económicas estruturais na área do euro. Primeiro, discute-se brevemente a relevância das reformas estruturais na UEM. Segundo, analisa-se o crescimento do produto, do emprego e da produtividade. A mais longo prazo, as características estruturais e institucionais da economia da área do euro determinam, em grande medida, a sua capacidade para realizar ganhos em termos de produtividade e de emprego e para manter um crescimento económico forte. Terceiro, procede-se a uma avaliação dos aspectos mais importantes em matéria de política económica estrutural e dos desafios para os mercados de trabalho e do produto.

RELEVÂNCIA DAS REFORMAS ESTRUTURAIS NUMA UNIÃO MONETÁRIA

As reformas económicas nos mercados do produto, de trabalho e de capitais, bem como a realização plena do Mercado Único, visam eliminar os obstáculos à concorrência, aumentar a flexibilidade dos mercados e permitir uma concorrência mais intensa a nível nacional e transfronteiras. Em geral, essas reformas estruturais são muito relevantes para a política monetária, visto serem importantes para mitigar as pressões inflacionistas e a persistência da inflação em resposta a choques adversos. Mais especificamente, a rigidez dos mecanismos de fixação dos preços e dos salários ou contínuos desenvolvimentos salariais excessivos podem retardar os necessários ajustamentos dos preços relativos face aos choques económicos e, assim, dar origem a inflação persistente. Mercados flexíveis e concorrenciais, passíveis de se ajustarem facilmente às mudanças económicas e de absorverem os choques económicos¹ – também para lá das fronteiras nacionais – são de particular importância numa união monetária como a área do euro, na qual já não é possível responder às mudanças económicas através de ajustamentos das políticas monetárias e cambiais nacionais².

Além disso, as reformas económicas que eliminam os obstáculos à concorrência não só aumentam a capacidade de resistência da área do euro a mudanças económicas, como contribuem para a redução das pressões sobre os preços, visto que geralmente uma maior concorrência exerce uma pressão descendente sobre os custos e os preços³.

Tendo em conta o fraco desempenho económico da Europa ao longo da última década, o Conselho Europeu lançou uma agenda de reformas económicas alargada e ambiciosa – a Estratégia de Lisboa para o Crescimento e o Emprego (ver também Capítulo 2). Entre outros objectivos, a Estratégia de Lisboa visa aumentar o crescimento económico, a produtividade e a utilização do trabalho na economia europeia⁴. Como referido no Capítulo 2, trata-se de um programa ambicioso e crucial no sentido de consciencializar a Europa da urgência das reformas estruturais. Constitui uma abordagem abrangente das reformas, com vista a aumentar a concorrência e a flexibilidade dos mercados do produto e de trabalho. Explora os efeitos benéficos e complementares das reformas económicas em termos, por um lado, das perspectivas de crescimento a longo prazo na área do euro, afectando positivamente a participação no mercado de trabalho, e, por outro, do crescimento da produtividade do trabalho, promovendo a inovação e o avanço tecnológico.

Na subsecção seguinte, analisa-se a evolução macroeconómica em termos do produto, da produtividade e do emprego nas duas últimas décadas.

1 A integração financeira contribui também para um ajustamento sem problemas a choques na área do euro (ver Capítulo 6).

2 Consultar N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert e G. Vitale, *Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy*, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 66, Julho de 2007.

3 Consultar, por exemplo, P. Cavelaars, "Does competition enhancement have permanent inflation effects?", *Kyklos*, Vol. 56, n.º 1, 2003, pp. 69-94, e M. Przybyla e M. Roma, *Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors*, Documento de Trabalho do BCE n.º 453, Março de 2005.

4 Para mais informação, consultar o site da Comissão Europeia (http://ec.europa.eu/growthandjobs/index_en.htm).

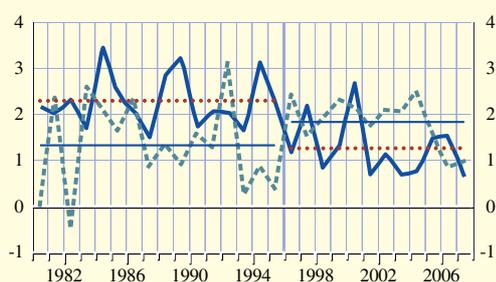
Mercados concorrenciais reforçam a capacidade de resistência a choques

A concorrência fomenta o crescimento e reduz as pressões inflacionistas

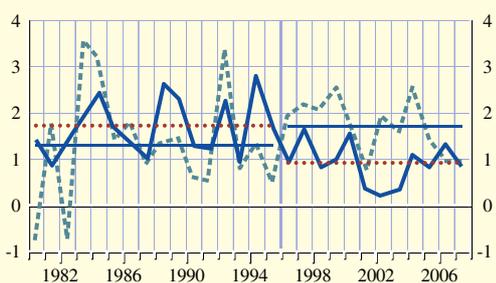
Gráfico 1 A área do euro comparada com os Estados Unidos

— área do euro — Estados Unidos
 média da área do euro — média dos Estados Unidos

PIB real por hora trabalhada¹⁾
 (taxas de variação homólogas em percentagem)



PIB real por trabalhador¹⁾
 (taxas de variação homólogas em percentagem)



Fonte: Base de dados AMECO da Comissão Europeia.
 Nota: Os dados relativos à Alemanha anteriores a 1991 são inferidos apenas da antiga Alemanha Ocidental.
 1) Médias calculadas ao longo dos períodos entre 1980 e 1995 e entre 1996 e 2006.

CRESCIMENTO REAL E EVOLUÇÃO DA PRODUTIVIDADE NA ÁREA DO EURO

Desde 1996, a taxa de crescimento da área do euro tem sido, em média, 2.2% ao ano, quase sem alterações relativamente à taxa de crescimento média registada no período entre 1980 e 1995. No entanto, esta evolução oculta duas tendências bastante diferentes: embora o crescimento do emprego tenha melhorado consideravelmente ao longo da última década, o crescimento médio da produtividade registou um abrandamento significativo desde meados da década de noventa.

O crescimento da produtividade do trabalho é, geralmente, um dos principais impulsionadores do crescimento do produto num horizonte a mais longo prazo. Em termos globais, a evolução a longo prazo na área do euro caracteriza-se por uma quebra em meados dos anos noventa, após um período de crescimento prolongado. Entre 1980 e 1995, o crescimento médio do produto por hora trabalhada na área do euro atingiu 2.3%, ao passo que o produto registou uma taxa de 2.2%. A partir de meados da década de noventa, verificou-se um abrandamento acentuado no crescimento da produtividade. De 1996 a 2007, o crescimento médio da produtividade na área do euro, medido em termos de produto por hora trabalhada, enfraqueceu, ascendendo apenas a 1.3% durante o período (ver Gráfico 1), enquanto o crescimento médio do

produto permaneceu praticamente inalterado face ao período anterior. O abrandamento da produtividade foi acompanhado de uma subida acentuada da taxa de crescimento homóloga do total de horas trabalhadas. No período entre 1980 e 1995, na realidade, o total de horas trabalhadas diminuiu, em média, 0.2%, ao passo que, entre 1996 e 2007, aumentou 0.9% por ano. No período entre 1999 e 2007, a produtividade por hora registou uma taxa média de crescimento de 1.2% por ano na área do euro, em comparação com 1.9% no período entre 1990 e 1998.

Esta evolução da área do euro contrasta com a dos Estados Unidos, onde a taxa de crescimento do total de horas trabalhadas baixou ligeiramente de, em média, 1.4% no período entre 1980 e 1995 para, em média, 1.3% no período entre 1996 e 2007, tendo a taxa de crescimento da produtividade aumentado significativamente de 1.4% para 2.1%. Assim, na área do euro, o crescimento mais elevado do emprego e das horas trabalhadas foi equilibrado por perdas em termos de crescimento da produtividade, tendo a taxa de crescimento do produto permanecido praticamente inalterada. Em contraste, os ganhos de produtividade nos Estados Unidos mais do que compensaram a desaceleração do factor trabalho, dando origem a um fortalecimento do crescimento do produto.

Uma análise por sector revela que o crescimento da produtividade baixou, em especial nos serviços de mercado com um uso mais intensivo das tecnologias de informação e comunicação (TIC), tais como os

Um crescimento do emprego forte, mas um crescimento da produtividade fraco

Ganhos de produtividade modestos nos serviços de mercado

Um elevado grau de regulamentação e outros tipos de rigidez estrutural

Os mercados de trabalho observaram uma melhoria na área do euro

fornechos pelos sectores dos serviços empresariais, financeiros e de distribuição⁵. Paralelamente, enquanto a produtividade nestes sectores registou uma aceleração considerável nos Estados Unidos, na área do euro perdeu vigor. Tal sugere que o fraco crescimento da produtividade na área do euro está relacionado com o facto de as empresas não terem aproveitado os benefícios das novas TIC. O maior impacto dessas tecnologias no crescimento da produtividade resulta dos ganhos de eficiência nos processos de gestão, nos procedimentos e nas estruturas organizativas, e do facto de facilitarem inovações tecnológicas complementares. A título de exemplo, os computadores e a Internet reduzem os custos de comunicação e permitem estruturas organizativas mais flexíveis e descentralizadas. Contudo, os benefícios totais da aceleração da produtividade gerada pelas TIC apenas podem ser colhidos se não existirem obstáculos, tais como restrições regulamentares, às alterações organizativas. Em conformidade com esta hipótese, as conclusões retiradas de alguns estudos são no sentido de que enquadramentos altamente regulamentados tendem a estar associados a um crescimento da produtividade e do investimento mais baixo⁶. Esses estudos indicam que a rigidez institucional que reduz a capacidade das empresas de se ajustarem, rapidamente e sem problemas, às novas condições é um determinante importante do crescimento da produtividade nas economias da área do euro.

MERCADOS DE TRABALHO NA ÁREA DO EURO

No período entre 1999 e 2007, a utilização do trabalho – definida como o número total de horas anuais trabalhadas dividido pelo total da população – aumentou, em média, 0.2% por ano na área do euro⁷, reflectindo a expansão do emprego e da participação no mercado de trabalho. A taxa de participação situava-se em 67.2% em 1999, tendo atingido quase 71% em 2007. Mais importante ainda, desde o início da UEM em 1999, a área do euro registou um aumento superior a 15 milhões no número de pessoas

- 5 Consultar o artigo intitulado “*Productivity developments and monetary policy*”, publicado na edição de Janeiro de 2008 do Boletim Mensal do BCE, o qual fornece uma análise detalhada da evolução da produtividade na área do euro.
- 6 Consultar, por exemplo, A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti e F. Schiantarelli, “*Regulation and investment*”, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 3, 2005, pp. 791-825, artigo no qual os autores concluem que as reformas regulamentares tiveram um impacto positivo significativo na acumulação de capital nos sectores dos transportes, comunicações e dos serviços básicos, especialmente a longo prazo. Em G. Nicoletti e S. Scarpetta, “*Regulation, productivity and growth*”, *Economic Policy*, Abril de 2003, a conclusão dos autores é de que vários regulamentos anti-concorrência no mercado do produto reduziram significativamente o crescimento da produtividade total dos factores a nível da indústria.
- 7 Para uma análise da evolução estrutural dos mercados de trabalho da área do euro ao longo dos últimos dez anos, consultar o artigo intitulado “*Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade*”, publicado na edição de Janeiro de 2007 do Boletim Mensal do BCE.

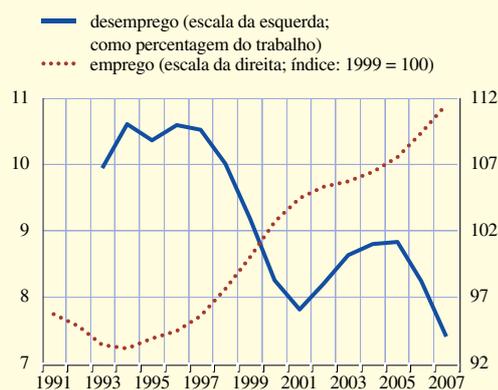
Quadro I Estatísticas-chave do mercado de trabalho

	Média entre 1998-2007	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crescimento do emprego	1.70	-	2.2	2.2	1.6	0.9	1.0	0.6	2.5	2.0	2.7
Total de horas trabalhadas ¹⁾	0.90	-	0.0	1.9	2.5	1.2	-0.9	0.0	0.6	1.1	1.3
Taxa de emprego (idade 15-64 anos)	62.50	59.1	60.3	61.4	62.0	62.4	62.7	62.8	63.9	64.8	65.5
Mulheres	53.40	48.6	50.1	51.5	52.2	52.9	53.8	54.3	55.8	56.8	57.8
Homens	71.60	69.6	70.5	71.4	71.9	71.8	71.6	71.3	71.9	72.7	73.2
Idade 15-24 anos	36.49	34.1	35.6	37.0	37.2	37.1	36.8	36.2	36.6	37.0	37.3
Idade 25-54 anos	76.30	73.2	74.4	75.5	76.0	76.2	76.4	76.6	77.4	78.4	79.1
Idade 55-64 anos	37.30	33.3	33.6	34.0	34.7	36.1	37.5	38.3	40.5	41.8	43.4
Taxa de desemprego (idade > 15 anos) ²⁾	8.60	10.0	9.1	8.20	7.8	8.2	8.7	8.8	8.9	8.3	7.5
Taxa de participação (idade 15-64 anos)	68.70	66.6	67.2	67.6	67.5	68.1	68.8	69.2	70.1	70.6	70.8
Percentagem de trabalho temporário (idade 15-64 anos)	15.44	14.3	14.9	15.4	15.1	14.8	14.8	15.3	16.2	16.8	16.8
Percentagem de trabalho a tempo parcial (idade 15-64 anos)	17.10	15.4	15.9	16.2	16.0	16.1	16.5	17.5	18.7	19.3	19.3

Fontes: Eurostat (Inquérito à População Activa) e cálculos do BCE.

1) Os dados referem-se à área do euro composta por 12 países.

2) Médias dos dados mensais.

Gráfico 2 Emprego e desemprego na área do euro no período entre 1991 e 2007

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

empregadas, ao passo que, entre 1990 e 1998, a subida foi apenas de cerca de 5 milhões. No período entre 1999 e 2007, a taxa de emprego global aumentou de 60.3% para 65.5%. A expansão do emprego é mais visível em termos de um maior emprego entre as mulheres e os trabalhadores de idade mais avançada, bem como no que se refere ao emprego em regime temporário e a tempo parcial (ver Quadro 1). Esta evolução reflecte o impacto de reformas económicas anteriores, a imigração e a moderação salarial. Todavia, a taxa de emprego global na área do euro continua a ser baixa, em comparação com 73.3% nos Estados Unidos (em 2007), e encontra-se ainda distante do objectivo de 70%, a atingir até 2010, definido na Estratégia de Lisboa.

Simultaneamente, o desemprego entre os indivíduos com idades compreendidas entre os 15 e os 64 anos baixou de 9.1% em 1999 para 7.5% em 2007, o valor mais baixo desde há 25 anos (ver Gráfico 2). As taxas de desemprego baixaram sobretudo entre os jovens (de 23.9% para 16.6%) e as mulheres (de 12.7% para 9.4%) e, em termos do nível de instrução, entre os indivíduos pouco qualificados (de 13.3% para 9.9%)⁸.

Esta evolução é encorajadora e mostra que as anteriores reformas dos mercados de trabalho, a imigração e a moderação salarial ajudaram a ultrapassar algumas das restrições ao crescimento decorrentes da rigidez e da regulamentação excessiva dos mercados de trabalho. Confirma também que uma política monetária orientada para a estabilidade de preços é totalmente compatível com a criação de emprego e um nível de desemprego reduzido. Porém, apesar dos progressos, a maioria dos países da área do euro

Apesar destes progressos importantes ...

8 Fonte: Eurostat (Inquérito à População Activa).

Quadro 2 Evolução das discrepâncias fiscais e da armadilha do desemprego na área do euro no período entre 2001 e 2006

(pontos percentuais)

	Nível em 2006	Varição no período entre 2001 e 2006
Discrepâncias fiscais ¹⁾		
Uma pessoa a ganhar	38.2	-0.6
Casal, uma pessoa a ganhar	32.1	-0.3
Duas pessoas a ganhar	33.4	-0.7
Armadilha do desemprego ²⁾	78.3	26
Armadilha do salário baixo ³⁾	48.3	4.7

Fontes: "Taxing Wages 2006-2007", OCDE (2007). Base de dados de indicadores estruturais do Eurostat, 2008; médias não ponderadas. Dados apenas disponíveis para o período de 2001 a 2006.

1) A discrepância fiscal capta o imposto sobre o rendimento mais as contribuições para a segurança social do empregado e do empregador menos os benefícios em numerário, como uma percentagem dos custos do trabalho. Os valores referem-se a uma pessoa solteira, sem filhos, com 67% do salário médio de um trabalhador, a uma pessoa a ganhar num casal com dois filhos, com idades entre os 4 e os 6 anos, com 100% do salário médio de um trabalhador e a um casal com duas pessoas a ganhar, com dois filhos, com um membro do casal com 100% do salário médio de um trabalhador e outro com 33%.

2) A "armadilha do desemprego" é definida como a percentagem dos rendimentos brutos tomada como imposto por uma tributação mais elevada e por maiores contribuições para a segurança social, bem como a perda de benefícios, quando um indivíduo desempregado aceita um emprego. Neste contexto, é medida para uma pessoa solteira, sem filhos, com 67% do rendimento médio de um trabalhador da produção a tempo inteiro, na indústria transformadora.

3) A "armadilha do salário baixo" é definida como a percentagem dos rendimentos brutos tomada como imposto por uma tributação mais elevada e por menores benefícios, quando se passa para um emprego com um vencimento mais alto. Aqui, é medida para uma pessoa solteira, sem filhos, que passa de 33% para 67% do rendimento médio de um trabalhador da produção.

... continuam a existir
obstáculos ao pleno emprego

ainda está longe de ter esgotado o potencial para novos aumentos das taxas de participação e do emprego. Impedimentos estruturais resultantes de quadros regulamentares e jurídicos rígidos, impostos elevados sobre o trabalho e distorções associadas a regulamentações como os salários mínimos continuam a impedir ou a desencorajar muitos indivíduos de participarem activamente no mercado de trabalho e, por conseguinte, mantêm as taxas de emprego baixas e o desemprego elevado.

Dados empíricos evidenciam que a legislação de protecção do emprego e as discrepâncias fiscais são importantes obstáculos para o desempenho do emprego⁹. Ao longo da última década, em média, os países da área do euro realizaram progressos no aumento dos incentivos ao trabalho, sobretudo reduzindo os desincentivos ao prolongamento da vida activa e os incentivos financeiros à reforma antecipada. No período entre 2001 e 2006, as discrepâncias fiscais, que captam o montante pago de impostos sobre o rendimento e as contribuições para a segurança social dos empregados e empregadores, baixaram para vários grupos (ver Quadro 2). Em contraste, os países da área do euro tiveram, em média, comparativamente menos êxito no incremento dos incentivos à entrada de indivíduos desempregados no mercado de trabalho.

Impostos sobre o trabalho
mais baixos apoiam o emprego

Neste aspecto, as taxas de substituição líquidas¹⁰ aumentaram entre 2001 e 2005. Simultaneamente, o indicador da designada “armadilha do desemprego”, que mede o montante de impostos e a perda dos subsídios do Estado quando um indivíduo desempregado aceita um emprego, também aumentou significativamente para um nível de 78.3% do rendimento bruto em 2006 (para mais pormenores, ver Quadro 2). Novas reformas dos sistemas de benefícios e de tributação do rendimento ajudariam a aumentar os incentivos ao trabalho. A redução dos desincentivos ao trabalho, nomeadamente taxas marginais de imposto elevadas e subsídios de desemprego avultados, bem como o encorajamento de uma vida activa mais longa, podem estimular a oferta de trabalho e o emprego de todos os trabalhadores, sobretudo entre aqueles com uma ligação geralmente mais ténue ao mercado de trabalho como, por exemplo, as mulheres, os jovens e os trabalhadores de idade mais avançada.

Mas são ainda
necessários progressos

Em termos gerais, apesar dos progressos realizados na última década, muitos países da área do euro ainda têm um longo caminho a percorrer no sentido de introduzirem reformas que assegurem taxas de emprego comparáveis às dos países com melhores resultados nesse domínio. A área do euro está ainda longe de ter esgotado o potencial de crescimento de uma utilização mais intensa do factor trabalho no processo de produção. Em muitos países, os mercados de trabalho ainda se caracterizam por elementos de “inclusão/exclusão”, com impedimentos estruturais – devido ao enquadramento regulamentar e jurídico, aos elevados impostos sobre o trabalho e a uma rigidez associada à regulamentação dos salários –, criando obstáculos à participação activa de determinados grupos.

A flexibilidade dos salários
e a concorrência prudente
nos mercados apoiam a criação
de postos de trabalho

Um nível elevado de flexibilidade dos mercados de trabalho nacionais facilitaria o seu ajustamento a choques económicos e permitiria uma afectação eficiente do trabalho e de outros recursos. Suficiente diferenciação salarial aumentaria as oportunidades de emprego dos trabalhadores menos qualificados e nas regiões ou sectores com um desemprego elevado. Além disso, dados empíricos evidenciam o significativo potencial para uma fertilização cruzada dos mercados de trabalho e do produto: a desregulamentação dos mercados de trabalho geraria um crescimento do emprego mais elevado, especialmente nos mercados do produto com maior concorrência, e vice-versa¹¹. Tal remete para a questão

9 Consultar também o artigo intitulado “*Developments in the structural features of the euro area labour market over the last decade*”, na edição de Janeiro de 2007 do Boletim Mensal do BCE.

10 As taxas de substituição líquidas medem o rácio entre o montante de benefícios – incluindo subsídio de desemprego, rendimento social de inserção, abono de família e subsídio de habitação – líquido de impostos, e o rendimento salarial líquido de um trabalhador ou de uma família antes do desemprego.

11 Consultar, por exemplo, H. Berger e S. Danninger, *The employment effects of labor and product market deregulation and their implications for structural reform*, Documento de Trabalho do FMI, Vol. 54, n.º 3, 2007.

da eficiência e do bom funcionamento dos mercados do produto como uma segunda condição prévia para um crescimento potencial mais elevado na área do euro.

CONCORRÊNCIA E INOVAÇÃO NOS MERCADOS DO PRODUTO

Nas últimas duas décadas, foram realizados progressos na UE em termos do reforço da concorrência e do aumento da integração económica. Em particular, o Mercado Único trouxe benefícios importantes para a economia da UE. De acordo com uma estimativa da Comissão Europeia, o Mercado Único criou 2.75 milhões de postos de trabalho e conduziu a um aumento do bem-estar próximo de €500 *per capita* em 2006, o que corresponde a uma subida de 2.15% do PIB da UE no período entre 1992 e 2006¹².

Um mercado do produto com maior concorrência – a nível comunitário e nacional – gera estruturas de produção mais eficientes. A literatura empírica indica, na generalidade, que a concorrência nos mercados é um factor importante na explicação da produtividade do trabalho e da evolução dos preços relativos. A desregulamentação e a liberalização contribuem para níveis e taxas de crescimento da produtividade do trabalho mais elevados¹³. Por exemplo, os benefícios da abertura das indústrias de rede à concorrência são evidentes no sector das telecomunicações. A produtividade do trabalho por hora trabalhada neste sector registou uma aceleração significativa, passando de 4.5% para 7.3% nos períodos entre 1980 e 1995 e entre 1995 e 2005, e os preços das chamadas telefónicas nacionais e internacionais cobrados pelos anteriores monopólios baixaram, em média, mais de 40% na Europa entre 2000 e 2006. Esta descida aumentou o poder de compra dos consumidores, que passaram a dispor de uma parte maior do seu rendimento para a aquisição de outros bens e serviços.

No entanto, ainda há muito por fazer, particularmente em alguns domínios do mercado de serviços, que representa cerca de 70% do valor acrescentado nominal total e do emprego total da área do euro¹⁴. Um mercado interno da UE mais alargado e profundo continua a ser prioritário na prossecução de uma verdadeira concorrência no mercado dos produtos energéticos e na implementação da Directiva relativa aos serviços¹⁵. A importância crescente dos serviços em termos económicos sugere que, em grande medida, a melhoria dos níveis de vida europeus poderá depender de uma concorrência mais elevada e de um aumento da produtividade no sector dos serviços.

No sentido de explorar na íntegra o potencial de produtividade, as reformas dos mercados do produto têm de ser acompanhadas de políticas que apoiem a inovação e o progresso tecnológico. Estas incluem o desbloqueamento do potencial em termos de empresas, criando condições económicas propícias a um espírito empresarial, medidas de apoio à inovação mediante um maior investimento na investigação e no desenvolvimento (I&D) e políticas orientadas para a valorização do capital humano.

Um enquadramento propício ao espírito empresarial implicaria uma regulamentação menor e mais eficiente, que ajudasse, em particular, as pequenas e médias empresas a evoluírem a nível nacional e transfronteiras, assim como uma intervenção positiva com vista a facilitar o acesso dessas empresas ao

Uma integração
económica crescente

Cada vez maior concorrência,
desregulamentação
e liberalização

Uma maior concorrência
nos serviços continua a ser
fundamental

12 Comissão Europeia, *The single market: review of achievements*, Novembro de 2007.

13 Ver P. Conway, D. De Rosa, G. Nicoletti e F. Steiner, *Regulation, Competition and Productivity Convergence*, Documento de Trabalho do Departamento de Economia da OCDE n.º 509, 2006, e a bibliografia nele citada.

14 Para uma análise pormenorizada do nível de concorrência no sector dos serviços da área do euro e dos seus efeitos na produtividade do trabalho e nos preços, consultar o artigo intitulado “*Competition and economic performance of the euro area services sector*”, publicado na edição de Maio de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

15 A Directiva relativa aos serviços no mercado interno visa reforçar a liberdade das empresas da UE de se instalarem em outros Estados-Membros e a livre circulação de capitais. Foi adoptada pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho Europeu em Dezembro de 2006 e deve ser transposta para a legislação de cada Estado-Membro até ao final de 2009.

financiamento de que necessitam. Na Europa, o atraso neste domínio é ainda considerável. A título de exemplo, o financiamento com capital de risco na Europa é apenas uma fracção do dos Estados Unidos, tendo em conta a dimensão das respectivas economias. A promoção do investimento em I&D constitui igualmente um aspecto fundamental. Em 2005, o investimento em I&D totalizou 1.9% do PIB da área do euro, em comparação com 2.7% nos Estados Unidos.

O bom funcionamento da UEM exige não só reformas estruturais, como também políticas orçamentais orientadas para a estabilidade. A secção que se segue debruça-se sobre aspectos relacionados com as políticas orçamentais.

4.2 POLÍTICAS ORÇAMENTAIS

A presente secção sublinha a importância da solidez das finanças públicas. Fornece também uma panorâmica da evolução orçamental antes e durante a Terceira Fase da UEM, da aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento e dos desafios orçamentais de médio a mais longo prazo (ver Capítulo 2, para mais pormenores sobre o quadro institucional relativo às políticas orçamentais da UEM).

As políticas orçamentais podem ter um impacto significativo no crescimento económico e nas pressões inflacionistas através do nível e da composição da receita e da despesa pública, bem como dos défices orçamentais e da dívida pública¹⁶. Défices elevados podem dar origem a pressões da procura e inflacionistas, forçando potencialmente a autoridade monetária a manter as taxas de juro de curto prazo em níveis mais elevados do que noutras circunstâncias seria necessário. A política orçamental pode também minar a confiança numa política monetária orientada para a estabilidade, se os agentes privados alimentarem a expectativa de que, em última instância, o banco central acomodará o endividamento excessivo das administrações públicas. A adopção de políticas orçamentais sólidas e sustentáveis é, portanto, uma condição prévia para um crescimento económico sustentável e para o bom funcionamento da união monetária, ajudando igualmente a evitar desequilíbrios entre países (ver Secção 4.3).

Foram celebrados vários acordos institucionais a nível da UE, de forma a assegurar adequadas políticas orçamentais nacionais orientadas para o médio prazo e finanças públicas sustentáveis no âmbito da UEM. Em particular, os Estados-Membros que adoptam o euro estão obrigados pelo Tratado da União Europeia a evitar défices excessivos. Estes são avaliados face aos valores de referência de 3% e 60% do PIB para os rácios do défice e da dívida pública, respectivamente. Além disso, o Pacto de Estabilidade e Crescimento, adoptado em 1997 e revisto em 2005, estipula que os Estados-Membros da UE devem alcançar posições orçamentais próximas do equilíbrio ou excedentárias no médio prazo. Os países que atingiram essas posições devem ter margem para permitir a actuação dos “estabilizadores orçamentais automáticos” sem excederem o limite de 3% do défice, atenuando, desse modo, o impacto do ciclo económico e contribuindo para o bom funcionamento da UEM¹⁷.

EVOLUÇÃO ORÇAMENTAL NA ÁREA DO EURO ANTES E DURANTE A TERCEIRA FASE DA UEM

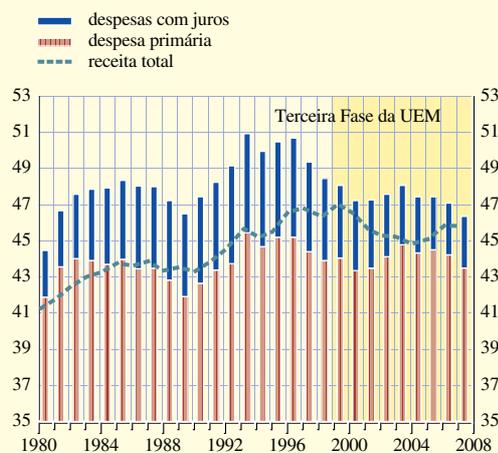
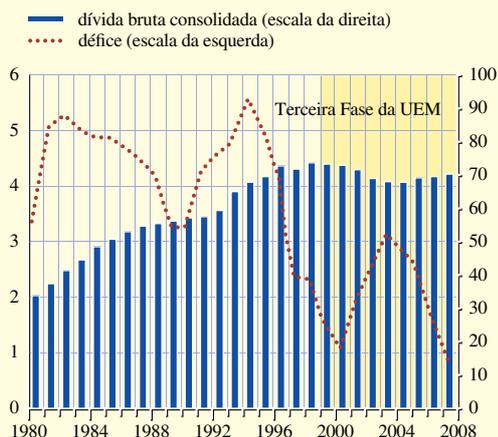
Nas décadas anteriores à UEM, as políticas orçamentais de muitos países europeus caracterizavam-se por taxas de crescimento da despesa insustentáveis, por cargas fiscais crescentes e pelo aumento constante

16 Consultar o artigo intitulado “Influência da política orçamental na estabilidade macroeconómica e nos preços”, publicado na edição de Abril de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

17 Consultar o artigo intitulado “A UEM e a condução das políticas orçamentais”, publicado na edição de Janeiro de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

Gráfico 3 Evolução orçamental das administrações públicas na área do euro no período entre 1980 e 2007

(em percentagem do PIB)



Fontes: Comissão Europeia, BCN e cálculos do BCE.

Nota: Os dados excluem receitas da venda de licenças de telemóveis de terceira geração (UMTS - Universal Mobile Telecommunications System).

da receita e da despesa primária em relação ao PIB têm flutuado em torno de níveis elevados mas, de uma forma geral, constantes, indicando que a tendência de décadas anteriores para rácios da despesa e da receita cada vez maiores cessou.

A melhoria da posição orçamental agregada da área do euro ao longo das duas últimas décadas reflecte um grau significativo de convergência no sentido de finanças públicas sustentáveis entre os países participantes. Com efeito, os elevadíssimos défices orçamentais observados em alguns países nos anos oitenta e no início dos anos noventa foram, em grande medida, eliminados. Nos países com uma dívida elevada, em particular, verificou-se uma redução considerável dos encargos com juros, em virtude das taxas de juros significativamente mais baixas aplicadas à dívida pública por liquidar. Trata-se de um benefício resultante da eliminação do risco cambial e da transição para políticas macroeconómicas

da dívida pública. No decurso dos anos oitenta e princípio dos anos noventa, o rácio do défice público na área do euro situou-se, em média, entre 4 e 5% do PIB e o rácio da dívida em relação ao PIB aumentou de valores inferiores a 40% para cerca de 70% (ver Gráfico 3 e Quadro 3). Desde então, verificou-se uma melhoria assinalável da posição orçamental agregada dos países da área do euro. Em particular, no período que antecedeu a Terceira Fase da UEM, o endividamento das administrações públicas diminuiu significativamente e, em 2000, o rácio do défice (excluindo as receitas da venda de licenças de telemóveis de terceira geração) atingiu um mínimo de 1% do PIB. O rácio do défice público na área do euro registou um novo aumento, atingindo 3,1% do PIB em 2003, mas desde então registou uma melhoria que levou à sua diminuição para 0,6% do PIB em 2007, o valor mais baixo desde o início da década de setenta.

O decréscimo, nos últimos anos, dos rácios do défice público na área do euro pode ser atribuído, em grande medida, a uma redução significativa das taxas de juro e, consequentemente, dos encargos com os pagamentos de juros, que desceram de cerca de 5,5% do PIB no princípio da década de noventa para um pouco menos de 3% do PIB desde 2005. Além disso, é difícil avaliar os contributos relativos da receita pública e da despesa primária para a consolidação orçamental, devido à reacção destas variáveis à evolução cíclica. Analisando as tendências de mais longo prazo, o rácio da despesa primária em relação ao PIB na área do euro manteve-se, em geral, constante desde meados dos anos oitenta, ao passo que o rácio da receita em relação ao PIB registou um aumento estrutural antes da Terceira Fase da UEM. Desde 1999 que os rácios

... em grande medida devido ao pagamento de juros mais baixos

São necessárias novas reduções em alguns rácios da dívida em relação ao PIB

Quadro 3 Saldos orçamentais das administrações públicas na área do euro no período entre 1990 e 2007

(em percentagem do PIB)

	1990-1998	1999-2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bélgica	-5.0	-0.2	-0.5	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	-2.3	0.3	-0.2
Alemanha	-	-2.4	-1.5	-1.1	-2.8	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-1.6	0.0
Irlanda	-	1.6	2.7	4.7	0.9	-0.6	0.4	1.4	1.6	3.0	0.3
Grécia	-	-4.5	-3.4	-3.7	-4.9	-4.7	-5.6	-7.4	-5.1	-2.6	-2.8
Espanha	-	0.1	-1.4	-1.1	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	1.0	1.8	2.2
França	-	-2.6	-1.8	-1.5	-1.6	-3.2	-4.1	-3.6	-2.9	-2.4	-2.7
Itália	-	-2.9	-1.7	-2.0	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.2	-3.4	-1.9
Chipre	-	-2.7	-4.3	-2.3	-2.2	-4.4	-6.5	-4.4	-2.4	-1.2	3.3
Luxemburgo	-	2.3	3.4	6.0	6.1	2.1	0.5	-1.2	-0.1	1.3	2.9
Malta	-	-5.3	-7.7	-6.2	-6.4	-5.5	-9.8	-4.6	-3.2	-2.5	-1.8
Países Baixos	-3.0	-0.5	0.4	1.3	-0.2	-2.0	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.4
Áustria	-	-1.5	-2.2	-2.1	0.0	-0.6	-1.4	-3.7	-1.5	-1.5	-0.5
Portugal	-	-3.6	-2.8	-3.2	-4.3	-2.9	-2.9	-3.4	-6.1	-3.9	-2.6
Eslovénia	-	-2.4	-3.1	-3.8	-4.5	-2.5	-2.7	-2.3	-1.5	-1.2	-0.1
Finlândia	-	3.9	1.6	6.9	5.0	4.1	2.6	2.4	2.9	4.1	5.3
Área do euro	-	-1.9	-1.4	-1.0	-1.9	-2.5	-3.1	-2.9	-2.5	-1.3	-0.6

Fontes: Comissão Europeia, BCN e cálculos do BCE.

Notas: Os valores para os períodos entre 1990 e 1998 e entre 1999 e 2007 são médias anuais. Os dados para 1990 relativos à Alemanha referem-se à antiga Alemanha Ocidental. Os dados excluem receitas da venda de licenças de telemóveis de terceira geração (UMTS - *Universal Mobile Telecommunications System*).

mais orientadas para a estabilidade na UEM¹⁸. Contudo, tal implica uma melhoria inferior no que respeita às medidas relativas ao défice primário. Além disso, verificou-se apenas uma melhoria limitada dos rácios da dívida pública em relação ao PIB, sendo motivo de preocupação o facto de alguns países participantes na área do euro apresentarem rácios da dívida muito superiores ao valor de referência de 60% do PIB em 2007 (ver Quadro 4).

18 Consultar o artigo intitulado “*Fiscal policies and financial markets*”, publicado na edição de Fevereiro de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

Quadro 4 Posições orçamentais das administrações públicas na área do euro no período entre 1990 e 2007

(em percentagem do PIB)

	Dívida				Despesa primária				Despesas com juros			
	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007
Bélgica	127.0	98.8	117.1	84.6	42.9	44.4	43.0	44.9	9.6	5.4	7.4	3.9
Alemanha	n.d.	63.3	60.3	65.0	n.d.	44.1	44.7	41.1	n.d.	2.9	3.4	2.8
Irlanda	n.d.	32.4	54.0	25.5	n.d.	32.4	31.1	35.4	5.8	1.4	3.3	0.9
Grécia	n.d.	100.5	105.8	94.5	n.d.	39.6	41.0	39.4	n.d.	5.5	8.5	3.9
Espanha	n.d.	49.3	64.1	36.2	n.d.	36.4	36.9	37.2	4.5	2.4	4.2	1.6
França	48.7	61.5	59.4	64.2	49.8	49.8	49.4	50.0	3.2	2.8	3.3	2.6
Itália	n.d.	106.9	114.9	104.0	n.d.	42.7	41.3	43.8	n.d.	5.4	7.9	4.7
Chipre	n.d.	64.0	58.4	59.8	n.d.	37.9	33.7	40.0	3.1	3.3	3.1	3.1
Luxemburgo	n.d.	6.4	7.4	6.8	n.d.	39.6	40.6	37.3	n.d.	0.2	0.4	0.2
Malta	n.d.	63.8	53.4	62.6	n.d.	40.4	39.8	39.3	2.6	3.5	3.2	3.3
Países Baixos	74.6	51.8	65.7	45.4	46.7	43.0	42.0	43.8	5.6	2.8	4.7	2.2
Áustria	n.d.	64.1	64.3	59.1	n.d.	47.7	50.0	45.6	n.d.	3.0	3.5	2.6
Portugal	56.5	57.5	52.1	63.6	n.d.	42.4	39.5	42.9	n.d.	2.8	3.3	2.9
Eslovénia	n.d.	26.8	23.1	24.1	n.d.	44.6	44.1	41.9	2.3	1.9	2.3	1.4
Finlândia	n.d.	41.9	48.2	35.4	n.d.	47.2	49.0	46.1	n.d.	2.0	3.5	1.4
Área do euro	n.d.	69.0	72.8	66.4	n.d.	44.0	44.0	43.3	n.d.	3.4	4.6	3.0

Fontes: Comissão Europeia, BCN e cálculos do BCE.

Notas: Os dados excluem receitas da venda de licenças de telemóveis de terceira geração (UMTS – *Universal Mobile Telecommunications System*). Os dados para 1990 relativos à Alemanha referem-se à antiga Alemanha Ocidental. n.d. = não disponível.

APLICAÇÃO DO PACTO DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO

A execução do quadro de supervisão orçamental da UEM enfrentou muitos desafios relacionados com a evolução das finanças públicas nos países da área do euro desde 1999. Alguns países conseguiram atingir e/ou manter posições orçamentais “próximas do equilíbrio ou excedentárias”, como estipulado pela “componente preventiva” do Pacto de Estabilidade e Crescimento (ou seja, os procedimentos destinados a evitar défices excessivos), mas outros países não o fizeram. Em determinados países, verificou-se com regularidade que os objectivos orçamentais de médio prazo estabelecidos nos programas de estabilidade anuais não foram atingidos devido a pressupostos macroeconómicos e orçamentais demasiado optimistas, a uma ausência de esforços de consolidação e a derrapagens da despesa, reflectindo, em parte, uma falta de vontade política no sentido do cumprimento dos compromissos assumidos.

Consequentemente, durante o abrandamento económico de 2001-2003, os défices de vários países (Alemanha, Grécia, França, Itália, Países Baixos e Portugal) atingiram ou excederam o valor de referência de 3% do PIB (ver Quadro 3). Neste contexto, não havia consenso relativamente à adequada aplicação da “componente correctiva” do Pacto (ou seja, os procedimentos destinados a assegurar a rápida correcção de défices excessivos), o que culminou na decisão do Conselho ECOFIN de Novembro de 2003 de suspender os procedimentos relativos aos défices excessivos da Alemanha e da França. Os debates subsequentes conduziram a uma reforma do Pacto, concluída na Primavera de 2005 (ver Capítulo 2).

Desde 2005 que a aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento revisto tem sido facilitada pelo início de condições económicas mais favoráveis e por um crescimento da receita pública particularmente dinâmico. Como resultado, os défices orçamentais regressaram a valores iguais ou inferiores a 3% do PIB em todos os países da área do euro. Persistem, no entanto, diferenças consideráveis no que se refere ao aproveitamento dos períodos favoráveis para acelerar a consolidação orçamental. Por exemplo, embora receitas fiscais mais elevadas tenham permitido à Alemanha atingir o equilíbrio orçamental em 2007, as receitas inesperadas em França e em Itália foram utilizadas, em grande medida, para aumentos da despesa ou para cortes dos impostos. Por conseguinte, os défices destes países mantêm-se relativamente próximos de 3% do PIB, proporcionando muito pouca ou nenhuma margem de manobra orçamental na eventualidade de um abrandamento económico. Nesta medida, em termos globais, a aplicação do Pacto, mesmo após a reforma, constitui um êxito relativo e o verdadeiro teste ainda está para vir.

DESAFIOS ORÇAMENTAIS DE MÉDIO A MAIS LONGO PRAZO

O facto de muitos países da área do euro não conseguirem manter ou atingir com mais rapidez posições orçamentais sólidas e reduzir os rácios da dívida pública é particularmente preocupante, considerando os futuros desafios orçamentais associados ao envelhecimento da população. De acordo com as estimativas mais recentes da Comissão Europeia e do Comité de Política Económica da UE, projecta-se que a despesa pública com as pensões, a saúde e os cuidados prolongados aumente 4.7% do PIB entre 2004 e 2050 no conjunto da área do euro, sendo as estimativas para alguns países significativamente mais elevadas¹⁹. Espera-se que só uma proporção relativamente baixa desta despesa adicional seja compensada por um decréscimo da despesa com os subsídios de desemprego e a educação. Estimativas mais recentes da OCDE sugerem que os encargos orçamentais relacionados com o envelhecimento da população podem ser ainda mais elevados do que o anteriormente pressuposto, em especial no que se refere à saúde e aos cuidados prolongados (ver Quadro 5)²⁰. Na maioria dos países, a consolidação orçamental por si só

As regras orçamentais da UEM têm enfrentado desafios

Existe margem para uma melhoria da implementação global

O envelhecimento da população é um desafio importante

19 Ver “The long-term sustainability of public finances in the European Union”, *European Economy* n.º 4, Comissão Europeia (2006).

20 Ver *Economic Outlook* da OCDE, Junho de 2007.

Quadro 5 Variações projectadas nos rácios de determinadas despesas relacionadas com o envelhecimento da população em relação ao PIB entre 2004 e 2050¹⁾

	Pensões (1)		Saúde (2)		Cuidados prolongados (3)		Total (1+2+3)	
	CE/CPE	OCDE	CE/CPE	OCDE	CE/CPE	OCDE	CE/CPE	OCDE
Bélgica	5.1	5.1	1.4	3.3	0.9	1.9	7.4	10.3
Alemanha	1.7	2.0	1.2	3.6	1.0	1.9	3.9	7.5
Irlanda	6.4	6.5	2.0	4.0	0.6	3.8	9.0	14.3
Grécia	-	3.9	1.7	3.9	-	2.7	1.7	10.5
Espanha	7.1	7.0	2.2	4.1	0.5	2.4	9.8	13.5
França	2.0	2.1	1.8	3.5	0.2	1.7	4.0	7.3
Itália	0.4	0.4	1.3	3.8	0.7	2.9	2.4	7.1
Chipre	12.9	n.d.	1.1	n.d.	n.d.	n.d.	14.0	n.d.
Luxemburgo	7.4	7.4	1.2	1.4	0.6	3.1	9.2	11.9
Malta	-0.4	n.d.	1.8	n.d.	0.2	n.d.	1.6	n.d.
Países Baixos	3.5	3.8	1.3	3.8	0.6	2.0	5.4	9.6
Áustria	-1.2	-1.0	1.6	3.8	0.9	2.0	1.3	4.8
Portugal	9.7	9.3	0.5	4.2	0.4	2.0	10.6	15.5
Eslovénia	7.3	n.d.	1.6	n.d.	1.2	n.d.	10.1	n.d.
Finlândia	3.1	3.3	1.4	3.6	1.8	2.4	6.3	9.3
Área do euro²⁾	2.6	3.0	1.5	3.7	0.6	2.2	4.7	8.9

Fontes: Comité de Política Económica, Grupo de Trabalho sobre o Envelhecimento da População, Janeiro de 2006, e *Economic Outlook* da OCDE (2007).

Nota: n.d. = não disponível.

1) São de esperar pequenos decréscimos da despesa devido a uma redução dos gastos com a educação e o desemprego.

2) Excluindo a Grécia, Chipre, Malta e Eslovénia.

claramente não é suficiente para fazer face a tais desafios, sendo também necessárias novas reformas sistémicas e/ou paramétricas, sobretudo ao nível dos sistemas de pensões²¹.

Além disso, a melhoria da qualidade das finanças públicas com vista a promover o crescimento económico continua a ser um desafio crucial para os países da área do euro. A reforma dos sistemas de tributação e de benefícios pode contribuir para um emprego mais elevado e o crescimento da produtividade. Adicionalmente, assumir como prioridade e aumentar a eficiência da despesa pública poderia proporcionar alguma margem para a redução das cargas fiscais ainda elevadas em muitos países²².

Políticas orçamentais orientadas para a estabilidade são uma condição prévia para um crescimento económico sustentável e o bom funcionamento da União Monetária, assim como para evitar diferenciais desnecessários entre países. A secção seguinte apresenta alguns factos estilizados sobre os diferenciais entre países em termos de crescimento real do produto e de inflação.

4.3 DIFERENCIAIS ENTRE PAÍSES

A evolução macroeconómica global da área do euro, também descrita na Secção 4.1, oculta alguma diversidade entre os países da área do euro. A presente secção analisa essa diversidade, primeiro, no que se refere aos diferenciais em termos de PIB real e, segundo, ao nível da evolução dos preços e dos custos entre os países da área do euro²³.

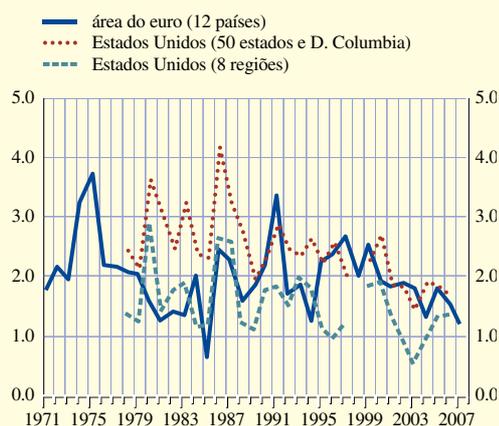
21 Consultar o artigo intitulado “*Demographic change in the euro area: projections and consequences*”, publicado na edição de Outubro de 2006 do Boletim Mensal do BCE. Ver também A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger e T. Westermann, *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 51.

22 Consultar o artigo intitulado “*The importance of public expenditure reform for economic growth and stability*”, publicado na edição de Abril de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

23 Consultar o artigo intitulado “*Output growth differentials in the euro area: sources and implications*”, publicado na edição de Abril de 2007 do Boletim Mensal do BCE.

Gráfico 4 Dispersão do crescimento do PIB entre os países da área do euro e os estados e regiões dos Estados Unidos

(desvio-padrão não ponderado; pontos percentuais)



Fontes: Comissão Europeia e Instituto de Análise Económica dos Estados Unidos.

Nota: Existe uma quebra nas duas séries relativas aos Estados Unidos no período de 1997 a 1999 (não estão disponíveis dados para 1998).

Quadro 6 Taxas de crescimento do PIB nos países da área do euro

(variação média anual em percentagem)

	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Área do euro	2.3	2.0	2.2
Bélgica	2.2	3.4	2.3
Alemanha	2.0	2.3	1.5
Irlanda	3.1	6.7	6.4
Espanha	2.7	2.5	3.8
Grécia	0.8	1.7	4.1
França	2.5	1.7	2.1
Itália	2.6	1.4	1.4
Chipre	-	4.5	3.7
Luxemburgo	4.6	4.4	5.2
Malta	-	4.8	2.4
Países Baixos	1.7	3.0	2.3
Áustria	2.0	2.5	2.3
Portugal	3.4	2.8	1.7
Eslovénia	-	1.4	4.4
Finlândia	3.6	1.3	3.4

Fontes: Eurostat e Comissão Europeia.

Nota: Os dados relativos a 2007 são estimativas da Comissão Europeia (Previsões do Outono de 2007).

É natural que existam na área do euro, como em qualquer união monetária, alguns diferenciais em termos de crescimento real do produto e de inflação, por exemplo, relacionados com efeitos de convergência, os quais se manifestam quando o nível de rendimentos de um país converge para o de outros países mais desenvolvidos no seio da união monetária. Caso se mantenham durante um período prolongado, alguns diferenciais podem colocar desafios. As diferenças podem, por exemplo, reflectir políticas económicas nacionais inadequadas, uma rigidez estrutural ou o mau funcionamento dos mecanismos de ajustamento em determinados países, deficiências que devem ser solucionadas pelos decisores de política a nível nacional. Os diferenciais decorrentes da ausência de comércio transfronteiras e de integração devem ser solucionados com a realização plena do Mercado Único. Para evitar que, após sofrer um choque específico, um país ou uma região da área do euro entre num período prolongado de fraco crescimento e elevado desemprego ou num longo período de sobreaquecimento, é necessário pôr em prática mecanismos de ajustamento eficientes. A política monetária única conduzida pelo BCE não pode resolver directamente os diferenciais de crescimento e de inflação, mas contribui para o bom funcionamento da UEM mantendo a estabilidade de preços no conjunto da área do euro.

EVOLUÇÃO DO CRESCIMENTO REAL DO PIB NOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO

As actuais diferenças no crescimento do produto entre os países da área do euro não são elevadas, quer em termos históricos, quer por comparação com outras grandes áreas monetárias.

Como ilustrado no Gráfico 4, medida pelo desvio-padrão não ponderado, a dispersão das taxas de crescimento real do PIB no grupo de 12 países que constituía a área do euro em 2001 tem flutuado em torno de 2 pontos percentuais e não tem revelado qualquer tendência evidente no sentido ascendente ou descendente ao longo dos últimos 35 anos.

É natural que existam
diferenciais macroeconómicos
numa união monetária

Os diferenciais de crescimento
do produto na área do euro
são moderados

A persistência dos diferenciais de crescimento ...

... deve-se em parte a uma rigidez em termos de ajustamento e convergência ...

... mas também a políticas estruturais e orçamentais

Aparentemente, o actual grau de dispersão do crescimento do produto na área do euro não difere de forma significativa do observado entre os estados ou regiões dos Estados Unidos (ver Gráfico 4)²⁴.

Analisando a evolução por país (ver Quadro 6), as taxas de crescimento em alguns países situaram-se persistentemente acima da média da área do euro desde o princípio dos anos noventa. Em termos mais gerais, os diferenciais de crescimento real do PIB entre os países da área do euro reflectem, em larga medida, diferenças duradouras no que respeita ao crescimento tendencial e, em menor escala, diferenças cíclicas. Em contraste, o grau de sincronização do ciclo económico entre os países da área do euro terá aumentado desde o início da década de noventa.

A existência de diferenciais de crescimento do produto na área do euro durante um período prolongado pode estar relacionada, por exemplo, com políticas estruturais (incluindo a arquitectura das instituições), com evoluções distintas dos factores da oferta e dos processos de convergência, bem como com a combinação de choques específicos a cada país e o funcionamento dos mecanismos de ajustamento.

Os diferenciais de crescimento do produto podem parcialmente reflectir um longo processo de convergência por parte dos países com rendimentos mais baixos. Entre o grupo de países da área do euro com rendimentos baixos nos anos oitenta, a Irlanda, a Grécia e a Espanha realizaram subsequentemente progressos consideráveis, ao passo que, em Portugal, o PIB *per capita* em relação à área do euro diminuiu desde a transição para o euro fiduciário. A Irlanda alcançou a média da área do euro já no final dos anos noventa e conseguiu mesmo superar significativamente essa média nos últimos anos.

As diferenças persistentes em termos de crescimento do produto podem, em certa medida, reflectir o impacto duradouro de choques económicos e de políticas estruturais. É pouca a evidência de que os principais choques comuns ao longo dos últimos anos tenham, por si só, constituído um factor relevante no que se refere à persistência dos diferenciais de crescimento real do PIB. Em contraste, a literatura empírica disponível mostra que os choques específicos a cada país e as alterações de política, designadamente em termos de política orçamental e reformas estruturais, têm desempenhado um papel mais importante na criação dos diferenciais de crescimento do produto nos últimos anos do que os choques comuns, e que os efeitos desses factores podem ser extremamente persistentes²⁵.

O funcionamento lento dos mecanismos de ajustamento pode reforçar ainda mais os diferenciais de crescimento do produto resultantes de choques específicos a cada país. Numa união monetária como a área do euro, com uma moeda única e uma política monetária única, o principal mecanismo de ajustamento – na ausência de um elevado nível de mobilidade do trabalho e de transferências orçamentais entre os países – é o comércio transfronteiras ou canal da competitividade²⁶. Um mecanismo adicional de natureza um pouco diferente é o “canal da partilha de riscos”²⁷. A evidência disponível revela que, aparentemente, o canal da competitividade requer um período bastante longo para surtir efeitos na área do euro, devido à rigidez estrutural e à não realização plena do Mercado Único. Tal implica que, em resposta a choques assimétricos, se observem diferenciais de preços e de inflação mais alargados, bem como um maior

24 Para uma análise aprofundada dos dados sobre os diferenciais de crescimento do produto, consultar N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi e N. Vidalis, *Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts*, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 45, 2006.

25 Consultar análises recentes sobre esta matéria em D. Giannone e L. Reichlin, *Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?*, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 595, 2006, e em A. Buisán e F. Restoy, *Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU*, Documento de Trabalho Ocasional do Banco de España n.º 0504, 2005.

26 O canal da competitividade opera da seguinte forma: após um choque salarial ou um choque que leve o produto de um país a um nível superior ao seu potencial, pressões inflacionistas internas – sobre os salários e outros custos internos – dão origem a uma deterioração da competitividade externa. Esta situação, por seu turno, reduz gradualmente a procura externa de exportações desse país, de tal forma que a procura externa mais reduzida tende a restabelecer o produto ao seu nível potencial e a atenuar as anteriores pressões inflacionistas.

27 Na essência, este mecanismo implica que o consumo não tem necessariamente de seguir os movimentos do produto, dado que os consumidores podem contrair crédito no estrangeiro.

desemprego regional, do que seria de esperar com um nível mais elevado de concorrência transfronteiras e de integração económica.

DIFERENCIAIS DE INFLAÇÃO E DE CRESCIMENTO DOS CUSTOS DO TRABALHO ENTRE OS PAÍSES DA ÁREA DO EURO

O processo de convergência real tem sido acompanhado de uma dispersão decrescente da inflação e do crescimento dos custos do trabalho na área do euro. Os diferenciais de inflação registaram uma diminuição entre os países da área do euro e encontram-se actualmente em níveis semelhantes aos observados nos Estados Unidos. A dispersão da inflação pode dever-se a ajustamentos de equilíbrio e à convergência do nível de preços. No entanto, os diferenciais de inflação podem igualmente resultar de uma rigidez estrutural e de um crescimento excessivo dos salários e, caso se mantenham durante um período prolongado, podem conduzir a perdas de competitividade com efeitos adversos no produto e no emprego.

Desde os anos noventa que o grau de dispersão da inflação no grupo dos 12 países que formavam a área do euro em 2001 se caracteriza por uma forte tendência descendente, a qual estabilizou a partir de 1998 (ver Gráfico 5).

Estabelecendo uma comparação com os Estados Unidos, uma união monetária de longa data, o Gráfico 5 mostra que a dispersão das taxas de inflação entre as 14 áreas estatísticas metropolitanas dos Estados Unidos regista uma flutuação em torno do nível observado entre os países da área do euro desde 2004²⁸.

28 As 14 áreas estatísticas metropolitanas consideradas são: Nova Iorque, Filadélfia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, São Francisco e Seattle.

A inflação global da área do euro baixou

Os diferenciais de inflação são modestos

Gráfico 5 Dispersão das taxas de inflação homólogas entre os países da área do euro e 14 áreas estatísticas metropolitanas (AEM) dos Estados Unidos desde 1990

(desvio-padrão não ponderado; pontos percentuais)



Fontes: Cálculos do BCE com base em dados do Eurostat e do Instituto de Estatísticas do Trabalho dos Estados Unidos.

Quadro 7 Taxas de inflação medidas pelo IHPC/IPC nos países da área do euro

(variação média anual em percentagem)

	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Área do euro	7.6	3.0	2.1
Bélgica	4.9	2.1	2.0
Alemanha	2.9	2.2	1.6
Irlanda	9.3	2.5	3.4
Grécia	19.5	11.8	3.2
Espanha	10.2	4.4	3.1
França	7.4	2.1	1.8
Itália	11.2	4.4	2.3
Chipre	-	-	2.6
Luxemburgo	4.8	2.4	2.7
Malta	-	-	2.3
Países Baixos	2.9	2.2	2.4
Áustria	3.8	2.4	1.7
Portugal	17.7	6.1	2.9
Eslovénia	-	-	5.5
Finlândia	7.3	2.5	1.6

Fonte: BCE.
Notas: Os dados referem-se à inflação medida pelo IHPC, desde que este existe, e antes disso à inflação medida pelo IPC. Os dados relativos à Eslovénia passaram a estar disponíveis a partir de 1996 e os relativos a Chipre e Malta a partir de 1997. "Área do euro" refere-se a uma área do euro com uma composição variável.

Quadro 8 Inflação no período entre 1999 e 2007

(pontos percentuais médios anuais; em relação à área do euro)

	Deflator da procura final			Custos unitários do trabalho		
	Variação total	Contribuição para a variação total		Variação total	Contribuição para a variação total	
		Custos internos	Custos de importação		Remuneração	Produtividade do trabalho inversa
Bélgica	0.3	-0.2	0.5	-0.1	0.4	-0.5
Alemanha	-1.2	-1.2	0.0	-1.4	-1.2	-0.2
Irlanda	0.8	1.0	-0.1	1.5	3.7	-2.1
Grécia	1.5	1.7	-0.2	1.3	4.1	-2.7
Espanha	1.5	1.4	0.1	1.2	0.4	0.8
França	-0.5	-0.1	-0.4	0.3	0.5	-0.3
Itália	1.7	0.6	1.1	1.0	0.0	0.9
Chipre	-1.9	-0.8	-1.1	1.6	1.8	-0.2
Luxemburgo	1.6	0.1	1.6	1.0	3.5	-2.5
Malta	0.4	0.1	0.3	0.6	1.0	-0.5
Países Baixos	0.1	0.0	0.1	0.7	1.1	-0.4
Áustria	-0.5	-0.5	0.0	-1.2	-0.5	-0.7
Portugal	0.9	1.1	-0.3	1.6	1.7	-0.1
Eslovénia	3.2	1.7	1.5	3.4	6.1	-2.6
Finlândia	-0.8	-0.7	-0.1	-0.4	0.9	-1.2

Fontes: Cálculos do BCE com base em dados da Comissão Europeia e do Eurostat.

Notas: O presente quadro mostra os desvios na taxa de crescimento médio de cada variável em relação à média da área do euro. Os valores do quadro podem ser interpretados como se segue. Tomando a Bélgica como exemplo, a variação total do deflator da procura final foi 0.3 pontos percentuais mais elevada do que no conjunto da área do euro por ano, no período entre 1999 e 2007. A contribuição dos custos de importação médios na Bélgica em relação à área do euro foi de 0.5 pontos percentuais por ano, ao passo que a contribuição dos custos internos relativos foi de -0.2 pontos percentuais por ano para a variação relativa do deflator da procura final.

A inflação global diminuiu em todos os países da área do euro no período entre 1999 e 2007, em comparação com o período entre 1990 e 1998, excepto na Irlanda, no Luxemburgo e nos Países Baixos, onde registou uma subida (ver Quadro 7). A desagregação da evolução dos preços indica que os custos internos na maioria dos países da área do euro são, aparentemente, o factor mais importante relacionado com os diferenciais de inflação face à média da área do euro no período entre 1999 e 2006 (ver Quadro 8). Entre os factores internos, as diferenças em termos de crescimento dos custos unitários do trabalho – por seu turno, mais associadas a uma evolução salarial divergente do que a diferenças no crescimento da produtividade do trabalho – terão desempenhado um papel importante. No entanto, variações nos custos das importações terão igualmente contribuído para os diferenciais de inflação.

Numa união monetária, é normal existirem alguns diferenciais de inflação e de custos, estando o processo de ajustamento dos preços e dos custos no sentido do equilíbrio, por norma, associado a um ajustamento dos preços relativos entre regiões e sectores. Esse mecanismo – que, em certa medida, é uma característica normal de um processo de convergência ou, mais genericamente, de diferenciais de tendência da produtividade – pode gerar diferenciais de inflação entre as regiões e os sectores de uma união monetária²⁹.

Os diferenciais de inflação na área do euro têm sido bastante persistentes, na medida em que muitos países têm sistematicamente mantido um desvio da inflação positivo ou negativo em relação à média da área do euro por um período prolongado (ver Caixa 1).

29 Consultar, entre outros, I. Angeloni e M. Ehrmann (2004), *Euro area inflation differentials*, Documento de Trabalho do BCE n.º 388, e F. Altissimo, P. Benigno e D. Rodríguez-Palenzuela, “*Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies*”, documento apresentado no *workshop* do BCE, intitulado “*Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area*”, realizado em Frankfurt, em 13 e 14 de Dezembro de 2004, e disponível no *site* do BCE (www.ecb.europa.eu).

Numa união monetária é normal existirem diferenciais

A existência de diferenciais duradouros em termos de inflação e de crescimento dos custos do trabalho na área do euro pode ser explicada com base em vários factores, intrinsecamente interligados³⁰. Em particular, é possível distinguir entre factores relacionados com processos de convergência e de integração económica, factores relacionados com diferenças de longa duração ou permanentes nas estruturas económicas nacionais e factores induzidos pela política relacionados com a condução e o funcionamento das políticas orçamentais, estruturais e salariais a nível nacional ou com as várias reacções regionais às políticas definidas para o conjunto da área do euro.

Começando pelos factores relacionados com a convergência e a integração económica, a criação do Mercado Único europeu na primeira metade dos anos noventa e a subsequente introdução da moeda única em 1999 contribuíram para um decréscimo assinalável da dispersão do nível de preços, sobretudo no que se refere aos bens transaccionáveis. A convergência dos preços de bens transaccionáveis no sentido de um nível de longo prazo comum poderá ter sido responsável por alguns dos diferenciais de inflação nos primeiros anos do euro.

Os diferenciais de inflação entre os países da área do euro podem também resultar da convergência dos níveis de preços dos bens e serviços não transaccionáveis³¹. Este efeito de convergência está muitas vezes associado aos diferenciais de crescimento entre a produtividade do sector de bens transaccionados e não transaccionados ou, em termos mais gerais, ao processo de convergência dos níveis de vida, expresso em termos de PIB *per capita*, entre as diversas economias. Por exemplo, de acordo com o efeito Balassa-Samuelson, países que apresentem diferenças sectoriais pronunciadas na evolução da produtividade em comparação com outros países (com um crescimento da produtividade relativamente mais elevado no sector de bens transaccionáveis) tendem a registar um crescimento salarial e uma inflação relativamente mais elevados no sector de bens não transaccionáveis. No contexto de uma união monetária, não sendo possível uma apreciação da taxa de câmbio nominal, esses países apresentariam uma inflação relativa global mais alta. Porém, a evidência empírica deste efeito é contraditória.

Em segundo lugar, os diferenciais de inflação ou de nível de preços podem também resultar de diferenças estruturais normais, como a heterogeneidade das preferências dos consumidores e as diferenças na exposição dos países a variações da taxa de câmbio do euro e dos preços das matérias-primas. Em particular, as diferenças no grau de abertura e na composição do comércio internacional podem ser factores que explicam os diferenciais de inflação.

Em terceiro lugar, tanto as políticas ao nível da área do euro, como as políticas regionais são susceptíveis de influenciar o grau de heterogeneidade numa união monetária. Por exemplo, a política orçamental pode reforçar os diferenciais de inflação devido a uma utilização inadequada dos instrumentos orçamentais (ver Secção 4.2). A rigidez estrutural e a não realização plena do Mercado Único podem contribuir para diferenciais de preços mais alargados do que os observados em caso de maior concorrência transfronteiras e integração económica. As políticas estruturais e salariais conduzidas a nível nacional ou regional podem também originar diferenciais de inflação. A título de exemplo, a presença de cláusulas de indexação nos acordos colectivos de negociação salarial em alguns países da área do euro pode atrasar os ajustamentos necessários e contribuir para a persistência dos diferenciais de inflação ao aumentar a inércia da inflação nesses países.

Alguns diferenciais devem-se à convergência do nível de preços

Alguns diferenciais resultam de políticas inapropriadas

30 Ver o artigo intitulado “*Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area*”, publicado na edição de Maio de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

31 Os bens e serviços não transaccionáveis são, em larga medida, transaccionados a nível local.

COMPREENDER A PERSISTÊNCIA DA INFLAÇÃO E OS DETERMINANTES DA DINÂMICA SALARIAL

Para além de choques específicos a cada país, as potenciais diferenças na flexibilidade dos preços e dos salários entre os vários países são uma fonte importante de inflação e de diferenciais de crescimento. Em qualquer caso, um entendimento aprofundado dos determinantes da dinâmica dos preços e dos salários entre os países da área do euro é crucial para a condução da política monetária. Dada a importância desta questão, foram criadas duas redes a nível do SEBC, designadamente a IPN (*Inflation Persistence Network* / rede sobre a persistência da inflação) e a WDN (*Wage Dynamics Network* / rede sobre a dinâmica salarial). A presente caixa descreve as principais conclusões destas duas redes.

A IPN iniciou os seus estudos em 2003 e apresentou os resultados da sua investigação numa conferência realizada em Dezembro de 2004¹. No exame da questão, a IPN adoptou três abordagens: uma análise dos dados macroeconómicos, uma análise detalhada dos microdados referentes a variações em preços específicos, tanto ao nível dos preços no consumidor como no produtor, e inquéritos a empresas destinados a identificar os principais factores que influenciam o respectivo comportamento de fixação de preços.

As conclusões mais importantes das análises são apresentadas a seguir. Primeiro, concluiu-se que, com o actual regime monetário, o grau de persistência da inflação é moderado, contrastando com a experiência na época anterior de inflação elevada, em que as expectativas se encontravam ancoradas com menor firmeza e, portanto, os choques sobre a inflação tinham tendência a conduzir a variações mais prolongadas na inflação. Segundo, com base nos microdados relativos às variações nos preços, os preços no consumidor são, aparentemente, mais “rígidos” na área do euro do que nos Estados Unidos. Por exemplo, determinados preços na área do euro são, por norma, alterados cada 12 ou 15 meses e não de seis em seis meses como nos Estados Unidos. Terceiro, existe uma heterogeneidade considerável entre sectores no que se refere à fixação de preços, mas, aparentemente, não existem diferenças importantes entre os países na frequência de alteração dos preços. Por exemplo, os preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares são alterados com muito mais frequência do que os preços dos serviços. Quarto, as descidas de preços são bastante comuns (cerca de 40% das variações nos preços no consumidor consistem em cortes de preços), o que sugere que os preços não se encontram tão sujeitos a uma rigidez nominal em sentido descendente como previamente julgado. Quinto, a evidência fornecida por inquéritos revela que o ajustamento dos preços se processa, por regra, em duas etapas: em primeiro lugar, a análise dos preços pelas empresas e, em segundo lugar, as subsequentes alterações dos preços. Na verdade, concluiu-se que as análises dos preços são muito mais frequentes do que as alterações efectivas dos preços. No que respeita aos determinantes das alterações dos preços, os resultados dos inquéritos mostram que cerca de um terço das empresas da área do euro segue um calendário regular de fixação dos preços (“fixação de preços calendarizada”), ao passo que um quinto altera os preços quando acontecimentos específicos conduzem a um desvio suficientemente grande entre o preço efectivo e o preço desejado (“fixação de preços situacional”). As restantes empresas seguem uma estratégia mista. Tanto a evidência fornecida pelos inquéritos como a análise das variações nos preços específicos sugerem que um determinante importante da

¹ Consultar F. Altissimo, M. Ehrmann e F. Smets, *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence*, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 46, 2005.

frequência das alterações dos preços é a volatilidade dos custos das empresas. Por exemplo, os preços são normalmente alterados com menor frequência nos sectores em que os salários, eles próprios com tendência a ser bastante “rígidos”, representam uma percentagem elevada dos custos totais das empresas.

As conclusões da IPN destacaram a necessidade de um entendimento mais aprofundado dos determinantes da dinâmica salarial. Como consequência, em 2006, foi lançada a WDN. Para além de investigadores de países da área do euro, a WDN inclui igualmente investigadores de bancos centrais que não fazem parte do Eurosistema. São quatro as linhas de investigação seguidas nos estudos. A primeira centra-se na análise dos salários e dos custos do trabalho a nível sectorial e agregado e na sua interacção com a dinâmica dos preços. O foco da segunda é a análise dos microdados relativos a salários, com o objectivo de, entre outros aspectos, determinar a natureza e a magnitude da rigidez dos salários e dos mercados de trabalho. A terceira envolve um inquérito às empresas, lançado pela WDN no sentido de identificar os principais mecanismos subjacentes às práticas de fixação de salários das empresas. Por último, a quarta consiste numa meta-análise dos resultados, com vista a extrair as conclusões mais importantes dos estudos e a identificar as implicações de política relevantes. Os resultados dos estudos da WDN foram apresentados numa conferência realizada em Junho de 2008.

Em resultado dos persistentes diferenciais de inflação observados, os países da área do euro registaram diferenças assinaláveis em termos da evolução dos indicadores da competitividade de preços nacionais. Os indicadores de competitividade harmonizados (ICH), baseados nas médias ponderadas dos preços relativos deflacionados pelo IHPC, proporcionam uma medida comparável da competitividade de preços dos vários países da área do euro³². O Gráfico 6 mostra que, no período entre 1999 e 2007, a Alemanha, a Áustria e a Finlândia apresentaram aumentos muito modestos nos respectivos ICH, sinalizando apenas perdas ligeiras nesta medida da competitividade de preços, ao passo que a Irlanda e a Espanha registaram aumentos dos ICH particularmente fortes. A evolução dos custos unitários do trabalho relativos fornece uma perspectiva igualmente heterogénea da evolução da competitividade entre os países da área do euro. As variações nos preços relativos ou nos custos constituem um dos canais fundamentais de ajustamento na área do euro. A redução dos custos unitários do trabalho não é uma política conduzida à custa do enfraquecimento económico de outros países (*beggar thy neighbour policy*). Pelo contrário, a moderação dos custos do trabalho reduz as pressões inflacionistas, o que tende a contribuir para a diminuição das taxas de juro no conjunto da área do euro. A moderação sustentada dos custos tem um impacto favorável no emprego estrutural, para além de um efeito positivo em termos de uma melhoria da competitividade e de um melhor desempenho em matéria de comércio. Perdas prolongadas de competitividade de preços e de custos, não estando associadas a ajustamentos dos preços e dos custos no sentido do equilíbrio, podem afectar negativamente o produto e o emprego, assim como a balança comercial e a balança corrente (ver Gráfico 7)³³.

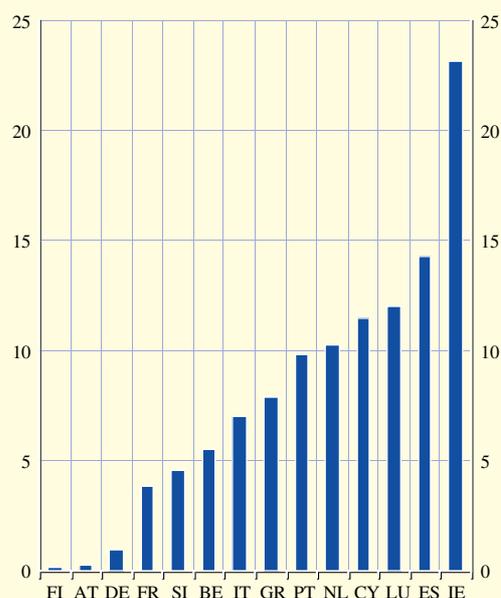
**Os diferenciais podem
provocar perdas em termos
de competitividade
e crescimento do produto**

32 Ver a caixa intitulada “*The introduction of harmonised competitiveness indicators for euro area countries*”, publicada na edição de Fevereiro de 2007 do Boletim Mensal do BCE. Em futuros alargamentos deste conjunto de indicadores de competitividade harmonizados, será útil comparar o conjunto actual, baseado na evolução dos preços no consumidor, com indicadores baseados em deflatores que incluem um menor número de produtos e serviços não transaccionados, os quais podem estar mais relacionados com a competitividade dos sectores externos dos países.

33 Ver a caixa intitulada “*Current account balances across the euro area countries from a savings and investment perspective*”, publicada na edição de Julho de 2007 do Boletim Mensal do BCE.

Gráfico 6 Indicadores de competitividade harmonizados nos países da área do euro no período entre 1999 e 2007

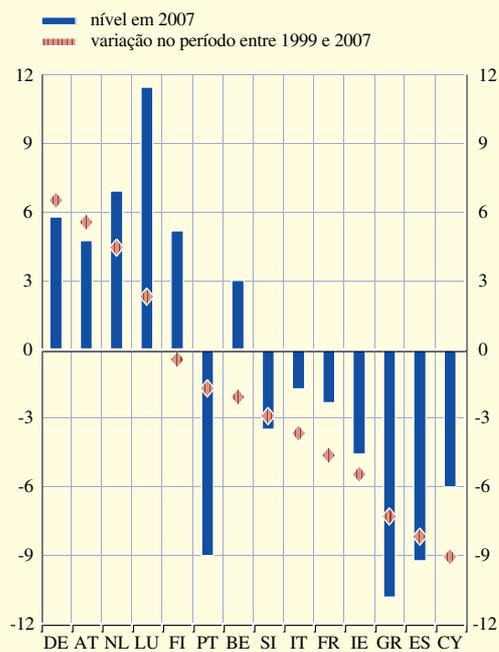
(variações percentuais acumuladas)



Fonte: Cálculos do BCE com base em dados do Eurostat.
Notas: Médias ponderadas, deflacionadas do IPC, das taxas de inflação relativa, produzidas pelo BCE, face a um grupo de 44 parceiros comerciais e países da área do euro. Um aumento reflecte uma apreciação efectiva real, ou seja, um decréscimo neste indicador da competitividade nacional. Os países estão ordenados em sentido ascendente em função do indicador do crescimento.

Gráfico 7 Posições da balança corrente em 2007 e variações acumuladas nos países da área do euro no período entre 1999 e 2007

(níveis em percentagem do PIB e variações acumuladas em pontos percentuais em percentagem do PIB)



Fonte: Cálculos do BCE com base em dados da Comissão Europeia.

É necessário encontrar uma solução para os diferenciais persistentes

Em conclusão, a persistência dos diferenciais de inflação e de crescimento durante períodos mais longos pode, em muitos casos, ser um fenómeno de equilíbrio determinado por processos de convergência e/ou por diferenciais de tendência do crescimento potencial. Estes diferenciais podem, contudo, ser motivo de preocupação, caso sejam induzidos por ineficiências estruturais ou políticas nacionais desajustadas (incluindo políticas de fixação dos salários). Uma vez que, na área do euro, já não é possível recorrer a políticas monetárias e cambiais nacionais, é importante assegurar que os restantes mecanismos de ajustamento aos choques funcionem devidamente. A rigidez dos mecanismos de fixação dos salários e dos preços ou a continuação de uma evolução salarial excessiva podem retardar os ajustamentos necessários dos preços relativos face a choques económicos e dar origem a um período prolongado de inflação relativamente elevada em alguns países, o que, por seu turno, poderia contribuir para uma acumulação de desequilíbrios internos e perdas de competitividade de preços e de custos na área do euro, reduzindo também o produto e o emprego. O funcionamento eficiente e regular dos ajustamentos económicos na área do euro exige a eliminação das barreiras institucionais aos mecanismos flexíveis de fixação dos salários e dos preços, a realização plena do Mercado Único e, conseqüentemente, uma maior concorrência a nível interno e transfronteiras (ver Secção 4.1), bem como políticas orçamentais prudentes.

Políticas sólidas são também muito importantes para os países que pretendem integrar a área do euro no futuro. A secção seguinte debruça-se sobre o alargamento da área do euro.

4.4 ALARGAMENTO DA ÁREA DO EURO

A presente secção aborda o alargamento da área do euro desde 1999, descreve a situação actual relativamente a novos alargamentos e realça a necessidade de uma convergência sustentável como condição prévia para a adesão à área do euro (ver também Capítulo 2).

TRÊS RONDAS DE ALARGAMENTO DA ÁREA DO EURO

Como mencionado no Capítulo 2, a área do euro passou por três rondas de alargamento desde a introdução do euro em 1999 por 11 Estados-Membros da UE, aumentando, assim, para 15 o número de países participantes.

Quadro 9 Planos de integração monetária dos Estados-Membros da UE não participantes na área do euro

País	Intenções relativamente ao MTC II	Intenções relativamente à adopção do euro
Bulgária	Participação logo que possível.	Pretende adoptar o euro logo que possível.
República Checa	Participação no MTC II apenas pelo período mínimo de dois anos antes da entrada na UEM. A definição de objectivos para a inflação será mantida até à conclusão da integração monetária. O estado de preparação para a entrada no MTC II e na área do euro é analisado numa base anual pelo governo e pelo banco central nacional.	A actualização mais recente da “estratégia de adesão à área do euro da República Checa”, aprovada pelas autoridades checas em Agosto de 2007, refere que não foram ainda alcançados parâmetros satisfatórios relativamente a algumas das condições prévias necessárias para beneficiar da adopção do euro. Os principais obstáculos estão relacionados com a necessidade de aumentar a flexibilidade da economia e a consolidação da política orçamental.
Dinamarca	Já participa.	Actualmente, sem quaisquer planos de adopção do euro. O referendo realizado em Setembro de 2000 resultou em 53% dos votos a favor do “não”.
Estónia	Já participa.	Pretende adoptar o euro logo que possível.
Letónia	Já participa.	Pretende adoptar o euro logo que possível.
Lituânia	Já participa.	Pretende adoptar o euro logo que possível.
Hungria	O respectivo programa de convergência actualizado não refere qualquer data desejada para a entrada no MTC II. Apenas refere que a participação no MTC II deverá estar dependente da restituição da credibilidade orçamental.	O respectivo programa de convergência actualizado não especifica qualquer objectivo em termos de data de entrada na área do euro.
Polónia	Participação no MTC II apenas pelo período mínimo de dois anos. Não foi especificado qualquer objectivo em termos de data para a entrada no MTC II.	O respectivo programa de convergência não especifica qualquer objectivo em termos de data para a adopção do euro.
Roménia	De acordo com o respectivo programa de convergência de 2007, não pretende aderir ao MTC II antes de 2012. Pretende permanecer no MTC II pelo período mínimo exigido antes da adopção do euro.	Não pretende adoptar o euro antes de 2014.
Eslováquia	Já participa.	Pretende atingir o valor de referência orçamental em 2007 e aderir à área do euro em 2009.
Suécia	Actualmente, sem quaisquer planos de participação.	Actualmente, sem quaisquer planos de adopção do euro. O referendo realizado em Setembro de 2003 resultou em 56% dos votos a favor do “não”.
Reino Unido	Actualmente, sem quaisquer planos de participação.	Logo que os cinco testes do governo tenham sido realizados.

Fonte: SEBC.

12 países da UE ainda não procederam à introdução do euro

FUTUROS ALARGAMENTOS DA ÁREA DO EURO

Actualmente, 12 países da UE ainda não introduziram o euro, apresentando diferenças consideráveis em termos de regime jurídico e convergência. Em particular, a Dinamarca e o Reino Unido gozam de um estatuto especial com base numa cláusula de “opção de não participação” (*opt-out*), segundo a qual o grau de convergência alcançado para a adesão à área do euro apenas será avaliado se estes o solicitarem.

Os restantes dez países (Bulgária, República Checa, Estónia, Letónia, Lituânia, Hungria, Polónia, Roménia, Eslováquia e Suécia) são Estados-Membros da UE que beneficiam de uma derrogação. Tal significa que todos se comprometem a adoptar o euro. Contudo, o momento efectivo e a trajectória de convergência óptima para a adopção do euro terão de ser analisados a nível de cada país.

A adopção do euro exige que a moeda de um futuro país da área do euro permaneça no MTC II durante, pelo menos, dois anos sem tensões graves antes da análise de convergência e está condicionada ao cumprimento dos outros “critérios de Maastricht”.

Cinco países participam no MTC II

Cinco Estados-Membros da UE actualmente fora da área do euro participam no MTC II, tendo aderido ao mecanismo em datas diferentes e, alguns deles, assumido compromissos unilaterais relativamente à taxa de câmbio. Em 1 de Janeiro de 1999, a Dinamarca entrou para o MTC II com uma banda de flutuação de $\pm 2.25\%$ face à taxa de câmbio central da sua moeda. A Estónia e a Lituânia (assim como a Eslovénia) entraram para o mecanismo em 28 de Junho de 2004. Tanto a Estónia como a Lituânia aderiram com uma banda de flutuação de $\pm 15\%$, tendo adicionalmente decidido manter os seus fundos de estabilização cambial como compromisso unilateral. Em 2 de Maio de 2005, a Letónia aderiu ao MTC II (junto com Chipre e Malta). A Letónia decidiu também aderir com uma banda de flutuação de $\pm 15\%$, mas tem continuado a manter uma banda de flutuação de $\pm 1\%$ como compromisso unilateral. Por último, em 25 de Novembro de 2005, a Eslováquia aderiu ao MTC II, participando com uma banda de flutuação de $\pm 15\%$.

Actualmente, a Bulgária, a República Checa, a Hungria, a Polónia, a Roménia e a Suécia são os únicos Estados-Membros da UE com uma derrogação que ainda não participam no MTC II (ver Quadro 9).

A NECESSIDADE DE UMA CONVERGÊNCIA SUSTENTÁVEL

Benefícios de uma convergência sustentável

Para integrarem a área do euro, os Estados-Membros têm de cumprir vários critérios de convergência legal e económica. O cumprimento numa base sustentável dos critérios de convergência garante uma integração harmoniosa do país na União Monetária. Esta abordagem assenta firmemente em argumentos económicos. Assim que um país adere à União Monetária, perde a possibilidade de recorrer à política de taxas de juro. Dado que, na UEM, as decisões de política monetária são tomadas à luz das condições económicas prevalecentes no conjunto da área do euro, é necessária uma convergência económica sustentada para garantir que a economia de um país esteja suficientemente preparada para a união monetária.

A introdução do euro pode beneficiar substancialmente um país que alcançou uma convergência sustentável. Esses benefícios incluem a eliminação dos riscos cambiais em relação aos seus principais parceiros comerciais, custos de transacção e informação reduzidos, uma maior protecção contra determinadas perturbações financeiras, uma diminuição dos prémios de risco e taxas de juro de longo prazo mais baixas devido a um enquadramento credível da política orçamental e monetária. Para o conjunto da área do euro, e também para a UE, o principal benefício do alargamento da área do euro é a concretização do mercado interno de bens, serviços e capitais. No entanto, esses benefícios não se

verificariam no caso de uma adopção prematura do euro, a qual poderia prejudicar o país em questão em muitos aspectos. Diferenças nos ciclos económicos poderiam gerar taxas de juro “subóptimas” num contexto nacional (tanto do ponto de vista da estabilização económica como da afectação de recursos) e o surgimento de bolhas especulativas ou crises a nível local. Se a convergência não for sustentável, o país pode deparar-se com problemas de competitividade, os quais já não poderá solucionar através de ajustamentos da taxa de câmbio. Se a flexibilidade dos salários e dos preços for insuficiente para o ajustamento a variações na competitividade e/ou a choques, há ainda um risco de perdas económicas prolongadas. Para o conjunto da área do euro, adopções prematuras do euro poderiam conduzir a uma perda de credibilidade do projecto da UEM.

Os relatórios de convergência elaborados pelo BCE³⁴ salientam que é necessário alcançar a convergência numa base duradoura e não apenas num determinado momento. Por esta razão, as análises dos países descrevem pormenorizadamente a sustentabilidade da convergência. Assim, a evolução económica dos países em questão é analisada retrospectivamente, cobrindo, em princípio, os últimos dez anos. Tal permite determinar até que ponto os progressos em curso resultam de verdadeiros ajustamentos estruturais, o que, por sua vez, possibilita uma melhor avaliação da sustentabilidade da convergência económica. Além disso, e na medida do adequado, é adoptada uma análise prospectiva. Neste contexto, ressalta-se, em particular, o facto de a sustentabilidade de uma evolução económica favorável depender de forma crítica de respostas de política apropriadas e duradouras face aos desafios actuais e futuros. No geral, é realçado que assegurar a sustentabilidade da convergência económica procede quer da obtenção de uma posição inicial sólida, quer das políticas seguidas após a adopção do euro.

Os critérios de convergência legal obrigam os futuros países da área do euro a criarem as bases jurídicas para a participação na União Monetária, sendo a independência do banco central um dos aspectos mais importantes.

Os critérios de convergência económica garantem que os países candidatos estabeleçam condições económicas favoráveis à manutenção da estabilidade de preços e à coesão da área do euro. O enquadramento de análise inclui a evolução dos preços, saldos orçamentais e rácios da dívida, taxas de câmbio e taxas de juro de longo prazo, assim como outros factores. São utilizadas várias regras gerais na aplicação destes critérios.

1. Cada critério é interpretado e aplicado de forma rigorosa.
2. Os critérios constituem uma abordagem coerente e integrada, tendo de ser cumpridos na sua totalidade. O Tratado refere os critérios numa base de igualdade e não sugere hierarquias.
3. Os critérios têm de ser cumpridos com base em dados observados.
4. A aplicação dos critérios deve ser uniforme, transparente e simples.
5. A convergência tem de ser atingida numa base sustentável e não apenas num determinado momento.

Um país poderá integrar a área do euro logo que cumpra, de forma sustentável, estes critérios jurídicos e económicos. Contudo, a adopção do euro não significa o fim do processo. Na verdade, integrar a área do euro não é em si uma fórmula de sucesso. Após adoptarem o euro, os países necessitam ainda de pôr em prática as políticas correctas para serem bem-sucedidos na área do euro (ver Secção 4.1, 4.2 e 4.3).

É necessária uma
convergência sustentável

34 Ver o Relatório de Convergência do BCE de Maio de 2008.

Os mecanismos de ajustamento têm de ser mais eficientes ...

... para o bom funcionamento da área do euro

Verificaram-se ganhos até à data, mas são necessárias novas reformas

A diferenciação salarial apoia o emprego

É necessária a realização plena do Mercado Único

4.5 DESAFIOS E RUMO A SEGUIR

As secções anteriores demonstram que a flexibilidade e a integração a nível económico são claros pré-requisitos para o bom funcionamento da área do euro, uma vez que as diferentes economias ou regiões poderão ser afectadas, a nível individual, por desenvolvimentos específicos. Além disso, a área do euro é constantemente confrontada com choques e desafios, por exemplo, em termos de concorrência mundial ou de evolução dos preços dos produtos energéticos. Simultaneamente, as políticas monetárias e cambiais a nível nacional deixam de ser opções disponíveis numa união monetária. Para evitar uma situação em que, após sofrer um choque específico ou assimétrico, um país ou uma região da área do euro entre num período prolongado de crescimento reduzido e de desemprego elevado ou num longo período de sobreaquecimento, é necessário que estejam em funcionamento outros mecanismos de ajustamento eficientes.

Os recentes aumentos da participação no mercado de trabalho e do emprego são desenvolvimentos encorajadores, que demonstram que as anteriores reformas dos mercados de trabalho, a imigração e a moderação salarial ajudaram a ultrapassar algumas das restrições ao crescimento, decorrentes da rigidez e da excessiva regulamentação dos mercados de trabalho. Confirmam também que uma política monetária orientada para a estabilidade de preços não é, de modo nenhum, incompatível com a criação de emprego e com um nível baixo de desemprego. Porém, apesar dos progressos, a maioria dos países da área do euro está ainda longe de ter esgotado o potencial para novos aumentos das taxas de participação e do emprego. Obstáculos estruturais resultantes de um quadro regulamentar e jurídico rígido, de elevados impostos sobre o trabalho e da rigidez associada a regulamentações salariais continuam a impedir, ou a desencorajar, demasiados indivíduos de participarem activamente no mercado de trabalho e, por conseguinte, mantêm as taxas de participação demasiado baixas e o desemprego demasiado elevado.

Assim, para aumentar o emprego, a produtividade e a resistência aos choques económicos, é especialmente importante que a política económica nos países da área do euro seja desenvolvida nas seguintes dimensões. Primeiro, no respeitante a políticas do mercado de trabalho, os governos e os parceiros sociais têm de partilhar responsabilidades para garantirem que, na determinação dos salários, se presta suficiente atenção às condições do mercado de trabalho e não se põe em causa a competitividade e o emprego. Tal exige que os parceiros sociais tenham em consideração as diferentes condições a nível empresarial e sectorial e que atenuem as repercussões das negociações salariais na competitividade e, conseqüentemente, no emprego, na sua empresa, indústria, sector ou região. Suficiente diferenciação salarial aumentaria as oportunidades de emprego de trabalhadores menos qualificados e em regiões e sectores com um desemprego elevado. Neste aspecto, a regulamentação excessiva, como é o caso dos salários mínimos, compromete a criação de emprego, especialmente para os trabalhadores mais jovens e menos qualificados, bem como para todos aqueles que enfrentam problemas em entrar no mercado de trabalho.

Segundo, o funcionamento adequado dos ajustamentos através dos mercados de trabalho tem de ser complementado pela realização plena do Mercado Único, particularmente no sector dos serviços e nas indústrias de rede. Uma integração mais profunda dos mercados poderá estimular a flexibilidade dos preços ao promover a concorrência e mercados do produto abertos. A existência de uma maior concorrência transfronteiras e a integração dos mercados entre os países da área do euro contribuiriam para preços mais baixos. Permitiriam ainda melhorar os processos de ajustamento de cada país, na eventualidade de choques específicos a uma região ou a um país ou de desenvolvimentos cíclicos divergentes, evitando, assim, níveis demasiado elevados de desemprego a nível regional.

Terceiro, as autoridades nacionais podem contribuir de modo substancial para assegurar um bom funcionamento dos mecanismos de ajustamento na área do euro mediante a condução de uma política orçamental sustentável e bem concebida, em consonância com as orientações fornecidas pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento. Além disso, a política orçamental pode, e deve, também ajudar a apoiar o crescimento a longo prazo, melhorando a qualidade da despesa e minimizando os desincentivos económicos nas políticas fiscais. Neste contexto, é especialmente importante que as autoridades orçamentais se preparem para os desafios colocados pelo envelhecimento da população. Uma despesa pública elevada e ineficaz pode funcionar como um travão à actividade económica ao impor à economia uma elevada carga fiscal e ao canalizar recursos para utilizações improdutivas. De igual modo, preços administrados, impostos indirectos e salários mínimos mais elevados contribuem normalmente para pressões inflacionistas, dificultando a condução da política monetária.

Quarto, no contexto da Estratégia de Lisboa, devem ser implementadas as reformas necessárias com vista a melhorar as perspectivas de crescimento a longo prazo da área do euro e a aumentar o emprego e a produtividade. Tal irá melhorar os mecanismos de ajustamento em cada país, região ou sector, sendo, por isso, um factor importante para o reforço da resistência global da economia da área do euro aos choques económicos.

Quinto, a evolução da competitividade em termos de preços e de custos unitários do trabalho nas economias da área do euro deve ser acompanhada de perto. A persistência de perdas de competitividade de custos relativa pode também estar relacionada com alguma rigidez estrutural, provocando inércia na formação dos preços e dos salários e aumentos excessivos dos custos do trabalho. Caso estes fenómenos sejam identificados, é importante que todas as partes envolvidas – o sector privado, os parceiros sociais e as autoridades públicas nacionais – sejam o mais lúcidas possível nas suas decisões, de modo a evitar perdas relativas de competitividade economicamente injustificadas, que prejudicariam o crescimento e a criação de emprego no futuro.

Por último, os países que pretendem integrar a área do euro no futuro são aconselhados a terem seriamente em consideração, nos respectivos processos de convergência, os desafios atrás referidos e a estarem bem preparados aquando da sua adesão.

São importantes políticas orçamentais sólidas e impostos baixos

A Estratégia de Lisboa continua a ser fundamental

As variações na competitividade têm de ser acompanhadas com atenção

5 O PAPEL INTERNACIONAL DO EURO E O SEU IMPACTO NOS FLUXOS DE COMÉRCIO E DE CAPITAL



Desde 1998, a área do euro tornou-se ainda mais aberta ao resto do mundo, tomando como medida o comércio e as suas posições activa e passiva de investimento internacional. Simultaneamente, os fluxos de comércio e de capital entre os países da área do euro também aumentaram. O comércio intra-área do euro de bens e de serviços aumentou cerca de 10 pontos percentuais em relação ao PIB, devido, em parte, à introdução do euro. Intra-área do euro, a moeda única contribuiu também para um aumento do grau de concorrência e para a convergência dos preços do comércio, fenómenos que se espera que persistam no futuro. Quanto aos fluxos de capital, o euro impulsionou o investimento directo estrangeiro (IDE), sobretudo em termos da actividade de fusões e aquisições (F&A) transfronteiras no sector da indústria transformadora, bem como os fluxos de carteira entre os países da área do euro. Vários factores associados ao euro propiciaram estes movimentos de capital mais elevados entre os países da área do euro, designadamente a eliminação do risco cambial, a redução do custo do capital, a utilização de plataformas de transacção comuns e a fusão transfronteiras de bolsas de valores (por exemplo, a Euronext). Outra faceta do euro está relacionada com a sua utilização fora da área do euro. Ao longo dos últimos dez anos, o papel do euro nos mercados internacionais registou um ligeiro aumento. Porém, o ritmo de evolução foi gradual e, aparentemente, estabilizou em alguns segmentos de mercado. Além disso, o papel internacional do euro encontra-se geograficamente concentrado em regiões vizinhas da área do euro. Estas facetas internacionais da área do euro sublinham a necessidade de um diálogo estreito entre o Eurosistema e os bancos centrais de outras regiões do mundo. Esse diálogo realiza-se através de vários canais bilaterais e multilaterais. O presente capítulo encontra-se estruturado como descrito a seguir. A Secção 5.1 analisa os efeitos do euro sobre o comércio e a competitividade, ao passo que a Secção 5.2 foca o impacto do euro nos fluxos de capital internacionais. A Secção 5.3 apresenta um balanço da evolução do papel internacional do euro e a Secção 5.4 debate a cooperação internacional da área do euro, centrando-se no papel do BCE.

5.1 COMÉRCIO DE BENS E DE SERVIÇOS NA ÁREA DO EURO

A economia da área do euro é relativamente aberta, sobretudo em comparação com as duas outras principais economias do mundo, os Estados Unidos e o Japão. Em 2006, o valor combinado das importações e exportações de bens e de serviços correspondeu a cerca de 42% do PIB, face a cerca de 32% e 28%, respectivamente no Japão e nos Estados Unidos. A área do euro representou também 18% do valor das exportações mundiais, o que compara com, aproximadamente, 12% no que se refere aos Estados Unidos, 6% no caso do Japão e 10% quanto aos dez maiores países exportadores de petróleo. Além disso, a abertura do comércio da área do euro aumentou significativamente desde 1998 (cerca de 11 pontos percentuais), em particular, como resultado do rápido crescimento do comércio com os novos Estados-Membros da UE e com a China.

Desde 1998, o comércio entre os países da área do euro registou um forte aumento. O valor das exportações e importações de bens na área do euro aumentou de cerca de 26% do PIB em 1998, o ano anterior à introdução do euro, para 33% do PIB em 2007. Ao mesmo tempo, o comércio de serviços intra-área do euro também subiu, passando de 5% para 7% do PIB. Em 2007, o comércio entre os países da área do euro representou cerca de metade do total do comércio da área do euro.

A evolução do comércio da área do euro com a Dinamarca, a Suécia e o Reino Unido mostra que o euro impulsionou o comércio entre os países da área do euro para um nível que suplanta os efeitos positivos gerados pelo continuado processo de integração da UE num mercado único. Desde 1998, o crescimento homólogo das exportações de bens da área do euro para os três países da UE15 que não adoptaram o euro tem, em média, sido 3% inferior ao crescimento homólogo das exportações no seio da área do euro. Paralelamente, o crescimento das importações desses países tem, em média, sido 2%

A economia da área do euro é relativamente aberta em comparação com a dos Estados Unidos e a do Japão

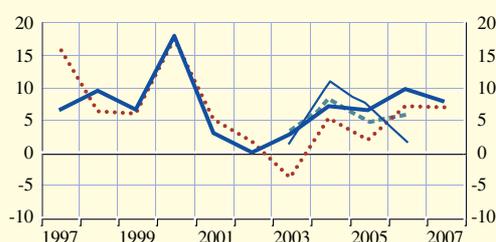
O comércio entre os países da área do euro aumentou acentuadamente desde 1998

Gráfico 1 Evolução do comércio intra-área do euro face ao comércio da área do euro com a Dinamarca, a Suécia e o Reino Unido, 1996-2007

(valores; crescimento homólogo)

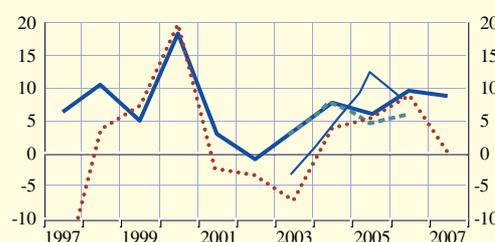
Exportações

- exportações de bens intra-área do euro
- exportações de bens da área do euro para DK, SE, UK
- - - - - exportações de serviços intra-área do euro
- exportações de serviços da área do euro para DK, SE, UK



Importações

- importações de bens intra-área do euro
- importações de bens da DK, SE, UK da área do euro
- - - - - importações de serviços intra-área do euro
- importações de serviços da DK, SE, UK da área do euro



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: As estimativas para 2007 baseiam-se em dados para o primeiro semestre de 2007. A informação sobre o comércio de serviços encontra-se disponível apenas desde 2002.

mais baixo do que as importações na área do euro. Nos serviços, o crescimento anual dos fluxos intra-área do euro tem, na verdade, sido inferior ao crescimento do comércio com os três países não pertencentes à área do euro, possivelmente reflectindo, em parte, uma especialização mais forte do Reino Unido no domínio dos serviços e o ainda muito fragmentado mercado interno de serviços da UE (ver Gráfico 1).

Com base em diversos estudos empíricos, em seguida fornece-se uma análise mais pormenorizada do impacto da União Económica e Monetária (UEM), a fim de estabelecer uma distinção entre os efeitos do euro em termos de criação de comércio e os efeitos de outros desenvolvimentos importantes ao longo da última década (incluindo, por exemplo, a continuação da integração da UE e o actual ritmo acelerado da globalização).

EFEITOS DO EURO EM TERMOS DA CRIAÇÃO DE COMÉRCIO DE BENS

Ceteris paribus, as expectativas são de que uma união monetária estimule o comércio entre os respectivos membros através da supressão da volatilidade das taxas de câmbio, eliminando desse modo a incerteza quanto à rentabilidade e aos lucros decorrente de flutuações na taxa de juro. Para além do impacto em termos da volatilidade das taxas de câmbio, é provável que, devido à formação de uma união monetária, o comércio intra-UE registe um impulso adicional – o designado “efeito Rose”¹.

Nos últimos anos, um número crescente de estudos empíricos debruçou-se sobre o impacto do euro no comércio de bens, não tendo, porém, ainda sido quantificados os efeitos sobre os serviços, em virtude da escassez dos dados necessários. Existe um consenso generalizado de que o euro teve um peso positivo no comércio da área do euro. No entanto, os resultados das estimativas da dimensão desse efeito têm sido muito heterogéneos, devido, em grande parte, à adopção de diferentes metodologias de análise. Os economistas terão chegado agora ao consenso de que a moeda única impulsionou o crescimento do

1 A designação “efeito Rose” vem do nome Andrew Rose, o primeiro economista a avançar a possibilidade de as uniões monetárias aumentarem o comércio de um modo que suplanta o efeito positivo resultante da eliminação da volatilidade das taxas de câmbio. Rose, Andrew K., “One money, one market: the effect of currency unions on trade”, *Economic Policy* 30, 2000, pp. 7-46.

Devido ao euro, o comércio entre os países da área do euro é, em média, 2 a 3% mais elevado

comércio dos países da área do euro, em média, entre 2 a 3 pontos percentuais². Esta avaliação está em conformidade com as indicações preliminares do Gráfico 1. Em contraste, é possível que anteriores estimativas de efeitos superiores estejam ligeiramente enviesadas no sentido ascendente. O número, anteriormente reduzido, de observações disponíveis para o período da UEM dificultou, até há muito pouco tempo, a distinção entre os efeitos sobre o comércio resultantes do euro, do Mercado Único da UE e do aumento geral do comércio entre a área do euro e o resto do mundo.

No que se refere a sectores específicos, a eliminação, entre os países da área do euro, da incerteza decorrente de flutuações nas taxas de câmbio beneficiou o comércio em todos os sectores. Em contraste, o efeito Rose, isto é, o impulso adicional proporcionado pela adopção da moeda única, regista-se sobretudo em sectores como o da maquinaria e o dos bens de consumo altamente diferenciados, como, por exemplo, produtos alimentares e relacionados³. A maioria destes sectores tem custos de entrada no mercado elevados, associados à decisão de começar a exportar, o que sugere que a redução desses custos é um dos canais através dos quais o euro poderá ter contribuído para os fluxos de comércio da área do euro.

A análise em curso das exportações das empresas corrobora esta perspectiva, indicando que o euro contribuiu principalmente para um aumento do número de produtos e variedades exportados no seio da área do euro, em vez de aumentar os volumes dos artigos já exportados antes de 1999. Além disso, a moeda única poderá também ter afectado o comércio através da alteração do comportamento de fixação de preços por parte dos exportadores da área do euro. A evidência disponível sugere que, após a adopção do euro, diminuíram os incentivos para as empresas prosseguirem a segmentação dos mercados no seio da área do euro através da aplicação de preços específicos a cada país⁴. Paralelamente, o euro contribuiu também para uma convergência de preços entre os países participantes na área do euro⁵. Em termos gerais, o euro terá reduzido os custos fixos e de transacção das empresas da área do euro, tendo essa redução sido parcialmente transmitida aos consumidores, sob a forma de preços do comércio mais baixos.

O EURO E A COMPETITIVIDADE DA ÁREA DO EURO

Quanto ao impacto da UEM na competitividade das empresas da área do euro e na sua capacidade de desempenharem um papel de relevo nos mercados mundiais, os estudos recentes indicam que o euro contribuiu para uma melhoria da competitividade das empresas, ao facilitar o comércio dos países da área do euro e ao contribuir para a integração do Mercado Único da UE. Os países da área do euro são considerados melhores bases de exportação, atraindo um maior número de empresas de países vizinhos. Uma área do euro maior e mais integrada não só permite às empresas beneficiarem do aumento da escala das suas operações a um custo marginal decrescente, como também tende a estar associada a uma concorrência mais forte e, por conseguinte, a uma maior variedade de produtos, a uma produtividade mais elevada e a preços mais baixos⁶.

Assim, com tudo o resto constante, o euro fomentou a eficiência da área do euro, melhorando a sua capacidade de competir nos mercados mundiais. No entanto, o impacto entre os países da área do euro

2 Consultar, por exemplo, Bun M. e Klassen F., “The euro effect on trade is not as large as commonly thought”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 69, 4, 2007.

3 Para obter dados sobre os estudos sectoriais, consultar, por exemplo, Baldwin R., Skudelny F. e Taglioni D., *The effect of the euro: Evidence from sectoral studies*, Documento de Trabalho do BCE n.º 446, 2005; De Nardis S., De Santis R. e Vicarelli C., *The single currency's effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?*, ISAE, 2007.

4 Consultar, por exemplo, Berthou A. e Fontagné L., *The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data*, CEPII, 2008, bem como Méjean I. e Schweltnus C., *Does European Integration have an Effect on the Pricing Behaviour of French Exporters?*, CEPII, 2007.

5 Consultar, por exemplo, Allington N., Kattuman P. e Waldman F., “One market, one money, one price?”, *Journal of Central Banking*, 2005, pp. 73-115.

6 Ottaviano G., Taglioni D. e di Mauro F., *Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, Eastern enlargement and competitiveness in the European Union*, Documento de Trabalho do BCE n.º 847, 2007.

O euro poderá ter conduzido a reduções de custos para as empresas da área do euro e a preços mais baixos dos bens transaccionados

O euro tornou as empresas mais competitivas

Em termos de custos, os países da área do euro enfrentam uma concorrência maior a nível mundial

poderá variar, devido a diferenças em termos da qualidade das instituições e do acesso à tecnologia, à investigação e ao desenvolvimento.

Face a este contexto de maior concorrência na área do euro, o surgimento a nível mundial de países competitivos em termos de preços como importantes exportadores também aumentou o grau de concorrência externa que os países enfrentam⁷. A título de exemplo, ao longo da última década, a quota da China no mercado de exportações mundial tem vindo a aumentar a um ritmo médio de, aproximadamente, 13% ao ano (ver Gráfico 2). Trata-se, aparentemente, da contrapartida do decréscimo da quota do mercado de exportações mundial sofrido pela área do euro (1.7% por ano) e por outros países exportadores importantes ao longo do mesmo período (com decréscimos anuais entre 1.2% e 1.7%). Contudo, as perdas ao nível da área do euro não foram uniformes, verificando-se diferenças entre as várias economias. A Irlanda e a Alemanha constituem excepções notórias, visto que as respectivas quotas do mercado aumentaram na última década. Existem também diferenças em relação aos anos, concentrando-se as maiores perdas no período entre 2002 e 2004, coincidente com a adesão da China à Organização Mundial do Comércio.

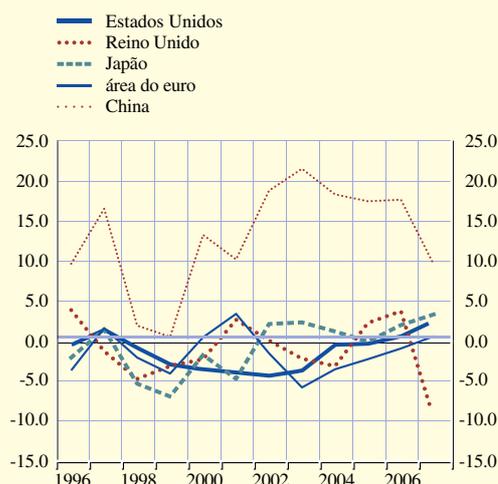
As perdas na parcela da área do euro no mercado de exportações constituem, em parte, um ajustamento mecânico ao aparecimento de novos concorrentes com níveis de rendimento mais baixos. Todavia, em certa medida, essas perdas podem também reflectir a especialização das exportações da área do euro. Em particular, aparentemente alguns países da área do euro sofrem em certa medida por terem maior peso de sectores intensivos em trabalho, nos quais as economias emergentes têm uma vantagem comparativa relativa. Numa perspectiva mais positiva, análises recentes mostram que, na última década, a área do euro e outros Estados-Membros da UE também aumentaram as respectivas quotas de mercado nos segmentos de preços e de qualidade mais elevados das indústrias e produtos com maior maturidade, o que contrasta com o seu desempenho relativamente mais fraco em outros tipos de exportações⁸.

5.2 FLUXOS DE CAPITAL INTERNACIONAIS

Do ponto de vista financeiro, a área do euro é também relativamente aberta, tendo os activos e passivos internacionais excedido 150% do PIB em 2006, o que compara com cerca de 115% nos Estados Unidos e 90% no Japão. Além disso, o grau de abertura financeira externa da área do euro aumentou

Gráfico 2 Variação anual das quotas do mercado de exportações: área do euro, Reino Unido, Estados Unidos, Japão e China

(volumes; pontos percentuais)



Fonte: Cálculos do BCE.

Notas: As variações das quotas do mercado de exportações são calculadas como a diferença entre a taxa de crescimento homóloga das exportações e a procura externa (em que a procura externa é definida como uma soma dos volumes de importação de bens e serviços ponderada pelas exportações de cada país). A última observação refere-se a 2007.

7 Consultar, por exemplo, o artigo intitulado "Globalisation, trade and the euro area macroeconomy", publicado na edição de Janeiro de 2008 do Boletim Mensal do BCE, e F. di Mauro e R. Anderton, *The external dimension of the euro area: assessing the linkages*, Cambridge University Press, 2007.

8 L. Fontagné, G. Gaulier e S. Zignago, "Specialization Across Varieties and North-south Competition", *Economic Policy*, Vol. 23, n.º 53, 2008, pp. 51-91.

As quotas de mercado maiores da área do euro registam-se nos segmentos dos produtos tradicionais e de luxo

Em termos financeiros, a área do euro é "aberta", sobretudo desde o lançamento do euro

significativamente nos últimos anos, tendo os activos e passivos externos registado uma subida de cerca de 60% do PIB no período entre 1999 e 2006.

Os diferentes países da área do euro são consideravelmente mais abertos do que o conjunto da área do euro, dada a grande actividade de carteira e de IDE também observada entre os países participantes na área do euro. Por exemplo, os países da área do euro – como recipientes ou fontes de investimento – representaram 57% dos fluxos de IDE mundiais entre 2000 e 2005. Ao mesmo tempo, de 2001 a 2006, os residentes na área do euro detinham 44% e 34% das carteiras de obrigações e de títulos de participação internacionais a nível mundial. Tendo em conta que o PIB da área do euro é apenas um quarto do PIB mundial, estes factos estilizados sugerem que o euro poderá ter desempenhado um papel importante nestes movimentos de capital, sobretudo entre os países da área do euro.

As duas subsecções que se seguem documentam os possíveis efeitos do euro no IDE, na actividade de F&A e no investimento de carteira.

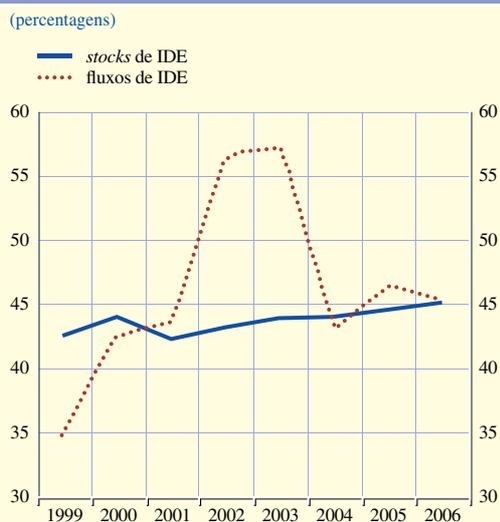
O IMPACTO DA UEM NO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO E NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES

As empresas têm a possibilidade de se expandir para o estrangeiro através da realização de um investimento físico em outro país ou através da fusão com uma empresa estrangeira ou da sua aquisição. O IDE pode, portanto, proporcionar a uma empresa novos mercados e canais de comercialização, bem como acesso a tecnologias, produtos e competências novos. Para o país de acolhimento ou para a empresa que recebe o investimento, pode facultar uma nova fonte de tecnologia, capital, processos, produtos, tecnologias de organização e competências de gestão e, como tal, impulsionar fortemente o desenvolvimento económico. Em geral, o IDE permite um aumento da eficiência tanto nos países de origem como nos países de acolhimento.

A integração económica e financeira europeia terá constituído um pólo de atracção para a actividade de IDE, em particular no sector da indústria transformadora, registando-se uma percentagem crescente de fluxos de IDE entre os países da área do euro. Por exemplo, os fluxos de IDE intra-área do euro como uma percentagem do total de IDE da área do euro aumentaram de 35% em 1999 para 45% em 2006 (ver Gráfico 3). Observa-se igualmente uma tendência positiva quando se analisa os *stocks* de IDE, tendo os *stocks* de IDE intra-área do euro como uma proporção do total de *stocks* de IDE da área do euro aumentado de cerca de 43% em 1999 para 45% em 2006.

Dado que a maioria da actividade de IDE assume a forma de F&A, sendo os países da UE15 e os Estados Unidos os intervenientes mais importantes, a análise das F&A transfronteiras fornece informação adicional sobre o impacto do euro na actividade de IDE.

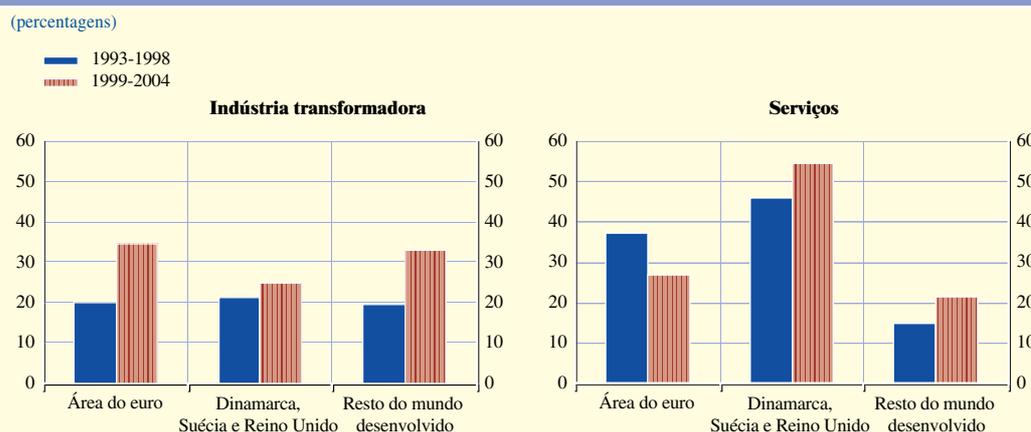
Gráfico 3 IDE intra-área do euro como uma percentagem do IDE total da área do euro, 1999-2006



Fonte: BCE.
Nota: Entradas (*stocks*) de IDE intra-área do euro mais saídas (*stocks*) de IDE intra-área do euro como uma percentagem de duas vezes o total dos fluxos (*stocks*) de IDE da área do euro.

Registou-se um aumento forte dos fluxos de IDE entre os países da área do euro desde 1999 ...

Gráfico 4 F&A transfronteiras na indústria transformadora e activos da área do euro referentes a aquisições de serviços (1993-2004)



Fonte: Thompson Financial.

Notas: “Área do euro” corresponde ao rácio entre as F&A transfronteiras intra-área do euro e a soma das F&A transfronteiras intra e extra-área do euro. “Dinamarca, Suécia e Reino Unido” corresponde ao rácio entre as F&A da Dinamarca, Suécia e Reino Unido face a empresas da área do euro dividido pelo respectivo total de F&A transfronteiras. “Resto do mundo desenvolvido” corresponde ao rácio entre as F&A do Canadá, Japão, Noruega e Estados Unidos face a empresas da área do euro dividido pelo respectivo total de F&A transfronteiras.

... particularmente em termos de F&A na indústria transformadora

As F&A transfronteiras intra-área do euro no sector da indústria transformadora como uma percentagem do total de F&A transfronteiras da área do euro na indústria transformadora aumentaram de 20% nos seis anos anteriores à UEM (1993-1998) para 35% no período de seis anos após a UEM (1999-2004). Além disso, empresas da indústria transformadora do Canadá, do Japão, da Noruega e dos Estados Unidos aumentaram a sua percentagem de fusões com empresas da área do euro. Em contraste, quando se analisa os serviços, a percentagem de F&A intra-área do euro diminuiu de 37% para 27% ao longo do mesmo período, ao passo que outros países aumentaram a percentagem de F&A investida em activos da área do euro (ver Gráfico 4).

A questão central é determinar se a UEM contribuiu para esses desenvolvimentos. Para além da eliminação do risco de taxa de câmbio, alguns dos possíveis mecanismos indutores de IDE decorrentes da introdução do euro são: (i) a redução dos custos fixos e de transacção, (ii) a redução tanto dos custos do financiamento por acções e obrigações como do financiamento bancário, e (iii) a influência do comércio no IDE, na medida em que os fluxos de IDE internos e externos estão interrelacionados com o comércio. Todos estes factores poderão ter facilitado a reafecção do capital entre os países da área do euro.

Estima-se que os fluxos de IDE intra-área do euro sejam cerca de 15% mais elevados devido ao euro

Vários estudos empíricos debruçaram-se sobre o impacto do euro no IDE⁹. Os resultados sugerem que o euro impulsionou o IDE entre os países da área do euro para um nível que suplanta os efeitos positivos gerados pelo Mercado Único da UE. Em termos globais, o efeito médio positivo do euro nos fluxos de IDE agregados na área do euro é, aparentemente, cerca de 15%, cifrando-se o impacto do euro nos fluxos de IDE do exterior da área do euro para países da área do euro em, aproximadamente, 7%. Estes resultados estão em conformidade com os apresentados no Gráfico 3.

⁹ Consultar, por exemplo, Petroulas, P., “The effect of the euro on foreign direct investment”, *European Economic Review*, 51, 2007, pp. 1468-1491; Schiavo S., “Common currencies and FDI flows”, *Oxford Economic Papers*, 59, 2007, pp. 536-560; De Sousa, J. e J. Lochard, *Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach*, University of Paris 1, mimeo, 2006; Flam, H. e H. Nordström, *The euro and Single Market impact on trade and FDI*, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, mimeo, 2007.

O maior impacto do euro terá sido no sector da indústria transformadora. As estimativas sugerem que, em média, o euro aumentou, em cerca de 160%, a actividade de F&A transfronteiras intra-área do euro na indústria transformadora¹⁰. Além disso, o efeito estimado do euro nas F&A da área do euro, com origem em países fora da área do euro no sentido dos países participantes na área do euro, representa um aumento de cerca de 80%. Os sectores que registaram maior expansão nos países da área do euro, em comparação com o IDE externo na área do euro, foram os dos produtos químicos e petrolíferos, do carvão, dos artigos de borracha e de matérias plásticas e do material de transporte. Em contraste, a percentagem correspondente à actividade de aquisições entre os países da área do euro nos sectores da maquinaria e do equipamento registou, em termos efectivos, uma diminuição.

No que diz respeito aos serviços, o impacto estimado do euro nas F&A transfronteiras terá sido insignificante, sugerindo que é possível que tais actividades sejam negativamente afectadas pelas barreiras ao comércio transfronteiras de serviços e pela regulamentação do mercado do produto nos países visados¹¹. Estes resultados estão em consonância com o Gráfico 4 e com o crescimento moderado observado no comércio de serviços intra-área do euro em relação ao comércio extra-área do euro.

O IMPACTO DA UEM NO INVESTIMENTO DE CARTEIRA TRANSFRONTEIRAS

A riqueza individual assume frequentemente a forma de investimentos de carteira em acções (investimentos em empresas específicas), em obrigações (investimentos em dívida concebidos para vencerem juros) e em fundos de investimento mobiliário (essencialmente, fundos monetários geridos por profissionais em nome dos investidores). Se esses instrumentos forem emitidos num país diferente daquele em que o investidor reside, então o investimento é de natureza transfronteiras e está sujeito, entre outros factores, ao risco cambial.

O euro impulsionou a actividade de investimento de carteira transfronteiras entre os países da área do euro ao eliminar o risco de taxa de câmbio e ao propiciar a criação de plataformas de negociação comuns (por exemplo, a criação da Euronext, através da fusão transfronteiras das bolsas de Amesterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris) e a integração da infra-estrutura do mercado de pós-negociação, tendo assim contribuído para uma nova redução dos obstáculos ao comércio no âmbito do investimento de carteira.

Na maioria dos países, os fundos de carteira estão muitas vezes sujeitos a determinadas restrições em termos do respectivo nível de investimento não interno. Por exemplo, as regras em matéria de congruência da moeda aplicáveis aos fundos de carteira foram concebidas no sentido de reduzir o risco cambial. Desde a adopção do euro em Janeiro de 1999, a regra da congruência da moeda intra-área do euro passou a ser aplicável ao euro em vez de às anteriores moedas nacionais. A maior flexibilidade daí resultante possibilitou às carteiras de cada país da área do euro uma diversificação melhorada do risco de investimento através da aquisição de mais activos de outros países da área do euro.

De facto, na área do euro, as detenções de activos de carteira da área do euro como uma percentagem do total de detenções de activos internacionais por residentes na área do euro aumentaram acentuadamente no período entre 1997 e 2006: 16 pontos percentuais no que se refere a títulos de participação e 46

10 Consultar Coeurdacier, N., De Santis, R. A. e A. Aviat, "Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces" (documento apresentado na 47.ª conferência do *Economic Policy Panel*, realizada em Liubliana, em Abril de 2008). Estas estimativas são compatíveis com outros estudos relacionados com o IDE total, visto que as F&A transfronteiras na indústria transformadora entre países desenvolvidos são apenas cerca de 30% do respectivo total a nível transfronteiras e excluem algumas categorias do IDE total, tais como o investimento em novos projectos, lucros reinvestidos e empréstimos entre empresas.

11 Dado que a regulamentação dos serviços ainda é da competência de cada Estado-Membro da UE, o mercado interno de serviços da UE continua, até à data, a ser muito fragmentado. É, por conseguinte, provável que restrições dos serviços tenham limitado as decisões de investimento dos empresários, prejudicando, assim, a afectação eficiente do capital a nível internacional e dentro da área do euro.

Os investimentos de carteira transfronteiras da área do euro registaram um forte aumento desde 1999 ...

... em virtude também da supressão de restrições ao investimento não interno

O euro aumentou os fluxos de carteira entre os vários países da área do euro

pontos percentuais no caso dos títulos de rendimento fixo (ver Gráfico 5). Além disso, todas as regiões mais importantes do mundo, assim como a Dinamarca, a Suécia e o Reino Unido, aumentaram as respectivas detenções de activos da área do euro (como uma percentagem das suas carteiras internacionais) ao longo do referido período, se bem que em menor grau. Tal sugere que o euro poderá ter estimulado fortemente as transacções de carteira entre os países da área do euro.

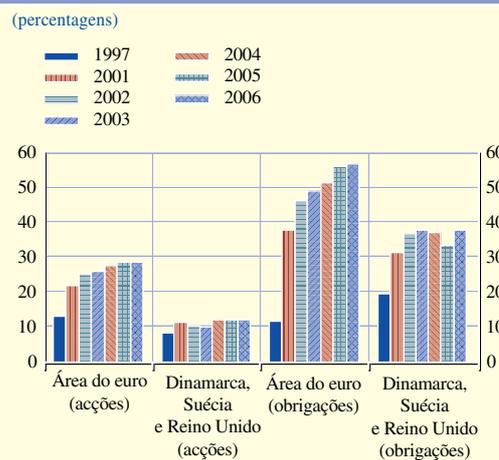
A preferência pela área do euro na reafecção das detenções de carteira observada desde o lançamento do euro poderá dever-se a muitas razões, por exemplo, a eliminação do risco de taxa de câmbio entre os países da área do euro, a supressão das barreiras técnicas ao comércio, a diversificação dos benefícios decorrentes da detenção de uma variedade de activos estrangeiros e o facto de, em 1998, as detenções internacionais de activos da área do euro poderem já se encontrar abaixo dos níveis óptimos, como indicado pelos princípios económicos¹². Estimativas empíricas corroboram a perspectiva de que a adopção do euro desempenhou um papel fundamental na reafecção das carteiras a nível mundial e entre os países da área do euro. Controlando pelas variáveis atrás referidas, estima-se que o impacto total do euro nas transacções bilaterais registadas entre os diferentes países da área do euro, face aos respectivos totais de detenções internacionais, terá correspondido a um aumento de 3.5% em termos de títulos de participação no capital e de 4.2% no que se refere a obrigações e promissórias¹³. Além disso, os países não participantes na área do euro aumentaram, em média, o seu investimento relativo em obrigações e promissórias da área do euro. Estes resultados estão em conformidade com a evolução ilustrada no Gráfico 5.

No geral, o euro promoveu o fluxo de capital entre os países da área do euro, proporcionando assim uma melhor diversificação dos riscos de investimento e de consumo.

5.3 O PAPEL INTERNACIONAL DO EURO

Um terceiro aspecto do papel internacional do euro está relacionado com a sua utilização fora da área do euro. Embora tenha sido adoptado em benefício da população da área do euro, tem obviamente também implicações para os residentes e empresas fora da área do euro. Os governos, empresas e particulares fora da área do euro podem optar por utilizar o euro em muitas das suas transacções económicas e financeiras diárias. Podem deter notas e moedas de euro, abrir contas bancárias denominadas

Gráfico 5 Detenções de activos de carteira da área do euro em relação ao total de detenções de carteiras internacionais, 1997-2006



Fontes: BIS, FMI, Thompson DataStream, cálculos do BCE.
 Notas: "Área do euro" corresponde aos activos (acções ou obrigações) transfronteiras intra-área do euro divididos pela soma dos activos (acções ou obrigações) transfronteiras intra e extra-área do euro. "Dinamarca, Suécia e Reino Unido" corresponde aos activos (acções ou obrigações) da área do euro detidos pela Dinamarca, Suécia e Reino Unido divididos pelo respectivo total de detenções de activos (acções ou obrigações) transfronteiras.

O euro é amplamente utilizado fora da área do euro

12 Outros factores que poderão ter influenciado a reafecção das carteiras a nível mundial são: o rendimento esperado e a volatilidade dos activos nas várias economias, a tendência para o investimento em activos nacionais (designadamente o grau de enviasamento nacional dos países), o esperado desempenho do crescimento económico, o quadro institucional, os perfis dos países em termos do envelhecimento da população, a intensidade do comércio bilateral, laços culturais, etc.

13 De Santis, R. e B. Gerard, *Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union*, Documento de Trabalho do BCE n.º 626, 2006. De Santis, R., *The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks*, Documento de Trabalho do BCE n.º 678, 2006.

em euros ou contrair empréstimos em euros, emitir instrumentos financeiros, tais como obrigações e promissórias, denominados em euros, e proceder a facturação e liquidação em euros a nível internacional. As autoridades de países terceiros também podem adoptar o euro como uma âncora do respectivo regime de taxa de câmbio ou decidir investir em euros parte das suas reservas cambiais.

Em termos de política, o Eurosistema adoptou uma orientação neutra relativamente à utilização internacional da sua moeda. Não prossegue a internacionalização do euro como objectivo de política e não fomenta nem desencoraja a sua utilização por não residentes na área do euro. A utilização da moeda única fora da área do euro é, e deve permanecer, o resultado de uma evolução económica e financeira assente em decisões livres privadas (e, por vezes, públicas). De qualquer modo, num mundo globalizado com sistemas financeiros profundamente integrados e assentes no mercado, os decisores de política dispõem de pouca margem para influenciarem a internacionalização de uma moeda, mesmo que tal pretendam. O aprofundamento dos mercados financeiros, bem como a promoção da sua integração e a prossecução da estabilidade de preços são exemplos de políticas que podem, de um modo indirecto, fomentar a utilização de uma moeda no estrangeiro. Com efeito, a utilização de uma moeda como moeda de reserva está, aparentemente, relacionada com as políticas referidas¹⁴. Contudo, é também óbvio que os objectivos de tais políticas são internos e não internacionais.

A política neutra do Eurosistema face ao papel internacional do euro não implica uma falta de interesse. O BCE tem acompanhado e analisado a evolução do papel internacional do euro e, desde 2001, publica as principais conclusões da sua análise numa base anual. A que se deve este interesse constante? Um dos motivos é a possibilidade de a utilização da moeda única fora da área do euro ter um impacto no mecanismo de transmissão da política monetária e no conteúdo informativo dos indicadores utilizados no âmbito da estratégia de política monetária. Outro motivo é a possibilidade de o papel internacional do euro afectar a transmissão dos choques financeiros e de taxa de câmbio mundiais à área do euro. Por último, o acompanhamento por parte do BCE do papel internacional do euro proporcionou ao público em geral e aos investigadores académicos, que se interessam por moedas internacionais, um conjunto de dados único e crescente sobre a utilização do euro por não residentes na área do euro.

As análises anuais do papel internacional do euro têm sido marcadas por três temas gerais. Primeiro, o papel do euro nos mercados internacionais aumentou ligeiramente ao longo dos anos, mas o ritmo de evolução tem sido gradual e terá mesmo estabilizado em alguns segmentos de mercado. Segundo, a dimensão internacional é, em parte, impulsionada pela própria área do euro. Terceiro, este papel encontra-se geograficamente concentrado nas regiões vizinhas da área do euro.

Desde o seu lançamento em 1999 que o euro é “internacional” pelo simples facto de ter substituído 11 moedas. Como sucessor do marco alemão e do franco francês, o euro passou imediatamente a ser utilizado por bancos centrais como moeda de reserva e como uma âncora das políticas cambiais de alguns países. Contudo, o papel internacional do euro evoluiu para além deste “legado”. Por exemplo, a actual percentagem do euro nas reservas oficiais a nível mundial é mais elevada do que a percentagem da soma de todas as moedas que o euro substituiu – incluindo o marco alemão –, a qual correspondia a cerca de 18% em 1998. Na verdade, de acordo com o FMI, a percentagem do euro nas reservas cambiais a nível mundial com uma composição conhecida aumentou para cerca de 25% nos primeiros cinco anos da UEM. Desde então, a percentagem do euro tem permanecido relativamente estável (Gráfico 6). Em resposta à sua utilização como moeda de reserva internacional, em Janeiro de 2005,

14 Consultar Chinn, M. e J. Frankel, “Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?”, in Richard Clarida (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, The University of Chicago Press, Chicago, 2006; e Chinn, M. e J. Frankel, *The euro may over the next 15 years surpass the dollar as leading international currency*, Documento de Trabalho do NBER n.º 13909, Abril de 2008.

A utilização do euro por não residentes não constitui um objectivo de política do Eurosistema

O BCE acompanha atentamente a evolução do papel internacional do euro

O papel do euro fora da área do euro aumentou, se bem que a um ritmo gradual

Os residentes da área do euro também influenciam o papel internacional da sua moeda

o Eurosistema adoptou um quadro para os serviços de gestão de reservas de bancos centrais e autoridades monetárias localizados fora da área do euro, bem como organizações internacionais.

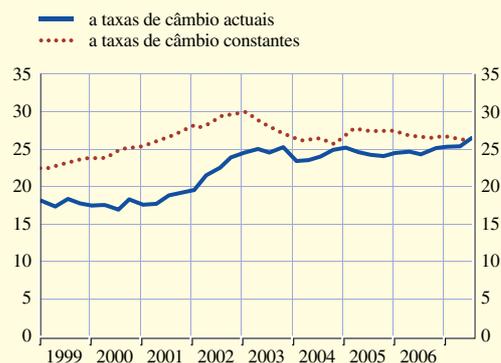
Uma segunda característica do papel internacional do euro é o facto de ser, parcialmente, impulsionado pela própria área do euro. Por outras palavras, os utilizadores do euro a nível interno, isto é, os cidadãos da área do euro, também influenciam o estatuto da sua moeda a nível mundial. Por exemplo, são cada vez mais os mutuários fora da área do euro a emitirem obrigações em euros. Na realidade, a percentagem do euro na “medida estreita” dos títulos de dívida internacionais, ou seja, excluindo emissões na moeda do país de origem, registou um aumento, situando-se em cerca de 31%, em Junho de 2007 (Gráfico 7). Todavia, estas obrigações não foram apenas adquiridas por investidores fora da área do euro. Com efeito, mais de metade destes títulos denominados em euros emitidos por não residentes na área do euro têm como alvo, e são adquiridos por, investidores da área do euro.

O papel internacional do euro encontra-se geograficamente concentrado nas regiões vizinhas da área do euro

A última característica, e talvez a mais distintiva, do papel internacional do euro é o seu carácter regional. Nos mercados financeiros internacionais, é natural que, designadamente, os países vizinhos da área do euro escolham o euro como moeda de financiamento. A título de exemplo, as entidades emissoras residentes na Dinamarca, na Suécia e no Reino Unido representam uma parcela significativa da emissão de dívida denominada em euros por não residentes (ver o quadro) e o centro financeiro de Londres, um dos principais a nível internacional, tem desenvolvido as suas transacções em euros a par das em dólares dos Estados Unidos¹⁵. De igual modo, todos os países que seguem uma política cambial associada ao euro são próximos da área do euro. Por último, o grau de substituição de moeda é mais elevado nos novos Estados-Membros da UE não participantes na área do euro, bem como nos países do Sudeste da Europa candidatos e potenciais candidatos à adesão à UE (Gráfico 8). Neste contexto, o Eurosistema tem frisado que uma eventual adopção unilateral da moeda única através da “euroização” à margem do quadro estabelecido pelo Tratado seria contrária aos

Gráfico 6 Parcela do euro nas reservas cambiais a nível mundial

(como uma percentagem das reservas afectadas)

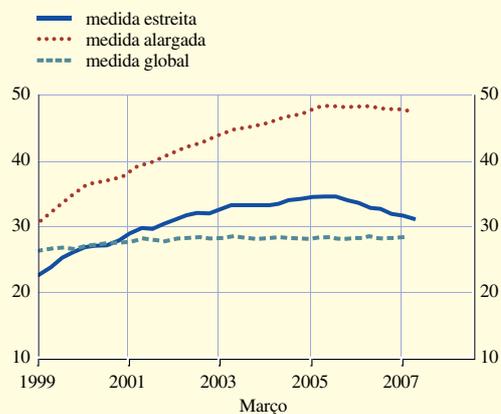


Fontes: FMI / base de dados COFER e cálculos do BCE.

Nota: As percentagens a taxas de câmbio constantes são reportadas à taxa de câmbio registada no terceiro trimestre de 2007.

Gráfico 7 Parcela do euro nos saldos de títulos de dívida internacionais

(como uma percentagem a taxas de câmbio constantes)



Fontes: BIS e cálculos do BCE.

Notas: As percentagens a taxas de câmbio constantes são reportadas à taxa de câmbio registada no terceiro trimestre de 2007. A medida estreita dos títulos de dívida internacionais é definida como a emissão de obrigações e promissórias, bem como de instrumentos do mercado monetário numa moeda que não seja a do país de origem do mutuário. A medida alargada adiciona à medida estreita a emissão de títulos de dívida denominados na moeda do país de origem do mutuário, conquanto que o “alvo” seja o mercado financeiro internacional. A medida global dos títulos de dívida adiciona à medida alargada todas as emissões domésticas que têm como alvo o mercado nacional. Para uma abordagem mais detalhada destas medidas, consultar a edição de Junho de 2007 da publicação do BCE dedicada à análise do papel internacional do euro (*Review of the International Role of the Euro*).

15 O papel do centro financeiro de Londres é abordado na análise do papel internacional do euro (*Review of the International Role of the Euro*), publicada pelo BCE em Dezembro de 2003.

Volume de obrigações e promissórias internacionais por região

(percentagens, 2007, T2)

	Área do euro	Dinamarca, Suécia, Reino Unido	Novos Estados-Membros	Países europeus fora da UE	América do Norte	Ásia e Pacífico	América Latina	Centros offshore	Organizações internacionais	Outros
EUR		44.7	3.1	3.8	23.6	5.5	2.0	10.0	6.3	1.0
USD	23.7	19.0	0.3	2.4	4.9	10.8	6.6	23.1	5.0	4.2
JPY	30.0	12.7	1.2	2.9	18.6	4.9	0.6	21.1	7.6	0.5

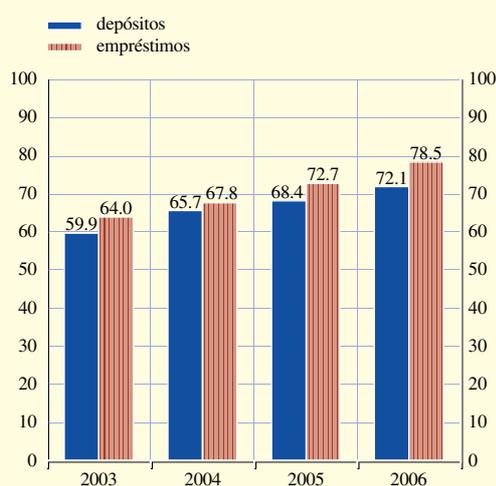
Fontes: BIS e cálculos do BCE.

fundamentos económicos subjacentes à UEM, que prevê a adopção do euro como o culminar de um processo de convergência estruturado no âmbito de um enquadramento multilateral¹⁶. O BCE também estudou cuidadosamente as determinantes do aumento do endividamento em moeda estrangeira na Europa Central, de Leste e de Sudeste¹⁷ e o Eurosistema avalia numa base permanente as possíveis repercussões de tal endividamento para a estabilidade financeira desses países¹⁸.

O carácter regional da utilização do euro a nível internacional reflecte uma combinação de factores históricos, institucionais e económicos. Historicamente, o euro partiu da longa tradição das moedas nacionais que substituiu, em particular o marco alemão, muito utilizado em certas regiões do continente europeu e regiões vizinhas. Institucionalmente, muitos dos países em torno da área do euro estão a preparar-se para adoptar o euro. Tal aplica-se aos Estados-Membros não participantes na área do euro que aderiram à UE sem uma cláusula de opção de não participação e que terão necessariamente de adoptar o euro, assim como aos países candidatos com a perspectiva de, no médio a longo prazo, aderirem à UE e, em última instância, adoptarem o euro. Em termos económicos, a área do euro é um importante parceiro comercial e financeiro para os países em questão. Todavia, os benefícios de, numa fase inicial do processo de convergência, seguir uma política de estabelecimento de uma taxa de câmbio fixa ao euro dependem muito da situação de cada país. Dado que o processo de convergência implica uma tendência para a apreciação real da taxa de câmbio ao longo do tempo, vários países optaram por centrar a sua política monetária na estabilidade dos preços a nível interno, permitindo ao mesmo tempo uma apreciação da sua taxa de câmbio nominal face ao euro.

Gráfico 8 Depósitos / empréstimos denominados em euros na Europa Central, de Leste e de Sudeste

(como uma percentagem do total de depósitos / empréstimos)



Fontes: Bancos centrais nacionais e cálculos dos especialistas do BCE.

Notas: Média não ponderada para a Albânia, Bósnia e Herzegovina, Croácia, República Checa, Estónia, Hungria, Letónia, Antiga República Jugoslava da Macedónia, Sérvia, Eslováquia e Turquia. Para a Bósnia e Herzegovina, os dados até ao final de 2004 não incluem empréstimos indexados ao euro.

¹⁶ Consultar *Policy Position on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries*, BCE, Dezembro de 2003.

¹⁷ A análise do papel internacional do euro publicada pelo BCE em Junho de 2007 aborda em pormenor a substituição de moeda na Europa Central, de Leste e de Sudeste.

¹⁸ Consultar, por exemplo, *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*, Documento Ocasional do BCE n.º 48, Julho de 2006.

5.4 COOPERAÇÃO INTERNACIONAL

O BCE desenvolveu relações estreitas com bancos centrais e organizações fora da área do euro. Esta cooperação internacional desenrola-se através de instituições multilaterais e contactos bilaterais. As actividades de cooperação internacional ajudam o BCE a acompanhar a evolução económica e financeira fora da área do euro. As reuniões a nível internacional proporcionam uma plataforma para o intercâmbio de informação sobre desenvolvimentos recentes, perspectivas económicas e desafios em termos de política económica fora da área do euro.

O Eurosistema desenvolveu uma série de ferramentas destinadas a intensificar a cooperação com os bancos centrais mais importantes do mundo. Organiza seminários de alto nível com bancos centrais de regiões específicas, incluindo o banco central da Rússia, os bancos centrais dos países do Mediterrâneo que participam no Processo de Barcelona, os bancos centrais e autoridades monetárias do Conselho de Cooperação dos Estados Árabes do Golfo e bancos centrais da América Latina e da região da Ásia Oriental-Pacífico. Quando solicitado, o BCE fornece igualmente assistência técnica e aconselhamento quanto a políticas, e partilha os seus conhecimentos em vários domínios de política, incluindo a implementação da política monetária, a supervisão bancária e a superintendência dos sistemas de pagamentos. Neste contexto, o percurso europeu no sentido da UEM, sobretudo a criação de um sistema de banca central supranacional, serve muitas vezes de exemplo e de fonte de inspiração para outras regiões.

O BCE desempenha um papel central em vários fóruns e organizações multilaterais. No FMI, uma instituição cujos membros são países, foi atribuído ao BCE o estatuto de observador, o que significa que pode participar nas reuniões do Conselho do FMI sempre que são debatidas matérias de interesse do Eurosistema. Além disso, o Presidente do BCE é convidado a participar – na qualidade de observador – nas reuniões semestrais do Comité Monetário e Financeiro Internacional, que fornece orientações de política no âmbito dos trabalhos do FMI. O Presidente do BCE também participa, juntamente com o Presidente do Eurogrupo, nas reuniões dos ministros e dos governadores dos bancos centrais do Grupo dos Sete (G7). O BCE toma parte nas reuniões de outros dois fóruns criados pelo G7 em 1999: o grupo dos 20 ministros das Finanças e governadores dos bancos centrais (G20), que reúne representantes de economias de mercado avançadas e emergentes para discutir questões de política financeira e económica internacional, e o Fórum de Estabilidade Financeira (FSF – *Financial Stability Forum*), que avalia as potenciais vulnerabilidades do sistema financeiro internacional. Além disso, o BCE participa em reuniões relevantes da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE), também uma instituição cujos membros são países, como parte da delegação da UE.

De particular importância é o Banco de Pagamentos Internacionais (BIS – *Bank for International Settlements*), “o banco dos bancos centrais”, que funciona como secretariado e anfitrião de várias reuniões de bancos centrais, incluindo as reuniões dos governadores do Grupo dos Dez (G10). O BCE é membro dos comités relevantes do BIS desde Novembro de 1999 e é um dos subscritores do capital do BIS desde 2005. O Presidente do BCE participa nas reuniões dos governadores dos bancos centrais do G10 e, desde o final de 2003, tem presidido a essas reuniões a título pessoal. O G10 instituiu vários comités permanentes e grupos de trabalho *ad hoc*, dos quais o BCE também é membro¹⁹.

¹⁹ Os quatro comités mais importantes são: o Comité de Supervisão Bancária de Basileia, o Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação, o Comité sobre o Sistema Financeiro Global e o Comité de Mercados.

5.5 LIÇÕES E RUMO A SEGUIR

Desde 1998, o grau de abertura da área do euro aos mercados financeiros e ao comércio externo a nível mundial tem vindo a aumentar continuamente, tendo o comércio e o investimento intra-área do euro também registado uma expansão significativa. O euro teve um efeito positivo no comércio da área do euro ao estimular as exportações de novos produtos e ao reduzir de algum modo os custos de exportação. Estes resultados estão em consonância com a evidência de alterações induzidas pelo euro no comportamento das empresas na fixação de preços no comércio, o que terá encorajado a convergência de preços na área do euro, a qual, por seu lado, exerceu uma pressão em sentido descendente sobre os preços das exportações intra-área do euro. Por último, o euro aumentou a concorrência a nível interno nos países que adoptaram a moeda única, o que conduziu a uma competitividade globalmente mais elevada das respectivas empresas e sugere que uma maior concorrência pode também ter impulsionado o aumento da convergência dos preços no comércio.

No que se refere aos fluxos de capital, a criação da UEM representou uma alteração institucional decisiva, que poderá ajudar a explicar a substancial reafecção de capital verificada. Em termos de investimento directo, os resultados empíricos sugerem que o euro favoreceu os fluxos de IDE entre os países da área do euro e funcionou como catalisador, gerando ondas de F&A transfronteiras no sector da indústria transformadora. Os países da área do euro beneficiaram de um aumento extraordinário de F&A intra-área do euro na indústria transformadora. Porém, o sector dos serviços ainda não exhibe todos os benefícios da integração financeira europeia. Numa análise prospectiva, tal implica que é muito provável que se verifiquem novas F&A, se forem eliminadas as barreiras transfronteiras subsistentes nas indústrias de serviços. Quanto ao investimento de carteira, para além da eliminação do risco de taxa de câmbio, a adopção do euro facilitou a afectação transfronteiras da actividade de carteira entre os países da área do euro, tanto nos mercados accionistas como obrigacionistas, em virtude de factores como a redução dos custos do financiamento bancário e por acções e obrigações, a utilização de plataformas de negociação comuns, bem como a fusão transfronteiras das bolsas de Amesterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris (formando a Euronext).

A introdução do euro teve igualmente um impacto no sistema financeiro internacional ao criar uma nova moeda que pode ser utilizada nos mercados internacionais. Quando foi lançado em 1999, o euro adquiriu de imediato um estatuto internacional, visto que assumiu o papel internacional das moedas que veio substituir. Desde então, o seu papel nos mercados internacionais aumentou um pouco, se bem que a um ritmo muito gradual. Tal está em consonância com as conclusões da literatura económica: o papel internacional das moedas tende a evoluir lentamente, reflecte factores históricos e institucionais e caracteriza-se por efeitos de rede.

Estas facetas internacionais do euro sublinham a necessidade de uma cooperação com bancos centrais de todo o mundo. Por conseguinte, nos últimos dez anos, o Eurosistema desenvolveu um diálogo estreito com bancos centrais de várias regiões, por exemplo, organizando seminários de alto nível e estabelecendo relações bilaterais estreitas com importantes bancos centrais, como o Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos e o banco central do Japão. Além disso, o BCE participa nas reuniões de diversos fóruns e organizações internacionais, incluindo o FMI, o G7, o G20 e o BIS.

6 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA



O Eurosistema tem um grande interesse na integração financeira por várias razões, relacionadas com as suas atribuições básicas fundamentais. Em primeiro lugar e antes de mais, um sistema financeiro bem integrado contribui para a transmissão regular e eficaz da política monetária no conjunto da área do euro. Em segundo lugar, a integração financeira assume uma grande importância no âmbito da função do Eurosistema de contribuir para a estabilidade financeira, na medida em que aumenta as oportunidades de partilha e diversificação do risco, bem como a liquidez dos mercados financeiros. Paralelamente, um sistema financeiro mais integrado amplia a margem para efeitos de repercussão e contágio a nível transfronteiras. Em terceiro lugar, o objectivo da integração financeira está estreitamente relacionado com a atribuição do Eurosistema de assegurar o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos, incluindo os sistemas de compensação e de liquidação de títulos. Sistemas de pagamentos e de liquidação são mais integrados, funcionam de forma mais eficiente e eficaz e, em paralelo, dada a função central dos sistemas de pagamentos na transferência de fluxos financeiros, são cruciais para o processo de integração financeira. Por último, a integração financeira desempenha um papel importante na garantia de uma afectação eficiente no tempo e no espaço, pelo sistema financeiro, dos recursos de participantes no mercado com excedentes de fundos a outros em situação de escassez, gerando, em última instância, um crescimento económico mais elevado e sustentável.

Por conseguinte, o Eurosistema apoia fortemente a continuação da integração financeira na Europa e, em particular, na área do euro. Mais especificamente, o Eurosistema visa fazer progressos – em consonância com a definição do BCE de integração financeira – no sentido de um mercado financeiro único na área do euro, no qual todos os potenciais participantes no mercado (i) estejam sujeitos a um único conjunto de regras quando decidem comprar ou vender os instrumentos ou serviços financeiros subjacentes, (ii) beneficiem de condições de igualdade de acesso aos mesmos instrumentos ou serviços financeiros, e (iii) sejam tratados de forma equitativa quando operam no mercado.

O presente capítulo analisa os progressos realizados na área do euro em termos de integração financeira e o respectivo contributo do Eurosistema. Encontra-se estruturado da seguinte forma: a Secção 6.1 descreve as actividades do Eurosistema destinadas a promover a integração financeira; a Secção 6.2 analisa o grau de integração financeira na Europa dez anos após a introdução do euro; a Secção 6.3 avalia os principais factores impulsionadores e obstáculos do processo de integração, centrando-se no papel do Eurosistema; e a Secção 6.4 apresenta as conclusões.

6.1 ACTIVIDADES DO EUROSISTEMA PARA PROMOVER A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

Na perspectiva do Eurosistema, a integração financeira é, acima de tudo, um processo impulsionado pelo mercado. Em conformidade com o disposto no n.º 1 do artigo 105.º do Tratado da União Europeia, o Eurosistema “actuará de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, incentivando a repartição eficaz dos recursos”. Considerando as suas funções de banco central e o seu papel como participante activo no mercado com múltiplas relações com outros intervenientes no mercado, o Eurosistema pode agir com vista a promover a integração financeira.

Em consonância com a sua posição de que o processo de integração financeira deve ser liderado pelo mercado, o Eurosistema considera que o papel das políticas públicas na promoção da integração financeira deve ser limitado. Em particular, as medidas de política não devem fomentar um nível ou tipo específico de actividade transfronteiras, dado que só os próprios participantes no mercado estão em condições de desenvolver as estratégias de negócio subjacentes, tomar as respectivas decisões de investimento e assumir a responsabilidade pelas consequências económicas. Além disso, o processo de integração financeira é afectado por um conjunto de factores que ultrapassam a esfera de acção das políticas públicas, tais como

A integração financeira é um processo liderado pelo mercado ...

... mas as políticas públicas podem contribuir para o seu progresso

O Eurosistema promove a integração financeira ...

a distância geográfica (e as associadas barreiras de informação), as diferenças culturais e linguísticas, e as preferências dos clientes. No entanto, o sector público pode dar um contributo importante para a integração financeira mediante a redução dos obstáculos relacionados com as suas políticas. O sector público deve proporcionar um quadro orçamental, jurídico, regulamentar e de supervisão que fomente condições de igualdade de tratamento e de acesso para os participantes no mercado em toda a UE.

O Eurosistema promove o processo de integração financeira principalmente de quatro formas: (i) melhorando o conhecimento, aumentando a sensibilização e acompanhando os progressos da integração financeira na área do euro, (ii) fornecendo aconselhamento sobre o quadro legislativo e regulamentar para o sistema financeiro, (iii) actuando como catalisador das actividades do sector privado, facilitando a acção colectiva, e (iv) prestando serviços de banco central que também promovam a integração financeira.

... melhorando o conhecimento, aumentando a sensibilização e acompanhando os progressos ...

Os pré-requisitos de uma actuação direccionada para a promoção da integração financeira consistem numa análise rigorosa do grau de integração financeira na Europa e num acompanhamento atento dos progressos alcançados ao longo do tempo. Por conseguinte, o BCE procurou medir o grau de integração financeira na área do euro através de indicadores baseados nos preços e na quantidade. Os indicadores baseados nos preços medem as discrepâncias nos preços dos activos em função da sua proveniência geográfica. Num mercado perfeitamente integrado, os preços dos activos com características semelhantes deveriam ser sobretudo influenciados por factores comuns. Os indicadores baseados na quantidade são utilizados para analisar até que ponto os investidores internacionalizaram as respectivas carteiras com vista a beneficiarem plenamente das possibilidades de diversificação resultantes de uma maior integração financeira¹.

Em Setembro de 2005, o BCE publicou um conjunto inicial de 20 indicadores, posteriormente alargado. Em Março de 2007, esses indicadores foram apresentados no primeiro relatório do BCE sobre a integração financeira na Europa, publicado anualmente e intitulado “*Financial integration in Europe*”², sendo actualizados numa base semestral no *site* do BCE. O trabalho no sentido de um novo alargamento da lista de indicadores, à luz dos progressos na investigação e na análise económica e das melhorias em termos de disponibilização de estatísticas, já está em curso, nomeadamente no que se refere a fundos de investimento, veículos de titularização, seguradoras e fundos de pensões.

Para além do referido relatório do BCE sobre a integração financeira, outras publicações regulares e *ad hoc* disponibilizam informação acerca de novos desenvolvimentos. Por exemplo, o relatório do BCE sobre estruturas bancárias da UE intitulado “*EU banking structures*”, elaborado pelo Comité de Supervisão Bancária do SEBC e publicado anualmente, fornece uma análise da evolução estrutural da actividade bancária transfronteiras. Com base na sua experiência e conhecimento enquanto participante activo no mercado, o BCE também patrocina a investigação coordenada com outros membros do Eurosistema e com o mundo académico. Um exemplo importante é a rede de investigação conjunta sobre mercados de capitais e integração financeira na Europa, financiada pelo BCE e pelo Center for Financial Studies (Centro de Estudos Financeiros), sediado em Frankfurt am Main³.

... fornecendo aconselhamento sobre o quadro legislativo e regulamentar ...

O Eurosistema contribui activamente para o desenvolvimento do quadro da UE para os serviços financeiros fornecendo aconselhamento sobre as principais reflexões e iniciativas em termos de política, no intuito de assegurar que o quadro legislativo e regulamentar para os serviços financeiros reduza os obstáculos à actividade financeira transfronteiras e salvguarde condições de igualdade entre os participantes no

1 Consultar L. Baele *et al.*, *Measuring financial integration in the euro area*, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 14, Maio de 2004.

2 Antes dessa data, o BCE explicou o seu trabalho no domínio da integração financeira em dois artigos publicados no Boletim Mensal do BCE intitulados “Integração dos mercados financeiros europeus” (Outubro de 2003) e “*The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration*” (Maio de 2006).

3 Consultar o *site* <http://www.eu-financial-system.org>.

mercado. Este trabalho incide sobre questões relacionadas com as atribuições estatutárias do Eurosistema estipuladas no artigo 105.º do Tratado, designadamente apoiar, sem prejuízo do objectivo da estabilidade de preços, as políticas económicas gerais na Comunidade, promover o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos e contribuir para a boa condução das políticas relacionadas com a supervisão prudencial das instituições de crédito e a estabilidade do sistema financeiro.

Quadro I Principais actividades do Eurosistema para promover a integração financeira

Actividade	Principais objectivos e situação actual
Melhorar o conhecimento, aumentar a sensibilização e acompanhar os progressos	
Relatório sobre a integração financeira na Europa, intitulado “ <i>Financial integration in Europe</i> ”, publicado anualmente pelo BCE	Foi publicado pela primeira vez em 2007 com o objectivo de informar sobre o grau de integração financeira na Europa, promover o seu progresso e aumentar a sensibilização do público para o papel do Eurosistema no apoio ao processo de integração.
Desenvolvimento de indicadores de integração financeira na área do euro	O primeiro conjunto de indicadores destinados a avaliar e acompanhar o grau de integração financeira na área do euro foi publicado em 2005. Desde então, procede-se a actualizações semestrais e o conjunto de indicadores tem sido objecto de alargamento, estando em curso novas melhorias.
Fornecer aconselhamento sobre o quadro legislativo e regulamentar	
Estratégia de política global da UE em matéria de serviços financeiros	Expandir e implementar (i) o Plano de Acção para os Serviços Financeiros de 1999, com vista a actualizar e aperfeiçoar o quadro de regulamentação da UE, e (ii) a respectiva estratégia de seguimento para o período 2005-2010. A implementação da estratégia de seguimento ainda está em curso.
Enquadramento institucional da UE para a regulamentação e supervisão financeiras	Garantir o bom funcionamento do quadro Lamfalussy. A primeira revisão completa do quadro Lamfalussy foi concluída em 2007; está em curso a elaboração de medidas de seguimento.
Infra-estrutura da UE para a compensação e liquidação de títulos	Conseguir uma infra-estrutura do mercado de pós-negociação integrada, segura e eficiente, assim como eliminar os obstáculos a nível transfronteiras. Estão em curso várias iniciativas, por exemplo, destinadas a desenvolver um quadro comum para a regulamentação, supervisão e superintendência dos sistemas de compensação e liquidação de títulos (SEBC-CESR).
Actuar como catalisador das actividades do sector privado	
SEPA (<i>Single Euro Payments Area</i> / Área Única de Pagamentos em Euros)	Iniciativa que visa concretizar, até 2010, um mercado totalmente integrado de serviços de pagamentos de retalho na área do euro, onde não existam distinções entre pagamentos a nível nacional e transfronteiras. O lançamento oficial da SEPA teve lugar em Janeiro de 2008.
STEP (<i>Short-Term European Paper</i> / instrumentos de dívida de curto prazo europeus)	Desenvolvimento de um mercado de instrumentos de dívida de curto prazo a nível de toda a Europa mediante o cumprimento voluntário de um conjunto de normas comuns por parte dos participantes no mercado. A iniciativa STEP entrou em funcionamento em Junho de 2006.
EONIA (<i>Euro Overnight Index Average</i> / índice <i>overnight</i> médio do euro)	Criação de uma taxa de juro de referência para os depósitos interbancários <i>overnight</i> sem garantia. Calculada numa base contínua desde 1999.
Prestar serviços de banco central que também promovam a integração financeira	
TARGET e TARGET2	Criação de uma facilidade do Eurosistema para a liquidação pelos valores brutos em tempo real de pagamentos de grandes montantes na área do euro com o sistema TARGET em 1999; subsequente transição para uma plataforma única partilhada com o lançamento do TARGET2 em 2007.
TARGET2-Securities	Iniciativa do Eurosistema, lançada em 2006, com vista a fornecer uma plataforma única para a liquidação de títulos em moeda do banco central na Europa. A decisão final sobre o projecto é tomada em meados de 2008.
CCBM	Plataforma para a transferência transfronteiras de activos de garantia a nível do Eurosistema, introduzida em 1999, na qual os BCN actuam como “correspondentes” entre si e com o BCE. Está em curso, desde 2007, uma iniciativa para a criação de uma plataforma única partilhada (CCBM2).

... actuando como catalisador das actividades do sector privado ...

... e prestando serviços de banco central que promovam a integração financeira

Embora o quadro de política pública deva fomentar a integração financeira, os progressos no sentido da integração dependem, em última instância, da capacidade do sector privado de aproveitar plenamente as oportunidades de negócio existentes a nível transfronteiras. Neste aspecto, a concorrência entre os participantes no mercado é um factor impulsionador essencial. Paralelamente, uma acção colectiva efectiva pode também ser importante, em especial nos casos em que normas e práticas de mercado heterogéneas dificultam o processo de integração financeira. O Eurosistema pode ajudar os participantes no mercado a vencerem dificuldades de coordenação neste domínio.

O Eurosistema procura igualmente fazer avançar a integração financeira mediante a disponibilização de serviços de banco central. Embora o principal objectivo destes serviços seja permitir-lhe executar as suas atribuições básicas de banco central, o Eurosistema presta especial atenção na sua definição a fim de assegurar que, sempre que possível, apoiem a integração financeira.

O Quadro 1 fornece uma descrição breve de alguns exemplos fulcrais de actividades desenvolvidas pelo Eurosistema com vista a promover a integração financeira⁴.

6.2 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA DEZ ANOS APÓS A INTRODUÇÃO DO EURO

PANORÂMICA GERAL

Os indicadores de integração financeira utilizados pelo BCE revelam que os progressos alcançados na área do euro variam consideravelmente entre segmentos de mercado. Em particular, a integração é mais avançada nas áreas mais próximas da política monetária única. Além disso, depende também do nível de integração da respectiva infra-estrutura de mercado. O Quadro 2 apresenta uma visão geral do grau de integração financeira da área do euro nos principais segmentos de mercado.

As secções seguintes proporcionam uma análise mais pormenorizada dos progressos alcançados em termos de integração financeira nos mercados monetários, obrigacionistas, accionistas e bancários, salientando igualmente as principais deficiências.

⁴ O relatório do BCE sobre a integração financeira na Europa, publicado anualmente e intitulado “*Financial integration in Europe*”, disponibiliza informação mais aprofundada sobre a matéria.

Quadro 2 Grau de integração financeira da área do euro: visão geral dos principais segmentos financeiros

Mercado	Grau de integração	Infra-Estruturas relacionadas
Mercados monetários		
Mercado monetário sem garantia	“Quase perfeito”	Totalmente integradas
Mercado monetário com garantia	Avançado	Na componente em numerário atingiu-se uma integração total. A componente em activos de garantia é, porém, prejudicada pela fragmentação (ver mercados obrigacionistas).
Mercados obrigacionistas		
Mercados de obrigações de dívida pública	Extremamente avançado	Fragmentadas
Mercados de obrigações de empresas	Aceitável	Fragmentadas
Mercados accionistas		
	Baixo	Altamente fragmentadas
Mercados bancários		
Actividades por grosso	Muito avançado	Totalmente integradas
Actividades relacionadas com o mercado de capitais	Avançado	Fragmentadas
Banca a retalho	Muito baixo	Altamente fragmentadas

A integração financeira registou progressos consideráveis

CONCLUSÕES PRELIMINARES DO TRABALHO DO BCE SOBRE O DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO

Mesmo quando concluída a integração financeira, é possível que persistam algumas fricções nos mercados financeiros. Essas fricções podem ser superadas através do desenvolvimento financeiro, o qual pode ser entendido como um processo de inovação financeira e de progresso institucional e organizacional do sistema financeiro que reduz a informação assimétrica, torna os mercados mais completos, diminui os custos de transacção e reforça a concorrência.

Embora estejam estreitamente relacionados e tenham efeitos positivos na eficiência financeira, o desenvolvimento financeiro e a integração financeira são distintos, dado que descrevem processos económicos diferentes. Por exemplo, mesmo num mercado totalmente integrado, podem persistir problemas de selecção adversa entre os investidores que impeçam a afectação de capital. Portanto, o desenvolvimento financeiro complementa a integração financeira na promoção da eficiência dos mercados financeiros.

Neste contexto, o BCE iniciou uma série de trabalhos analíticos com vista a especificar o conceito de desenvolvimento financeiro e a estabelecer indicadores quantitativos para a medição do nível de desenvolvimento financeiro do sistema financeiro. Um primeiro conjunto de indicadores foi apresentado na edição de 2008 do relatório do BCE sobre integração financeira na Europa intitulado “*Financial Integration in Europe*”¹.

O desenvolvimento financeiro é uma área de contínua investigação, pelo que os indicadores quantitativos poderão não captar na íntegra todos os aspectos de um sistema financeiro. Por exemplo, as leis e regras formais são mais fáceis de medir, mas as regras e práticas informais podem ser igualmente importantes. Além disso, muitas vezes existe informação sobre operações de mercado que envolvem grandes montantes, mas não sobre actividades de retalho com base num relacionamento.

Apesar destas limitações, os indicadores disponíveis apontam para um grau razoável de heterogeneidade entre os mercados e os países da área do euro. As principais diferenças prendem-se com o grau de eficiência jurídica, o tipo e o volume de titularização, o nível das transacções no mercado bolsista e o número de operações escriturais *per capita*.

Em relação ao grupo de países de referência, o sistema financeiro da área do euro apresenta, em média, um bom desempenho, excepto, talvez, em comparação com o Reino Unido e os Estados Unidos, que exibem um bom desempenho em quase todos os indicadores. Estes resultados sugerem que, na área do euro, ainda existe margem para reformas estruturais nos sectores financeiros e que é benéfico considerar tanto a integração financeira como o desenvolvimento financeiro.

¹ Consultar a secção especial intitulada “*Financial development: concepts and measures*”, na edição de 2008 do relatório, que se apoia em anteriores publicações do BCE neste domínio, nomeadamente em: P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou e M. Lo Duca, *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 72, Setembro de 2007, e no artigo “*Assessing the performance of financial systems*”, publicado na edição de Outubro de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

Os mercados monetários estão quase totalmente integrados ...

... excepto no que se refere ao segmento dos títulos de dívida de curto prazo

Há sinais claros de integração ...

... especialmente nos mercados de obrigações de dívida pública

MERCADOS MONETÁRIOS

O mercado monetário da área do euro – o segmento de mercado mais próximo da política monetária única – atingiu um grau de integração “quase perfeito” praticamente logo após a introdução do euro. O desvio-padrão das taxas de juro activas EONIA entre países da área do euro registou uma descida acentuada para próximo de zero após a introdução do euro, permanecendo estável desde essa altura (ver Gráfico 1).

Face ao nível globalmente elevado de integração dos mercados monetários da área do euro, o segmento dos títulos de dívida de curto prazo (ou seja, papel comercial e certificados de depósito) constitui uma excepção significativa, na medida em que permaneceu muito mais fragmentado.

A emergência de problemas de liquidez nos mercados monetários de curto prazo no contexto das perturbações nos mercados financeiros a nível mundial durante o segundo semestre de 2007 teve um impacto na volatilidade das taxas de muito curto prazo dos mercados monetários, em particular das taxas *overnight*. Uma explicação provável é a variabilidade acrescida do risco de crédito entre os bancos e não tanto a maior fragmentação, ou menor integração, do mercado.

MERCADOS OBRIGACIONISTAS E ACCIONISTAS

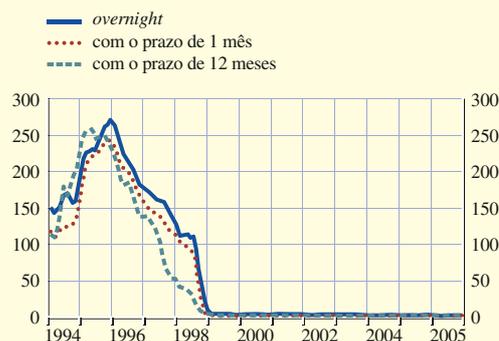
Antes da introdução do euro, vários factores funcionaram como desincentivo às actividades financeiras transfronteiras, incluindo, em especial, o risco cambial, as diferenças entre países em termos de taxas de inflação e de taxas de juro, os substanciais custos de transacção decorrentes da operação em diferentes moedas e as restrições de moeda impostas a investidores e intermediários. A adopção do euro eliminou esses obstáculos e impulsionou a integração do mercado de títulos, ainda que em diferentes graus, dependendo do segmento de mercado.

A integração financeira tem progredido mais rapidamente no mercado de obrigações de dívida pública, onde as taxas de rendibilidade convergiram e são cada vez mais impulsionadas por factores comuns, embora factores locais – tais como diferenças de liquidez e a existência de mercados de derivados desenvolvidos associados aos vários mercados obrigacionistas – continuem a desempenhar um papel. As restantes divergências podem igualmente reflectir (a percepção de) diferenças no risco de crédito, mas tal não deve ser interpretado como uma indicação de falta de integração⁵.

⁵ Em particular, o aumento substancial dos diferenciais entre os títulos soberanos da área do euro face ao referencial alemão desde Julho de 2007 foi aparentemente impulsionado sobretudo por preocupações de liquidez relacionadas com as perturbações nos mercados financeiros e não pelas diferenças em termos de risco de crédito soberano.

Gráfico 1 Desvio-padrão das taxas médias de crédito interbancário sem garantia entre os países da área do euro

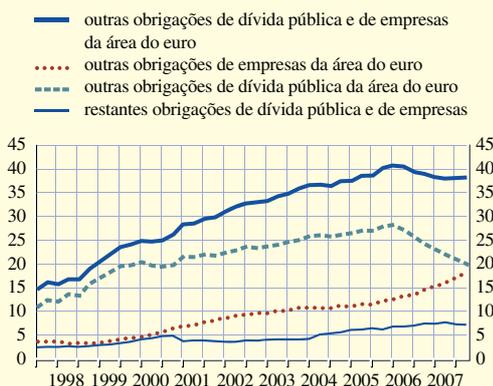
(média móvel de 61 dias; em pontos base)



Fontes: FBE e cálculos do BCE.

Gráfico 2 Percentagem de detenções transfronteiras das IFM de títulos de dívida emitidos pelo sector não monetário da área do euro e da UE: saldos por país de residência do emitente

(em percentagem do total de detenções, excluindo o Eurosistema; em percentagem)



Fonte: BCE.

Gráfico 3 Proporção da variância da rentabilidade local das acções devida a choques na área do euro e nos Estados Unidos

(em percentagem)



Fontes: Thomson Financial Datastream e cálculos do BCE.

Da mesma forma, o advento da união monetária também contribuiu para a integração do mercado de obrigações de empresas, na medida em que os vários mercados antes segmentados por moeda se fundiram num mercado único diversificado do euro. Por conseguinte, os factores específicos a cada país passaram a ser menos importantes na determinação dos preços e diferenciais das obrigações de empresas.

A percentagem de detenções transfronteiras também confirma que os mercados de obrigações de empresas e de obrigações de dívida pública estão bastante bem integrados. Por exemplo, as detenções transfronteiras de títulos de dívida de longo prazo aumentaram significativamente durante os últimos dez anos. No caso das instituições financeiras monetárias (IFM)⁶, assistiu-se a um crescimento de cerca de 15% em 1999 para quase 40% em 2007 (ver Gráfico 2). Além disso, as detenções de títulos de dívida emitidos por sociedades não financeiras aumentaram acentuadamente de um nível muito baixo, o que sugere que os investidores diversificam cada vez mais as respectivas carteiras no conjunto da área do euro.

A integração dos mercados accionistas encontra-se menos avançada, mas regista sinais de melhoria. Desde o início dos anos noventa, a integração dos mercados accionistas avançou mais rapidamente na área do euro do que a nível mundial, embora os choques locais ainda expliquem grande parte da variância na rentabilidade das acções (ver Gráfico 3). Entre 1997 e 2005, os investidores da área do euro duplicaram as detenções de títulos de participação emitidos por outros países da área do euro, as quais passaram a representar 29% da totalidade das respectivas carteiras de activos sob a forma de acções da área do euro, enquanto que a percentagem de activos sob a forma de acções da área do euro detidos fora da área do euro permaneceu num nível muito inferior e registou apenas um ligeiro aumento.

⁶ As instituições financeiras monetárias englobam as instituições financeiras que, em conjunto, constituem o sector emitente de moeda da área do euro. Incluem o Eurosistema, instituições de crédito residentes na área do euro e todas as outras instituições financeiras residentes na área do euro 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 constituído predominantemente por fundos do mercado monetário.

Registam-se progressos também nos mercados de obrigações de empresas ...

... e, em menor grau, nos mercados accionistas

Verifica-se um progresso global, mas a integração dos mercados de retalho revela atrasos

MERCADOS BANCÁRIOS

Embora os mercados bancários da área do euro mostrem sinais claros de crescente integração nas actividades relacionadas com o mercado por grosso e de capitais, o segmento da banca a retalho permanece mais fragmentado. Em particular, a dispersão das taxas de juro bancárias entre os países da área do euro, sobretudo das taxas de juro dos empréstimos ao consumo, tem permanecido relativamente elevada (ver Gráfico 4).

A dispersão das taxas de juro bancárias pode reflectir vários factores, nomeadamente diferenças nas condições das economias nacionais (por exemplo, a nível do risco de crédito e de taxa de juro, da dimensão das empresas, da estrutura industrial e do grau de desenvolvimento dos mercados de capitais), factores institucionais (tais como a tributação, a regulamentação, a supervisão e a defesa dos consumidores) e estruturas financeiras (por exemplo, o grau de financiamento bancário face ao financiamento nos mercados de capitais e a competitividade)⁷. Não obstante a significativa disparidade, há sinais que apontam para um processo de convergência gradual.

Gráfico 4 Desvio-padrão entre países das taxas de juro aplicadas pelas IFM aos empréstimos às famílias

(em pontos base)

— crédito ao consumo: superior a um ano e até cinco anos
- - - crédito à habitação: com taxa variável e fixação inicial de taxa até um ano
- - - crédito à habitação: com fixação inicial de taxa superior a cinco anos e até dez anos



Fonte: BCE.

6.3 FACTORES IMPULSIONADORES E OBSTÁCULOS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

6.3.1 MERCADOS MONETÁRIOS

INTEGRAÇÃO DA INFRA-ESTRUTURA DO MERCADO COMO ESTÍMULO PARA O PROGRESSO

Um factor decisivo na consecução e sustentabilidade da integração dos mercados monetários tem sido o elevado grau de integração dos sistemas de pagamentos de grandes montantes em euros, ao possibilitar o processamento de pagamentos interbancários de forma segura e eficiente a nível da área do euro.

Antes da introdução do euro, cada país da futura área do euro tinha a sua própria moeda, política monetária, mercado monetário e infra-estrutura de pagamentos e liquidações. Apesar de esses mercados e infra-estruturas nacionais terem funcionado bem durante muitas décadas, não eram suficientes no contexto da nova área do euro. A fragmentação e a ausência de infra-estruturas comuns dificultavam as actividades transfronteiras. Era evidente que uma infra-estrutura de mercado fragmentada não poderia apoiar satisfatoriamente a política monetária do BCE e o mercado monetário do euro. Por conseguinte, foi decidido criar novas facilidades para a liquidação de pagamentos em euros em moeda do banco central e para a utilização transfronteiras de activos de garantia nas operações de crédito do Eurosistema. Essas facilidades do Eurosistema receberam a designação de “TARGET”⁸ e “CCBM” (*Correspondent Central Banking Model / Modelo de Banco Central Correspondente*).

7 Consultar o relatório do BCE intitulado “Differences in MFI interest rates across euro area countries”, publicado em Setembro de 2006.

8 TARGET é o acrónimo de *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*, ou seja, sistema de transferências automáticas transeuropeias de liquidações pelos valores brutos em tempo real.

Os serviços disponibilizados pelo Eurosistema através do TARGET e do CCBM apoiam o euro e o mercado monetário

O banco central é “o banco dos bancos”. Quando os bancos efectuam pagamentos de montantes elevados entre si, preferem liquidar essas transacções nos registos contabilísticos do banco central para evitarem a exposição ao risco de crédito interbancário. Num sistema de liquidação pelos valores brutos em tempo real, os pagamentos são recebidos em moeda do banco central, com finalidade intradiária, e esses fundos ficam imediatamente disponíveis para reutilização. Em Janeiro de 1999, com a introdução do TARGET pelo Eurosistema, esse serviço passou a ser disponibilizado para o euro.

Desde o seu lançamento, o sistema TARGET tornou-se um referencial em termos de rapidez, fiabilidade, horário de funcionamento e qualidade de serviço para o processamento de pagamentos em euros. Os pagamentos directamente relacionados com operações que envolvam o Eurosistema são liquidados através do TARGET. Assim, a liquidação de uma operação de política monetária afecta as contas das contrapartes envolvidas. Nem todas as instituições de crédito participam em operações com o Eurosistema, o que significa que o efeito de liquidez de tais operações é subsequentemente redistribuído no seio do sistema bancário através do mercado monetário. As transacções no mercado monetário resultam em pagamentos que, por seu turno, são liquidados maioritariamente através do TARGET. O acesso aberto ao sistema garante que todas as instituições de crédito possam aceder directamente a um conjunto comum de facilidades de liquidação em moeda do banco central, sem que tenham de depender de concorrentes. Assim, as contrapartes de toda a área do euro podem transferir fundos dos bancos centrais directamente entre si, com finalidade intradiária imediata. Esse serviço encontra-se também disponível em alguns países da UE que não participam na área do euro, dado que os respectivos bancos centrais participam no sistema a título voluntário.

Enquanto base de suporte da infra-estrutura de pagamentos interbancários de grandes montantes com carácter de urgência, e de forma a satisfazer as necessidades dos seus clientes e dos mercados financeiros em geral, o TARGET tem horários de funcionamento alargados e opera todos os dias, excepto aos sábados e domingos e em mais seis dias do ano. Os dias de funcionamento correspondem, de facto, aos dias de liquidação para os mercados financeiros em euros e para transacções cambiais que envolvam o euro.

O TARGET foi inicialmente concebido com base no princípio de uma harmonização mínima e de uma arquitectura descentralizada de interligação dos diferentes sistemas nacionais. Contudo, em resposta à crescente procura de serviços mais avançados e harmonizados por parte das instituições financeiras, o Eurosistema começou, em Outubro de 2002, a desenvolver uma aplicação melhorada, destinada a possibilitar a transição de um “sistema de sistemas” para uma plataforma única partilhada. A resultante segunda geração do sistema, o TARGET2, foi lançada em 19 de Novembro de 2007 e substituiu definitivamente o anterior sistema em 19 de Maio de 2008.

O novo sistema deverá melhorar ainda mais a integração dos pagamentos por grosso, disponibilizando aos participantes um nível de serviço harmonizado, uma estrutura única de preços para as operações a nível nacional e transfronteiras, e um conjunto harmonizado de serviços de liquidação financeira em moeda do banco central para a liquidação final da grande maioria dos sistemas de pagamentos e de transferência de títulos que operam em euros. Além disso, a nova facilidade permite que os bancos continuem a otimizar a gestão de pagamentos e de liquidez. Enquanto que, com o sistema anterior, os utilizadores “multi-país” tinham de manter um grande número de interfaces de comunicação técnica, actualmente podem acompanhar as contas das respectivas sucursais em diferentes países a partir de uma localização central. Adicionalmente, esses utilizadores podem também centralizar as respectivas operações de pagamentos, o que lhes proporcionará benefícios adicionais decorrentes das economias de escala, possíveis ganhos de eficiência em termos de rapidez e qualidade, e uma capacidade acrescida de fazer face a um mercado de pagamentos em rápido desenvolvimento.

**O TARGET facilita
uma liquidação segura
e eficiente ...**

**... e a execução da
política monetária**

**A transição para a plataforma
única já está concluída**

**Com o TARGET2, os
pagamentos por grosso
serão ainda mais integrados
e eficientes**

**Um valor diário de
€2 400 mil milhões**

A rápida integração dos mercados monetários da área do euro, em Janeiro de 1999, foi muito facilitada pelos serviços de liquidação disponibilizados pelo TARGET e pelo bom funcionamento do sistema. Além disso, enquanto em 1999 existiam 21 sistemas de pagamentos de grandes montantes em euros, em 2008 existem apenas três. O estabelecimento, bom funcionamento e contínuo aperfeiçoamento do sistema demonstram o êxito dos serviços do Eurosistema na promoção da integração das infra-estruturas de mercado e, por conseguinte, dos respectivos segmentos dos mercados financeiros. Entre os sistemas actualmente operacionais, o TARGET2 detém a maior quota de mercado, tanto em termos de valor como de volume de pagamentos⁹. Presentemente, tem um volume diário de transacções de cerca de €2 400 mil milhões. Com efeito, o seu volume de transacções em três dias e meio corresponde ao PIB anual total da área do euro! O maior volume de transacções registado num só dia ascendeu a €3 387 mil milhões.

**O CCBM facilitou a
transferência transfronteiras
de activos de garantia ...**

Outro serviço importante do Eurosistema que contribui para a integração do mercado monetário é o CCBM, utilizado na transferência transfronteiras de activos de garantia na área do euro. Em conformidade com os Estatutos do SEBC, todas as operações de crédito do Eurosistema têm de ser adequadamente garantidas. Além disso, o quadro operacional do Eurosistema determina que todos os activos elegíveis para operações de crédito do Eurosistema podem ser utilizados como garantia por todas as contrapartes do Eurosistema, independentemente da localização dos activos ou da contraparte.

À data da introdução do euro, as infra-estruturas dos mercados de títulos europeus encontravam-se altamente segmentadas e, em particular, a rede de ligações entre os sistemas de liquidação de títulos estava incompleta. Na ausência de uma solução de mercado adequada para a mobilização transfronteiras de activos de garantia, o Eurosistema introduziu, em 1999, o CCBM como solução provisória, na expectativa de que, com o tempo, fossem desenvolvidas soluções de mercado. No âmbito do CCBM, as contrapartes obtêm crédito do respectivo banco central nacional com base em garantias transferidas para outro banco central do Eurosistema (o “banco central correspondente”). Entretanto, este serviço tornou-se o canal principal para a utilização de activos de garantia numa base transfronteiras nas operações de crédito do Eurosistema.

**... apoiando a crescente
utilização de activos
de garantia transfronteiras**

O CCBM deu um contributo inestimável para o funcionamento do quadro de activos de garantia do Eurosistema e apoiou substancialmente a crescente utilização de activos de garantia numa base transfronteiras. Com efeito, as contrapartes do Eurosistema diversificaram as respectivas carteiras de activos de garantia aumentando a percentagem de investimentos em activos de garantia provenientes de outros países da área do euro. Adicionalmente, assistiu-se à crescente centralização, a nível do grupo, da gestão de liquidez e de garantias por parte de grupos bancários presentes em diversos países. A transferência de activos de garantia através do CCBM aumentou de €162.7 mil milhões em 1999 para €557.9 mil milhões em Dezembro de 2007, correspondendo este último valor a 39.6% do total de activos de garantia transferidos para o Eurosistema nessa data (ver Gráfico 5). Em 2006, a utilização de activos de garantia a nível transfronteiras representou 50.2% do total de activos de garantia transferidos para o Eurosistema, excedendo pela primeira vez a sua utilização a nível nacional. Em 2007, em termos relativos, 81.5% das transferências de activos de garantia transfronteiras foram canalizadas através do CCBM, ao passo que a percentagem de activos de garantia transferidos através de ligações totalizou 18.5%.

**Estão em curso iniciativas para
melhorar ainda mais os serviços
de entrega de garantias**

Actualmente, estão a ser desenvolvidos esforços para melhorar ainda mais o serviço disponibilizado pelo Eurosistema, mediante a criação de uma plataforma técnica única (CCBM2) destinada a proporcionar um serviço uniforme para operações em activos de garantia tanto a nível nacional como transfronteiras.

⁹ O TARGET2 é responsável por 89% do valor e 60% do volume de tráfego no cômputo geral de todos os sistemas de pagamentos de grandes montantes que operam em euros. Processa uma média diária de mais de 360 mil pagamentos, sendo um dos maiores sistemas de pagamentos por grosso a nível mundial, paralelamente ao Fedwire nos Estados Unidos e ao CLS (*Continuous Linked Settlement* / liquidação em contínuo), o sistema internacional para a liquidação de operações cambiais.

Esta plataforma permitirá sobretudo uma melhoria da facilidade de gestão de garantias do Eurosistema, mas propiciará também oportunidades significativas às contrapartes do Eurosistema para reduzirem ainda mais a complexidade e os custos de processamento das operações e optimizarem a gestão de liquidez e de garantias. Além do mais, o novo sistema proporcionará igualmente ganhos de sinergia com os serviços do TARGET2 e do TARGET2-Securities (ver adiante a secção sobre mercados obrigacionistas e accionistas). De forma a ter plenamente em conta as necessidades das contrapartes, o Eurosistema está a desenvolver o novo sistema em estreita cooperação com os participantes no mercado.

Gráfico 5 Valor dos activos transferidos pelas contrapartes para garantia de operações de crédito do Eurosistema

(em mil milhões de euros)



Fonte: BCE.

INICIATIVAS NO SENTIDO DE ELIMINAR A FRAGMENTAÇÃO DO MERCADO DE TÍTULOS DE CURTO PRAZO

Como referido anteriormente, o mercado de títulos de dívida de curto prazo da área do euro permanece bastante fragmentado. As diferenças em termos de normas de mercado contribuíram de forma importante para dificultar a criação de um mercado pan-europeu. Neste contexto, em 2001, a Euribor ACI¹⁰ lançou a iniciativa STEP (*Short-Term European Paper* / instrumentos de dívida de curto prazo europeus) com o objectivo de (i) identificar um conjunto de normas e práticas de mercado comuns destinadas a promover a integração do mercado e (ii) fomentar o cumprimento voluntário dessas normas por parte dos participantes no mercado mediante a atribuição de uma classificação comum a programas de emissão que cumpram as condições previstas.

Em Junho de 2006, a Euribor ACI e a Euribor FBE (Federação Bancária Europeia)¹¹ assinaram a Convenção do Mercado de STEP, que estabelece os critérios e procedimentos para a atribuição e revogação da classificação STEP a títulos de dívida de curto prazo emitidos. O novo mercado foi aceite rapidamente. Por exemplo, em Setembro de 2007, os títulos classificados como STEP denominados em euros representavam já cerca de 30% do total de títulos de curto prazo denominados em euros colocados por emitentes privados a nível mundial. Do mesmo modo, em Dezembro de 2007, os volumes dos respectivos programas ascenderam a €320 mil milhões, face a €60 mil milhões registados em Julho de 2006, um mês após a assinatura da Convenção.

Embora o projecto STEP seja uma iniciativa liderada pelo mercado que visa fomentar a integração com o segmento de títulos de dívida de curto prazo, o Eurosistema desempenhou um papel decisivo no seu êxito. Depois de dar o impulso inicial para o lançamento do projecto, o BCE participou também no seu desenvolvimento e implementação. Durante a fase de preparação, o BCE facilitou a coordenação entre os participantes no mercado envolvidos, contribuiu para o desenvolvimento da convenção de mercado e forneceu apoio jurídico. Empenhou-se igualmente em dar a conhecer melhor o projecto junto do mercado e do público. Desde a abertura oficial do novo mercado, o BCE e nove BCN do Eurosistema forneceram assistência técnica ao Secretariado STEP. Além disso, o BCE produz estatísticas regulares sobre taxas de rendibilidade e volumes do mercado STEP e disponibiliza essa informação no seu *site*.

A iniciativa STEP para a criação de normas de mercado comuns ...

... entrou em funcionamento em Junho de 2006

O papel do Eurosistema como catalisador foi decisivo para este êxito

10 A Euribor ACI é uma das associações dos mercados financeiros que gerem os índices EURIBOR e EONIA.

11 A Euribor FBE apoiou a Euribor ACI no desenvolvimento do projecto desde Maio de 2005.

Objecto de contínuas melhorias ao longo do tempo, as referidas estatísticas são cruciais para aumentar a transparência do mercado, desempenhando, assim, um papel importante na promoção de novos progressos na integração do mercado europeu de títulos de dívida de curto prazo nos próximos anos.

6.3.2 MERCADOS OBRIGACIONISTAS E ACCIONISTAS

PROGRESSO DO QUADRO DA UE PARA A REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS

Os progressos na integração dos mercados obrigacionistas e accionistas da área do euro constituem um exemplo de como o sector público pode superar obstáculos de política à actividade financeira transfronteiras. A introdução do euro revelou que só seria possível beneficiar do pleno potencial da moeda única para a promoção da integração financeira se esse potencial fosse complementado com um quadro comunitário melhorado que eliminasse as barreiras às actividades transfronteiras e salvaguardasse a estabilidade do mercado único. Nos últimos anos, foram desenvolvidas duas iniciativas fundamentais neste âmbito: o Plano de Acção para os Serviços Financeiros (PASF) e o “quadro Lamfalussy” para a regulamentação e supervisão financeiras.

Lançado em 1999, o PASF constituiu uma importante revisão da legislação da UE em matéria de serviços financeiros. Integrou 42 iniciativas legislativas cruciais, propostas pela Comissão Europeia com vista a actualizar as regras da UE existentes, à luz do desenvolvimento do mercado, e de aumentar o nível de harmonização da regulamentação comunitária em consonância com o objectivo do mercado único. Apesar de o PASF abarcar o conjunto do sector financeiro, a maior parte das iniciativas visavam os mercados de títulos. As principais medidas neste âmbito incluem a Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros, a Directiva relativa à transparência, a Directiva relativa aos abusos de mercado e a Directiva relativa ao prospecto¹².

Com base nos resultados alcançados com o PASF, em Dezembro de 2005, a Comissão Europeia adoptou o Livro Branco sobre Política de Serviços Financeiros para os anos 2005-2010. O Livro Branco estabelece que a principal prioridade da política de serviços financeiros da UE nos próximos anos, especialmente no domínio dos mercados de títulos, consistirá em assegurar a implementação efectiva e coerente das medidas do PASF, bem como em consolidar e simplificar a actual legislação comunitária. Só são contempladas eventuais novas iniciativas de política num número restrito de áreas muito específicas, em particular os serviços de compensação e liquidação e os serviços financeiros de retalho.

O quadro Lamfalussy para a regulamentação e supervisão financeiras foi implementado nos mercados de títulos em 2001 e melhorou significativamente a rapidez e flexibilidade do processo de regulamentação comunitário. Fomentou também a implementação coerente das regras da UE a nível nacional, em especial no que se refere às directivas relativas aos mercados de títulos adoptadas no âmbito do PASF. O quadro Lamfalussy tem por base uma abordagem inovadora da legislação financeira em quatro níveis: os princípios básicos da legislação continuam a ser estabelecidos através do processo legislativo normal, sendo adoptados pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho (Nível 1). No entanto, os pormenores técnicos da legislação, que devem acompanhar os progressos do mercado e da regulamentação, podem ser adoptados pela Comissão Europeia mediante um procedimento simplificado e acelerado (Nível 2), que envolve a participação de comités de regulamentação sectoriais, constituídos pelas autoridades relevantes a nível nacional e europeu. O Nível 3 compreende os esforços dos comités sectoriais das entidades de supervisão nacionais a fim de garantir uma transposição coerente e atempada das medidas dos

¹² O artigo intitulado “Desenvolvimentos no quadro da UE para a regulamentação, supervisão e estabilidade financeiras”, publicado na edição de Novembro de 2004 do Boletim Mensal do BCE, descreve as principais medidas do PASF.

Os progressos foram reforçados por medidas efectivas do sector público ...

... incluindo o Plano de Acção para os Serviços Financeiros ...

... a estratégia de seguimento para 2005-2010 ...

... e a introdução do quadro Lamfalussy

Níveis 1 e 2 para a esfera nacional. Por último, o Nível 4 prende-se com as medidas da Comissão Europeia para o reforço da aplicação da legislação comunitária, sustentadas por uma maior cooperação entre os Estados-Membros, os respectivos órgãos reguladores e o sector privado¹³.

O funcionamento prático do quadro Lamfalussy – desde 2003, também aplicado ao sector bancário e dos seguros – tem sido acompanhado de perto e foram já introduzidas, ou estão em curso, várias melhorias. O principal objectivo dessas melhorias é usufruir de todos os benefícios do quadro em termos da promoção de uma cooperação e convergência de supervisão mais estreitas na implementação das regras comunitárias.

O BCE e o Eurosistema contribuíram activamente para a criação e implementação do PASF e do quadro Lamfalussy, bem como para as respectivas iniciativas de seguimento, como referido no Capítulo 7.

É NECESSÁRIO APROFUNDAR A INTEGRAÇÃO DA INFRA-ESTRUTURA DOS MERCADOS DE TÍTULOS

A integração dos mercados obrigacionistas e accionistas assenta na integração da infra-estrutura subjacente, em particular a infra-estrutura dos sistemas de liquidação de títulos e das contrapartes centrais. No entanto, a integração das infra-estruturas de títulos não avançou ao mesmo ritmo que a das infra-estruturas de pagamentos de grandes montantes, em larga medida devido à muito maior complexidade intrínseca dos títulos, o que conduziu a diferenças nas práticas de mercado e nos regimes jurídico, regulamentar e orçamental nacionais. Desde o lançamento do sistema TARGET em 1999, os pagamentos transfronteiras têm representado aproximadamente 20 a 25% dos volumes totais e 35% dos valores totais. Em contraste, embora os sistemas de liquidação de títulos tenham envidado esforços para estabelecerem ligações entre si, a sua utilização tem sido reduzida (menos de 1% dos volumes/valores totais).

A infra-estrutura de pós-negociação é fragmentada no caso das obrigações, mas é ainda mais no caso das acções. A liquidação transfronteiras de obrigações está maioritariamente concentrada em duas centrais de depósito de títulos internacionais, ao passo que a liquidação transfronteiras de acções ainda depende muito das centrais de depósito de títulos nacionais.

O elevado nível de fragmentação acarreta custos de pós-negociação substanciais nas transacções de títulos a nível transfronteiras na UE, reduz o potencial para economias de escala e dificulta a criação de condições de igualdade de concorrência à escala europeia. Embora a Europa e os Estados Unidos sejam comparáveis em termos de dimensão económica, a Europa fica atrás em termos de volume e de custo das transacções de títulos. A diferença de custos é particularmente elevada no contexto da liquidação transfronteiras.

Os sectores público e privado lançaram já várias iniciativas importantes e complementares destinadas a melhorar a situação. Primeiro, foram identificados os obstáculos à integração resultantes de diferenças quer nas práticas de mercado, quer nas disposições legais, regulamentares e orçamentais, e estão em curso medidas que visam a sua eliminação. Segundo, para facilitar a integração e a concorrência, os grupos intervenientes no sector assinaram, em Novembro de 2006, um código de conduta em matéria de compensação e liquidação (*Code of Conduct for Clearing and Settlement*), cuja aplicação está agora a ser acompanhada de perto. Terceiro, com o objectivo de promover uma maior convergência dos sistemas nacionais de compensação e liquidação de títulos no sentido de padrões de segurança e eficiência mais elevados, o SEBC e o CESR (*Committee of European Securities Regulators / Comité das Autoridades*

O Eurosistema contribuiu através do seu papel consultivo

A integração limitada da infra-estrutura dos mercados de títulos ...

... gera encargos elevados

São várias as iniciativas destinadas a melhorar a situação

¹³ Consultar o artigo já referido, para uma descrição mais pormenorizada do quadro Lamfalussy.

A plataforma do Eurosistema para a liquidação de títulos (T2S) complementa os esforços de desenvolvimento

O sistema T2S permitirá uma liquidação transfronteiras tão barata e eficiente como a liquidação a nível nacional ...

... possibilitará uma utilização mais eficiente da liquidez e dos activos de garantia ...

... e estimulará a concorrência

A decisão final sobre o projecto é tomada em meados de 2008

de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários) estão a desenvolver recomendações conjuntas relativas à segurança e à solidez das infra-estruturas de pós-negociação da UE.

Um elemento ainda em falta na actual estratégia para uma infra-estrutura de títulos integrada para o Mercado Único é a criação de uma plataforma de liquidação neutra comum, com vista a fomentar a interoperabilidade e concorrência efectiva entre prestadores de serviços. Apoiando-se na sua capacidade de promover a integração financeira mediante a prestação de serviços de banco central, o Eurosistema apresentou recentemente a iniciativa TARGET2-Securities (T2S) para suprir essa lacuna.

A iniciativa T2S assenta na estreita associação entre os serviços das centrais de depósito de títulos e dos bancos centrais no que diz respeito aos títulos. Regra geral, uma transacção de títulos envolve a entrega de títulos (componente em títulos) e a transferência de fundos em numerário (componente em numerário). Caso a liquidação da componente em numerário seja efectuada através de uma facilidade de liquidação do banco central, considera-se uma liquidação em moeda do banco central. Para evitar o risco de crédito, a conclusão de uma componente depende da conclusão da outra (o chamado “sistema de entrega contra pagamento”). Contudo, embora este serviço seja muito eficaz a nível nacional, até à data na Europa, praticamente não é disponibilizado a nível transfronteiras.

A detenção de contas de títulos e de contas em moeda do banco central na mesma plataforma para efeitos de liquidação é considerada a forma mais eficiente de efectuar a liquidação das duas componentes (títulos e numerário) das transacções de títulos. Com o lançamento do TARGET2, o Eurosistema disponibiliza agora uma plataforma única para a liquidação de pagamentos (componente em numerário) em moeda do banco central. Os títulos continuam, porém, a ser mantidos em plataformas múltiplas (centrais de depósito de títulos). A externalização das contas em moeda do banco central para múltiplas plataformas de títulos traduzir-se-ia, em grande medida, na perda dos benefícios alcançados com a transição para uma plataforma única de pagamentos.

Consequentemente, com a iniciativa T2S, o Eurosistema propõe que as plataformas de títulos externalizem as suas contas de títulos para uma plataforma única neutra (a plataforma única para pagamentos) operada pelo Eurosistema. Todas as plataformas de títulos serão convidadas a transferir as respectivas liquidações para o T2S, de forma a alcançar a integração plena de todas as actividades de liquidação, permitindo, assim, que a liquidação a nível transfronteiras seja tão barata e eficiente como é actualmente a nível nacional.

O T2S proporcionaria os benefícios das economias de escala e da concorrência. As economias de escala resultariam da utilização de uma plataforma única para a liquidação de títulos e de moeda do banco central. Tal geraria não só encargos mais baixos, particularmente na liquidação transfronteiras, mas também permitiria que os participantes no mercado agrupassem a liquidez e os activos de garantia, reduzindo, desse modo, os custos de oportunidade. No que diz respeito à concorrência, as plataformas de títulos continuariam a fornecer outros serviços para além da liquidação. Todavia, a utilização de uma plataforma de liquidação comum facilitaria a decisão sobre a localização de determinados títulos por parte dos participantes no mercado e dos investidores. O T2S incentivará as plataformas de títulos a oferecerem aos respectivos participantes a possibilidade de centralizarem as suas detenções de títulos num único local. Desse modo, passa a ser mais fácil seleccionar o prestador de serviços com base nos custos e no nível de serviço, e já não com base na localização dos títulos. Espera-se que este aumento da concorrência conduza a uma descida dos encargos cobrados.

Ao dinamizar esta iniciativa, o Eurosistema procura assegurar o envolvimento e a participação de todos os intervenientes relevantes. Os resultados do projecto até à data são fruto de meses de intensa cooperação entre centenas de especialistas de centrais de depósito de títulos, instituições bancárias e bancos centrais.

Este método de trabalho é muito apreciado pelo sector e manter-se-á na fase seguinte do projecto. No decurso do Verão de 2008, o Conselho do BCE decide sobre a passagem para a fase seguinte do projecto. O lançamento do T2S está previsto para 2013.

6.3.3 MERCADOS BANCÁRIOS

MELHORIA DO QUADRO REGULAMENTAR E DE SUPERVISÃO DOS BANCOS TRANSFRONTEIRAS

Os grupos bancários com actividades transfronteiras são decisivos para o processo de integração, dado que aumentam a concorrência e propagam a inovação em termos de produtos e serviços financeiros com a sua expansão para diferentes países. Nessa medida, a eliminação dos obstáculos de política à actividade bancária transfronteiras tornou-se uma questão importante nos últimos anos. As principais prioridades a esse nível prendem-se com a supressão dos impedimentos às fusões e aquisições (F&A) transfronteiras e o apoio ao funcionamento eficiente dos grupos bancários transfronteiras numa base contínua.

Foram adoptadas várias iniciativas destinadas a melhorar o quadro da UE para os bancos transfronteiras em matéria de regulamentação e supervisão bancárias, supervisão da conduta do mercado, tributação e direito das sociedades¹⁴. Uma vertente de trabalho importante diz respeito à uniformização da supervisão dos grupos transfronteiras e à promoção da convergência dos requisitos nacionais. O quadro reforçado para a interacção entre as autoridades dos países de origem e dos países de acolhimento, adoptado em 2006 ao abrigo da Directiva relativa aos requisitos de capital¹⁵, e o já referido alargamento do quadro Lamfalussy ao sector bancário constituem duas importantes realizações neste domínio. Estão também em curso iniciativas no sentido de reforçar ainda mais os mecanismos de supervisão comunitários (ver Capítulo 7).

Além disso, a estratégia para os serviços financeiros 2005-2010 da Comissão Europeia contempla uma série de medidas específicas destinadas a facilitar as actividades transfronteiras no segmento da banca a retalho, por exemplo no que se refere ao crédito hipotecário, à mobilidade das contas bancárias dos clientes e ao acesso transfronteiras a dados sobre o crédito.

Além de contribuírem para o reforço do quadro da UE para os bancos transfronteiras, o BCE e o Eurosistema procedem também à recolha de informação sobre a evolução dos grupos bancários com actividades transfronteiras significativas na UE. Neste âmbito, o Comité de Supervisão Bancária realiza um inquérito bienal sobre esses grupos bancários desde 2002. Os três inquéritos realizados até à data apontam para uma crescente internacionalização nos últimos anos, que decorre sobretudo de F&A transfronteiras. Embora o número de grupos incluídos na análise tenha aumentado apenas ligeiramente – de 41 para 46 entre 2001 e 2006 –, os activos consolidados da amostra registaram um aumento de 54% durante esse período e a sua parcela nos activos bancários consolidados da UE aumentou para 68%. Os bancos com actividades transfronteiras significativas representam, assim, uma parcela considerável – e crescente – do total de activos bancários da UE¹⁶.

14 Para uma panorâmica das iniciativas de política neste domínio, consultar a secção especial “*Strengthening the EU framework for cross-border banks*” na edição de 2007 da publicação do BCE intitulada “*Financial Integration in Europe*”.

15 A Directiva relativa aos requisitos de capital aplicou o histórico Acordo Internacional de Basileia II, que estabelece requisitos de adequação de capital mais abrangentes e sensíveis ao risco para os bancos a nível da UE. A Directiva introduziu uma série de elementos adicionais tendo em conta as características específicas da UE. Em particular, considerando o nível avançado de integração financeira na UE e o elevado grau de ligações sistémicas e interdependências entre autoridades, a Directiva introduziu requisitos reforçados para a cooperação entre as entidades de supervisão dos países de origem e dos países de acolhimento.

16 O artigo intitulado “*International activities of large EU banking groups*”, publicado no relatório de 2005 do BCE sobre estruturas bancárias da UE, fornece mais informação sobre o âmbito e os resultados dos exercícios de mapeamento de 2001 e 2003. A edição de 2006 do relatório apresenta os principais resultados do exercício de mapeamento de 2005. As conclusões de 2005 são também avaliadas na publicação intitulada “*Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution*”, disponível no site do BCE (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>).

A actividade bancária transfronteiras deverá ser um processo liderado pelo mercado

O Eurosistema apoia activamente ...

... as medidas da UE destinadas a eliminar os obstáculos de política

PROGRESSOS NO SENTIDO DE UMA INFRA-ESTRUTURA INTEGRADA PARA OS PAGAMENTOS DE RETALHO NA ÁREA DO EURO

O mercado de pagamentos de retalho permanece fragmentado

A actividade bancária transfronteiras tem sido dificultada pelo nível de fragmentação relativamente elevado da infra-estrutura de pagamentos de retalho. Cada país tem os seus próprios instrumentos de pagamento nacionais e normas diferentes para os pagamentos efectuados por transferência a crédito, débito directo ou com cartões. Para o Eurosistema, é muito desejável a criação de um mercado integrado de pagamentos de retalho, com um conjunto comum de instrumentos de pagamento para a área do euro, na medida em que constitui a consequência lógica da introdução do euro.

O Eurosistema tem actuado como catalisador de reformas

Durante os últimos dez anos, o Eurosistema actuou como catalisador de reformas e elaborou vários relatórios sobre as causas da fragmentação, tendo avançado possíveis soluções e definido os objectivos a atingir. Em 1999, o Eurosistema realçou que, sobretudo no caso das transferências a crédito transfronteiras, os encargos cobrados e o tempo de execução eram consideravelmente superiores aos das transferências a nível nacional¹⁷. Esta falta de eficiência decorria, em parte, da utilização preponderante do sistema de correspondentes bancários e da inexistência de infra-estruturas interbancárias adequadas na área do euro. Em 2000¹⁸, o Eurosistema fez notar que, apesar de alguns progressos alcançados pelo sector bancário, não se tinha verificado uma redução dos encargos cobrados aos clientes nos pagamentos transfronteiras. Com o objectivo de fornecer mais orientações, o BCE publicou também um plano concreto de desenvolvimento de uma infra-estrutura de pagamentos de retalho moderna para as transferências a crédito em euros¹⁹.

O sector bancário chegou a acordo sobre a criação da SEPA

Em Dezembro de 2001, o Parlamento Europeu e o Conselho adoptaram um regulamento que impunha a cobrança aos clientes de encargos iguais nos pagamentos em euros a nível nacional e transfronteiras. O regulamento gerou algumas melhorias para os clientes, mas o trabalho a realizar pelo sector bancário no sentido de construir uma infra-estrutura de serviços pan-europeia era ainda considerável. Assim, no início de 2002, o sector bancário criou o EPC (*European Payments Council* / Conselho Europeu de Pagamentos), o qual elaborou uma estratégia para a concretização da SEPA (*Single Euro Payments Area* / Área Única de Pagamentos em Euros)²⁰.

Os resultados a alcançar e o quadro jurídico encontram-se definidos

Desde 2002, o Eurosistema tem apoiado fortemente o sector, tendo indicado um rumo e um calendário para a implementação de uma infra-estrutura de pagamentos moderna que responda às necessidades dos clientes da área do euro²¹. O sector bancário europeu envidou consideráveis esforços para aumentar a eficiência dos pagamentos de retalho transfronteiras. Os principais resultados a destacar são três: um conjunto único de regras para as transferências a crédito, os débitos directos e os pagamentos com cartões que abrangem todos os participantes no mercado de pagamentos em euros; condições de igualdade de acesso para os prestadores de serviços e utilizadores em toda a Europa; e um tratamento equitativo dos participantes no mercado. De uma forma geral, a transparência das regras e condições aumentou consideravelmente.

17 Consultar a publicação do BCE intitulada “*Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem’s view*”, de 13 de Setembro de 1999.

18 Consultar a publicação do BCE intitulada “*Improving cross-border retail payment services – Progress report*”, de 14 de Setembro de 2000.

19 Consultar a publicação do BCE intitulada “*Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro*”, de Novembro de 2001.

20 Consultar o Livro Branco do EPC intitulado “*Euroland: Our Single Payment Area!*”, de Maio de 2002.

21 O Eurosistema publicou vários relatórios de progresso com orientações para o sector: *Progressos realizados no sentido de um espaço único de pagamentos em euros – Relatório Intercalar* (26 de Junho de 2003); *Progressos realizados no sentido de um espaço único de pagamentos em euros – Terceiro Relatório Intercalar* (2 de Dezembro de 2004); *Progressos realizados no sentido de um espaço único de pagamentos em euros: Objectivos e prazos – 4.º Relatório Intercalar* (17 de Fevereiro de 2006); e *SEPA: do conceito à realidade – 5.º Relatório Intercalar* (20 de Julho de 2007). Para mais informações sobre o impacto da SEPA na integração financeira, consultar a edição de 2007 da publicação do BCE intitulada “*Financial integration in Europe*”.

A Directiva relativa aos serviços de pagamento, adoptada no final de 2007, constitui o enquadramento jurídico para os pagamentos SEPA e deverá entrar em vigor em todos os Estados-Membros da UE até 1 de Novembro de 2009. A Directiva visa aumentar a concorrência nos mercados de pagamentos através da eliminação das barreiras à entrada no mercado. Fornece também um quadro jurídico simplificado e plenamente harmonizado no que se refere aos requisitos de informação e aos direitos e obrigações associados à prestação e utilização de serviços de pagamento.

Em 28 de Janeiro de 2008, a introdução de uma transferência a crédito comum para todos os pagamentos em euros na Europa marcou o lançamento da SEPA. O quadro SEPA para os pagamentos com cartões está também já em vigor e o débito directo SEPA será lançado em 2009. Assim, dez anos após a introdução do euro, a infra-estrutura de pagamentos de retalho em euros está, por fim, a ser concretizada. Os instrumentos de pagamento nacionais serão gradualmente substituídos por soluções mais inovadoras ao longo dos próximos anos. Espera-se que, também nos próximos anos, a SEPA conduza a uma integração e eficiência ainda maiores do mercado da banca a retalho.

6.4 LIÇÕES E RUMO A SEGUIR

Nos últimos dez anos, verificaram-se progressos consideráveis em termos de integração financeira na área do euro. A maior integração dos mercados financeiros permite ao Eurosistema efectivamente cumprir o seu mandato e atingir os seus objectivos, nomeadamente contribuindo para a manutenção da estabilidade de preços, a estabilidade financeira, o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos e o crescimento económico. A introdução do euro representou em si um importante factor impulsionador da integração financeira. Além disso, o Eurosistema deu um contributo significativo para a integração financeira na última década em quatro domínios principais.

Primeiro, o BCE desenvolveu um quadro conceptual para a avaliação e o acompanhamento do grau de integração financeira na área do euro e analisa regularmente a integração financeira no seu relatório de carácter anual sobre integração financeira na Europa. Deste modo, fornece uma base empírica sólida para a tomada de medidas destinadas a promover a integração financeira, contribui para a respectiva discussão de política e sensibiliza o público para a integração financeira e o papel desempenhado pelo Eurosistema.

Segundo, o Eurosistema actuou com sucesso como catalisador de iniciativas do mercado orientadas para a integração financeira em vários domínios importantes, promovendo, por exemplo, a maior integração dos mercados de títulos de dívida de curto prazo (através do projecto STEP) e dos mercados da banca a retalho (através da SEPA).

Terceiro, o Eurosistema contribuiu para o desenvolvimento de várias medidas comunitárias destinadas a reduzir obstáculos de política à integração financeira. Essas medidas visaram, designadamente, fomentar a integração dos mercados bancários e de títulos mediante a criação de um quadro legislativo, de regulamentação e de supervisão a nível comunitário mais abrangente e coerente em matéria de serviços financeiros e de compensação e liquidação de títulos.

Quarto, o Eurosistema utilizou eficazmente os próprios serviços de banco central, destinados sobretudo a apoiar o desempenho das suas funções de banco central, também como canal para a promoção da integração financeira. Exemplos notórios são a integração da infra-estrutura de mercado para pagamentos de grandes montantes (o TARGET e o TARGET2) e a criação de um sistema comum para a transferência de activos de garantia a nível transfronteiras (o CCBM), os quais foram cruciais para a consecução e manutenção de uma integração quase perfeita dos mercados monetários.

A SEPA foi lançada em Janeiro de 2008

A integração financeira ajuda o Eurosistema a atingir os seus objectivos

A actuação do Eurosistema promoveu o processo de integração

Prioridades futuras

O Eurosistema continuará a utilizar estes instrumentos, em especial nos domínios que ainda registam um atraso em termos de integração financeira, nomeadamente os mercados de obrigações de empresas, de acções e da banca a retalho. As prioridades neste âmbito incluem (i) a prestação de aconselhamento sobre possíveis novas melhorias do quadro regulamentar da UE para os serviços financeiros, designadamente no que se refere à supervisão financeira, à banca a retalho e à eliminação dos obstáculos à compensação e liquidação de títulos a nível transfronteiras; (ii) a instituição já prevista de um serviço do Eurosistema (o T2S) para a liquidação de transacções de títulos; e (iii) o apoio à total concretização da SEPA. Por último, o BCE irá continuar a trabalhar no sentido de melhorar o seu quadro conceptual para a integração financeira e de o alargar ao longo do tempo, de forma a incluir a análise dos progressos realizados em termos de desenvolvimento financeiro.

7 ESTABILIDADE FINANCEIRA E SUPERINTENDÊNCIA



Contribuir para a estabilidade financeira é uma das principais responsabilidades do Eurosistema por várias razões. Como emitentes de moeda, os bancos centrais precisam de controlar a qualidade das instituições financeiras suas contrapartes em termos de política monetária. Outro motivo é o facto de ser necessário um sistema financeiro estável para a transmissão eficaz da política monetária. Além disso, no sistema financeiro, os bancos centrais agem como fornecedores de última instância de liquidez e de um meio seguro de liquidação de transacções financeiras. Por último, a estabilidade financeira contribui ainda para o desempenho económico. Nas décadas mais recentes, a ligação entre o crescimento económico e a estabilidade financeira tornou-se também cada vez mais importante, devido à expansão significativa do sector financeiro em relação à economia real. Em particular, é maior a probabilidade de perturbações graves no processo de intermediação financeira terem repercussões macroeconómicas¹.

Ao longo dos últimos dez anos, o Eurosistema deu um contributo importante para a salvaguarda da estabilidade financeira na área do euro ao prosseguir o seu objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços. A orientação a médio prazo da estratégia de política monetária do BCE garantiu a prossecução da estabilidade de preços sem a introdução de volatilidade desnecessária na actividade económica e nos mercados financeiros. Além disso, o Eurosistema tem contribuído para a estabilidade financeira, principalmente de dois modos importantes: primeiro, desempenhando várias atribuições com vista à promoção da estabilidade do sistema financeiro da área do euro e, segundo, apoiando as autoridades nacionais e comunitárias competentes nas respectivas funções em matéria de estabilidade financeira. Adicionalmente, o Eurosistema assumiu a responsabilidade directa pela superintendência das infra-estruturas de mercado, em particular os sistemas de pagamentos, atribuição que também contribui para a estabilidade do sistema financeiro.

O presente capítulo fornece uma panorâmica geral das principais realizações do Eurosistema nestes domínios. A Secção 7.1 descreve o contexto comum das actividades respectivas, analisando brevemente o conceito de estabilidade financeira e o papel do Eurosistema. A Secção 7.2 avalia o contributo do Eurosistema para a estabilidade financeira, ao passo que a Secção 7.3 se debruça sobre o papel de superintendência do Eurosistema.

7.1 ESTABILIDADE FINANCEIRA E O PAPEL DO EUROSISTEMA

Até à data, não existe uma definição comum de estabilidade financeira. É particularmente difícil identificar com razoável precisão um exemplo de instabilidade financeira para além de uma crise financeira óbvia. De acordo com a definição utilizada pelo BCE, estabilidade financeira é uma condição na qual o sistema financeiro – que inclui intermediários financeiros, mercados e infra-estruturas de mercado – é capaz de resistir a choques e de resolver desequilíbrios financeiros².

A consecução e manutenção da estabilidade financeira é, acima de tudo, da responsabilidade dos participantes no mercado, os quais devem avaliar e gerir os seus riscos eficazmente e assumir as consequências financeiras das suas transacções. No entanto, os participantes no mercado não têm em conta os possíveis riscos sistémicos decorrentes das suas actividades. Por conseguinte, foi também criado um quadro público para a prevenção e gestão de eventuais crises financeiras, o qual visa evitar

A estabilidade financeira é um conceito complexo ...

... e essencialmente da responsabilidade do sector privado

¹ Padoa-Schioppa, Tommaso, *Central banks and financial stability: exploring a land in between*, documento apresentado na segunda conferência do BCE sobre banca central, dedicada ao tema “*The transformation of the European financial system*” (A transformação do sistema financeiro europeu), que teve lugar em 24 e 25 de Outubro de 2002.

² Consultar a secção especial intitulada “*Assessing financial stability: conceptual boundaries and challenges*”, do relatório do BCE sobre a estabilidade financeira (*ECB Financial Stability Review*), publicado em Junho de 2005.

que problemas financeiros coloquem em risco a estabilidade global do sistema económico e financeiro, minimizando, ao mesmo tempo e na medida do possível, as distorções no mecanismo de mercado. Este quadro inclui o acompanhamento regular e a avaliação da estabilidade financeira, a regulamentação e supervisão financeiras, a superintendência das infra-estruturas de mercado e várias medidas possíveis de gestão de crises.

O papel do Eurosistema

O Eurosistema desempenha duas funções básicas nestes domínios. Primeiro, desempenha certas funções relacionadas com a estabilidade financeira a nível da área do euro, tais como o acompanhamento e a avaliação da estabilidade financeira na área do euro, e conduz operações de mercado destinadas a fazer face a choques financeiros gerais e a atenuar tensões no mercado monetário da área do euro. Segundo, contribui para a definição das políticas de estabilidade financeira das autoridades nacionais e comunitárias competentes no domínio do acompanhamento e da avaliação da estabilidade financeira, da regulamentação e supervisão financeiras e da gestão de crises. Adicionalmente, no desempenho da sua atribuição básica de promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos, supervisiona as infra-estruturas de mercado. As secções seguintes analisam em pormenor o contributo do Eurosistema para a estabilidade financeira e o seu papel na superintendência das infra-estruturas de mercado.

7. 2 CONTRIBUTO PARA A ESTABILIDADE FINANCEIRA

ENQUADRAMENTO INSTITUCIONAL

A competência nacional em termos da estabilidade financeira ...

O estabelecimento da União Económica e Monetária (UEM) introduziu enquadramentos institucionais diferentes para a política monetária e a estabilidade financeira na área do euro. A responsabilidade pela primeira foi transferida do nível nacional para o supranacional (ver Capítulo 2), ao passo que a responsabilidade pelos procedimentos de salvaguarda da estabilidade financeira permaneceram na esfera nacional. Além disso, na UEM, ao contrário do que acontece em vários países do Eurosistema, em que os bancos centrais são responsáveis e estão estreitamente envolvidos na supervisão prudencial³, as funções de supervisão e de banco central encontram-se separadas, visto que não foram atribuídas competências de supervisão directas nem ao BCE, nem ao Eurosistema.

... intensifica a necessidade de uma cooperação transfronteiras

Este enquadramento institucional específico, inerentemente mais complexo do que o quadro de política monetária, criou a necessidade de uma cooperação estreita (i) dentro do Eurosistema, entre o BCE e os BCN, a fim de acompanhar e combater de forma eficaz os potenciais riscos para a estabilidade financeira a nível do conjunto da área do euro, e (ii) entre o Eurosistema e as entidades de supervisão nacionais, com vista a assegurar a coordenação estreita das funções de supervisão e de banco central no domínio da salvaguarda da estabilidade financeira.

Os mecanismos de cooperação especificados no Tratado ...

O Tratado da União Europeia (Tratado de Maastricht) prevê mecanismos de cooperação específicos neste contexto. Em primeiro lugar, o Eurosistema tem de “*contribuir para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes no que se refere à supervisão prudencial das instituições*”

³ As estruturas de supervisão nos Estados-Membros da UE diferem consideravelmente em termos do envolvimento dos bancos centrais e da atribuição das responsabilidades de supervisão em relação aos diferentes sectores financeiros. Por exemplo, em alguns países as responsabilidades de supervisão estão divididas por sector, ao passo que em outros a supervisão financeira dos sectores bancário, de seguros e de valores mobiliários se encontra centralizada numa única autoridade. Para uma análise recente (2006) dos procedimentos dos países da UE neste domínio, consultar a publicação do BCE intitulada “*Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries*”, disponível no site do BCE (http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf).

de crédito e à estabilidade do sistema financeiro”⁴. Em segundo lugar, o BCE tem de ser consultado sobre qualquer proposta de acto comunitário e sobre qualquer projecto de disposição legal das autoridades nacionais nos domínios das suas atribuições. Na mesma medida, o BCE pode dar parecer e ser consultado pelo Conselho, pela Comissão Europeia e pelas autoridades nacionais competentes sobre o âmbito e a aplicação da legislação comunitária relativa à supervisão prudencial das instituições de crédito e à estabilidade do sistema financeiro⁵. Por último, o Tratado prevê a possibilidade de transferência de funções de supervisão específicas para o BCE após um procedimento simplificado, sem que seja necessário alterar o Tratado⁶. Esta disposição, não invocada até à data, seria uma opção, caso os mecanismos institucionais de cooperação não conseguissem concretizar uma interacção regular e eficaz entre as autoridades envolvidas.

O Eurosistema desempenha o seu mandato no domínio da estabilidade financeira com o apoio do Comité de Supervisão Bancária (CSB), criado pelo Conselho do BCE em 1998. O CSB é composto por representantes ao mais alto nível do BCE e dos BCN do Eurosistema, bem como por representantes das autoridades de supervisão bancária nacionais dos países do Eurosistema em que o mandato do respectivo BCN não abarca a supervisão bancária. Inclui, adicionalmente, representantes dos bancos centrais e das autoridades de supervisão dos países da UE que ainda não adoptaram a moeda única. O carácter alargado da participação no CSB reflecte o facto de as responsabilidades nacionais em matéria de estabilidade e supervisão financeiras serem cumpridas de acordo com o quadro regulamentar harmonizado e o Mercado Único da UE⁷.

CONDIÇÕES DO MERCADO

O papel e as atribuições do BCE e do Eurosistema em termos de estabilidade financeira evoluíram no contexto do processo global de integração financeira transfronteiras (como debatido no Capítulo 6) e face ao carácter cada vez mais dinâmico e à complexidade crescente do sistema financeiro.

A integração financeira aumenta as possibilidades de partilha e diversificação dos riscos, bem como a liquidez e a profundidade dos mercados financeiros, contribuindo assim para a resistência do sistema financeiro. No entanto, também torna o sistema financeiro mais propenso a perturbações, passíveis de serem de origem ou natureza transfronteiras. Tal exige um reforço contínuo da partilha de informação transfronteiras e da cooperação entre bancos centrais e autoridades de supervisão, nomeadamente no que se refere ao número crescente de grandes grupos bancários da UE com carácter multinacional.

Além disso, o ritmo acelerado da inovação financeira, conjugado com o aprofundamento da integração financeira esbateu as fronteiras entre intermediários financeiros, mercados e infra-estruturas de mercado, assim como entre os vários segmentos dos mercados financeiros. Desenvolvimentos importantes neste domínio incluem a maior participação dos bancos nos mercados de capitais (por exemplo, através de crédito titularizado, de instrumentos de transferência do risco de crédito e de produtos financeiros estruturados complexos), o papel cada vez maior dos conglomerados financeiros e dos bancos comerciais na disponibilização de infra-estruturas de serviços e o crescente envolvimento de entidades não regulamentadas nos mercados financeiros e infra-estruturas relacionadas.

4 N.º 5 do artigo 105.º do Tratado da União Europeia.

5 Artigo 25.º-1 dos Estatutos do SEBC.

6 N.º 6 do artigo 105.º do Tratado e artigo 25.º-2 dos Estatutos do SEBC.

7 Para mais informação sobre o CSB, consultar Papademos, Lucas, “The Banking Supervision Committee of the ESCB and its contribution to financial stability in the EU”, *Kreditwesen*, Vol. 8, 2007, pp. 28-31.

... funcionam com
o apoio do CSB

A integração financeira
exige uma cooperação
transfronteiras mais estreita

Um sistema financeiro
dinâmico e complexo ...

... torna a salvaguarda da estabilidade financeira mais difícil

Como resultado, existe uma necessidade constante de desenvolver e actualizar o quadro destinado a acompanhar, analisar e fazer face a potenciais riscos para o sistema financeiro, tendo em conta as várias interligações entre as suas componentes e respectivas mudanças. Esta tarefa é cada vez mais exigente.

PRINCIPAIS REALIZAÇÕES DO EUROSISTEMA

ACOMPANHAMENTO E AVALIAÇÃO DA ESTABILIDADE FINANCEIRA

A estabilidade financeira é vista em termos prospectivos

O BCE considera que a salvaguarda da estabilidade financeira tem uma dimensão prospectiva importante: as potenciais fontes de riscos ou vulnerabilidades de carácter financeiro – tais como ineficiências na afectação de recursos financeiros e a avaliação ou gestão inadequadas dos riscos financeiros – devem ser identificadas, na medida do possível, antes de darem origem a desequilíbrios insustentáveis e potencialmente nefastos no sistema financeiro. Ao mesmo tempo, é útil tentar avaliar a dimensão de tais fraquezas a nível financeiro e os seus potenciais efeitos na estabilidade global do sistema financeiro. Em particular, tal ajuda a centrar as acções dos sectores privado e público nos riscos com maior probabilidade de prejudicarem a estabilidade financeira.

Assim, o Eurosistema acompanha e avalia regularmente possíveis fontes de riscos e vulnerabilidades no sistema financeiro, com o objectivo de identificar, numa fase inicial, desequilíbrios emergentes e proporcionar uma base para uma resposta imediata, tal como a intensificação da supervisão financeira ou da vigilância dos mercados.

Todas as componentes do sistema financeiro são consideradas

Neste contexto, o Eurosistema presta especial atenção à capacidade de resistência do sector bancário, o qual desempenha um papel crucial na condução e transmissão da política monetária, nos sistemas de pagamentos e na canalização de fundos de aforradores para investidores. Ao mesmo tempo, esta análise é complementada por uma avaliação mais abrangente, tendo em consideração outras componentes do sector financeiro, tais como os mercados, os intermediários financeiros não bancários e infra-estruturas, dado o papel cada vez maior destas componentes no sistema e as suas ligações estreitas aos bancos. Além disso, o Eurosistema atribui grande importância a uma cooperação estreita com as autoridades de supervisão no acompanhamento da estabilidade financeira, com vista a combinar as informações a nível macro e microprudencial. O papel do CSB como fórum de partilha de conhecimentos em termos de banca central e de supervisão é fundamental neste aspecto.

As informações a nível macro e microprudencial são combinadas

As actividades do Eurosistema assentam em três pilares:

As actividades do Eurosistema no acompanhamento e avaliação da estabilidade financeira assentam em três pilares.

... uma análise semestral da estabilidade financeira na área do euro ...

Primeiro, em 2000, o BCE iniciou o desenvolvimento de um quadro abrangente para a avaliação dos potenciais riscos e vulnerabilidades no conjunto do sistema financeiro da área do euro. Esta avaliação visa determinar a robustez individual e colectiva das instituições, dos mercados e das infra-estruturas da área do euro; identificar as principais fontes de risco e vulnerabilidade passíveis de criarem problemas em termos de estabilidade do sistema financeiro no futuro; e avaliar a capacidade de o sistema financeiro fazer face a esses riscos, caso se concretizem. Desde Dezembro de 2004 que os resultados desta avaliação sistemática são apresentados na publicação semestral dedicada à análise da estabilidade financeira, com o título “*Financial Stability Review*” (FSR), a qual beneficia do contributo do CSB. Tal como as publicações do mesmo género publicadas por outros bancos centrais a nível mundial, o principal objectivo da FSR é aumentar a consciencialização do sector financeiro e do público relativamente a desenvolvimentos relevantes para a estabilidade do sistema financeiro da área do euro. Além disso, ao fornecer uma panorâmica geral das fontes de risco e de vulnerabilidade passíveis de

afectar a estabilidade financeira, a FSR visa também desempenhar um papel na atenuação ou, antes de mais, na prevenção das tensões financeiras.

Segundo, desde 1999, o CSB realiza análises macroprudenciais regulares do sector bancário da UE, divulgando as conclusões, desde 2003, num relatório publicado anualmente intitulado “*EU Banking Sector Stability*” (Estabilidade do Sector Bancário da UE). Além disso, o CSB analisa regularmente os desenvolvimentos estruturais no sector bancário da UE relevantes para os bancos centrais e as autoridades de supervisão. Publicado pela primeira vez em 2002, o relatório de periodicidade anual sobre as estruturas bancárias da UE intitulado “*EU Banking Structures*” é o resultado desse trabalho. As análises estruturais e macroprudenciais levadas a cabo pelo CSB assentam numa combinação de dados estatísticos agregados, fornecidos pelos bancos centrais e pelas autoridades de supervisão da UE, complementados por informação qualitativa e, na medida do possível, prospectiva avançada pelos membros do CSB.

Terceiro, em conjunto com outros bancos centrais da UE, o BCE e o Eurosistema participam activamente no trabalho de outras instituições e organismos que acompanham a estabilidade financeira a nível europeu e mundial. Ao nível da UE, o seu contributo consiste, em particular, na prestação de apoio ao Comité Económico e Financeiro (CEF), que, desde 2003, sob a forma de Quadro sobre a Estabilidade Financeira (QEF)⁸, procede semestralmente a uma análise de questões relacionadas com a estabilidade financeira e é responsável pela preparação do debate dessas questões no Conselho ECOFIN. A nível mundial, também em conjunto com outros bancos centrais da UE, o BCE e os BCN do Eurosistema participam activamente na actividade de acompanhamento levada a cabo pelo Fundo Monetário Internacional, o Fórum de Estabilidade Financeira, o Comité sobre o Sistema Financeiro Global e o Banco de Pagamentos Internacionais.

Não obstante estas realizações substanciais, o quadro do Eurosistema para o acompanhamento e avaliação da estabilidade financeira requer novas melhorias. Um importante desafio neste domínio – não só para o Eurosistema, mas também para os bancos centrais e as autoridades de supervisão a nível mundial – consiste no desenvolvimento de abordagens quantitativas melhoradas para a identificação de riscos em termos de estabilidade financeira e para a avaliação do potencial impacto da concretização desses riscos. Trata-se de uma tarefa difícil, dado que a quantificação do objectivo da estabilidade financeira não é linear e dada a inerente extrema complexidade de um quadro analítico adequado, envolvendo indicadores, modelos e metodologias apropriados. Além disso, juntamente com a inovação financeira, a transformação rápida e contínua do sistema financeiro coloca desafios adicionais ao desenvolvimento de um quadro analítico apropriado. Em particular, a complexidade de alguns dos novos instrumentos financeiros, a redistribuição intersectorial dos riscos e a opacidade das transacções de um número crescente de instituições financeiras não bancárias tornaram bastante mais difícil a criação de modelos do sistema financeiro, bem como o acompanhamento e a avaliação dos riscos⁹. Apesar da magnitude destes desafios em termos de avaliação, é importante reconhecer que foram realizados progressos significativos nos últimos anos.

Gradualmente, a FSR semestral adquiriu maior profundidade analítica, sobretudo na análise de instituições e mercados financeiros. Exemplos incluem métodos de quantificação da exposição de grandes e complexos grupos bancários ao risco de crédito do sector empresarial, o desenvolvimento

... uma análise estrutural e macroprudencial anual do sector bancário da UE ...

... o contributo para o acompanhamento da estabilidade financeira a nível comunitário e mundial

Os desafios quantitativos da avaliação da estabilidade financeira ...

... exigem uma melhoria constante das abordagens do Eurosistema

⁸ Na sua composição normal, o CEF compreende representantes dos ministérios das Finanças da UE, dos bancos centrais nacionais, do BCE e da Comissão Europeia, ao passo que, na forma de QEF, inclui também os presidentes do CSB e dos comités de supervisão da UE, estes últimos estabelecidos no âmbito da “abordagem Lamfalussy” (consultar a secção seguinte sobre regulamentação e supervisão financeiras).

⁹ Consultar a secção especial intitulada “*Measurement challenges in assessing financial stability*”, incluída na edição de Dezembro de 2005 da *Financial Stability Review* do BCE.

É necessário melhorar a qualidade e a disponibilidade da informação

de vários indicadores de outros riscos enfrentados por bancos, fundos com cobertura de risco e seguradoras, assim como indicadores das actividades dos mercados financeiros destinados a revelar potenciais desequilíbrios financeiros. Outro importante elemento neste âmbito é a concepção de metodologias para a realização de testes de esforço a nível macro do sistema financeiro da área do euro. O principal objectivo de tais testes é avaliar os potenciais efeitos, em termos de custo económico, de eventos extremos ou choques consideráveis no sistema financeiro. Em última instância, o quadro para os testes de esforço ajudaria a quantificar os riscos e a estabelecer prioridades em função da importância dos mesmos e permitiria um acompanhamento e uma avaliação da estabilidade financeira mais direccionados. Além disso, quando integralmente implementados, os testes de esforço a nível macro poderiam ajudar o Eurosistema a reforçar a coerência interna e, desse modo, a dimensão prospectiva do seu acompanhamento da estabilidade financeira. Ao longo dos últimos anos, o BCE trabalhou estreitamente com o CSB na identificação de métodos para melhorar, em particular, a dimensão transfronteiras dos testes de esforço, um aspecto que adquire maior relevância à medida que aumenta a integração financeira da área do euro e a importância das actividades transfronteiras das instituições financeiras¹⁰.

Outro importante desafio tem sido a criação de uma infra-estrutura de informação adequada para apoiar o acompanhamento e a avaliação da estabilidade financeira e, em especial, para melhorar o intercâmbio de informações através do CSB e do Comité de Estatísticas, incluindo a compilação anual de dados bancários consolidados para o conjunto do sector bancário da UE. A disponibilidade e qualidade limitadas dos dados foram identificadas como os principais obstáculos à melhoria dos quadros quantitativos para a avaliação da estabilidade financeira. Por conseguinte, é muito importante ampliar o conjunto de dados de alta qualidade disponíveis.

REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS

O objectivo é garantir a segurança e solidez globais das instituições financeiras

Pressupondo que a acção do sector privado não consegue evitar o surgimento de desequilíbrios financeiros, o quadro da UE para a regulamentação e supervisão visa promover a segurança e solidez globais das instituições financeiras. Os requisitos prudenciais relacionados com amortecedores de capital, melhores práticas de gestão de riscos e divulgação pública proporcionam as principais ferramentas neste domínio.

O BCE/Eurosistema fornece aconselhamento e informação ...

O Eurosistema está estreitamente envolvido neste trabalho, visto que as suas análises estrutural e macroprudencial do sistema financeiro e a avaliação microprudencial das entidades de supervisão se reforçam mutuamente. Nessa conformidade, o BCE e o Eurosistema prestam aconselhamento sobre o quadro da UE para a regulamentação e supervisão e contribuem para o seu desenvolvimento. O BCE também desempenha um papel consultivo no que se refere a propostas de alteração de legislação nacional em matéria de regulamentação e supervisão financeiras.

... no âmbito do quadro regulamentar da UE para os serviços financeiros

Nos últimos anos, o BCE e o Eurosistema deram importantes contributos em termos da melhoria do quadro regulamentar da UE para os serviços financeiros. Um desses contributos está relacionado com o Plano de Acção para os Serviços Financeiros (PASF) de 1999, que estabeleceu um quadro regulamentar modernizado e mais abrangente para os serviços financeiros (ver Capítulo 6). O BCE contribuiu para o desenvolvimento do PASF com pareceres formais sobre as várias propostas legislativas da Comissão Europeia e participou nos comités técnicos. Como seguimento a este trabalho, o Eurosistema contribuiu

¹⁰ Consultar Fell, John, *Challenges for EU-wide macro stress-testing*, comunicação no âmbito da conferência do BCE sobre testes de esforço e exercícios de simulação de crises financeiras, realizada em 12 e 13 de Julho de 2007. O documento encontra-se disponível no *site* do BCE (<http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf>).

para a formulação da estratégia de política dos serviços financeiros da UE para os anos 2005-2010, publicada em Dezembro de 2005 sob a forma de Livro Branco da Comissão¹¹. O BCE e o Eurosistema continuam a fornecer pareceres e conhecimentos técnicos na fase de implementação do Livro Branco¹².

O Eurosistema está também activamente envolvido no desenvolvimento em curso do enquadramento institucional da UE para a regulamentação e supervisão financeiras. Em particular, tem apoiado fortemente o “quadro Lamfalussy” para a regulamentação e supervisão financeiras, o qual visa tornar o processo de tomada de decisões legislativas da UE mais eficiente e flexível e estabelecer um quadro de regulamentação e supervisão mais coerente entre os Estados-Membros (ver Capítulo 6). O BCE desempenha ainda um papel activo no funcionamento do quadro Lamfalussy como observador nos comités do Nível 2 dos sectores bancário e de valores mobiliários e como membro do comité do Nível 3 do sector bancário. Por último, o Eurosistema tem contribuído para o acompanhamento contínuo do funcionamento do quadro Lamfalussy¹³.

A primeira análise integral da abordagem Lamfalussy a nível dos sectores financeiros foi realizada pelo Conselho ECOFIN em Dezembro de 2007, tendo contribuído para essa avaliação vários comités e fóruns da UE, assim como o Eurosistema. A análise sublinhou que o quadro Lamfalussy fomentou progressos significativos em termos da eficiência e da transparência do processo legislativo comunitário e na consecução de um quadro de regulamentação e supervisão mais coerente. No entanto, é preciso que os resultados em matéria de supervisão sejam mais congruentes entre os Estados-Membros. Por conseguinte, considera-se necessário melhorar o funcionamento da abordagem Lamfalussy: (i) atribuindo um mandato europeu às entidades de supervisão nacionais; (ii) reduzindo as opções e a margem de decisão nacionais nas regras comunitárias e obtendo uma maior convergência dos requisitos de relato financeiro; (iii) reforçando o papel dos comités do Nível 3 Lamfalussy na prossecução da cooperação e convergência em termos de supervisão e melhorando o papel das associações de supervisores na supervisão de grupos com actividades transfronteiras¹⁴. A decisão sobre as medidas práticas para a implementação destas prioridades é tomada na reunião do Conselho ECOFIN em Junho de 2008.

GESTÃO DE CRISES FINANCEIRAS

Não obstante as melhorias substanciais na prevenção de crises financeiras transfronteiras, não se pode excluir a possibilidade de surgirem perturbações financeiras com potenciais implicações na estabilidade financeira transfronteiras. Uma solução do sector privado para resolver as respectivas dificuldades

... e do quadro da UE
para a regulamentação
e supervisão financeiras

O sector privado constitui
a primeira linha de defesa

11 Consultar o documento intitulado “*European Commission’s Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010): Eurosystem contribution to the public consultation*”, publicado em 1 de Agosto de 2005 e disponibilizado no site do BCE (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf>).

12 A título de exemplo, o Eurosistema respondeu às consultas da Comissão Europeia sobre possíveis medidas no domínio dos fundos de investimento e do crédito hipotecário.

13 Um elemento importante desta contribuição está relacionado com a análise de 2005 da Comissão Europeia sobre o funcionamento do quadro Lamfalussy no que diz respeito a legislação em matéria de mercados de valores mobiliários. Consultar o documento intitulado “*Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation: Contribution to the Commission’s Public Consultation*”, publicado em 17 de Fevereiro de 2005 e disponibilizado no site do BCE (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf>). O Eurosistema esteve também envolvido na preparação do relatório sobre supervisão financeira do Comité de Serviços Financeiros, finalizado em Fevereiro de 2006 e aprovado pelo Conselho ECOFIN em Maio de 2006. Mais recentemente, o Eurosistema contribuiu para a primeira análise integral do quadro Lamfalussy a nível dos sectores financeiros. Consultar o documento intitulado “*Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution*”, publicado em 30 de Novembro de 2007 e disponibilizado no site do BCE (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>).

14 Estas prioridades foram também sublinhadas no já referido contributo do Eurosistema para a análise da abordagem Lamfalussy. Para mais informação, consultar o artigo intitulado “*Developments in the EU arrangements for financial stability*”, publicado na edição de Abril de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

financeiras constitui, novamente, o principal recurso. Se a acção do sector privado for insuficiente para conter a crise, poderão ser também consideradas medidas complementares por parte do sector público. Contudo, cabe ao sector público decidir sobre o seu eventual envolvimento, com base no conceito de “ambiguidade construtiva” a fim de reduzir o risco moral (*risk of moral hazard*).

O papel do Eurosistema ...

A distribuição, entre o Eurosistema, os BCN, as autoridade de supervisão e os ministérios das Finanças, das responsabilidades em matéria de gestão de crises varia consoante se trate de uma crise de liquidez ou de solvência.

... durante as crises de liquidez ...

Durante uma crise geral de liquidez, o BCE pode contribuir através das suas operações de liquidez (ver Capítulo 3) para o bom funcionamento do mercado monetário, com base em procedimentos acordados ao nível do Eurosistema. Além disso, os BCN podem fornecer – temporariamente e contra garantias adequadas – liquidez de emergência a instituições de crédito ilíquidas mas solventes. O possível fornecimento de liquidez de emergência é realizado à discrição do BCN competente, sem prejuízo do disposto no Tratado relativamente à proibição do financiamento monetário e apenas em circunstâncias excepcionais. Os BCN poderão considerar o fornecimento de liquidez de emergência necessário, em particular, por motivos de prevenção e mitigação de potenciais efeitos sistémicos decorrentes de contágio através de outras instituições financeiras ou infra-estruturas de mercado. Em 1999, o Eurosistema chegou a acordo sobre procedimentos específicos para a partilha de informação em caso de cedência de liquidez de emergência por um BCN do Eurosistema. Estes procedimentos visam assegurar que o impacto de uma intervenção deste género por um BCN – que assume os custos e riscos relacionados – possa ser gerido de forma compatível com a manutenção de uma orientação de política monetária única apropriada.

... e as crises de solvência

Durante uma crise de solvência, a principal responsabilidade pela gestão e resolução da crise recai sobre os ministérios das Finanças, que decidem acerca da possível disponibilização de apoio financeiro, e sobre as autoridades de supervisão, que poderão tomar medidas de supervisão excepcionais para estabilizar a instituição em dificuldades ou decidir proceder à sua liquidação.

Independentemente de se tratar de uma crise financeira de liquidez ou de solvência, o Eurosistema pode apoiar os esforços de gestão da crise recorrendo à competência analítica e aos conhecimentos que adquiriu no acompanhamento da estabilidade financeira e na avaliação de potenciais canais de propagação de perturbações financeiras no sistema financeiro e das potenciais implicações para a estabilidade deste último. Além disso, se uma crise de liquidez ou de solvência tiver um impacto no funcionamento das infra-estruturas de mercado, o Eurosistema poderá agir no sentido de assegurar a continuação do bom funcionamento das mesmas.

Uma interacção eficaz entre as autoridades competentes é crucial

Face à necessidade de uma acção muito atempada e bem direccionada durante uma crise financeira, é crucial que exista uma interacção regular e eficaz entre todas as autoridades competentes – bancos centrais, autoridades de supervisão e ministérios das Finanças. Tal representa um desafio substancial no contexto da UE, tendo em conta o elevado número de autoridades envolvidas. Além disso, embora deva existir uma definição clara das responsabilidades e uma estrutura para facilitar a partilha de informação e a cooperação, não é possível conceber um plano universal para a gestão de crises, visto que cada crise financeira é única. A flexibilidade e o discernimento são também essenciais na protecção contra o risco moral.

A gestão de crises na UE foi reforçada ...

Todavia, foram muitos os progressos realizados na última década em termos do reforço dos procedimentos comunitários em matéria de gestão de crises. Neste domínio, o Eurosistema contribuiu activamente para três áreas de acção principais referentes: (i) à clarificação do quadro legislativo

Quadro I Principais contributos do Eurosistema no âmbito da estabilidade financeira

Domínio	Nível	Principais actividades do Eurosistema
Acompanhamento e avaliação da estabilidade financeira		
Avaliação do sistema financeiro da área do euro	Área do euro	Relatório intitulado “ <i>Financial Stability Review</i> ” (Análise da Estabilidade Financeira), elaborado semestralmente pelo BCE
Análise macroprudencial do sector bancário da UE	UE	Relatório intitulado “ <i>EU Banking Sector Stability</i> ” (Estabilidade do Sector Bancário da UE), elaborado anualmente pelo BCE
Análise estrutural do sector bancário da UE	UE	Relatório intitulado “ <i>EU Banking Structures</i> ” (Estruturas do Sector Bancário da UE), elaborado anualmente pelo BCE
Acompanhamento da estabilidade financeira na UE	UE	Contribuição para os debates do CEF-QEF e do Conselho ECOFIN
Testes de esforço a nível macro	UE/área do euro	Contributo para o desenvolvimento de testes de esforço a nível macro para o conjunto da área do euro/UE
Regulamentação e supervisão financeiras		
Estratégia global da UE para os serviços financeiros	UE	Contribuição para o debate de política pública (por exemplo, relativamente à estratégia de política de serviços financeiros da UE para 2005-2010).
Iniciativas legislativas específicas	UE	Pareceres formais e contributo técnico do BCE (através dos comités do Nível 2 Lamfalussy dos sectores bancário e de valores mobiliários)
Aplicação coerente das regras comunitárias	UE	Contribuição para o desenvolvimento de normas e práticas de supervisão comuns no sector bancário (através do comité do Nível 3 Lamfalussy, o CEBS)
Melhoria do quadro da UE para a supervisão	UE	Contributo para o debate de política pública (por exemplo, a revisão do quadro Lamfalussy em 2007)
Gestão de crises financeiras		
Melhoria do quadro legislativo da UE	UE	Pareceres formais e contributo técnico do BCE (através dos comités do Nível 2 Lamfalussy)
Cedência de liquidez de emergência	Área do euro	Avaliação pelo Eurosistema da compatibilidade das operações de cedência de liquidez de emergência relevantes a realizar pelos BCN, face à orientação de política monetária prevalecente
Avaliação sistémica de uma crise financeira	UE	Quadro analítico comum do CSB-CEBS
Cooperação entre os bancos centrais, os ministérios das Finanças e as autoridades de supervisão da UE	UE	Contributo para a elaboração dos memorandos de acordo de 2003, 2005 e 2008 Participação activa no desenvolvimento da estratégia global para a melhoria dos procedimentos da UE em matéria de estabilidade financeira (por exemplo, relativamente ao plano estratégico de 2007 do Conselho ECOFIN) Participação na concepção e realização de exercícios de simulação de crises a nível da UE
Preparação do Eurosistema para crises financeiras	Área do euro	Exercícios de simulação de crises financeiras no âmbito do Eurosistema

para a gestão de crises, nomeadamente a Directiva relativa aos requisitos de capital, de 2006, e a Directiva relativa aos conglomerados financeiros, de 2002; (ii) ao desenvolvimento e melhoria contínua dos acordos referentes à cooperação voluntária entre as autoridades sob a forma de memorandos de acordo a nível da UE; e (iii) a exercícios de simulação de crises na UE e no Eurosistema, a fim de reforçar os actuais procedimentos informais e legislativos e de aumentar o nível geral de preparação para fazer face a crises¹⁵.

Um passo importante no sentido de uma nova melhoria dos procedimentos comunitários para a gestão de crises foi dado em Outubro de 2007, quando o Conselho ECOFIN definiu um plano estratégico

... e estão a ser desenvolvidas
novas iniciativas

15 O artigo intitulado “*The EU arrangements for financial crisis management*”, publicado na edição de Fevereiro de 2007 do Boletim Mensal do BCE, fornece uma descrição geral destas três vertentes de trabalho.

As realizações do Eurosistema são assinaláveis

São quatro os desafios mais importantes para o futuro

para os acordos de estabilidade financeira da UE¹⁶. Os principais elementos do plano são: (i) a aprovação de um conjunto de princípios comuns para a gestão de crises transfronteiras, bem como de um quadro analítico comum para a avaliação de crises financeiras desenvolvido pelo CSB e pelo CEBS (*Committee of European Banking Supervisors* / Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária), o que foi formalmente alcançado através da assinatura de um novo memorando de acordo pelos ministros das Finanças, os governadores dos bancos centrais e as entidades de supervisão bancária da UE em Abril de 2008; (ii) o reforço adicional deste enquadramento através de acordos de cooperação específicos entre as autoridades envolvidas relativamente a instituições de carácter transfronteiras; (iii) o convite para que, no âmbito da Directiva relativa aos requisitos de capital, a Comissão Europeia analise, em estreita cooperação com os Estados-Membros, a possibilidade de novas clarificações dos acordos entre entidades de origem e de acolhimento em matéria de gestão de crises e apresente propostas a este respeito até ao final de 2008; e (iv) a solicitação à Comissão Europeia de uma avaliação das possíveis melhorias regulamentares no que se refere à transferência de activos no seio de grupos bancários, à Directiva relativa ao saneamento e liquidação de instituições de crédito e ao papel dos sistemas de garantia de depósitos e do apoio do sector público em situações de crise.

LIÇÕES E RUMO A SEGUIR

É considerável o número de medidas tomadas nos últimos dez anos com vista a reforçar os procedimentos em matéria de estabilidade financeira na área do euro e na UE. O Eurosistema desempenhou um papel importante neste domínio. Primeiro, a fim de promover e salvaguardar a estabilidade do sistema financeiro da área do euro, desenvolveu várias acções a nível da área do euro, relacionadas em especial com o acompanhamento e a avaliação da estabilidade financeira e com operações de mercado destinadas a responder a choques financeiros gerais e a atenuar tensões no mercado monetário da área do euro. Segundo, apoiou as autoridades nacionais e comunitárias nas respectivas políticas referentes ao acompanhamento e avaliação da estabilidade financeira, à regulamentação e supervisão financeiras e à gestão de crises. Não obstante os substanciais resultados alcançados, o enquadramento da UE para a estabilidade financeira está ainda em desenvolvimento e requer novas melhorias, de modo a poder acompanhar o progresso da inovação e integração financeiras.

Em primeiro lugar, no que se refere ao acompanhamento e à avaliação da estabilidade financeira, é importante aprofundar ainda mais os conhecimentos sobre o complexo sistema financeiro, que está em constante mutação, e contribuir activamente para o desenvolvimento de abordagens quantitativas melhoradas, incluindo a definição de medidas para uma análise mais abrangente das relações entre os sectores económicos e financeiros e a realização de novos avanços nos testes de esforço a nível macro.

Em segundo lugar, o Eurosistema precisará de continuar a desempenhar um papel muito activo na prestação de aconselhamento de elevada qualidade sobre o desenvolvimento em curso dos procedimentos comunitários no âmbito da supervisão e regulamentação financeiras. Assegurar o funcionamento eficiente e eficaz do quadro Lamfalussy será um aspecto-chave, quer para explorar plenamente o potencial do enquadramento regulamentar melhorado da UE estabelecido pelo PASF, quer para garantir

¹⁶ O plano baseou-se nas recomendações de um grupo de trabalho do CEF, o Grupo de Trabalho *ad hoc* sobre Acordos de Estabilidade Financeira da UE, criado em Setembro de 2006 e composto por representantes de alto nível dos ministérios das Finanças, dos BCN, das autoridades de supervisão, do BCE e da Comissão Europeia, ao qual foi conferido o mandato de analisar a margem para uma clarificação e melhoria dos procedimentos existentes para a resolução de crises financeiras transfronteiras na UE, tendo particularmente em conta as lições retiradas do exercício de simulação de uma crise a nível do conjunto da UE, realizado em Abril de 2006. Para mais informação sobre o plano do Conselho ECOFIN e as medidas de seguimento relacionadas, consultar o artigo intitulado “*Developments in the EU arrangements for financial stability*”, publicado na edição de Abril de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

que os procedimentos de supervisão comunitários acompanham não só as actividades dos grupos financeiros com actuação transfronteiras significativa, cuja proeminência no Mercado Único é cada vez maior, como também os requisitos dos mesmos em termos de supervisão simplificada e coerente.

Em terceiro lugar, o dinamismo da melhoria dos procedimentos comunitários no âmbito da gestão de crises deve ser mantido. O memorando de acordo assinado em 2008 pelos ministros das Finanças, os bancos centrais e as autoridades de supervisão da UE constituiu uma importante realização neste domínio. Será necessário envidar esforços no sentido de implementar e testar este acordo eficazmente, com vista a torná-lo tão operacional quanto possível. Neste contexto, o Eurosistema continuará a testar e, se necessário, a melhorar os seus próprios procedimentos em matéria de crises financeiras.

Por último, o Eurosistema deve contribuir para um novo reforço da cooperação entre os bancos centrais e as autoridades de supervisão na UE, particularmente no que diz respeito aos grupos financeiros transfronteiras mais importantes. Uma partilha intensificada de informação sobre os principais desenvolvimentos nas actividades e no perfil de risco desses grupos é necessária não só numa base contínua, como também em termos de gestão de situações de tensão.

7.3 SUPERINTENDÊNCIA DE INFRA-ESTRUTURAS DE MERCADO

As infra-estruturas do mercado financeiro facilitam o fluxo de fundos, títulos e outros instrumentos financeiros entre os agentes económicos, sendo, assim, uma componente-chave do conjunto do sistema financeiro. As infra-estruturas de mercado englobam os vários sistemas de pagamentos e de transacção, compensação e liquidação de títulos, o conjunto de acordos, instituições, regras e procedimentos que os governam, bem como os instrumentos de pagamento que processam. Devido à dimensão do seu papel e às suas características de rede, as infra-estruturas de pagamentos e de títulos são muitas vezes descritas como o “sistema vascular” do sistema financeiro. Os principais intervenientes afectados pelas infra-estruturas de mercado incluem os operadores dos sistemas, os participantes (instituições financeiras), os prestadores de serviços, os bancos centrais, os organismos de regulamentação e, em última instância, todos os agentes económicos enquanto utilizadores finais de serviços de pagamento e de liquidação.

A par da crescente complexidade das infra-estruturas do mercado financeiro, assim como do rápido aumento dos valores e volumes de transacções financeiras que processam, a importância do bom funcionamento destas infra-estruturas na manutenção da estabilidade financeira foi reconhecida pelos bancos centrais há muito tempo. Obviamente, os proprietários e os operadores dos sistemas têm a responsabilidade primordial de assegurar um funcionamento fiável das infra-estruturas de mercado e de prestar serviços de pagamento e de liquidação seguros e eficientes. Contudo, tendo em consideração as suas responsabilidades em termos de política monetária e estabilidade financeira, o seu papel no fornecimento de contas de liquidação para os participantes nos sistemas de pagamentos e o seu interesse em manter a confiança do público nos instrumentos de pagamento utilizados, o Eurosistema, à semelhança dos bancos centrais em geral, assumiu a superintendência das infra-estruturas de mercado como uma das suas funções básicas. O objectivo de política último da superintendência é promover o bom funcionamento das infra-estruturas do mercado financeiro, com vista a evitar quaisquer repercussões, no sistema financeiro e na economia em geral, de perturbações nessas infra-estruturas. As principais actividades de superintendência incluem o desenvolvimento de padrões de supervisão, o acompanhamento contínuo do desempenho das infra-estruturas de mercado e a avaliação regular, com base numa metodologia definida, do cumprimento dos padrões estabelecidos.

Infra-Estruturas do mercado
financeiro e superintendência

A superintendência como uma função básica dos bancos centrais: papel e alcance

PAPEL DO BCE E DO EUROSISTEMA

O Tratado e os Estatutos do SEBC reconhecem a superintendência como uma das atribuições básicas do Eurosistema. O n.º 2 do artigo 105.º do Tratado e o artigo 3.º dos Estatutos estabelecem que “*as atribuições básicas fundamentais cometidas ao SEBC são (...) a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.*” Além disso, o artigo 22.º dos Estatutos refere que “*o BCE e os bancos centrais nacionais podem conceder facilidades e o BCE pode adoptar regulamentos, a fim de assegurar a eficiência e a solidez dos sistemas de compensação e de pagamentos no interior da Comunidade e com países terceiros.*”

O papel de superintendência do Eurosistema abrange os sistemas de pagamentos e de liquidação – tanto de pagamentos de grandes montantes como de pagamentos de retalho – que processam o euro. Para assegurar condições de igualdade, são aplicados os mesmos padrões mínimos aos sistemas geridos pelo Eurosistema (tal como o TARGET2) e aos operados por entidades do sector privado.

A função de superintendência centrava-se inicialmente sobretudo nos sistemas de pagamentos de grandes montantes em euros, dada a relevância destes para a estabilidade financeira. Contudo, os superintendentes expandiram gradualmente as suas actividades aos sistemas de pagamentos de retalho, aos instrumentos de pagamento e aos fornecedores de serviços de terceiros.

SISTEMAS DE PAGAMENTOS, INSTRUMENTOS E FORNECEDORES DE SERVIÇOS DE INFRA-ESTRUTURA

De acordo como o quadro de superintendência comum, os BCN são responsáveis pela aplicação da política de superintendência do BCE no que diz respeito aos sistemas de pagamentos legalmente incorporados nas respectivas jurisdições. Além disso, o Conselho do BCE pode decidir atribuir ao BCE responsabilidades de superintendência no que se refere a sistemas com características especiais.

O BCE como principal superintendente

Neste contexto, o BCE é responsável pela superintendência do Mecanismo de Pagamentos do BCE, enquanto componente do TARGET operada pelo BCE¹⁷. A estrutura integrada do TARGET2 – a nova plataforma que, no período de 2007 a 2008, substituirá gradualmente o TARGET – impôs a alteração da estrutura do respectivo quadro de superintendência. O Conselho do BCE é o superintendente de última instância do sistema, sendo assistido pelo Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação. Todas as actividades de superintendência do TARGET2 são conduzidas e coordenadas no âmbito da função de superintendência do BCE com a participação activa dos BCN da área do euro.

Uma superintendência cooperativa para o sistema CLS

Adicionalmente, o BCE desempenha actividades de superintendência em relação a três sistemas operados pela EBA CLEARING, a sociedade de compensação da EBA (*European Banking Association / Associação Bancária do Euro*): o EURO1 para pagamentos de grandes montantes, o STEP1 para pagamentos específicos de pequenos montantes de clientes e o STEP2, que oferece uma nova plataforma de prestação de serviços de processamento em lotes para os pagamentos de retalho transfronteiras.

Existem sistemas de pagamentos localizados fora da área do euro (os designados “sistemas *offshore*”) que processam transacções denominadas em euros. Entre estes, o mais importante é o sistema CLS

¹⁷ Em consonância com os princípios acordados a nível do Eurosistema, o BCE estabeleceu estruturas organizativas separadas para a função de operação e a função de superintendência, com vista a evitar possíveis conflitos de interesses.

(*Continuous Linked Settlement* / liquidação em contínuo), relativamente ao qual o BCE – aplicando as regras de superintendência cooperativa¹⁸, em estreita cooperação com o Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos como principal superintendente – desempenha o papel de superintendente no que se refere aos pagamentos em euros.

Em conformidade com o quadro de superintendência comum do Eurosistema, a superintendência dos sistemas de pagamentos de retalho é realizada sobretudo pelos BCN. No entanto, para que seja aplicada uma abordagem harmonizada, o Eurosistema definiu a sua orientação de política no âmbito da superintendência dos sistemas de pagamentos de retalho e, em 2005, procedeu a uma avaliação pormenorizada da superintendência desses sistemas.

No que respeita à superintendência dos instrumentos de pagamento, o Eurosistema estabeleceu, em 2007, um quadro de superintendência para os sistemas de pagamento com cartões que processam pagamentos em euros. Após consulta do mercado, esse quadro foi divulgado em Janeiro de 2008.

O funcionamento da infra-estrutura do mercado financeiro é apoiado por vários fornecedores de serviços de terceiros. Entre eles, a SWIFT, fornecedora mundial de serviços de troca segura de mensagens financeiras ao sector financeiro, é de longe o interveniente mais importante e, embora não seja ela própria um sistema de pagamentos, requer uma atenção especial por parte dos superintendentes. Em conformidade com o acordo dos bancos centrais do G10, a SWIFT é objecto de superintendência cooperativa desde o final de 1997, sendo o seu principal superintendente o Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. No contexto da sua participação no quadro de superintendência cooperativa da SWIFT, o BCE ajudou a desenvolver um conjunto de expectativas de superintendência de elevado nível adequadas para a avaliação da SWIFT. Concluídas em Junho de 2007, essas expectativas foram integradas no quadro de superintendência com base no risco aplicado à SWIFT.

SISTEMAS DE COMPENSAÇÃO E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

Os sistemas de liquidação de títulos (SLT) e os sistemas de compensação pela contraparte central estão estreitamente interligados com os sistemas de pagamentos¹⁹ e, por conseguinte, o seu funcionamento seguro tem implicações claras para a estabilidade financeira. Além disso, os SLT estão inter-relacionados com a política monetária devido ao seu papel no fornecimento de serviços de liquidação relativamente aos activos elegíveis como garantia nas operações de crédito do Eurosistema. Para o efeito, se bem que o Eurosistema não aplique um quadro de superintendência comum para os SLT, os bancos centrais têm um forte interesse no bom funcionamento destes sistemas na área do euro.

Em 1998, o Eurosistema adoptou um conjunto de padrões, na perspectiva do utilizador, destinados a avaliar a elegibilidade dos SLT para a prestação de serviços de liquidação nas operações de crédito do Eurosistema (os designados “padrões do utilizador”). As avaliações regulares dos SLT, incluindo das ligações entre eles, em termos do cumprimento dos padrões do utilizador são realizadas de modo

¹⁸ Tal como definido no relatório de 1990 do Comité sobre Sistemas de Compensação Interbancária dos Bancos Centrais dos Países do Grupo dos Dez intitulado “*Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries*” (o designado “Relatório Lamfalussy”) e actualizado no relatório do Comité dos Sistemas de Pagamento e de Liquidação intitulado “*Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems*”, publicado em Maio de 2005.

¹⁹ A liquidação de transacções em títulos envolve duas componentes: uma em numerário e outra em títulos. A liquidação da componente em numerário das transacções de títulos ocorre sobretudo nos SLBTR dos bancos centrais, em paralelo com a liquidação numa central de depósito de títulos da componente em títulos, com base no método de entrega contra pagamento.

Os instrumentos e sistemas de pagamentos de retalho

Um quadro de superintendência com base no risco para a SWIFT

Um forte interesse na liquidação de títulos

Avaliações na perspectiva do utilizador

a garantir o mesmo nível de segurança nas operações de crédito em toda a área do euro. O resultado positivo dessas avaliações é uma condição prévia para que os SLT e respectivas ligações possam ser utilizados para fins de garantia de operações de crédito do Eurosistema.

COOPERAÇÃO COM OUTRAS AUTORIDADES

Quadros de cooperação

Como contributo para o cumprimento dos seus objectivos em matéria de superintendência, o Eurosistema tem desenvolvido e mantido ligações com outras autoridades responsáveis por questões relacionadas com infra-estruturas de mercado.

Assim, o quadro para a cooperação entre os bancos centrais superintendentes e as autoridades de supervisão da UE encontra-se definido em memorandos de acordo relativos à cooperação e ao intercâmbio de informação em três situações distintas: (i) o estabelecimento de um sistema de pagamentos e de aplicações de acesso a esse sistema, (ii) actividades contínuas e (iii) gestão de situações de crise.

Além disso, o quadro para a cooperação entre o SEBC e o CESR (*Committee of European Securities Regulators / Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários*) no âmbito dos sistemas de compensação e liquidação de títulos foi definido em 2001. Um grupo de trabalho SEBC-CESR iniciou os trabalhos de adaptação do enquadramento da UE relativamente às designadas “recomendações CPSS – IOSCO para os SLT e os sistemas de compensação pela contraparte central”²⁰. Embora o SEBC-CESR tenha realizado progressos substanciais neste domínio, é necessário resolver ainda algumas questões a fim de concluir os preparativos referentes aos padrões de superintendência previstos para esses sistemas na UE.

EVOLUÇÃO EM TERMOS DE POLÍTICA E ACTIVIDADES PRINCIPAIS

Transparência em termos de políticas e de actividades

As políticas e os objectivos do Eurosistema em matéria de superintendência encontram-se definidos em vários documentos, padrões de elevado nível e declarações de política sobre questões específicas aprovados pelo Conselho do BCE e divulgados publicamente. Os órgãos que desempenham a função de superintendência realizam avaliações regulares do cumprimento dos padrões aplicáveis por parte das infra-estruturas de mercado. As etapas da evolução em termos de política e das principais actividades desempenhadas neste domínio durante a última década são descritas por ordem cronológica no Quadro 2.

20 O CPSS (*Committee on Payment and Settlement Systems*) é o comité de sistemas de pagamentos e de liquidação do G10. A IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) é a organização internacional das comissões de valores mobiliários. Os relatórios sobre as recomendações relativas aos SLT e aos sistemas de compensação pela contraparte central estão disponíveis no *site* do Banco de Pagamentos Internacionais.

Quadro 3 Principais realizações do BCE/Eurosistema no âmbito da sua função de superintendência

Desenvolvimentos em termos de política

Em Agosto de 1998, o BCE publicou um relatório sobre moeda electrónica (*Report on electronic money*), partindo da análise conduzida sob a égide do IME. Esse relatório aborda os motivos pelos quais a moeda electrónica deve ser regulamentada e descreve os requisitos mínimos a cumprir pelos emitentes de moeda electrónica e os objectivos considerados desejáveis.

Em Novembro de 1998, o Eurosistema especificou os seus princípios de política em relação ao desenvolvimento de infra-estruturas de pagamentos e de compensação e liquidação de títulos que prestassem serviços para as transacções denominadas em euros fora da área do euro.

Na sua declaração de Junho de 2000, o Conselho do BCE clarificou o papel do Eurosistema no domínio da superintendência dos sistemas de pagamentos e explicou os seus objectivos e princípios¹.

Em Fevereiro de 2001, o Conselho do BCE adoptou os Princípios Fundamentais para Sistemas de Pagamentos Sistemicamente Importantes (Princípios Fundamentais)² como o conjunto de padrões mínimos seguidos pelo Eurosistema na sua política comum de superintendência dos sistemas de pagamentos. Os Princípios Fundamentais servem de orientação na concepção e operação dos respectivos sistemas de pagamentos, definindo requisitos gerais em termos das características-chave dessas infra-estruturas, incluindo uma base jurídica sólida, uma gestão adequada dos riscos financeiros, segurança e fiabilidade operacionais, eficiência e acordos de gestão. Os Princípios Fundamentais aplicam-se a todo o tipo de sistemas sistemicamente importantes³.

Em Setembro de 2001, o BCE divulgou um documento intitulado “*The Eurosystem’s policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing*” (Linha de actuação do Eurosistema no que respeita à consolidação da compensação pela contraparte central), que apresenta a orientação de política sobre as eventuais implicações do processo de consolidação da compensação pela contraparte central.

Em Maio de 2003, foi publicado um relatório sobre os objectivos em termos da segurança dos sistemas de moeda electrónica (*Electronic money system security objectives*). Esse relatório apresenta as expectativas do Eurosistema quanto à segurança técnica dos sistemas de moeda electrónica. Contém uma descrição geral de sistemas de moeda electrónica, uma análise abrangente de riscos/ameaças e uma lista de objectivos em matéria de segurança, que devem ser cumpridos pelos sistemas de moeda electrónica com vista a cobrirem esses riscos/ameaças.

Em Junho de 2003, foi adoptado um quadro para a superintendência dos sistemas de pagamentos de retalho que operam com euros. Esse quadro pretende assegurar que os sistemas de pagamentos de retalho não possam tornar-se vectores de riscos sistémicos ou de um funcionamento económico indevido na área do euro. Estabelece critérios para a classificação dos sistemas de pagamentos de retalho em conformidade com a sua relevância sistémica.

Em Maio de 2006, foi publicado um relatório sobre as expectativas de superintendência em termos da continuidade operacional dos sistemas de pagamentos sistemicamente importantes (*Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems*). Em resposta aos novos tipos de ameaça que surgiram nos últimos anos, o objectivo básico desse relatório foi estabelecer um quadro de superintendência harmonizado para a continuidade operacional na área do euro. O referido relatório fornece linhas de orientação aos operadores de sistemas de pagamentos sistemicamente importantes na consecução de níveis coerentes e suficientes de resistência, focando a estratégia de continuidade operacional, o planeamento e a realização de testes, bem como a gestão de crises.

Em Julho de 2007, o BCE publicou um documento intitulado “*Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions*” (Princípios de política do Eurosistema sobre a localização e o funcionamento das infra-estruturas que procedem à liquidação de transacções de pagamentos denominados em euros). Os princípios definidos no documento aplicam-se a qualquer infra-estrutura de pagamentos, existente ou potencial, localizada fora da área do euro que proceda à liquidação de transacções em euros. Especificam também a posição do Eurosistema neste domínio, o qual visa manter, em todos os casos, o controlo final sobre a sua moeda.

Em Janeiro de 2008, o Conselho do BCE aprovou um relatório intitulado “*Oversight framework for card payment schemes – standards*” (Quadro de superintendência para os sistemas de pagamento com cartões – padrões), que define padrões de superintendência comuns aplicáveis aos sistemas de pagamento com cartões operacionais na área do euro. Os padrões definidos centram-se na garantia da segurança e eficiência dos sistemas de pagamento com cartões.

Avaliação de infra-estruturas de pagamento fundamentais

Em 2001, a pedido do BCE, o FMI preparou relatórios sobre o cumprimento de normas e códigos (*Reports on the Observance of Standards and Codes – ROSC*) para a área do euro, no contexto do seu programa de avaliação do sector financeiro (*Financial Sector Assessment Programme – FSAP*). No domínio dos sistemas de pagamentos, a análise abrangeu os sistemas TARGET e EURO1⁴.

1 *Role of the Eurosystem in the field of payment systems oversight* (Declaração sobre o papel do Eurosistema no domínio da supervisão dos sistemas de pagamentos), BCE, Frankfurt, Junho de 2000.

2 Relatório do CSPL intitulado “*Core Principles for Systemically Important Payment Systems*” (Princípios Fundamentais para Sistemas de Pagamentos Sistemicamente Importantes), disponibilizado no *site* do Banco de Pagamentos Internacionais.

3 Considera-se que um sistema de pagamentos é sistemicamente importante se perturbações no mesmo puderem repercutir-se ou desencadear novas perturbações no sistema financeiro em geral. O Eurosistema considera que qualquer sistema de pagamentos de grandes montantes em euros é sistemicamente importante.

4 Publicado no *site* do FMI em Outubro de 2001.

Antes da entrada em funcionamento do sistema CLS em 2002, o BCE e os outros bancos centrais de moedas elegíveis para liquidação através desse sistema procederam a uma avaliação conjunta dos riscos do mesmo. Em virtude dos resultados positivos da avaliação, o BCE aprovou a inclusão do euro no sistema CLS.

No decurso de 2003, 19 sistemas de pagamentos de grandes montantes em euros, incluindo todas as componentes do TARGET, foram avaliados com base nos Princípios Fundamentais. Os resultados da análise foram publicados em 2004 no *site* do BCE⁵.

No início de 2005, os superintendentes do TARGET procederam a uma análise de superintendência do SORBNET-EURO, o SLBTR para o euro do Narodowy Bank Polski (o banco central nacional da Polónia), dado que este banco central pretendia proceder a uma ligação ao TARGET através do sistema BIREL operado pelo Banca d'Italia (o banco central nacional italiano).

Em Agosto de 2005, foi publicado no *site* do BCE o resumo dos resultados de uma análise de superintendência pormenorizada, com base nos Princípios Fundamentais, de 15 sistemas de pagamentos de retalho.

Em 2006, procedeu-se a uma análise de superintendência aprofundada do impacto da ligação do SLBTR para o euro do Eesti Pank (o banco central nacional da Estónia) ao TARGET através do sistema BIREL.

Antes da sua implementação em Novembro de 2007, o TARGET2 foi objecto de uma análise de superintendência abrangente com base nos Princípios Fundamentais. A publicação da versão final do relatório de avaliação pormenorizado sobre o TARGET2 está prevista para 2009.

Outras actividades importantes

Em cooperação com os BCN, é preparada numa base regular uma descrição abrangente dos vários sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos que operam nos países da UE, a qual é divulgada na publicação do BCE intitulada "*Payment systems in the European Union*" (Sistemas de pagamentos na União Europeia), conhecida como o "Livro Azul", junto com o anexo, que contém dados estatísticos detalhados relativos a esses sistemas. A última edição (4.^a) do Livro Azul foi publicada em 2007.

No âmbito da função de superintendência, a evolução em curso no sector bancário tem sido acompanhada atentamente. São realizados inquéritos regulares (o mais recente data de 2005) entre uma amostra de bancos para avaliar as características deste domínio específico dos procedimentos de pagamento numa perspectiva de risco sistémico. Devido ao carácter confidencial dos dados fornecidos pelos bancos, os resultados dos inquéritos estão apenas ao dispor dos participantes.

Em 2007, procedeu-se a uma renovação da anterior metodologia de avaliação e foi desenvolvida uma metodologia comum para a superintendência de sistemas de pagamentos em euros sistémica e proeminentemente importantes. Após uma consulta pública levada a cabo no segundo semestre do ano, a versão final da metodologia foi publicada no *site* do BCE em Novembro de 2007.

⁵ Consultar o relatório sobre a avaliação dos sistemas de pagamentos de grandes montantes em euros com base nos Princípios Fundamentais (*Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles*).

LIÇÕES E RUMO A SEGUIR

A superintendência desenvolve-se num contexto dinâmico

A função de superintendência dos bancos centrais é desempenhada num contexto dinâmico. As alterações nos mercados financeiros a nível europeu e mundial, no enquadramento jurídico e nas infra-estruturas de mercado específicas, bem como nas relações entre elas reflectem-se necessariamente nas actividades e políticas de superintendência dos bancos centrais. Os últimos dez anos demonstraram que a função de superintendência do BCE, desempenhada em estreita cooperação com os bancos centrais do Eurosistema, do SEBC e a nível internacional, tem conseguido dar resposta aos desafios. Os padrões e políticas de superintendência contribuíram para a solidez e a eficiência dos sistemas de pagamentos e de liquidação. A estreita interacção entre os superintendentes e os relevantes operadores dos sistemas e respectivos participantes contribuiu significativamente para a aceitação dos padrões e das políticas de superintendência do Eurosistema no mercado e para a sua boa implementação pelas entidades supervisionadas.

No contexto de futuros desenvolvimentos e para além da superintendência em curso das infra-estruturas de mercado, os superintendentes a nível do BCE e do Eurosistema pretendem, entre outros aspectos, centrar-se (i) num novo aumento da transparência dos objectivos e actividades de superintendência, através de uma actualização da declaração de política de superintendência do Eurosistema, divulgada publicamente em Junho de 2000, e da publicação de um relatório de superintendência regular, (ii) num novo contributo para as actividades do grupo de trabalho do SEBC-CESR, (iii) na participação nas consultas entre as autoridades envolvidas na superintendência cooperativa do sistema CLS e da SWIFT, (iv) no trabalho conjunto com outros bancos centrais da UE no domínio da continuidade operacional e (v) no desenvolvimento de um quadro de superintendência com base no risco. Tendo em conta a crescente integração dos mercados financeiros e das infra-estruturas de mercado, sobretudo na área do euro, mas também a nível mundial, o BCE continuará a atribuir uma grande importância à cooperação estreita entre os superintendentes ao nível do Eurosistema e do SEBC, assim como entre os superintendentes e outras autoridades públicas relevantes, designadamente as entidades de supervisão bancária e de regulação dos mercados de valores mobiliários.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA ÁREA DO EURO*

				
População (em milhões de habitantes)	319	495	302	128
PIB (PPC, em biliões de euros)	8.9	12.6	12.0	3.7
PIB per capita (PPC, em milhares de euros)	27.8	25.4	39.6	29.0
Parcela do PIB mundial (PPC, em percentagem)	16.1	22.7	21.3	6.6
Exportações (bens e serviços, em percentagem do PIB)	22.6	14.2	11.8	18.4
Formação bruta de capital fixo (em percentagem do PIB)	21.7	21.2	18.7	23.3
Poupança bruta (em percentagem do PIB)	22.5	20.8	13.4	29.6

* 2007 ** O valor para a área do euro exclui Chipre e Malta
 Fontes: Para a área do euro e a UE, BCE, Eurostat, dados nacionais, FMI e cálculos da BCE. Para os Estados Unidos e o Japão, fontes nacionais e FMI.

8 ESTATÍSTICAS



Estatísticas de elevada qualidade são cruciais para o BCE na análise de política, investigação e tomada de decisões. Muitas das funções do BCE, como descrito nos capítulos anteriores, não poderiam ser desempenhadas adequadamente sem a disponibilização de informação estatística atempada, fiável e coerente. Além disso, as estatísticas do BCE são úteis para os analistas dos mercados financeiros, os académicos e o público em geral. Ajudam a entender as decisões tomadas pelo Conselho do BCE e podem apoiar decisões de investimento e de concessão de crédito apropriadas por parte do público.

O BCE necessita de um conjunto de estatísticas monetárias, financeiras e económicas de elevada qualidade (incluindo uma medida agregada rigorosa da evolução dos preços) para cumprir a sua atribuição primordial de manutenção da estabilidade de preços na área do euro. Uma visão precisa da situação económica corrente e da estrutura da economia da área do euro é uma condição prévia necessária a boas análises e decisões de política. Inicialmente, eram escassas as estatísticas que abrangiam o conjunto da área do euro. Nos últimos dez anos, foram envidados esforços significativos no sentido de desenvolver novas estatísticas e melhorar as existentes (em termos de harmonização de conceitos, frequência e actualidade).

O trabalho estatístico na Europa beneficiou da estreita cooperação entre o BCE e o Eurostat. O BCE é responsável pelas estatísticas monetárias e financeiras e o Eurostat pelas estatísticas económicas gerais. Estas últimas incluem o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), o referencial do BCE para a estabilidade de preços. A responsabilidade pelas estatísticas externas (balança de pagamentos e posição de investimento internacional) e pelas contas da área do euro é partilhada com o Eurostat¹.

As estatísticas europeias, ou seja, tanto as produzidas pelo SEBC como as elaboradas pelo Eurostat e pelos institutos nacionais de estatística registaram melhorias assinaláveis em termos de disponibilidade e qualidade ao longo da última década. O vasto leque de estatísticas actualmente ao dispor do BCE foi também integrado num quadro único, que fornece uma panorâmica global coerente das interligações entre as transacções e as posições dos diversos intervenientes classificados em função do papel que desempenham na economia (por exemplo, famílias, sociedades não financeiras, sociedades financeiras e administrações públicas). As chamadas contas da área do euro fornecem uma panorâmica trimestral abrangente da evolução económica e financeira na área do euro.

A Secção 8.1 descreve o desenvolvimento pelo BCE de estatísticas monetárias, financeiras e externas fiáveis e atempadas relativas à área do euro, necessárias para a sua análise, investigação, decisões e comunicação. A Secção 8.2 analisa as estatísticas económicas compiladas pelo Eurostat. A Secção 8.3 centra-se nas normas de qualidade aplicadas pelo BCE na compilação de estatísticas. Por último, a Secção 8.4 apresenta o rumo a seguir.

8.1 ESTATÍSTICAS DO BCE

A elaboração de estatísticas da área do euro em meados da década de noventa constituía um desafio, uma vez que os dados estatísticos disponíveis na altura apresentavam lacunas e debilidades significativas². Nem mesmo os conceitos, as definições e as classificações subjacentes às estatísticas estavam harmonizados.

¹ Para mais pormenores sobre a repartição exacta do trabalho estatístico a nível europeu, consultar o “Memorando de Acordo sobre estatísticas económicas e financeiras entre a Direcção-Geral de Estatística do Banco Central Europeu (DG Estatística) e o Serviço de Estatística das Comunidades Europeias (Eurostat)” (http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf).

² Para mais informação sobre o desenvolvimento das estatísticas da área do euro, consultar Peter Bull, *The development of statistics for Economic and Monetary Union*, 2004 (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentstatisticsemu200406en.pdf>).

Nos últimos dez anos, verificaram-se progressos consideráveis em termos de disponibilização de estatísticas para a área do euro

Existe uma cooperação estreita entre o BCE e o Eurostat

Inicialmente, havia muitas imperfeições e pouca harmonização

As estatísticas monetárias, financeiras e de balança de pagamentos foram objecto de uma melhoria constante

O conjunto inicial de estatísticas da área do euro ao dispor do BCE em 1999 compreendia apenas os dados mais básicos: balanços harmonizados para as instituições financeiras monetárias (IFM) a partir dos quais era possível calcular os agregados monetários e as principais contrapartidas da moeda (incluindo empréstimos concedidos por IFM), um leque limitado de taxas de juro a retalho não harmonizadas, alguma informação sobre os mercados financeiros retirada de fontes comerciais e as principais rubricas da balança de pagamentos, visto não existir uma desagregação geográfica das contrapartes. Os únicos dados adicionais disponíveis eram as estatísticas anuais das finanças públicas e alguns dados anuais, de carácter limitado, sobre poupança, investimento e financiamento na recém-criada área do euro. Na maioria dos casos, a extensão da série temporal era muito curta.

Em Novembro de 1999, foram acrescentadas as estatísticas de emissões de títulos pelas administrações públicas e sociedades financeiras e não financeiras da área do euro. Desde inícios de 2003, as estatísticas do balanço das IFM passaram a incluir desagregações mais pormenorizadas por instrumento, prazo e sector de contrapartida. Paralelamente, foram introduzidas estatísticas harmonizadas de taxas de juro das IFM, que contemplam uma desagregação dos depósitos e dos empréstimos por prazo e finalidade. Num futuro próximo, serão harmonizadas as estatísticas dos fundos de investimento, que abarcarão o conjunto da área do euro e servirão melhor as necessidades dos utilizadores. O BCE assumiu a responsabilidade, que antes pertencia ao Eurostat, de divulgação das curvas de rendimentos diárias das obrigações de dívida pública da área do euro.

No que diz respeito às estatísticas externas, o BCE melhorou gradualmente os dados relativos à balança de pagamentos para a área do euro, fornecendo mais desagregações, exibindo os débitos e os créditos separadamente e fornecendo uma desagregação geográfica das principais contrapartes (por exemplo, Estados Unidos, Reino Unido, países da UE não participantes na área do euro, Japão e China). Actualmente, o BCE publica também estatísticas trimestrais da posição de investimento internacional, que podem ser consideradas o balanço da situação financeira do conjunto da área do euro, bem como uma desagregação das variações na posição de investimento internacional – para além das transacções da balança de pagamentos, que se referem sobretudo a variações na valorização dos activos e passivos financeiros devido à evolução dos preços e da taxa de câmbio. Além disso, são disponibilizadas estatísticas relativas à taxa de câmbio efectiva nominal e real e ao papel internacional do euro, recentemente complementadas com indicadores de competitividade nacional harmonizados mensais baseados nos índices de preços no consumidor.

São também compiladas muitas estatísticas e indicadores estatísticos para avaliar a evolução dos mercados financeiros, a integração financeira na Europa, a estabilidade financeira global e no seio do sector bancário da UE, assim como a evolução dos pagamentos, das infra-estruturas de pagamentos e da transacção, compensação e liquidação de títulos.

Em Junho de 2007, alcançou-se uma meta importante com a publicação conjunta, pelo BCE e pelo Eurostat, das primeiras contas trimestrais integradas económicas e financeiras da área do euro por sector institucional³. Estas contas fornecem uma panorâmica abrangente e coerente da evolução financeira e económica da área do euro e das inter-relações entre os diferentes sectores na área do euro (famílias, empresas e administrações públicas) e entre estes e o resto do mundo. As contas da área do euro podem ser consideradas como as contas “nacionais” da área do euro. A integração total e a consistência quase completa destas contas, bem como a sua compilação trimestral conjunta e simultânea pelas duas instituições (o BCE e o Eurostat) é um resultado sem par⁴.

³ Consultar o artigo publicado na edição de Novembro de 2007 do Boletim Mensal do BCE.

⁴ Para uma perspectiva completa das estatísticas disponíveis e compiladas pelo BCE, consultar a publicação do BCE intitulada “*ECB statistics: an overview*”, 2008.

As primeiras contas da área do euro foram publicadas em 2007

8.2 OUTRAS ESTATÍSTICAS ECONÓMICAS

No início da União Económica e Monetária, o Eurostat (em colaboração com os institutos nacionais de estatística) desenvolveu o IHPC como um índice harmonizado de preços, assim como várias estatísticas sobre preços, custos, mercados de trabalho e outros desenvolvimentos económicos. Encontrava-se disponível um conjunto limitado de dados das contas nacionais da área do euro. Todavia, a actualidade das estatísticas era insatisfatória para fins de política monetária. Desde então, a actualidade das estatísticas relevantes da área do euro disponibilizadas pelo Eurostat melhorou significativamente, sobretudo após a adopção, pelo Conselho ECOFIN, do Plano de Acção relativo aos Requisitos Estatísticos da UEM (2000) e a criação, em 2002, de uma lista dos Principais Indicadores Económicos Europeus (PIEE) com periodicidade mensal e trimestral. A título de exemplo, a actualidade alcançada nas estimativas provisórias relativas ao IHPC e às variações trimestrais em volume do PIB é um resultado importante e esses dados integram agora as análises económica e de política monetária. Além disso, assistiu-se a uma expansão significativa do leque de estatísticas disponíveis em matéria de finanças públicas, tanto anuais como trimestrais. As normas metodológicas em todas as áreas foram objecto de novas melhorias.

No entanto, é preciso continuar o trabalho no domínio da estatística (em termos de novas estatísticas, frequência e/ou qualidade das estatísticas disponíveis)⁵. São necessárias melhorias, principalmente na área dos serviços, dos mercados de trabalho (com a integração das estatísticas dos mercados de trabalho nas contas nacionais para facilitar as análises do crescimento e da produtividade) e dos mercados de habitação. É preciso também melhorar a actualidade e a qualidade de outras estatísticas, o que poderá envolver uma coordenação mais estreita dos processos estatísticos entre os institutos de estatística europeus e incluir a disponibilização coordenada de dados nacionais em consonância com objectivos de actualidade e políticas de revisão concertadas definidos a nível europeu. Por último, é crucial que exista uma comunicação adequada das estatísticas, em particular no que se refere ao IHPC (ver Caixa 1).

⁵ Consultar o relatório intitulado “*EFC 2007 Status Report on Information Requirements in EMU*”, Outubro de 2007 (<http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf>).

Caixa 7

O PAPEL DO ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Tendo em conta o seu objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços, o BCE necessita de estatísticas de elevada qualidade sobre a evolução dos preços. Nessa medida, atribuiu um papel de destaque ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro, compilado mensalmente pelo Eurostat. O IHPC é também utilizado para avaliar se outros países da UE estão preparados para adoptar o euro. Com efeito, são produzidos índices harmonizados de preços no consumidor para todos os países da UE.

O IHPC regista as variações dos preços em relação às despesas de consumo em bens e serviços por parte de todas as famílias. É uma boa medida da inflação dos preços no consumidor compilada em conformidade com as melhores normas internacionais. O IHPC para a área do euro é compilado com base em mais de 1.7 milhões de observações dos preços de bens e serviços específicos, efectuadas todos os meses em 200 mil estabelecimentos comerciais, em cerca de 1 500 cidades no conjunto da área do euro.

Para cada produto, procede-se a uma recolha de preços em diferentes estabelecimentos comerciais e regiões. Por exemplo, o subíndice para os preços dos livros tem em conta os diversos tipos de livros

Registaram-se progressos significativos nas estatísticas económicas, mas permanecem desafios

São necessárias novas melhorias em termos de qualidade e actualidade

Recurso a um IHPC de elevada qualidade como indicador da estabilidade de preços

O IHPC é compilado com base em 1.7 milhões de observações específicas todos os meses

Existe margem para uma maior harmonização

(ficção, não-ficção, referência, etc.) vendidos em livrarias, supermercados e através da Internet. Dentro do índice, os grupos de produtos são ponderados em função da sua importância relativa no total das despesas de consumo das famílias. Essas ponderações são actualizadas regularmente de forma a captar as variações nos padrões de despesa ao longo do tempo e a manter a representatividade do índice. Envidaram-se grandes esforços no tratamento harmonizado de questões complexas, como os preços dos seguros e dos serviços de saúde e educação, assim como na inclusão de produtos novos ou substancialmente alterados.

Há, porém, sempre margem para melhorias. O tratamento mais harmonizado das alterações na qualidade dos produtos constitui uma prioridade. Por exemplo, um fabricante de automóveis pode incorporar elementos de segurança adicionais, como *airbags*, num novo modelo e, ao mesmo tempo, aumentar o preço. Para medir correctamente a verdadeira variação de preço, é necessário estimar a proporção do aumento de preço que reflecte a qualidade acrescentada ao automóvel com a instalação de *airbags*. Estão em curso iniciativas no sentido de desenvolver e harmonizar ainda mais os métodos de ajustamento de qualidade utilizados pelos diferentes países. O tratamento dos dados relativos a habitação ocupada pelo proprietário é outra prioridade. As variações das rendas de habitação pagas pelos arrendatários são incluídas no IHPC, ao passo que a maior parte das despesas com habitação própria não são contempladas. Como a proporção de famílias que são proprietárias ou arrendatárias de habitação varia substancialmente nos diferentes países da área do euro, a inclusão de dados relativos a habitação ocupada pelo proprietário aumentaria a comparabilidade do IHPC entre os países da área do euro, bem como a cobertura do índice de preços.

8.3 QUADRO PARA A ELABORAÇÃO DE ESTATÍSTICAS DE ELEVADA QUALIDADE

As estatísticas têm múltiplas finalidades e utilizadores

Estatísticas de elevada qualidade estão no cerne das análises, decisões e comunicação do BCE em termos de política. Na UE, a qualidade, fiabilidade e imparcialidade das estatísticas é particularmente importante, devido à sua utilização pelas autoridades nacionais. O acompanhamento do Pacto de Estabilidade e Crescimento, as decisões sobre alargamentos da área do euro e os contributos nacionais para o orçamento comunitário e para a política regional da UE dependem da elevada qualidade dos dados estatísticos subjacentes.

A qualidade e a gestão são as principais prioridades em termos de estatísticas

As estatísticas do BCE seguem normas amplamente aceites a nível europeu e mundial. Além disso, o BCE participa activamente na melhoria dessas normas (por exemplo, o Sistema de Contas Nacionais, o Sistema Europeu de Contas e o Manual da Balança de Pagamentos) e, em geral, mantém uma cooperação estreita com as organizações internacionais relevantes (Comissão Europeia, Fundo Monetário Internacional, Banco de Pagamentos Internacionais, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico, Nações Unidas) no sentido de alcançar a harmonização a nível mundial das normas e definições das estatísticas económicas e financeiras.

Em 2007, foi publicado o designado “Compromisso público quanto à função estatística do SEBC” (*Public commitment with respect to the ESCB’s statistical function*), sinalizando a importância da qualidade e da gestão em matéria de estatísticas. O compromisso público realça as boas práticas, os padrões éticos e a cooperação de acordo com os princípios de imparcialidade, isenção científica, eficácia em relação aos custos, segredo estatístico, redução do esforço de prestação de informação dos inquiridos e elevada qualidade dos dados disponibilizados. Além disso, o quadro relativo à qualidade das estatísticas do BCE (*ECB Statistics Quality Framework*), publicado em 2008, desenvolve os princípios de qualidade subjacentes à produção das estatísticas do BCE.

O diálogo regular entre os utilizadores e os compiladores de estatísticas, o cumprimento das normas estatísticas mundiais e o compromisso claro com a elevada qualidade e a boa gestão são essenciais na compilação das estatísticas da área do euro requeridas pelos decisores de política monetária do BCE. A fim de balancear as necessidades de estatísticas dos utilizadores com os custos da sua disponibilização, as decisões relativas à produção de estatísticas novas ou substancialmente melhoradas são sempre baseadas numa avaliação sistemática dos benefícios e custos adicionais.

Em qualquer caso, embora as estatísticas representem menos de 2% da carga administrativa global, os especialistas europeus em estatística estão empenhados em minimizar o esforço de resposta aos seus inquéritos. Uma solução consiste em recolher os dados apenas uma vez e partilhá-los com as autoridades estatísticas que necessitam de os utilizar, observando normas estritas de confidencialidade. Tal poderá implicar alterações em termos de legislação, bem como uma colaboração efectiva entre o BCE e os bancos centrais nacionais, os institutos nacionais de estatística e as entidades de supervisão financeira. Ao mesmo tempo, é necessário reconhecer que as estatísticas de elevada qualidade têm inevitavelmente de se apoiar num leque considerável de inquéritos por amostragem.

Um aspecto qualitativo importante diz respeito à acessibilidade das estatísticas produzidas e disseminadas pelo BCE. Na última década, foram realizadas melhorias assinaláveis neste domínio. A secção de estatística do Boletim Mensal do BCE tem crescido consideravelmente ao longo do tempo. O chamado “*Statistics Pocket Book*” mensal fornece informação essencial num formato bastante prático. O BCE publica actualmente cerca de 70 comunicados sobre estatísticas por ano. No entanto, o maior progresso em termos de acessibilidade dos dados foi alcançado em 2006 com o lançamento do serviço de divulgação de estatísticas *online* do BCE (o designado “*Statistical Data Warehouse*”)⁶, a partir do qual é possível descarregar os dados directamente, sem quaisquer encargos. Presentemente, acedem a esta base de dados cerca de 250 mil utilizadores por ano.

8.4 LIÇÕES E RUMO A SEGUIR

Ao longo do tempo, as estatísticas do BCE têm registado melhorias significativas em termos de disponibilidade e actualidade, sendo agora comparáveis às de outras grandes áreas monetárias. Apesar destes progressos, são necessárias novas melhorias. Os desenvolvimentos em estudo centram-se na disponibilização de (i) contas económicas da área do euro mais atempadas, completas e coerentes, (ii) estatísticas harmonizadas sobre seguradoras e fundos de pensões, e (iii) estatísticas mais alargadas sobre a titularização de activos. Além disso, é necessário aperfeiçoar a medição das transferências de risco de crédito.

De uma forma geral, as estatísticas produzidas pelo BCE deverão continuar a satisfazer as necessidades em constante mutação dos utilizadores e a reflectir os mais recentes enquadramentos económicos e financeiros. Tendências como a globalização e a integração e inovação financeiras devem também reflectir-se nas estatísticas agregadas.

Neste contexto, o Conselho do BCE aprovou uma visão estratégica que deverá aumentar ainda mais a eficácia e a eficiência na recolha e compilação de estatísticas da área do euro. Tal pressupõe, entre outros aspectos, uma cooperação ainda mais intensa entre os departamentos de estatística dos BCN e do BCE e entre estes e parceiros externos como os institutos de estatística, as autoridades de supervisão e os representantes do sector financeiro. Os ganhos de eficiência daí resultantes poderão servir para superar algumas das lacunas ainda existentes nas estatísticas do BCE.

⁶ Para mais pormenores, consultar <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

É preciso obter um equilíbrio entre as exigências dos utilizadores ...

... e o esforço de prestação de informação

São necessárias novas melhorias na recolha e compilação de estatísticas ...

... bem como uma cooperação estreita entre todos os intervenientes

AS NOTAS DE EURO



AS MOEDAS DE EURO



9 AS NOTAS DE EURO – UM SÍMBOLO CONCRETO DE INTEGRAÇÃO



O euro foi formalmente introduzido em 1999 como unidade de troca e como moeda dos mercados financeiros e cambiais. Contudo, para a maioria das pessoas, o euro tornou-se uma realidade apenas em 1 de Janeiro de 2002, quando as notas e moedas de euro entraram em circulação. Durante esses três anos de preparação, procedeu-se à produção dos volumes iniciais de notas de euro – cuja quantidade superior a 15 mil milhões era suficiente para cobrir 15 000 campos de futebol – e de moedas de euro, num total de 52 mil milhões. Hoje em dia, este símbolo concreto de integração económica e monetária encontra-se no bolso de todos. Porém, a sua história começa dez anos antes da transição efectiva para as notas e moedas de euro¹.

Três anos para produzir notas e moedas de euro

O presente capítulo encontra-se estruturado como descrito a seguir. A Secção 9.1 apresenta um breve resumo da história das notas de euro. A Secção 9.2 descreve as principais etapas da transição para as notas e moedas de euro. A Secção 9.3 fornece algumas estatísticas. A Secção 9.4 debruça-se sobre a gestão das notas de euro. A Secção 9.5 é dedicada à segunda série de notas de euro, actualmente em preparação.

9.1 BREVE HISTÓRIA DAS NOTAS DE EURO

Em 1995, o Conselho Europeu decidiu que a unidade monetária europeia seria designada “euro”. Todavia, um facto que a maioria das pessoas desconhece é que os preparativos para as notas de euro tiveram início três anos antes, com o debate de algumas questões fundamentais. Em 1994, o Conselho do Instituto Monetário Europeu (IME) decidiu que a sequência para as notas de euro seria 1:2:5 (por exemplo, €10, €20 e €50). Esta mesma sequência foi também adoptada para as moedas de euro (por exemplo, 1 cêntimo, 2 cêntimos e 5 cêntimos). Trata-se de um sistema decimal que facilita os cálculos e reduz a um mínimo o número de notas necessárias para o pagamento de qualquer quantia. A maior parte das moedas do mundo segue esta sequência de denominações.

As denominações facilitam o processamento

A série de denominações das notas de euro baseia-se nas séries das anteriores moedas nacionais. Estabeleceu-se que a denominação mais elevada seria €500, pelo facto de, na Alemanha, Áustria, Bélgica, Itália, Luxemburgo e Países Baixos, serem anteriormente emitidas notas com valores entre 200 e 500 euros. A denominação mais baixa foi fixada em €5.

Após vários apelos à introdução de notas de €1 e €2, esta opção foi também considerada. O BCE analisou cuidadosamente a questão e consultou intervenientes no ciclo de numerário, tais como as associações europeias bancárias e de comerciantes retalhistas, tendo concluído que não existe verdadeira necessidade de notas de um valor tão baixo. Na realidade, notas de valor baixo – por exemplo, de €1 ou €2 – dificultariam o processamento de numerário e conduziriam a uma redução da qualidade global das notas em circulação, uma vez que seriam utilizadas como troco em pequenas aquisições, apesar de, para esse fim, ser mais prático utilizar moedas. Além disso, sondagens de opinião demonstraram que apenas um terço da população da área do euro gostaria de utilizar tais notas. Em 2004, o Conselho do BCE decidiu não alterar a estrutura de denominações da actual e da segunda série de notas de euro.

Os custos das notas de valor baixo são demasiado elevados

No início de 1996, o IME organizou um concurso de desenho para as notas de euro com base nas especificações preliminares. Em Dezembro do mesmo ano, o Conselho do IME seleccionou a série de desenhos vencedora, inspirada no tema “épocas e estilos na Europa”. Antes desta selecção, os desenhos vencedores tinham sido pré-seleccionados por um júri independente, constituído por especialistas em *marketing*, *design* e história da arte, e testados junto do público através de um inquérito representativo

¹ Consultar a publicação do BCE intitulada “*Como surgiu o euro – A nossa moeda*”, 2007.

Notas idênticas reduzem os custos e simplificam a gestão da moeda

conduzido ao nível de toda a Europa. O facto de os desenhos das notas de euro não exibirem quaisquer motivos nacionais é deliberado – assim, as notas de euro são genuinamente europeias².

A inclusão de motivos nacionais nas notas, tais como perfis de chefes de Estado ou monarcas, foi considerada, mas acabou por ser rejeitada por várias razões. Tanto a produção das notas como a gestão de reservas das mesmas por parte dos BCN seriam mais fáceis e eficientes se as notas de euro fossem idênticas. As notas precisam de circular livremente no conjunto da área do euro. Tal permite que a escassez de notas num BCN possa ser resolvida recorrendo às reservas de um BCN com excedentes, sem criar a impressão de que um país está a “inundar” outro com as “suas” notas, ilustradas com símbolos nacionais. Além disso, tinha sido acordado que as notas de euro retiradas de circulação não seriam repatriadas para o banco central emissor. Outra razão para a exclusão de elementos nacionais foi a decisão de recorrer a um sistema de produção de notas descentralizado a partir de 2002, implicando que, em princípio, a produção de uma determinada denominação seria apenas da responsabilidade de entre dois a quatro BCN, criando-se, assim, economias de escala. Também esta divisão de trabalho seria menos eficiente se as notas não pudessem circular livremente.

A produção em massa das notas de euro teve início em meados de 1999, após vários testes de impressão e ajustamentos das especificações iniciais. Em períodos de pico, as 15 fábricas de notas envolvidas produziam 400 notas de euro por segundo.

9.2 A TRANSIÇÃO PARA AS NOTAS E MOEDAS DE EURO³

A substituição de todas as notas e moedas em circulação entre mais de 300 milhões de pessoas num período muito curto constituía uma operação logística sem precedentes. Uma transição bem-sucedida só seria possível com uma estreita coordenação e cooperação entre todas as partes envolvidas. Assim, as instituições da UE, autoridades nacionais, instituições de crédito, empresas de transporte de valores, retalhistas, organizações de consumidores e a indústria de máquinas que operam com numerário estiveram todas estreitamente envolvidas nos preparativos desde 1997. A fim de coordenar as actividades nacionais associadas à transição e reagir rapidamente a quaisquer incidentes, o Eurosistema criou um comité de coordenação da transição para o euro fiduciário. No início de 2002, 6 mil milhões de notas e 29 mil milhões de moedas nacionais foram substituídos por 8 mil milhões de notas de euro e cerca de 38 mil milhões de moedas de euro num intervalo de tempo relativamente curto. Não obstante as enormes quantidades que era necessário substituir, os países participantes na área do euro acordaram períodos de dupla circulação muito curtos, com uma duração de entre quatro semanas a dois meses, de modo a manter os custos baixos. Com vista a reduzir ainda mais o dispendioso processamento simultâneo de duas moedas, acordaram igualmente que fariam o possível para garantir que, o mais tardar em meados de Janeiro de 2002, a maioria das transacções em numerário pudesse ser efectuada em euros. De facto, 50% das transacções em numerário já eram efectuadas na nova moeda uma semana após o seu lançamento.

O fornecimento prévio generalizado de notas e moedas de euro a bancos, retalhistas e outras empresas, iniciado em Setembro de 2001, foi fundamental para uma transição rápida e sem problemas, tendo assegurado uma distribuição mais uniforme dos recursos dos BCN e das empresas de transporte de valores, minimizando, assim, os estrangulamentos no fornecimento de numerário. O Eurosistema introduziu um modelo de débito diferido de forma a oferecer aos bancos um incentivo para, com alguma

² Consultar o catálogo da exposição de desenhos para as notas de euro, BCE, 2003.

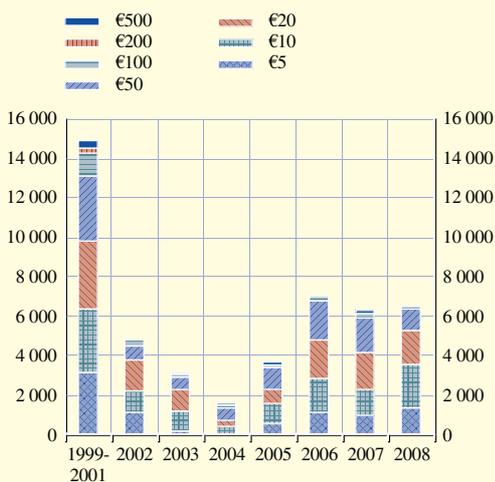
³ Consultar o relatório sobre a avaliação da transição para as notas e moedas de euro em 2002 (*Evaluation of the 2002 cash changeover*), BCE, 2002.

A transição para o euro fiduciário foi harmoniosa e rápida ...

... graças ao fornecimento prévio das notas e moedas e à Campanha de Informação Euro 2002

Gráfico I Volumes de produção de notas de euro

(em milhões)



Fonte: BCE.

antecedência, constituírem reservas de notas de euro e disponibilizarem uma parte das mesmas aos seus clientes profissionais. O objectivo era neutralizar os custos de oportunidade de detenção de moeda que não rende juros incorridos pelos bancos. Esta abordagem foi bem-sucedida: em termos de volume, cerca de 80% da procura inicial de notas e 97% do total de moedas necessárias para a transição foram distribuídas antes de 1 de Janeiro de 2002.

O Eurosistema conduziu, dentro e fora da área do euro, uma campanha de informação pública no montante de 80 milhões de euros – a Campanha de Informação Euro 2002. Além de fornecer informações acerca das notas e moedas de euro em si, designadamente sobre os desenhos e elementos de segurança das notas, a campanha incidu sobre os aspectos práticos da transição, com a finalidade de encorajar as pessoas a, por exemplo, minimizarem a detenção de numerário nas anteriores

moedas nacionais e, na medida do possível, a fornecerem quantias exactas no pagamento das suas aquisições para que os retalhistas não necessitassem de ter quantidades enormes de dinheiro trocado.

Ao contrário dos primeiros participantes na área do euro, os países que entraram mais recentemente (a Eslovénia, em Janeiro de 2007, e Chipre e Malta, em Janeiro de 2008) introduziram em simultâneo o euro como numerário e como meio de pagamento electrónico. Por conseguinte, os BCN envolvidos não tiveram tempo suficiente para, após a aprovação da entrada do respectivo país na área do euro, produzirem a quantidade necessária de notas de euro. Por esse motivo, foi-lhes permitido tomarem de empréstimo notas de euro das reservas do Eurosistema, sob a condição de as “devolverem” nos próximos anos. O BCE, em cooperação com os diferentes BCN, realizou campanhas semelhantes à Campanha de Informação Euro 2002, a fim de familiarizar os habitantes da Eslovénia, de Chipre e de Malta com as notas e moedas de euro.

9.3 NOTAS EM CIRCULAÇÃO

Após a transição, o número de notas em circulação registou um aumento superior ao que se deduziria com base no montante das anteriores moedas nacionais em circulação. O forte crescimento deveu-se, principalmente, a um ajustamento das respectivas detenções de numerário por parte de residentes e não residentes na área do euro. As notas são utilizadas como meio de pagamento, mas também como reserva de valor. Por conseguinte, é provável que os detentores de numerário na área do euro tenham ajustado as suas detenções de notas de euro em função das diferentes denominações, preferindo notas das denominações mais elevadas agora disponíveis, o que é razoável, em particular num contexto de taxas de juro baixas e de expectativas de inflação moderadas. O forte crescimento da circulação monetária em termos de valor registou-se sobretudo em três denominações: €50, €100 e €500. No entanto, as taxas de crescimento continuamente em declínio das notas de euro das denominações mais elevadas poderão indicar que esta alteração na procura de moeda está gradualmente a chegar ao fim. No final de 2007, estavam em circulação cerca de 12 mil milhões de notas de euro, num montante próximo de 677 mil milhões

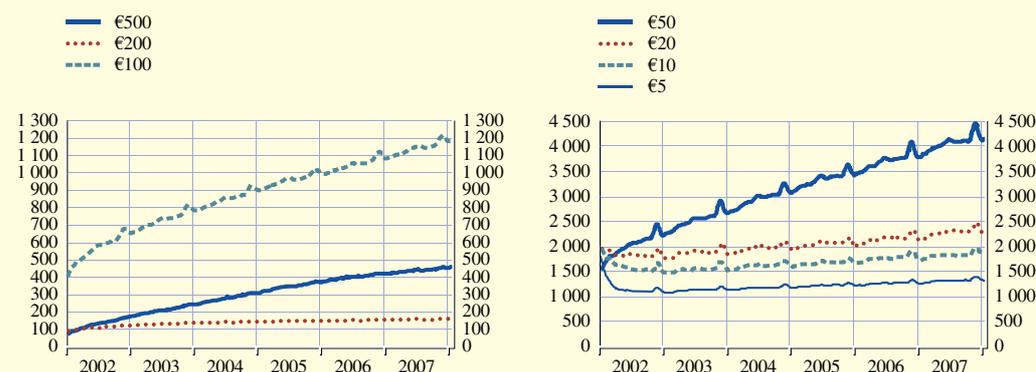
Inicialmente, os novos países que aderem à área do euro pedem notas emprestadas

A utilização das notas de euro está a aumentar fortemente

O equilíbrio das reservas de notas é garantido através de transferências transfronteiras

Gráfico 2 Notas de euro em circulação

(em milhões)



Fonte: BCE.

de euros. O valor das notas de euro em circulação era, assim, mais elevado do que o das notas de dólar dos Estados Unidos em circulação, equivalente a cerca de 540 mil milhões de euros no final de 2007, quando a taxa de câmbio era de €1 = USD 1.4721. Utilizadores de numerário fora da área do euro começaram a deter um número maior de notas de euro do que de notas nacionais, dada a sua conveniência. Estima-se que, em termos de valor, entre 10% e 20% – mas, potencialmente, um valor mais próximo do limite superior do intervalo – das notas de euro circulem fora da área do euro.

9.4 GESTÃO DAS NOTAS DE EURO

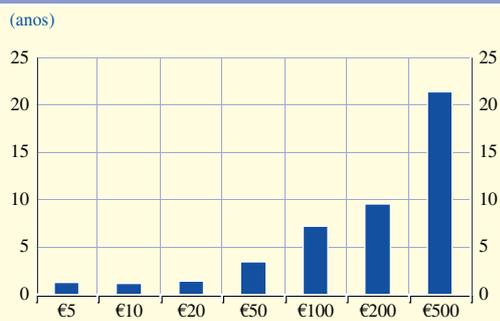
A gestão e o desenvolvimento coordenados das notas de euro garante a sua aceitação imediata, tanto dentro como fora da área do euro. Ter uma moeda multinacional significa que o respectivo numerário é “transportado” de um país para outro, principalmente por turistas, mas também por viajantes em negócios e pessoas que amealham numerário, resultando tanto em excedentes como em escassez de determinadas denominações de notas. Dentro da área do euro, esses desequilíbrios são corrigidos através do sistema de gestão de reservas comum do Eurosistema, que estabelece critérios de referência quanto às reservas logísticas dos BCN e possibilita transferências *ad hoc* de grandes quantidades de notas dos BCN com excedentes para os BCN com escassez. Este sistema de reequilíbrio permite aos BCN manterem reservas logísticas menores. Com a ajuda de uma base de dados dedicada, o Sistema de Informação sobre a Moeda (*Currency Information System*), o BCE acompanha o volume das reservas logísticas e coordena a sua utilização a nível transfronteiras, suportando os custos das transferências necessárias.

A qualidade das notas de euro deteriora-se com a circulação, devido ao desgaste e à sujidade gerados pelo passar de mão em mão, o que pode resultar, por exemplo, na sua rejeição pelas máquinas de venda automática. Como tal pode provocar uma perda de confiança do público nas notas como meio de pagamento geralmente aceite, o Eurosistema tem de manter a integridade das notas de euro, ou seja, assegurar que circulem apenas notas de euro genuínas e em bom estado. A verificação da autenticidade e do “estado” (qualidade) é efectuada por máquinas de alta velocidade de escolha de notas, que conferem vários elementos de segurança e critérios de qualidade, tais como sujidade, rasgos e outros danos. Em virtude da organização dos ciclos de numerário a nível nacional, as notas de euro circulam por períodos mais longos em alguns

Os BCN verificam a autenticidade e a qualidade das notas de euro ...

países do que em outros. Quanto mais tempo uma nota estiver em circulação, maior será o grau de desgaste e de sujidade. Consequentemente, em 2001, o Conselho do BCE decidiu estabelecer critérios de qualidade mínimos, para assegurar que apenas notas de determinada qualidade sejam redistribuídas pelos BCN, devendo as restantes ser destruídas. O Eurosistema acompanha atentamente a qualidade das notas de euro em circulação, realizando verificações aleatórias todos os anos. A mais longo prazo, o Eurosistema pretende aumentar a durabilidade das notas de euro, por exemplo, incluindo um substrato mais resistente ou uma camada protectora, especialmente nas notas das denominações mais baixas, sujeitas a maior desgaste e deterioração.

Gráfico 3 Períodos médios de duração das notas de euro



Fonte: BCE.
Em 31 de Dezembro de 2007.

Em 2004, o Conselho do BCE adoptou o designado “Quadro para a detecção de contrafacções e para a escolha e verificação da qualidade das notas de euro pelas instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário”, um conjunto de regras que rege a “redistribuição” ou recirculação de notas de euro. O referido quadro exige que os bancos e outros profissionais que operam com numerário procedam à verificação da qualidade e da autenticidade das notas, garantindo, desse modo, a permanência em circulação de notas de qualidade aceitável, caso os bancos decidam redistribuir as notas de euro recebidas dos seus clientes, em vez de as depositarem no respectivo banco central e de adquirirem notas novas.

A possibilidade de redistribuírem as notas de euro que recebem permite às instituições de crédito e a outros profissionais que operam com numerário serem mais eficientes em termos de actividade e de custos, dado ser menor o volume de numerário que necessitam de transportar para o banco central. Por outras palavras, o ciclo de numerário é mais curto. Segundo o referido quadro para a recirculação das notas de euro, as notas redistribuídas através de caixas automáticos e de outros dispositivos operados pelo cliente têm de ser verificadas por máquinas de tratamento de notas testadas com êxito por um banco central. Os procedimentos de teste em questão exigem que as máquinas testadas detectem e separem automaticamente notas contrafeitas e notas impróprias para circulação. A lista de máquinas de tratamento de notas testadas com êxito, que devem ser utilizadas pelos bancos, é disponibilizada no *site* do BCE.

Como as notas de euro são usadas no conjunto da área do euro, a maior convergência dos serviços de numerário dos BCN ajuda a assegurar uma concorrência leal entre as entidades envolvidas no ciclo de numerário, especialmente entre as empresas de transporte de valores e os bancos, permitindo-lhes usufruir na íntegra dos benefícios de uma moeda comum quando operam fora das respectivas fronteiras nacionais. Um passo significativo no sentido da convergência foi a definição de serviços de numerário gratuitos e não gratuitos prestados pelos BCN. As mais recentes realizações foram o fornecimento, por solicitação, de serviços de numerário pelos BCN a instituições de crédito da área do euro estabelecidas fora da sua jurisdição (“acesso remoto”) e a possibilidade de os clientes dos BCN depositarem moedas de euro em todos os bancos centrais da área do euro. O Eurosistema está ainda a considerar uma série de novos passos, incluindo o intercâmbio de dados electrónicos com instituições de crédito no que se refere a depósitos e levantamentos de numerário, bem como normas comuns de embalagem de notas para utilização pelos BCN e pelos respectivos clientes.

... assim como o fazem as instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário

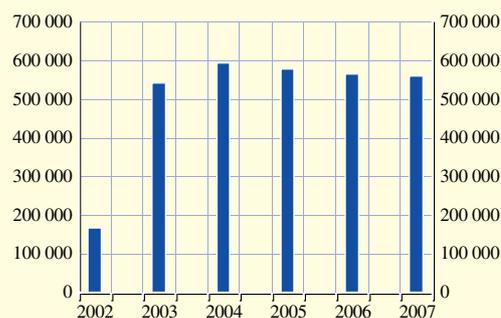
Uma área única de distribuição de notas e moedas requer a convergência dos serviços de numerário dos BCN

A segunda série de notas de euro será emitida em Janeiro de 2011

9.5 A SEGUNDA SÉRIE DE NOTAS DE EURO

Normalmente, os bancos centrais e as outras autoridades monetárias introduzem melhorias nas respectivas notas poucos anos após estas entrarem em circulação, com vista a permanecerem sempre à frente dos falsificadores. O Eurosistema também toma esta medida de precaução e, actualmente, está a desenvolver uma nova série de notas de euro. Tal não significa que o número de contrafacções seja muito elevado: em média, são apreendidas em circulação menos de 600 mil contrafacções por ano – uma fracção ínfima dos 12 mil milhões de notas de euro em circulação – e a sua qualidade é, em geral, de um nível baixo a médio.

Gráfico 4 Número total de notas de euro contrafeitas apreendidas em circulação



Fonte: BCE.

Está previsto que a primeira denominação da segunda série seja colocada em circulação em 1 de Janeiro de 2011 e que as restantes denominações sejam emitidas ao longo de um período de vários anos. Os desenhos serão evolutivos, pois incorporarão o tema “époas e estilos na Europa” da actual série, bem como elementos de segurança extremamente avançados e de fácil verificação. No que diz respeito à funcionalidade, os desenhos e os elementos da segunda série fundamentam-se em estudos de mercado, envolvendo o público e profissionais que operam com numerário, assim como em consultas aos principais intervenientes no ciclo de numerário. O BCE anunciará com bastante antecedência a data em que a actual série deixará de ter curso legal, ou seja, quando esta deixará de poder ser utilizada para efectuar pagamentos. As notas da “antiga” série poderão, contudo, ser trocadas juntos dos BCN por um período ilimitado.

Actualmente, o euro é uma moeda mundial. Em conjunto com os restantes bancos centrais participantes no Eurosistema, o BCE continuará a assegurar que as notas de euro permaneçam um meio de pagamento valioso e valorizado tanto dentro como fora da área do euro.



10 CONCLUSÕES

Com a criação da União Económica e Monetária (UEM) foi estabelecido um novo enquadramento institucional e um quadro de política monetária única para a consecução da estabilidade de preços. O BCE está no centro desse quadro. Publicada por ocasião do 10.º aniversário do BCE, a presente edição especial do Boletim Mensal oferece uma retrospectiva da actividade e das realizações do BCE e do Eurosistema ao longo dos importantes últimos dez anos. A fim de cumprir o seu objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços, o BCE tem de desempenhar múltiplas funções e actividades, algumas das quais especificadas no Tratado da União Europeia e outras que apoiam o quadro de política monetária única.

O lançamento do euro exigiu a criação de um enquadramento institucional apropriado para a UEM. A combinação de uma política monetária centralizada com políticas orçamentais e estruturais descentralizadas, embora coordenadas, tem sido, em geral, satisfatória. Os procedimentos de coordenação reflectem a acrescida interdependência entre os países da área do euro. Existe um crescente intercâmbio de informação e de análises entre as instituições e organismos comunitários (Parlamento Europeu, Comissão Europeia, Conselho ECOFIN, Eurogrupo e outros). Ainda assim, o progresso da integração da área do euro requer que as políticas definidas a nível nacional tenham em maior consideração os requisitos comunitários.

O quadro de política monetária da área do euro tem características inovadoras. No âmbito do novo enquadramento institucional da UEM, a responsabilidade pela política monetária única foi transferida para o BCE, tendo-lhe sido atribuído um claro mandato e a garantia de independência face a influências políticas. Tal pressupõe não só independência institucional, como também independência pessoal, financeira e funcional. Envolve igualmente um grau elevado de transparência e responsabilização, incluindo a obrigação de prestação de informação ao Parlamento Europeu.

A estratégia de política monetária do BCE atribui um papel proeminente à análise monetária. As decisões de política monetária são tomadas com base na experiência colectiva e nos conhecimentos do Conselho do BCE. Ao longo dos últimos dez anos, esta abordagem colegial serviu devidamente a área do euro: o quadro funcionou sem problemas desde o início, graças também à competência e ao empenho do pessoal do Eurosistema, e adaptou-se bem aos alargamentos. Contudo, vários elementos do quadro continuam a ser desenvolvidos para dar resposta a novas necessidades, forças do mercado, melhorias técnicas e organizacionais, bem como medidas legislativas.

Quando o BCE e o Eurosistema foram criados, os conhecimentos acerca do possível funcionamento da área do euro após a integração monetária eram limitados. Nos primeiros anos da área do euro, a política monetária e as novas circunstâncias constituíram um desafio especial. Desde o início, foi necessário fazer consideráveis investimentos em ferramentas analíticas, investigação e informação estatística, a fim de complementar os já efectuados pelo Instituto Monetário Europeu (o antecessor do BCE). Actualmente, recorre-se a um vasto leque harmonizado de estatísticas, modelos e outras ferramentas analíticas para a área do euro. O público tem acesso à maior parte das metodologias e dos dados, visto que são regularmente analisados em artigos do Boletim Mensal e em outros tipos de publicações.

Após o lançamento do euro, o Eurosistema conta com realizações não menos importantes. A estratégia de política monetária do BCE é agora bem entendida e considerada credível. Durante os últimos dez anos, proporcionou uma base sólida para fazer face a uma série de desafios. A inflação média anual medida pelo IHPC tem-se situado ligeiramente acima de 2% desde a introdução do euro, apesar de vários choques exógenos. A inflação na maioria dos países da área do euro tem permanecido significativamente abaixo dos níveis registados nas décadas anteriores ao lançamento da moeda única. De igual modo, a volatilidade da inflação tem sido consideravelmente inferior.

Um novo enquadramento institucional para a UEM

O novo quadro tem características inovadoras ...

... funciona bem e é adaptável

No início, os conhecimentos eram limitados ...

... actualmente, recorre-se a um vasto leque de estatísticas, modelos e instrumentos

Níveis baixos de inflação e de taxas de juro apoiam ...

O BCE conseguiu também ancorar as expectativas de inflação a mais longo prazo, determinadas a partir de inquéritos e das taxas de rendibilidade das obrigações. O ancorar das expectativas reflecte o êxito da estratégia de política monetária do BCE e a sua capacidade de assegurar a estabilidade de preços a médio prazo de uma forma credível. Para muitos países da área do euro, trata-se de um benefício assinalável, que não teria sido possível se o BCE e o Eurosistema não existissem como entidades independentes.

... a integração financeira, a criação de emprego e ...

Os efeitos globais do euro são positivos. Os ganhos resultantes da estabilidade de preços e das taxas de juro baixas apoiam outros desenvolvimentos económicos e financeiros favoráveis, que estão a concretizar-se de forma gradual, mas persistente. Com efeito, o progresso das estruturas económicas e financeiras leva o seu tempo. Entre os países da área do euro existe agora mais comércio de bens e de serviços, uma maior integração financeira (que, por sua vez, estimula o aprofundamento e a modernização dos mercados financeiros), um investimento directo estrangeiro e detenções de carteira transfronteiras crescentes, bem como criação sustentada de emprego no conjunto da área do euro. O maior grau de resistência financeira e económica converteu-se num enquadramento internacional complexo. A dimensão internacional do euro e a sua utilização como moeda de reserva e meio de pagamento têm registado uma expansão gradual, à medida que prossegue a integração regional e mundial. O euro tornou-se a segunda moeda internacional mais importante, a seguir ao dólar dos Estados Unidos, embora o seu alcance mundial seja menor.

... a dimensão internacional do euro

O Eurosistema promove activamente a integração financeira ...

Ao longo dos últimos dez anos, o Eurosistema contribuiu activamente, de diversas formas, para a promoção da integração financeira, por exemplo, fomentando o conhecimento, aumentando a sensibilização e acompanhando os progressos neste domínio, com base num conjunto de indicadores de integração financeira desenvolvidos pelo BCE. O Eurosistema actua como catalisador de iniciativas do mercado destinadas a fomentar a integração financeira. Além disso, promove directamente a integração financeira prestando serviços de banco central, os quais são disponibilizados em toda a área do euro.

... e os acordos que contribuem para a estabilidade financeira

Nos últimos dez anos, o Eurosistema desempenhou também um papel muito activo no reforço dos acordos visando contribuir para a estabilidade financeira, o que se tornou ainda mais necessário devido à crescente integração e à rápida evolução dos mercados financeiros na Europa. Portanto, o Eurosistema acompanha e avalia a estabilidade do sistema financeiro numa base contínua e o BCE publica um relatório semestral sobre o sistema financeiro no seu conjunto, bem como uma análise estrutural e macroprudencial anual do sistema financeiro da UE. Além disso, o Eurosistema fornece regularmente aconselhamento e informação no âmbito do desenvolvimento do quadro jurídico, regulamentar e de supervisão para os serviços financeiros, em especial a nível comunitário. No domínio da gestão de crises financeiras, promoveu, por exemplo, o desenvolvimento de acordos voluntários de cooperação entre as autoridades, participou em exercícios de simulação de crises a nível da UE e da área do euro e contribuiu quer para o desenvolvimento de um quadro analítico destinado à avaliação de crises financeiras, quer para a elaboração do plano estratégico adoptado pelo Conselho ECOFIN em 2007, com vista a melhorar ainda mais a gestão de crises na UE nos próximos anos. No que se refere à superintendência das infra-estruturas de mercado, concorreu com êxito para a segurança e a eficiência dos fluxos de numerário, de títulos e de outros instrumentos financeiros através dos sistemas de pagamentos e de liquidação.

Subsistem ainda muitos desafios

Os últimos dez anos provaram a solidez das bases da UEM e demonstraram que os países que adoptaram o euro alcançaram um elevado grau de convergência económica. Permanecem, contudo, vários desafios. A maioria dos países da área do euro ainda precisa de aumentar a sua flexibilidade e adaptabilidade face a choques. Por outras palavras, necessitam de prosseguir a reforma estrutural dos seus mercados de trabalho e do produto, reforma que, de qualquer modo, seria indispensável mesmo sem a UEM. Os governos nacionais têm também de acompanhar continuamente a evolução da competitividade nacional. A integração financeira registou avanços notáveis, mas são necessários mais progressos em diversos segmentos, tais como o da banca transfronteiras. O quadro da UE para a estabilidade financeira ainda não está completo.

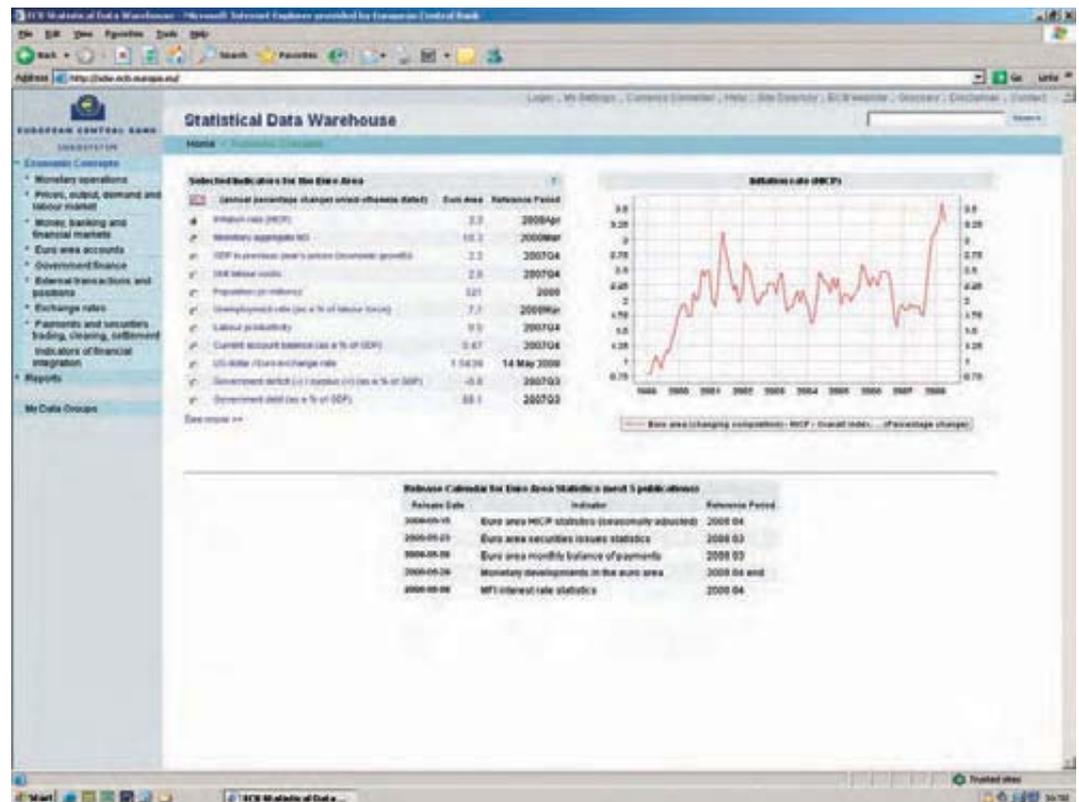
Requer melhorias constantes de forma a acompanhar os progressos da inovação e integração financeiras e a fazer face aos desafios resultantes da complexidade do enquadramento institucional da UE.

Os benefícios e ganhos alcançados com o euro apoiam a adaptação e a liberalização das economias nacionais. As reformas são favorecidas pela estabilidade de preços, a ausência das tensões associadas às crises cambiais periódicas registadas antes do lançamento do euro, assim como a estabilidade e a resistência acrescida decorrente de reformas anteriores. Além disso, as mudanças no “mundo” europeu e a crescente integração da área do euro determinam também a nossa perspectiva quanto ao desenvolvimento futuro da união económica e monetária. As empresas estão a tornar-se mais cientes de que as suas acções e decisões têm repercussões no conjunto da área do euro. As famílias estão cada vez mais conscientes das oportunidades oferecidas por uma área económica e financeira alargada. O público e os representantes políticos começam a pensar para além dos horizontes nacionais e a ter em conta o conjunto da área do euro. Esta mudança de perspectiva está a acontecer gradualmente.

As realizações actuais teriam sido impensáveis há algumas décadas atrás. Com efeito, são muitas as razões para celebrar os dez anos da UEM. Porém, a credibilidade é uma conquista permanente. Continuarão a surgir desafios, que requerem vigilância e atenção, mas actualmente existe confiança na Europa e na força da sua moeda única.

**Alargamento da
perspectiva ao conjunto
da área do euro**

STATISTICAL DATA WAREHOUSE



A base de dados estatísticas do BCE, designada “Statistical Data Warehouse”, é disponibilizada numa página dedicada em: <http://sdw.ecb.europa.eu>. Para mais informações sobre as suas funcionalidades, consultar a secção “Help” da aplicação.

ANEXO

DEZ ANOS DE ESTATÍSTICAS DA ÁREA DO EURO E COMPARAÇÃO COM AS DE OUTRAS ÁREAS ECONÓMICAS IMPORTANTES

1. Taxas de juro directoras do banco central

(em fim de período)

	Área do euro ¹⁾	União Europeia	Estados Unidos	Japão
1998	-	-	4.75	0.50
1999	3.00	-	5.50	0.50
2000	4.75	-	6.50	0.50
Alargamento da área do euro				
2001	3.25	-	1.75	0.10
2002	2.75	-	1.25	0.10
2003	2.00	-	1.00	0.10
2004	2.00	-	2.25	0.10
2005	2.25	-	4.25	0.10
2006	3.50	-	5.25	0.40
Alargamento da área do euro				
2007	4.00	-	4.25	0.75



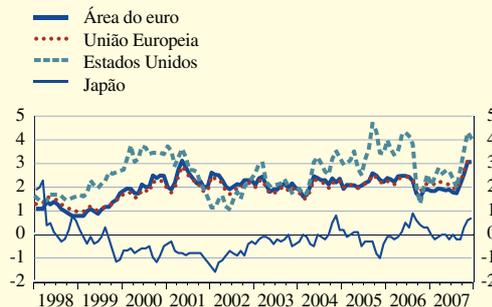
Fontes: BCE, Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos e Banco do Japão.

1) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 1, Secção 1.2) e no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 8, Secção 8.1) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV).

2. Taxa de inflação (IHPC/IPC)

(taxas de variação homólogas em percentagem)

	Área do euro ¹⁾	União Europeia ²⁾	Estados Unidos ³⁾	Japão ³⁾
Média 1989-1998	2.9	-	3.3	1.5
1998	1.1	1.3	1.6	0.7
1999	1.1	1.2	2.2	-0.3
2000	2.1	1.9	3.4	-0.7
Alargamento da área do euro				
2001	2.3	2.2	2.8	-0.8
2002	2.2	2.1	1.6	-0.9
2003	2.1	2.0	2.3	-0.2
2004	2.1	2.0	2.7	0.0
2005	2.2	2.2	3.4	-0.3
2006	2.2	2.2	3.2	0.2
Alargamento da área do euro				
2007	2.1	2.3	2.9	0.1



Fontes: Eurostat, Instituto de Estatísticas do Trabalho dos Estados Unidos e Instituto de Estatística do Japão.

1) IHPC. Dados históricos estimados a partir dos IPC nacionais. Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 5, Secção 5.1.1) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX).

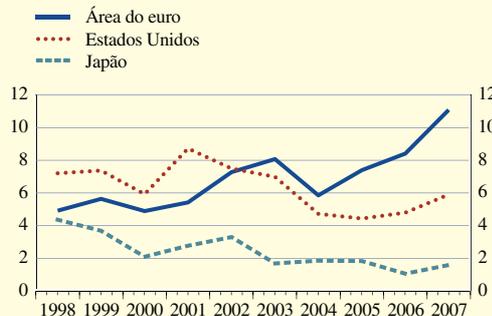
2) IHPC. Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 11, Secção 11.1) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX).

3) IPC nacional. Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.2).

3. Agregado monetário largo

(taxas de variação homólogas em percentagem)

	Área do euro ¹⁾	União Europeia	Estados Unidos ²⁾	Japão ²⁾
Média 1989-1998	6.3	-	3.7	4.2
1998	4.9	-	7.2	4.4
1999	5.6	-	7.4	3.7
2000	4.9	-	5.9	2.1
Alargamento da área do euro				
2001	5.4	-	8.7	2.8
2002	7.3	-	7.5	3.3
2003	8.1	-	7.0	1.7
2004	5.8	-	4.7	1.9
2005	7.4	-	4.4	1.8
2006	8.4	-	4.8	1.1
Alargamento da área do euro				
2007	11.1	-	5.9	1.6



Fontes: BCE, Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos e Banco do Japão.

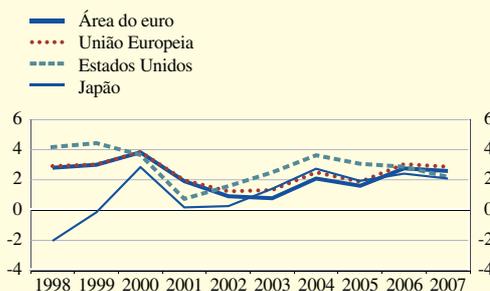
1) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 2, Secção 2.3) e no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.2) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E).

2) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 9, Secção 9.2) e no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.2).

4. PIB ¹⁾

(taxas homólogas de variação no volume em percentagem)

	Área do euro ²⁾	União Europeia ³⁾	Estados Unidos ⁴⁾	Japão ⁵⁾
Média 1989-1998	2.2	2.2	3.0	1.9
1998	2.8	2.9	4.2	-2.0
1999	3.0	3.0	4.4	-0.1
2000	3.8	3.9	3.7	2.9
2001	1.9	2.0	0.8	0.2
2002	0.9	1.2	1.6	0.3
2003	0.8	1.3	2.5	1.4
2004	2.1	2.5	3.6	2.7
2005	1.6	1.9	3.1	1.9
2006	2.8	3.1	2.9	2.4
2007	2.6	2.9	2.2	2.1



Fontes: Eurostat, Instituto de Análise Económica dos Estados Unidos, Instituto de Investigação Económica e Social do Japão e cálculos do BCE.

1) Dados homólogos não ajustados de variações no número de dias úteis.

2) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 5, Secção 5.2.1) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.U.A).

3) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.2) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.U.A).

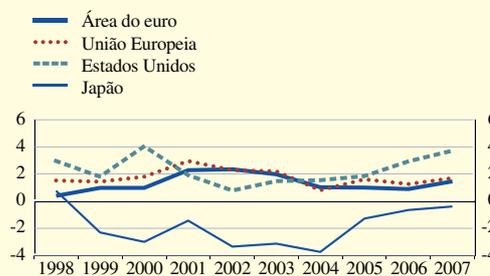
4) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 9, Secção 9.2.1) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.N.A).

5) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 9, Secção 9.2.1) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JPN.0000.B1QG00.1000.TTTTL.N.A).

5. Custos unitários do trabalho

(taxas de variação homólogas em percentagem)

	Área do euro ¹⁾	União Europeia ²⁾	Estados Unidos ³⁾	Japão ³⁾
Média 1989-1998	2.4	-	2.2	0.8
1998	0.4	1.5	3.0	0.8
1999	1.0	1.4	1.8	-2.3
2000	1.0	1.8	4.0	-3.0
2001	2.3	3.0	1.9	-1.4
2002	2.3	2.3	0.8	-3.3
2003	2.0	2.2	1.5	-3.1
2004	1.0	0.8	1.5	-3.8
2005	1.0	1.6	1.9	-1.3
2006	0.9	1.3	2.9	-0.6
2007	1.5	1.7	3.7	-0.4



Fontes: Eurostat, Instituto de Análise Económica dos Estados Unidos, Instituto de Investigação Económica e Social do Japão e cálculos do BCE.

1) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 5, Secção 5.1.4) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I).

2) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 11, Secção 11.4).

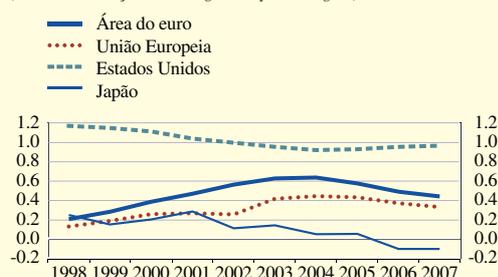
3) Cálculos do BCE.

6. População

(em milhões)

	Área do euro ¹⁾	União Europeia ²⁾	Estados Unidos ³⁾	Japão ⁴⁾
Média 1989-1998 ⁵⁾	302	479	262	125
1998	305	481	276	126
1999	306	482	279	127
2000	307	483	282	127
2001	308	484	285	127
2002	310	486	288	127
2003	312	488	291	128
2004	314	490	294	128
2005	316	492	296	128
2006	317	494	299	128
2007 ⁶⁾	319	495	302	128

(taxas de variação homólogas em percentagem)



Fontes: Eurostat, Instituto de Censos dos Estados Unidos e Instituto de Estatística do Japão.

1) Média anual. Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 2, Secção 2.1) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.13.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).2) Média anual. Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 11, Secção 11.6) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).3) Os dados referem-se à população em meados do ano. Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.1).4) Os dados referem-se à população em 1 de Outubro. Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.1).

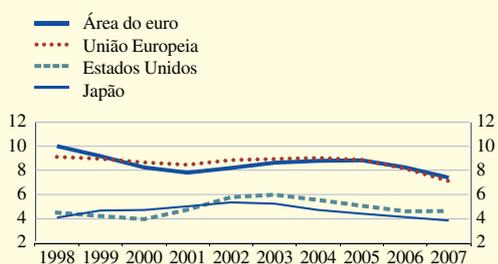
5) 1991-1998 para a área do euro; 1993-1998 para a União Europeia.

6) Os dados relativos à área do euro, à União Europeia e ao Japão são, em parte, previsões.

7. Desemprego

(em percentagem da população activa)

	Área do euro ¹⁾	União Europeia ²⁾	Estados Unidos ³⁾	Japão ³⁾
Média 1989-1998	9,4	-	5,9	2,8
1998	10,0	9,1	4,5	4,1
1999	9,2	9,0	4,2	4,7
2000	8,3	8,7	4,0	4,7
2001	7,8	8,5	4,7	5,0
2002	8,2	8,9	5,8	5,4
2003	8,6	8,9	6,0	5,3
2004	8,8	9,0	5,5	4,7
2005	8,9	8,9	5,1	4,4
2006	8,2	8,2	4,6	4,1
2007	7,4	7,1	4,6	3,9



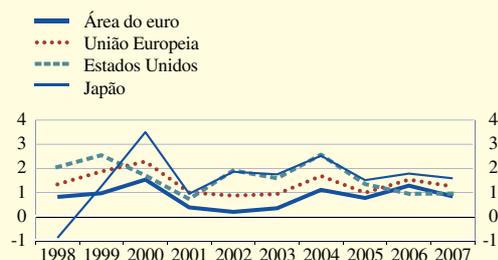
Fontes: Eurostat, Instituto de Estatísticas do Trabalho dos Estados Unidos e Instituto de Estatística do Japão.

1) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 5, Secção 5.3.2) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.14.N.UNEH.RTT000.4.000).2) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 11, Secção 11.7) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000).3) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.2).

8. Produtividade do trabalho

(taxas de variação homólogas em percentagem)

	Área do euro ¹⁾	União Europeia ²⁾	Estados Unidos ³⁾	Japão ³⁾
Média de crescimento 1989-1998	1,7	-	1,5	1,3
1998	0,8	1,3	2,1	-0,9
1999	1,0	1,9	2,5	1,3
2000	1,5	2,3	1,7	3,5
2001	0,4	1,0	0,7	0,9
2002	0,2	0,9	1,9	1,9
2003	0,3	0,9	1,6	1,7
2004	1,1	1,7	2,6	2,5
2005	0,8	1,0	1,3	1,5
2006	1,3	1,5	0,9	1,8
2007	0,8	1,3	1,0	1,6



Fontes: Eurostat, Instituto de Análise Económica dos Estados Unidos, Instituto de Investigação Económica e Social do Japão e cálculos do BCE.

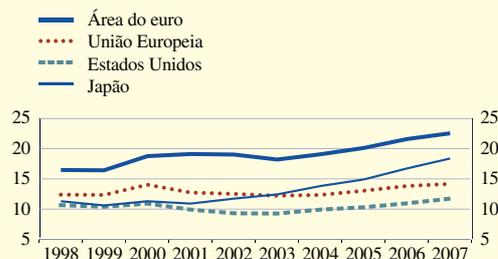
1) Variação no volume do PIB por indivíduo empregado. Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.2).2) Variação no volume do PIB por indivíduo empregado. Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.2) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.1).

3) Cálculos do BCE.

9. Exportações de bens e serviços ¹⁾

(em percentagem do PIB)

	Área do euro ²⁾	União Europeia ³⁾	Estados Unidos	Japão
1998	16.5	12.4	10.7	11.3
1999	16.4	12.3	10.4	10.6
2000	18.8	14.1	10.9	11.3
2001	19.1	12.8	9.9	10.9
2002	19.1	12.5	9.3	11.7
2003	18.3	12.2	9.3	12.4
2004	19.1	12.3	9.9	13.8
2005	20.1	13.1	10.3	14.9
2006	21.6	13.9	11.0	16.8
2007	22.6	14.2	11.8	18.4



Fontes: BCE, Eurostat, Instituto de Análise Económica dos Estados Unidos, Banco do Japão e Ministério das Finanças japonês.

1) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.1).

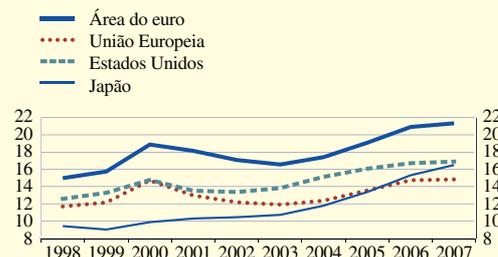
2) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_EXP.PGDP.4F_N)

3) Os dados até 2000 referem-se à UE15, para o período entre 2001 e 2003 à UE25 e a partir de 2004 à UE27.

10. Importações de bens e serviços ¹⁾

(em percentagem do PIB)

	Área do euro ²⁾	União Europeia ³⁾	Estados Unidos	Japão
1998	15.0	11.7	12.6	9.4
1999	15.7	12.1	13.3	9.0
2000	18.9	14.7	14.8	9.9
2001	18.2	13.0	13.5	10.3
2002	17.1	12.2	13.4	10.4
2003	16.6	11.9	13.8	10.7
2004	17.4	12.3	15.1	11.8
2005	19.1	13.4	16.1	13.4
2006	20.9	14.7	16.7	15.3
2007	21.4	14.7	16.9	16.5



Fontes: BCE, Eurostat, Instituto de Análise Económica dos Estados Unidos, Banco do Japão e Ministério das Finanças japonês.

1) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.1).

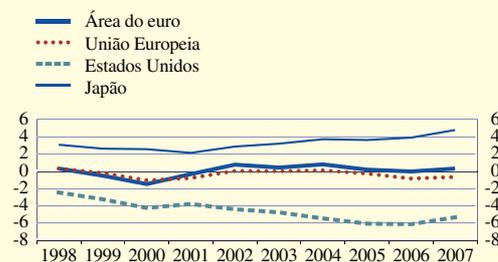
2) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.I3.BP_IMP.PGDP.4F_N).

3) Os dados até 2000 referem-se à UE15, para o período entre 2001 e 2003 à UE25 e a partir de 2004 à UE27.

11. Saldo da balança corrente ¹⁾

(em percentagem do PIB)

	Área do euro ²⁾	União Europeia ³⁾	Estados Unidos	Japão
1998	0.3	0.3	-2.5	3.1
1999	-0.5	-0.2	-3.3	2.6
2000	-1.5	-1.1	-4.3	2.6
2001	-0.3	-0.8	-3.8	2.1
2002	0.8	0.0	-4.4	2.9
2003	0.4	0.0	-4.8	3.2
2004	0.8	0.1	-5.5	3.7
2005	0.2	-0.2	-6.1	3.6
2006	0.0	-0.7	-6.2	3.9
2007	0.3	-0.6	-5.3	4.8



Fontes: BCE, Eurostat, Instituto de Análise Económica dos Estados Unidos, Banco do Japão e Ministério das Finanças japonês.

1) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.1).

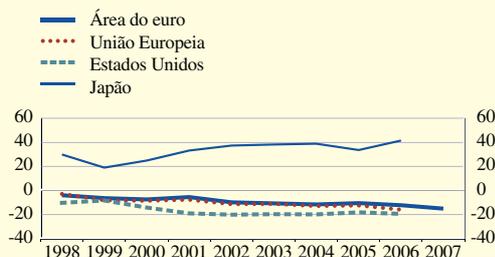
2) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_GS_N.PGDP.4F_N).

3) Os dados até 2000 referem-se à UE15, para o período entre 2001 e 2003 à UE25 e a partir de 2004 à UE27.

12. Posição de investimento internacional líquida ¹⁾

(em percentagem do PIB)

	Área do euro ²⁾	União Europeia	Estados Unidos	Japão
1998	-3.7	-2.8	-10.2	29.9
1999	-6.1	-7.9	-8.3	19.0
2000	-7.3	-8.4	-14.1	24.8
2001	-5.5	-7.6	-19.0	33.2
2002	-9.7	-11.2	-19.9	37.3
2003	-10.5	-11.0	-19.5	38.2
2004	-11.4	-12.8	-19.6	38.7
2005	-10.4	-12.3	-18.0	33.7
2006	-12.1	-15.8	-19.2	41.4
2007	-15.0	-	-	-

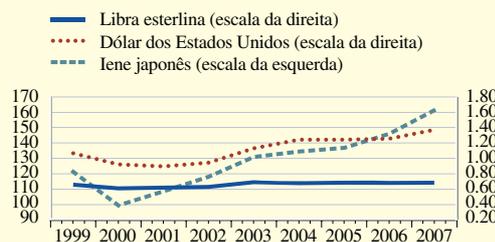


Fontes: BCE, Eurostat, Instituto de Análise Económica dos Estados Unidos, Banco do Japão e Ministério das Finanças japonês.

1) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.1).2) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_IIP_NT.PGDP.4F_N).13. Taxa de câmbio do euro ¹⁾

(moeda nacional por euros)

	Dólar dos Estados Unidos ²⁾	Iene japonês ³⁾	Libra esterlina ⁴⁾
Média 1989-1998 ⁵⁾	1.1974	143.97	0.73198
1999	1.0658	121.32	0.65874
2000	0.9236	99.47	0.60948
2001	0.8956	108.68	0.62187
2002	0.9456	118.06	0.62883
2003	1.1312	130.97	0.69199
2004	1.2439	134.44	0.67866
2005	1.2441	136.85	0.68380
2006	1.2556	146.02	0.68173
2007	1.3705	161.25	0.68434



Fontes: BCE

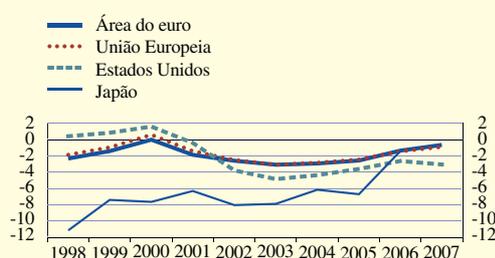
1) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 8, Secção 8.2) e no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 4, Secção 4.10).2) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A).3) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A).4) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A).

5) As taxas até Dezembro de 1998 (compiladas pela Comissão Europeia) referem-se ao ECU.

14. Saldo orçamental: défice (-) / excedente (+)

(em percentagem do PIB)

	Área do euro ¹⁾	União Europeia ²⁾	Estados Unidos ³⁾	Japão ⁴⁾
1998	-2.3	-1.9	0.4	-11.2
1999	-1.4	-1.0	0.9	-7.4
2000	0.0	0.6	1.6	-7.6
2001	-1.8	-1.4	-0.4	-6.3
2002	-2.6	-2.5	-3.8	-8.0
2003	-3.1	-3.1	-4.8	-7.9
2004	-2.9	-2.8	-4.4	-6.2
2005	-2.6	-2.5	-3.6	-6.7
2006	-1.3	-1.4	-2.6	-1.4
2007	-0.6	-0.9	-3.0	-



Fontes: BCE, Comissão Europeia, Instituto de Análise Económica dos Estados Unidos e Instituto de Investigação Económica e Social do Japão.

1) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 6, Secção 6.1) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).2) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 11, Secção 8) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G).3) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 9, Secção 9.2) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).4) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 9, Secção 9.2) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

15. Dívida pública

(em percentagem do PIB)

	Área do euro ¹⁾	União Europeia ²⁾	Estados Unidos ³⁾	Japão ⁴⁾
1998	72.8	66.3	53.0	107.2
1999	72.0	65.7	49.4	120.9
2000	69.3	61.7	43.7	129.0
2001	68.2	60.8	43.2	136.4
2002	68.0	60.2	45.4	143.3
2003	69.2	61.7	48.0	150.5
2004	69.6	62.1	48.9	156.8
2005	70.2	62.6	49.2	163.2
2006	68.5	61.3	48.6	159.5
2007	66.4	58.7	49.2	-



Fontes: BCE, Comissão Europeia, Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos e Banco do Japão.

1) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 6, Secção 6.2) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

2) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 11, Secção 11.9) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G).

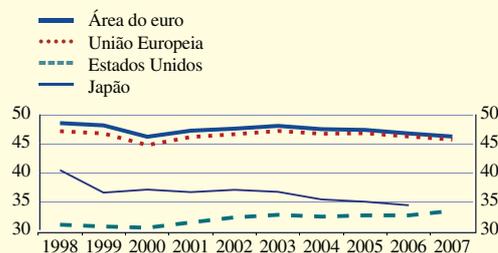
3) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 9, Secção 9.2) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

4) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 9, Secção 9.2) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

16. Despesa pública

(em percentagem do PIB)

	Área do euro ¹⁾	União Europeia ²⁾	Estados Unidos ³⁾	Japão ⁴⁾
1998	48.6	47.2	31.1	40.5
1999	48.2	46.8	30.8	36.6
2000	46.2	44.8	30.6	37.1
2001	47.3	46.2	31.5	36.7
2002	47.6	46.6	32.4	37.1
2003	48.1	47.2	32.8	36.7
2004	47.5	46.7	32.5	35.5
2005	47.4	46.8	32.7	35.1
2006	46.8	46.3	32.7	34.4
2007	46.3	45.8	33.5	-



Fontes: BCE, Comissão Europeia, Instituto de Análise Económica dos Estados Unidos e Instituto de Investigação Económica e Social do Japão.

1) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 6, Secção 6.1) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

2) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 11, Secção 11.10) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G).

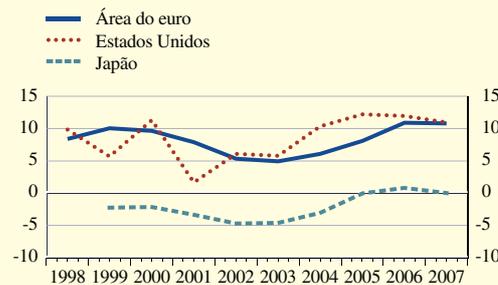
3) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.1) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

4) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.1) e acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

17. Crédito bancário: empréstimos de IFM ao sector privado

(taxas de variação homólogas em percentagem)

	Área do euro ¹⁾	União Europeia	Estados Unidos	Japão
Média 1989-1998	7.1	-	5.6	-
1998	8.4	-	9.8	-
1999	10.0	-	5.7	-2.3
2000	9.6	-	11.3	-2.2
Alargamento da área do euro				
2001	7.9	-	1.7	-3.4
2002	5.3	-	6.1	-4.7
2003	4.9	-	5.8	-4.6
2004	6.1	-	10.3	-3.0
2005	8.1	-	12.2	0.0
2006	10.9	-	11.9	0.8
Alargamento da área do euro				
2007	10.8	-	10.9	0.0



Fontes: BCE, Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos e Banco do Japão.

1) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.quickview.do?SERIES_KEY=9.BSI.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E).

18. Taxa dos depósitos interbancários a três meses ¹⁾

(percentagens por ano; médias do período)

	Área do euro ²⁾	União Europeia	Estados Unidos ³⁾	Japão ⁴⁾
1998	3.96	-	5.57	0.66
1999	2.96	-	5.41	0.22
2000	4.40	-	6.53	0.28
Alargamento da área do euro				
2001	4.26	-	3.78	0.15
2002	3.32	-	1.80	0.08
2003	2.33	-	1.22	0.06
2004	2.11	-	1.62	0.05
2005	2.18	-	3.56	0.06
2006	3.08	-	5.19	0.30
Alargamento da área do euro				
2007	4.28	-	5.30	0.79



Fontes: Federação Bancária Europeia e Associação Bancária Britânica.

1) Dados publicados no Boletim Mensal (Capítulo 4, Secção 4.6) e no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 9, Secção 9.5).2) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD_LST).3) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR_LST).4) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR_LST).19. Rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos ¹⁾

(percentagens por ano; médias do período)

	Área do euro ²⁾	União Europeia	Estados Unidos ³⁾	Japão ⁴⁾
Média 1989-1998	8.38	-	6.94	4.23
1998	4.71	-	5.33	1.30
1999	4.66	-	5.63	1.76
2000	5.44	-	6.03	1.76
Alargamento da área do euro				
2001	5.03	-	5.01	1.34
2002	4.92	-	4.60	1.27
2003	4.16	-	4.00	0.99
2004	4.14	-	4.26	1.50
2005	3.44	-	4.28	1.39
2006	3.86	-	4.79	1.74
Alargamento da área do euro				
2007	4.33	-	4.63	1.68



Fontes: BCE, Reuters e Thomson Financial Datastream.

1) Dados publicados no *Statistics Pocket Book* (Capítulo 1, Secção 1.2).2) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD).3) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT_RR.YLD).4) Dados acessíveis através da *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT_RR.YLD).

NOTAS GERAIS

O presente anexo mostra a evolução dos principais indicadores estatísticos ao longo dos passados dez anos e, sempre que possível, o valor médio de um indicador para os dez anos anteriores ao lançamento do euro. Os dados apresentados nos quadros são expressos numa base anual e, salvo indicação em contrário, descrevem variações homólogas percentuais.

A maioria das séries de dados para a área do euro refere-se ao Euro 13 (ou seja, a área do euro incluindo a Eslovénia). Contudo, os dados relativos ao financiamento público dizem respeito ao Euro 15 (isto é, a área do euro incluindo Chipre e Malta) e, no caso das taxas de juro, das estatísticas monetárias e do IHPC, as séries estatísticas referentes à área do euro cobrem os Estados-Membros da UE que tinham adoptado o euro até à data a que os dados estatísticos se referem (para uma descrição pormenorizada, consultar as notas gerais da secção do Boletim Mensal do BCE intitulada “Estatísticas da área do euro”). A alteração da composição da área do euro é indicada nos quadros por uma linha horizontal.

